

2012 Yılı Yatırım Tercihlerimiz

Düşük büyüme ve yüksek enflasyonun gölgesinde...

2011 in üçüncü çeyreğinde ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın beklenenden daha kısıtlı kalması ve enflasyonun da tahminlerin bir hayli üzerinde seyretmesinin ardından, 2011'in ikinci ve 2012 yılının birinci yarılarının ana teması olarak yavaş büyüme ve yüksek enflasyon öne çıkıyor.

Büyümenin giderek yavaşlayacağını, enflasyonun ise hedeflerin üzerinde kalmaya devam edeceğini düşünmekle birlikte koşulların 2012'nin ikinci yarısında tersine dönmeye başlayabileceğini tahmin ediyoruz. Bu ekonomik görünüm altında cari açık rakamının daralma eğilimi göstereceğini, ancak enerji fiyatlarında bir düşüş olmadıkça ve finansman kalitesindeki bozulma devam ettikçe ekonomik gündemin bir parçası olmayı sürdüreceğini düşünüyoruz. Avrupa'daki mevcut borç krizinin kredi piyasalarını donma noktasına getirmede Türkiye'de resesyon ihtimalini düşük görüyoruz.

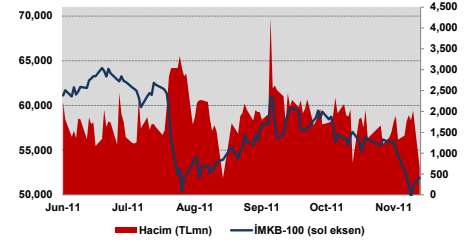
Yakın vadedeki belirsizlik uzun vadedeki potansiyeli gölgelememeli...

Makroekonomik görünüm Türk hisse senetleri için geçtiğimiz birkaç çeyrekte olduğu gibi destekleyici olmayacak. 2012 yılının ilk yarısında için kâr rakamlarının düşmesini beklerken ikinci yarıda ise belirgin bir iyileşme bekliyoruz. Araştırma kapsamımızda olan banka-dışı hisseler için %18 civarında bir kâr artışı öngörürken, aynı dönemde banka kârlarının ise yatay seyretmesini bekliyoruz. Genel olarak baktığımızda 2012 nin ikinci yarısında beklediğimiz toparlanmanın ilk bahardan itibaren fiyatlara yansıtacağını bekliyoruz, kısa vadeli trendlerden bağımsız olarak uzun vadedeki olumlu duruşumuzu koruyoruz. İMKB-100 endeksi 2012 F/K larına baktığımızda, diğer gelişmekte olan ülkeler ortalamasına göre %16 iskontolu ve 7,6x ile işlem görüyor. Mevcut seviyelerin biriktirmek için uygun olduğuna inanıyoruz.

Tercihimiz defansif hisselerden oluşan bir portföy

Volatil bir makroekonomik görünüm ışığında dengeli bir portföy oluşturulması gerektiğini düşünüyoruz. Bu bağlamda sağlam nakit akışına sahip ve dövizdeki dalgalanmalardan minimum etkilenen defansif hisse senetlerini tercih ediyoruz (**ENKAI, ISGYO, KOZAL, TAVHL**). Aynı zamanda portföyümüze, operasyonel olarak yüksek performans vaat eden tüketici odaklı hisseleri de ekliyoruz (**BİZİM, TOASO**). Bu hisselerin yanı sıra, önümüzdeki dönemde sağlam operasyonel getiri sağlayacağına inandığımız 2 bankayı da portföyümüze ekliyoruz (**HALKB, GARAN**).

İMKB-100 Performansı



MSCI Türkiye Karşılaştırmalı Performans Tablosu

Getiri (USD)	Y-1-d	Last 3 months	Last 1 month
Brazil	-28%	-16%	-14%
Russia	-20%	-16%	-10%
India	-35%	-16%	-17%
China	-23%	-13%	-9%
Türkiye	-39%	-16%	-17%
MSCI EM	-23%	-14%	-14%
EMEA	-25%	-17%	-11%
EM Europe	-25%	-18%	-12%

Source: www.msccibarra.com

Makroekonomik Tahminler

	2010	2011B	2012B
GSYİH (TRY mlyr)	1105.1	1265.3	1415.0
GSYİH (USD mlyr)	735.8	759.5	781.2
GSYİH Büyüme	8.9%	7.1%	3.6%
TÜFE (yıllık; yılsonu)	6.4%	9.1%	6.7%
ÜFE (annual; yılsonu)	8.9%	13.2%	5.8%
Faiz (Gösterge, yılsonu)	7.08%	10.30%	10.35%
Faizi (Politika faizi, yılsonu)	6.50%	5.75%	7.75%
USD/TRY (yılsonu)	1.5367	1.8170	1.7710
USD/TRY (ortalama)	1.4987	1.6690	1.8125
Faiz Dışı Fazla*	-0.5%	1.0%	0.8%
Bütçe Dengesi (GSYİH oranı)	-3.6%	-1.5%	-1.7%
İhracat (USD mlyr)	113.9	135.0	151.2
İthalat (USD mlyr)	185.5	241.1	247.8
Dış Ticaret Dengesi (USD mlyr)	-71.6	-106.1	-96.6
C/A Balance (USD bn)	-48.6	-76.3	-67.1

*IMF-tanımlı, GSYİH oranı

YF Model Portföy

Kod	Piy. Değ. (TRYm)	Halka Açıklık	F/K 2012B	FD/FAVÖK 2012b
BİZİM	870	40%	19.5	10.0
GARAN	25,200	48%	8.8	1.3
ISGYO	630	48%	6.3	4.7
KOZAL	3,790	29%	7.7	n.a.
HALKB	12,650	25%	5.9	1.2
TOASO	2,990	24%	6.2	4.8
ENKAI	10,600	12%	10.2	n.a.
TAVHL	2,834	40%	17.5	6.5



II. Hisse Senedi Stratejisi

A. Hisse senetleri için daha zorlu makroekonomik koşullar...

Şirketler, 2009 yılının 4. çeyreğinden itibaren güçlü büyüme ve düşük enflasyon ortamının sunduğu yatırım ve ticari büyüme imkanından istifade etti. Ancak, önümüzdeki dönemde ekonomik büyümenin kademeli bir biçimde yavaşlayacak olması nedeniyle makroekonomik resmin Türk hisse senetleri açısından geçmişe nazaran daha az destekleyici olacağını düşünüyoruz. Daha yavaş GSYİH büyümesi, dalgalanan Türk Lirası, yükselen faiz ortamı ve beklentilerin üzerinde bir enflasyon, şirketler için zorlu şartlar oluşturuyor. 2012 yılının ilk yarısında ekonomik aktivitede daha keskin bir düşüş olacağını, ancak yılın ikinci yarısında güçlü büyüme eğiliminin geri döneceğini tahmin ediyoruz. Bu nedenle, yılın ilk yarısında görülecek nispeten zayıf kâr rakamlarının, yılın ikinci yarısında iyileşmesini bekliyoruz.

Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin 2012 yılı net kâr büyümesinin mali-olmayan (non-financial) şirketlerde ortalama %18, bankalarda ise %0 olmasını bekliyoruz.

Özellikle 2012 yılı ilk yarısındaki makroekonomik ortamın, bankalar üzerinde i) kredi büyüme hızında yavaşlama, ii) mevduat büyüme hızında artış iii) tahsili gecikmiş alacaklar (TGA) kalemi geri kazanımlarında yavaşlama, iv) ücret ve komisyon gelirleri büyüme hızında düşüş ve iv) yatay net kâr marjları şeklinde özetlenebilecek sonuçları olacağını düşünüyoruz. Bu çerçevede 2011 yılı için %9.5 daralma öngördüğümüz net kâr rakamlarının, 2012 yılında yatay kalacağını tahmin ediyoruz.

Yükselen faiz ortamı ve yavaşlayan ekonomi yatırım temamız doğrultusunda defansif yapıda olan perakende, havacılık ve madencilik sektörlerinde faaliyet gösteren şirketleri tavsiye ediyoruz. Volatil bir makroekonomik görünüm ışığında dengeli bir portföy oluşturulmasından yanayız. Bu bağlamda istikrarlı nakit akışına sahip ve dövizdeki dalgalanmalardan minimum etkilenecek yapıdaki hisse senetlerini tercih ediyoruz (**ENKAI, ISGYO, KOZAL, TAVHL**). Ayrıca operasyonel açıdan güçlü performans göstermesini beklediğimiz tüketici odaklı hisseleri de portföyümüze dahil ediyoruz (**BİZİM, TOASO**). Son olarak önümüzdeki dönemde faaliyet performanslarının görece yüksek olmasını beklediğimiz iki bankayı da portföyümüze ekliyoruz (**HALKB, GARAN**).

B. Avrupa kaynaklı endişelerin artma ihtimali...

Avrupa'nın halen Türkiye'nin önemli bir ihracat bölgesi olması nedeniyle birliğin olası bir resesyona girmesi halinde ihracat gelirlerinin baskı altında kalacağı açıktır. Ayrıca bölgede yaşanan finansal darboğaz, mevcut kredi kullanım kanallarında bozulmalara yol açarak şirketlerin yeniden finansman temin etmesini veya borçlarını döndürmesini güçleştirebilir. Merkez Bankası verilerine göre, mali-olmayan şirketlerin önümüzdeki 12 ay içinde vadesi dolan 62 milyar Dolar tutarında döviz borcu bulunuyor. Bu durumun Avrupa kaynaklı krizlere karşı Türk şirketlerini daha savunmasız kıldığını düşünüyoruz.

Türk bankalarının ise toplam 25.4 milyar Dolar tutarında sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinden oluşan borcu bulunuyor. Eylül ayı sonu itibarıyla söz konusu kredilerin bankacılık sektörü aktifleri içindeki payının sadece %3.9 olması nedeniyle önümüzdeki dönemde bu kanaldaki olası bir bozulmanın Türk bankaları açısından büyük bir sorun olacağını düşünüyoruz.

C. 2012'de İMKB'nin yönü ne olacak?

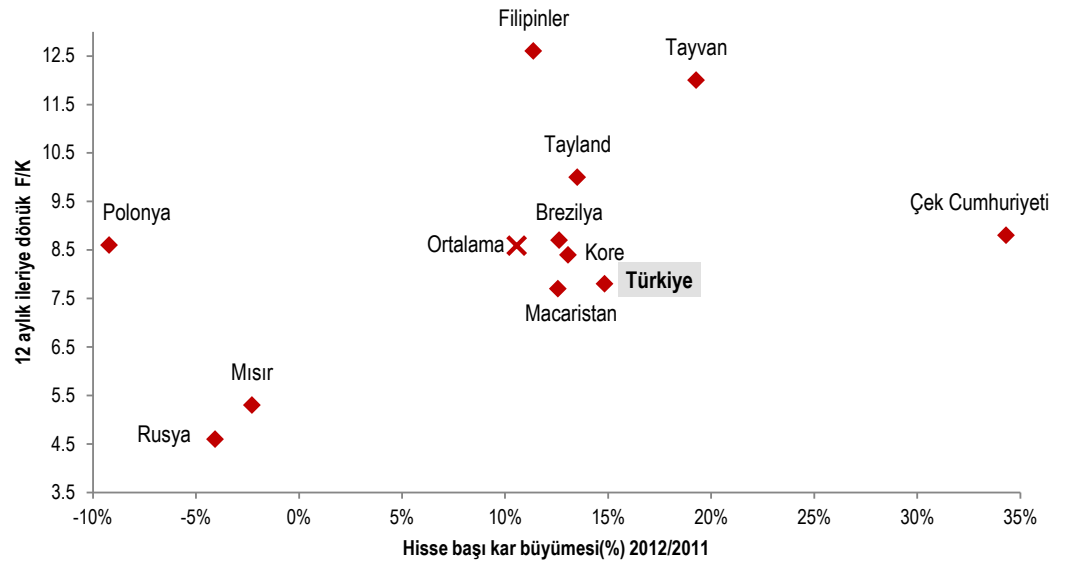
2012 yılının ilk yarısına ilişkin düşük büyüme ve zayıf kâr beklentisi nedeniyle Türk hisse senetleri piyasası, gelişmekte olan ülke piyasalarındaki rakiplerine görece altta performans göstererek volatil hareket edebilir. Ancak 2012 yılının ikinci yarısına ilişkin ekonomik toparlanma beklentisinin bahar aylarından itibaren satın alınmaya başlayacağını tahmin ediyoruz.

İMKB'nin orta vadeli görünümünün pozitif olması nedeniyle mevcut fiyat seviyelerinin "biriktirmek" için uygun olduğunu düşünüyoruz. Türk hisse senetleri 2012 yılı tahmini 7.6x F/K oranı ile gelişmekte olan ülke piyasalarına göre %16 iskontolu ve 8.1x olan uzun vadeli ortalamasını altında işlem görüyor. Aynı kategoride değerlendirildiğimiz Rusya, Mısır ve Macaristan'ın F/K oranı, Türkiye'den daha iskontolu olmakla birlikte hisse başına kâr büyümesi noktasında Türkiye daha avantajlı duruyor. Türkiye'nin 6.8x olan 2012 FD/FAVÖK çarpanı rakiplerine göre %5 primli olsa da 2012 büyüme beklentisinin %3.6 olması, güçlü bankacılık sistemine sahip olması, düşük hane halkı borçluluğu ve doygunluğa ulaşmamış piyasa yapısı nedeniyle Türkiye'nin halen cazip bir yatırım alternatifi sunduğu inancındayız.

Ülke	F/K 2012B	FD/ FAVÖK 2012B
Brezilya	8.7	5.7
Çek Cumhuriyeti	8.8	10.1
Mısır	5.3	2.7
Macaristan	7.7	5.1
Güney Kore	8.4	8.1
Malezya	13.1	7.9
Filipinler	12.6	7.7
Polonya	8.6	5.0
Rusya	4.6	3.5
Tayvan	12.0	8.2
Tayland	10.0	7.3
EM Ortalaması	9.1	6.5
Türkiye	7.6	6.7
% (iskonto) / prim	-16%	3%

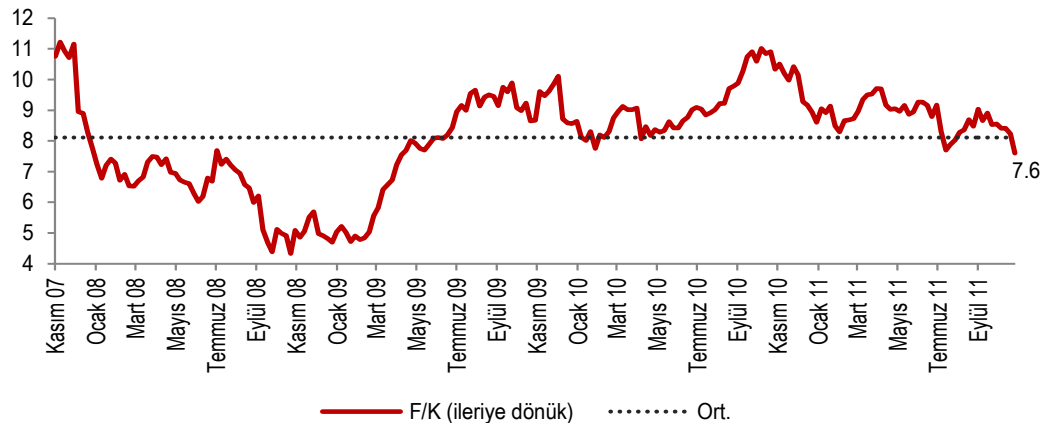
Kaynak: Bloomberg

Ülke bazında ileriye dönük F/K ve hisse başına kâr büyümeleri



Kaynak: Bloomberg

İMKB-100 12-ay ileriye yönelik F/K ortalaması



Kaynak: Bloomberg



Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 317 69 32 research@yfas.com.tr

Bu bültende yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşlerin mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabileceği dikkate alınmalıdır. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan veri, bilgi ve grafikler Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin güvenilirliğine inandığı kaynaklardan alınmış ve/veya üretilmiştir. Ancak bilgi, veri ve grafiklerin doğruluğu bağımsız olarak teyit edilmemiş olup, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti vermemekte ve gösterilen tüm özen ve dikkate rağmen doğabilecek veri ve analist değerlendirme, ayırma, kaydetme vb. hatalarından dolayı sorumluluk üstlenmemektedir. Raporda yapılan yorum, tahmin ve tavsiyeler Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup, önceden belirtilmeden değişiklik yapma hakkı saklıdır. Bu rapor Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. müşterileri için genel bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olduğundan, raporda yer alan yorum ve tavsiyelerin yatırımcıların alım satım kararlarını destekleyecek yeterlilikte olmayabileceği dikkate alınmalıdır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu bülten ve içinde yer alan bilgi ve yorumlar, Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'den önceden yazılı izin alınmadan kısmen veya tamamen, üretilemez, dağıtılamaz, yayınlanamaz.

Emre Birkan	Genel Müdür Yardımcısı	emre.birkan@yfas.com.tr	+90 (212) 317 69 00
-------------	------------------------	-------------------------	---------------------

Araştırma Bölümü (arastirma@yfas.com.tr)

Zümrüt Can Ambarcı	Müdür	zumrut.ambarci@yfas.com.tr	+90 (212) 317 69 35
Levent Durusoy	Baş Ekonomist	levent.durusoy@yfas.com.tr	+90 (212) 317 69 33
Hakan Tezcan	Müdür Yardımcısı	hakan.tezcan@yfas.com.tr	+90 (212) 317 69 59

Kurumsal Finansman (kurumsalfinansman@yfas.com.tr)

Pervin Bakankuş	Müdür Yardımcısı	pervin.bakankus@yfas.com.tr	+90 (212) 317 68 70
-----------------	------------------	-----------------------------	---------------------

Yurtiçi Türev Piyasaları

Cihan Aluç	Müdür	cihan.aluc@yfas.com.tr	+90 (212) 317 68 32
Oya Altıngözlü Pekel	Müdür Yardımcısı	oya.pekel@yfas.com.tr	+90 (212) 317 68 62

Şubelerimiz

İstanbul	Akmerkez	+90 (212) 317 69 00	Ankara - Kızılay	+90 (312) 417 30 46
	Merkez	+90 (212) 263 00 24	İzmir	+90 (232) 441 80 72
	Çiftehavuzlar	+90 (216) 302 88 00	Samsun	+90 (362) 431 46 71
	Bakırköy	+90 (212) 543 05 04	Bursa	+90 (224) 224 47 47
	Kozyatağı	+90 (216) 386 74 00	Adana	+90 (322) 458 77 55
	TSKB (Acente)	+90 (212) 334 50 50	Antalya	+90 (242) 243 02 01
			İzmit	+90 (262) 325 40 30