

## 10 HİSSE 10 ANALİZ

F/K oranımızın IMKB-100 endeksindeki ciddi gerilemeye karşın halen orta seviyelerde bulunduğunu ama P/BV'lardaki cazibemiz nedeniyle bankacılık sektörünün ışığının parlamaya devam edeceğini, hem kur hem de Avrupa bölgesindeki büyümeme de sanayi sektörünü zorlayacağını, Bankacılık sektörünün sanayi sektörü ile arasındaki farkın kapanmaya başlayacağını geçen ay belirtmiştik ve bunun gerçekleştiğini gördük.

IMKB'de yabancı işlemler raporlarına baktığımızda yabancıların Kasım 2010 – Ağustos 2011 döneminde yaklaşık XXXX net satış yaptığını görüyoruz. Bu satışlar sonrasında Ağustos ayında yabancı payı Temmuz 2005'den buyana en düşük seviye olan %61,70'lere kadar gerileme gösterdi. Tabii bu arada yabancı payının 2007 yılında %72,6'lık rekor seviyelere ulaştığını da hatırlatmak isterim.

Eylül ayı ile birlikte her ne kadar yabancı raporlar Türkiye'ye overweight vermiş olsa da özünde piyasanın çok fazla satış yemesinden dolayı bu tutuma girdiler. Ama saklama oranlarının stabil kalması piyasanın aslında yerliler tarafından donime edildiğini göstermektedir. IMKB-100 endeksinde 8 Ağustos'tan bu yana arada küçük düzeltmelerle birlikte %20'lik yükseliş yaşandığını görmekteyiz.

GOP'larla aramızdaki farkı kapatıyoruz, petrol fiyatları düşüyor, cari açık azalıyor, büyümemiz tam gaz devam ediyor. Bankacılık sektörünün karları beklentiler üzerinde gelirken bundan sonrasında da Merkez Bankasının atacağı adımlar bankalara yarayacağından bu seviye'ye kadar yükselişimize devam ettik. Bundan sonrası mı makro verilerde düzelmeye olmadığı takdirde kısa süreli bir 59000- 60000 denemesi yapabiliriz ama kalıcı olmasını beklememekteyiz.

IMKB'de şimdi sorun değerlendirme açısından hisselerin benzer ülkelere göre pahalı mı ? ucuz mu ? olduğu yönünde.

Ülkemiz 1 yıl sonrasının beklenen karına göre MSCI endeksine dahil olan şirketler F/K 8,8x çarpanıyla işlem görmekte, MSCIEM'e göre ise F/K 9x seviyesinde, dolayısıyla şu anda %2,2'lik iskonto ile işlem görmekte bunun tarihi ortalamasına bakarsak %18 seviyesini görmekteyiz, dolayısıyla ileriye dönük fiyatlamlarda ekonomimizin güçlü olması zaten fiyatların içinde bulunmakta. Sonuç Rakiplerimizden F/K olarak hem gelişmekte olan ülkeler açısından hem de kendi bölgemizdekilerle kesinlikle ucuz değil şeklinde olmaktadır.

Bankalarımız ; 2009'da çok yüklü provizyon ayırmalarına rağmen bono'dan dolayı çok yüksek kar elde ettiler, 2010'da provizyonları geri aldılar, bonolardan ve kurun yardımıyla kar yazdılar, 2011'de ise provizyon yazmaları ilk iki çeyrekte yine devam etti, şimdi bunların hepsi bitti.

Artık munzam inmesi ki 400 puan beklemekteyiz , kredi artışı beklentimiz ise %15 seviyesinde, enflasyona endeksli bono ve tüketici kredileri ile bankaların karlılıklarını artırmaya çalışacakları bir sürece girdik. Yani bankaların karları aşağı yönlü revize edilerek bu seviyelerdeyiz ama Sanayii'de bu fiyatlanmanın henüz gerçekleşmediğini düşünüyoruz.

## ÖN PLANA ÇIKAN HİSSELER

2011 yılının ikinci çeyrek mali tablolarının açıklanmasının ardından genel performanslara baktığımızda öne çıkan sektörler Otomotiv, Otomotiv yan sanayi, Kimya, Petrol Dağıtım, Demir çelik, Dayanıklı Tüketim ve Taş Toprak Bunlar içinden dikkat çeken 10 hisse senedimizle birlikte performanslarını begendiğimiz hisseler ise ;

**1 - GARANTİ...**Garanti Bankasının faiz ortamındaki değişikliklere uygun bilançosu, yüksek verimliliği, 2012 tahminimize göre 9,4 F/K ve 1,5 PD/DD değerine göre 8,10 TL'lik hedef fiyatımız %19 iskonto içermekte ve yıl sonu kar beklentimiz ise 3,102 mn TL seviyesinde bulunmaktadır.

**2 - HALKB...**donuk kredilerin kazanılması ile karşılıklardaki düşüş, Komisyon gelirlerindeki artış, aktif kalitesindeki iyileşme ile güçlü tahsilat performansı, Hem TÜFE'ye endeksli bonolardan sağlanan verim hem kredi mevduat oranının en düşük banka olması, hedef fiyatımız %27 iskonto içeren 15,30' ve yıl sonu kar beklentimiz 1,903 mn TL'dir.

**3 - OTOKAR...**Geçen yılın ilk yarısındaki %23'lük kapasite kullanım oranı bu yıl %53'e yükselirken şirketin VAFÖK marjında %12,9 seviyesine çıkmıştır. yılın ikinci yarısında teslimatı yapılacak zırhlı araçlar ve yeni alınan siparişler şirketin karlılığını olumlu yönde etkileyecektir. Şirket için belirlediğimiz hedef fiyatımız 45,50 tl %19 iskonto içermekte ve yıl sonu kar beklentimiz ise 53 mn TL'dir.

**4 - TOASO...**Tofaş'ın brüt kar marjı ise hem fiyatlardaki artışın devam etmesi hem kapasite kullanım oranındaki artış hem de %43 seviyesinde olan yurtiçi satışların ciro içindeki payının %49,5'e çıkması ile 1Ç11'deki %10,5 ve 2Ç10 dönemindeki %11,2'in üzerinde %11,6 olarak gerçekleşmesine neden olmuştur. "al yada öde " anlaşmalarından dolayı kur riskinin büyük kısmını kompanse eden Tofaş, 2011 tahmini 7,4 F/K ve 5 FD/FAVÖK'le işlem görmesi ve de hedef fiyatımız olan 8,70 göre %29 iskonto içermekte, yıl sonu kar beklentimiz ise 390 mn TL'dir.

**5 - ARCELİK...**Şirketin global çapta büyümek için Ortadoğu ve Mena bölgesinde yatırım fırsatlarını kollaması ve ihracat gelirlerini %7'den %12'lere çıkarma çabası, düşük faiz ortamının devam etmesi ve büyümenin 2010 yılına göre daralma gösterse de yüksek seyrinin devamı , şirketin uzun dönem %11,5 olarak belirlediği FAVÖK marjının hem sürdürülebilir hem de bizim %12 beklentimizin altında olması şirketin önümüzdeki dönemde de ön plana çıkmasını imkan verecektir. Arçelik için 10,10 olan hedef piyasa değerimiz %15 iskonto içermekte için yıl sonu kar beklentimiz 540 mn TL'dir.

**6 - AKSA...**Pamuk pazarındaki arz yetersizliği ikame ürünlere olan talebi artırmış, Aksa'nın hammadde fiyatlarındaki artışı satış fiyatlarına yansıtmasına imkan vermiştir, zaten güçlü operasyonel performansda elyaf satışlarının artması ki bu da hem satış hacminin artmasından hem de ürün fiyatının artmasından kaynaklanmaktadır, Aksa için 7,10 hedef fiyatımızla ALIM yönündeki tavsiyemizi korumaktayız

## ÖN PLANA ÇIKAN HİSSELER

**7 - EKGYO...**Şirketin TOKİ'den ihalesiz arsa alma hakkı ve bunu gelir paylaşımı yöntemiyle kullanıp yapılan yatırımın risklerini müteahhitlere bırakması, Emlak Konut'u diğer rakiplerinden ayıran en önemli özellik ve şirketin net Aktif değerine göre de primli işlem görmesinin ardındaki ana etmendir.

Şirketin 2011- 2015 yılı yatırımları ve buradan elde edilecek nakit, yeni projelerin hayata geçirilmesinin dahil ettiğimiz yeniden değerlememizde 3,00'lük hedef fiyatımıza göre şirket mevcut durumda %24 iskonto içermekte ve yıl sonu kar beklentimiz 310 mn TL'dir.

**8 - BİZİM...**Sağlıklı büyüme modeli , yeni açılan mağazaların katkısı, güçlü bilanço kompozisyonu, 2011-2013 yıllarında yeni mağaza açma sayılarını 18-20 aralığına yükseltmesi, ve büyümeyi kendi kaynakları ile finanse etmeleri, kar marjı düşük ürünlerden uzaklaşması, mağaza ve depolarını kiralama yoluyla açması, maliyet avantajı yaratmasına imkan vermektedir.

Şirketin Otel,restoran, catering segmentindeki hem müşteri portföyünü hem de satışlarını artırma çabaları, hem bulunduğu segmentte müşteri büyüme hızının yüksekliği, Şok indirim mağazalarının alınması ile segmentte paylarının artması, kar marjı yüksek özel markalı ürünlerin toplam satışlarındaki payının artırma çabaları ile FAVÖK marjındaki artışın devam etmesini beklememiz, Uluslararası benzer şirket çarpanlarına göre BİZİM'in 2012T 18,1 F/K ve 11,6 FD/FAVÖK çarpanı ile 2011 sonu hedef kar beklentimiz 35 mn TL ve hedef fiyatımızda %30 iskonto içeren 31,50'TL'dir.

**9- AYGAZ...**Total'in tüpgaz dağıtım bölümü 36 mn TL'ye alarak Pazar payını %43 seviyelerine yükseltmesi, Entek & AES ortaklığı 5 yıl içinde piyasadaki ilk 5 oyuncu arasına girmeyi ve yaklaşık 5 milyar dolarlık yatırımla da kurulu güçlerini 3,000MW'a ve de elektrik üretim özelleştirmelerine katılmayı planlaması, F/K oranı ve Firma değeri /FAVÖK çarpanları sırasıyla 9.6x ve 8.9x olan Aygaz'da yıl sonu kar beklentimiz 391 mn TL ve hedef fiyatımız %29 iskonto içeren 12,15 TL'dir.

**10- TUPRAŞ..** beklentilerin oldukça üzerinde seyreden FVAÖK rakamı, artan talebin etkisiyle artan Kapasite kullanım oranı, güçlü rafineri marjları, kuvvetli nakit yaratma gücü ve yüksek temettü getirisiyle bu yıl da öne çıkacak hisseler arasında olmasını beklememiz, Japonya'da azalan rafineri üretiminin ve Orta Doğu'da yaşanan gelişmelerin petrol piyasalarındaki etkilerinin Tüpraş'ın karlılığına kısa vadede olumlu yansiyacak olması, Yine Japonya'nın beklenen çabuk Çin'inde yüksek enflasyona rağmen canlılığını koruyan sanayi sektörünün talebin beklentilerin üzerine çıkartma potansiyeli, yıl sonu kar beklentimiz 1,020 mn TL ve hedef fiyatımız %23 iskonto içeren 44,50 TL'dir.

**Aşağıda ise genel olarak 2Ç11 mali tablolarında öne çıkan hisseleri görmekteyiz.**

HALKB	PNSUT	SASA
GARAN	ALKIM	PETKM
TRKCM	OTKAR	AYGAZ
MRDIN	TTRAK	BIMAS
KUTPO	TOASO	BİZİM
AKCNS	DOAS	ARENA
BOLUC	FROTO	ASELS
CIMSA	GOODY	MAALT
TAVHL	FMIZP	BOYNR
ALARK	BRISA	PARSN
ENKAI	SODA	KOZAL
ALCAR	BAGFS	ERBOS
VESTL	AKSA	ARMDA
VESBE		DAGİ

## DİP ZİRVE ve PD/DD

Şirketin tek başına fiyat açısından ; dibe yakın zirveye uzak olması, alım kıstası olarak kullanılmamalı. Daha doğrusu şirket seçimi yaparken asla tek bir etmen üzerinde hareket edilmemeli.

PD/DD, F/K oranı nedir geçmiş dönemlerde neydi? Önümüzdeki dönemlerde ne bekleniyor. EBITDA yaratma kapasitesi nedir? İçinde bulunduğumuz konjektüre uygun bilanço yapısına ve Yüksek yatırımlarını karlılığını minimum etkileyecek yapıya sahip mi? Esas faaliyetlerden mi yoksa tek seferlik gelirlerden mi kar elde etmiş yani EFKarlılığı süreklilik arz ediyor mu?

Ve bunlar gibi daha bir çok kriterlere bir arada değerlendirerek alım yapılmasını uygun görmekteyim.

Yoksa temel varsayım ve senaryodan yoksun bulduğumuz bir senedin sadece fiyatı çok düştüğünden dolayı alınması akılcı bir yatırım olarak değerlendirmemekteyim.

Piyasaların primli olduğu zamanlarda PD//DD oranı düşük kalanları , piyasalarda satış olduğu zaman da yine PD/DD oranı fazla düşmüş şirketleri tercih etme gibi yaklaşım bulunmaktadır.

Aslında PD/DD şirketlerin piyasada oluşan değerlerinin özsermayelerinin kaç katı olduğunu göstermektedir.

Yani PD/DD oranı sayesinde şirketlerin beher hisse senedi başına düşen özsermaye tutarına karşılık, hisse senedini almak için ne kadar ödememiz gerektiğini göstermektedir.

Defter Değeri İşletmenin sahip olduğu bir varlığın muhasebe defterlerinde kayıtlı bulunan değerini ifade eder. Varlıkların çoğu, defterlerde tarihi maliyetleriyle kayıtlı olduğundan, bu varlıkların defter değerleri, onların piyasa değerlerini yansıtmaz.

PD/DD oranı yüksek olduğunda, hisse fiyatının yüksek olduğu, düşük olduğunda ise hisse fiyatının düşük olduğu şeklinde yargılara varılabilir.

Fakat yatırım yaparken kesinlikle tek bir orana bakılmamalı. Bu kural PD/DD içinde geçerlidir. Şirket likit mi? Temettü verimi yüksek mi ? güçlü bir beklentiye sahip mi? Esas faaliyet karının ciroya oranı nedir? Çünkü Esas faaliyet karı eksi (-) olan şirketlerin genelde PD/DD oranları düşük olmaktadır. Esas faaliyet karı eksiden artıya geçen ve PD/DD'si de düşük olan şirketleri izlemeliler. Çünkü genelde bu tür hisselerin prim potansiyeli daha yüksek olmaktadır.

Diğer bir uyarım da temettü vermeyen şirketler karlarını özsermaye ye eklediklerinden dolayı yada bedelli açıklamalarından dolayı PD/DD oranları da düşük olabilecektir.

Dolayısıyla pd/dd oranı 1'in altında, EFK karı bulunan, temettü ödemesi yapan ve likit hisseler yöneltmek gerekir düşüncesindeyim.

**IMKB**

HİSSE	PD/DD	HİSSE	PD/DD
Eczacıbaşı Yatırım	0,34	Doğuş GMYO	0,74
GSD Holding	0,35	Işıklar Yat. Holding	0,75
Goldaş Kuyumculuk	0,35	İş Girişim	0,76
Pera GMYO	0,39	Lüks Kadife	0,76
Adana Çimento (C)	0,40	Sinpaş GMYO	0,76
Alternatif Yat.Ort.	0,43	Parsan	0,77
Atakule GMYO	0,44	Alarko Holding	0,78
Yapı Kredi B Tipi Yat. Ort.	0,44	Martı Otel	0,78
Akfen Gayrimenkul	0,45	Hürriyet Gzt.	0,78
Eczacıbaşı Yat. Ort.	0,45	ÇBS Printaş	0,79
TSKB GMYO	0,46	İhlas Ev Aletleri	0,79
GSD Denizcilik	0,48	Desa Deri	0,79
Eczacıbaşı İlaç	0,48	Vestel Beyaz Eşya	0,79
Akın Tekstil	0,48	Yazıcılar Holding	0,80
Torunlar GMYO	0,49	Finans Yat. Ort.	0,80
Ak B Tipi Yat. Ort.	0,51	Euro Yat.Men.Değ.	0,80
Vakıf GMYO	0,51	Arsan Tekstil	0,80
Doğan Holding	0,51	Yataş	0,80
Mensa(Oydan Yoksun)	0,51	Borusan Yat. Paz.	0,81
Garanti Yat. Ort.	0,52	İhlas Holding	0,81
Mensa	0,52	Bossa	0,82
Demisaş Döküm	0,52	AlternatifBank	0,83
TSKB Yat. Ort.	0,54	Kardemir (D)	0,83
Global Yat. Holding	0,54	Fon Fin.Kir.	0,84
Anadolu Sigorta	0,55	Cosmos Yat.Ort.	0,84
Atlantis Yat. Ort.	0,55	Tek-Art Turizm	0,85
Oyak Yat.Ort.	0,55	Metro Holding	0,85
Reysaş GMYO	0,55	Karsu Tekstil	0,85
İttifak Holding	0,57	Gersan Elektrik	0,87
Batsöke Çimento	0,57	Asya Katılım Bankası	0,87
Euro B Tipi Yat.Ort.	0,59	Selçuk Ecza Deposu	0,87
Tekstilbank	0,59	Güler Yat. Holding	0,87
Net Turizm	0,60	Akal Tekstil	0,87
İş Yat. Ort.	0,61	Ata Yat.Ort.	0,88
Martı GMYO	0,61	Emek Elektrik	0,88
Menderes Tekstil	0,62	Birko Mensucat	0,88
İnfotrend B Tipi Yat. Ort.	0,64	Çimentaş	0,88
Kristal Kola	0,64	Vakıf Fin. Kir.	0,89
Şekerbank	0,64	Çemtaş	0,89
Birlik Mensucat	0,65	Gedik Yat. Ort.	0,89
Tacirler Yat. Ort.	0,66	Vakıf Yat. Ort.	0,90
Alkim Kağıt	0,67	T. Ekonomi Bank.	0,91
İhlas Gazetecilik	0,67	Kordsa Global	0,92
Taç Yat. Ort.	0,67	Utopya Turizm	0,92
Gediz İplik	0,68	Reysaş Lojistik	0,92
Sarkuysan	0,68	Armada Bilgisayar	0,93
Deniz Yat.Ort.	0,69	Pınar Et Ve Un	0,93
Pınar Su	0,69	Alarko GMYO	0,93
İdaş	0,69	Sabancı Holding	0,95
Kütahya Porselen	0,70	Ran Lojistik	0,95
Vestel	0,70	Vakıflar Bankası	0,97
İş Fin. Kir.	0,71	İhlas Yayın Holding	0,97
İş GMYO	0,72	Özderici GMYO	0,98
Global Men. Değ.	0,72	Deva Holding	0,99
Pimaş	0,72	Aksu Enerji	0,99

Hisse	Minimum KAPANIŞ	Son KAPANIŞ	Dibe YAKINLIK
KOZAA	3,93	4,11	0%
IHLAS	0,85	0,91	-1%
BOYNR	2,69	2,83	-3%
KILER	3,23	3,53	-3%
YAZIC	9,40	9,82	-3%
CLEBI	18,35	19,25	-4%
EREGL	2,97	3,28	-4%
ZOREN	1,60	1,74	-5%
YKSGR	12,22	13,05	-5%
VESBE	1,90	2,13	-6%
PTOFS	3,82	4,30	-6%
CIMSA	6,84	7,50	-6%
ENKAI	3,54	3,91	-6%
SKPLC	2,15	2,34	-6%
ASELS	6,68	7,48	-7%
SELEC	1,49	1,63	-7%
TRCAS	2,34	2,64	-7%
ALCTL	2,65	3,00	-7%
YATAS	1,13	1,26	-7%
DEVA	1,55	1,79	-7%
GOLDS	0,59	0,67	-7%
SKBNK	0,77	0,89	-8%
AKCNS	6,12	6,76	-8%
ECZYT	4,05	4,68	-9%
BANVT	3,19	3,58	-9%
DOAS	3,55	4,10	-9%
ALGYO	15,00	17,45	-10%
PRKME	2,54	3,06	-10%
ALBRK	1,59	1,86	-10%
MRDIN	5,46	6,42	-10%
MGROS	13,30	15,50	-10%
ARCLK	5,56	6,56	-10%
ALARK	2,58	3,04	-11%
DENIZ	7,10	8,64	-11%
BRYAT	7,92	9,40	-11%
ANSGR	0,77	0,90	-11%
ECILC	1,81	2,11	-11%
ADANA	3,56	4,30	-11%
TRKCM	2,56	2,89	-11%
DYHOL	0,55	0,69	-12%
TKFEN	4,19	5,18	-12%
ANHYT	2,58	3,04	-12%
TSKB	1,63	1,94	-12%
VESTL	1,88	2,19	-12%
ASYAB	1,61	1,96	-12%
MARTI	0,65	0,81	-12%
CARFA	12,15	14,55	-12%
ISFIN	0,88	1,04	-13%
TAVHL	6,08	7,16	-13%
TCELL	7,18	8,48	-13%
KORDS	3,36	3,98	-14%
AYEN	2,04	2,42	-14%
ISCTR	3,83	4,54	-14%
ISGYO	0,98	1,17	-14%
PETKM	1,82	2,33	-15%
KRDMD	0,71	0,87	-15%
THYAO	2,29	2,81	-15%
GARAN	5,66	6,96	-16%
TUPRS	28,70	35,70	-16%
KCHOL	5,40	6,88	-16%