Piyasa Görüşü

Endeks hedefimizi 114 bin seviyesine indirdik

Ak Yatırım - Araştırma

Araştırma kapsamımızdaki hisse senetleri için belirlediğimiz 12 aylık fiyat hedeflerini faiz seviyelerinin bir süre daha yüksek seyredeceği varsayımıyla %14 oranında düşürüyoruz. Bu düzeltme sonrası BIST-100 endeksi için belirlediğimiz 12 aylık hedef seviye 114 bin olarak ortaya çıkmaktadır (önceki endeks hedefimiz 2018 sonu için 133 bin seviyesindeydi). Buna göre BIST-100 için hesapladığımız %20 düzeyindeki getiri beklentisi bu raporla yukarıya çektiğimiz ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (asgari getiri beklentisi) varsayımıyla hemen hemen aynı düzeyde görünmektedir. Buna paralel olarak piyasa için görüşümüzü 'Nötr' olarak güncelliyoruz. İleriye dönük olarak faiz oranlarında bir yumuşama ve/veya şirket kârlarında öngörümüz dışında bir güçlenme görüşümüzün olumlu yönde güncellenmesi için fırsat yaratabilir.

Risksiz getiri oranı beklentisini %14'e çekiyoruz. TL bazlı şirket değerleme modellerimizde kullandığımız risksiz getiri oranını %10'dan %14'e yükseltiyoruz. Bu değerleme değişikliğine baz teşkil eden 10 yıllık tahvilin faizi yılbaşına göre 600 baz puanın civarında artarak %17 düzeyine geldi. Buna karşın risksiz getiri beklentisi için artışı 400 baz puan ile sınırlamamız son dönemde piyasa faizinde görülen artışın bir kısmının önümüzdeki aylarda makro öngörülebilirliğin artması ve enflasyon baskısının yıl sonuna doğru hafiflemesiyle kısmen azalacağı yönündeki beklentimizi yansıtmaktadır. Yeni değerlemelerimizde hisse senedi risk primini %5,5 olarak almaya devam etmekteyiz. Buna göre değerlemelerimizde ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) %19,5 olarak kullanmaya başlamış bulunmaktayız.

Bankalar tarafında fiyat düzeltmeleri daha yüksek oldu. AOSM oranındaki değişiklik ve değerleme dönemini iki çeyrek ileriye öteleyerek hesapladığımız yeni 12 aylık fiyat hedeflerimiz bankalarda önceki fiyat hedeflerinin %19 altında kalmaktadır. Banka dışı hisse senetlerinin 12 aylık fiyat hedeflerini ise ortalama %11 düşürdük. Bankalardaki fiyat hedefi değişikliğinin daha fazla olması banka değerlemelerimizin faiz duyarlılığını yansıtmaktadır. Diğer taraftan banka-dışı şirketlerde döviz bazlı getiri sağlayan ve/veya daha düşük finansal borçluluğu olan şirketlerin bu değişikliklerden daha az etkilendiği gözlenmektedir.

Önümüzdeki döneme baktığımızda;

- Merkez Bankası para politikası değişiklikleri sonrası TL'nin daha istikrarlı seyredeceğini,
- Enflasyonun önümüzdeki aylarda zirve seviyelerini gördükten sonra yıl sonuna doğru gerileyeceğini,
- TL faiz oranlarının bir süre daha yüksek seyredeceğini ve gayri safi yurtiçi hasıla artışının 2018 ve 2019 yıllarında geçtiğimiz yılın altında gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Hisse Senedi Portföy Önerisi

Hisse senedi	Kod	Cari Fiyat (TL)	12ay hedef fiyat (TL)	Artış potansiyeli*
Aksa Akrilik	AKSA TI	11.12	14.50	%30
Coca Cola	CCOLA TI	32.50	40.60	%25
Garanti Bankası	GARAN TI	8.34	10.40	%25
Kardemir	KRDMD TI	4.11	5.25	%28
Şişe Cam	SISE TI	4.04	5.90	%46
Soda Sanayi	SODA TI	6.35	7.85	%25
Tekfen Holding	TKFEN TI	14.97	18.50	%24
Yapı Kredi Bankası	YKBNK TI	2.33	2.90	%24

Hisse fiyatları 21 Haziran itibarıyladır.

Bu varsayımlar paralelinde ihracat ağırlıklı çalışan ve döviz bazında gelir elde eden şirketlerin faaliyetlerinde diğer şirketlerden olumlu yönde ayrışmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Model portföyümüzdeki şirketlerden **Aksa Akrilik** döviz bazlı cirosu, istikrarlı bir şekilde yıllık en az 120 milyon dolar FAVÖK kaydedebilmesi ve cazip değerlemesi ile, **Coca Cola İçecek** gerek yurtiçi gerekse yurtdışı faaliyetlerinin olumlu trend ile, **Kardemir** emtia sektöründeki olumlu eğilimden faydalanacağı beklentisi ve kurdaki oynaklığa karşı dirençli yapısı ile, **Şişe Cam** iştirak portföyüne göre taşıdığı hisse senedi priminin tarihsel düşük seviyelerde bulunması ve sektörüne ilişkin olumlu piyasa beklentileri ile, **Soda Sanayi** defansif özellikleri ve olumlu operasyonel beklentileri ile, **Tekfen** 2Ç18 sonuçlarının güçlü geleceği tahmini ve ucuz kalan değerlemesi ile öne çıkıyor. Bankalar tarafında, **Garanti Bankası**'nı kuvvetli kâr artış beklentisi ve olası piyasa risklerine karşı karşılık rezervlerinin güçlü koruma sağlaması nedeniyle portföye dahil ederken**, Yapı Kredi Bankası**'nın sermaye girişi sonrası orta vadeli stratejik plan çerçevesinde kârlılığı artırıcı gelişmeleri gerçekleştireceği ve fiyat çarpanlarının rakiplerini yakalayacağı beklentisiyle portföyde tutuyoruz.

Şirket Öneri Değişiklikleri

Aksa Akrilik için önerimizi 'Nötr'den 'Endeksin Üzerinde Getiri'ye çektik. Son zamanlarda hissede satış baskısı gözlendi, ancak döviz bazında satış yapan şirketin istikrarlı bir kârlılığı ve güçlü nakit akışı bulunmaktadır. Revize edilen yeni hedef fiyatı 14,50 TL ile eski hedef olan 17,00 TL'ye göre düşmüş olmasına rağmen hissede mevcut fiyat seviyesine göre cazip bir yukarı potansiyel gözükmektedir. Yakın zamanda şirketin %50 iştiraki olan DowAksa stratejik sektörde faaliyetinden dolayı yatırımlarına stratejik yatırım teşviki aldı. Aksa'nın ayrıca potansiyel yeni liman projesi yatırımı hisse için yeni katalizör olabilir. Türkiye'de ve bölgede Aksa güçlü bir konumda. Ana hammaddesi ACN, bir petrokimya ürünü olup Aksa maliyetini satış fiyatlarına göreceli sabit bir makas ile yansıtabiliyor. Böylece FAVÖK'ü yıllık 120 milyon dolar ve üzerinde gerçekleşiyor.

İş Bankası'ndaki notumuzu 'Nötr'e indiriyoruz. Bankanın yılbaşına göre hisse performansı BIST-100'ün %2, BIST-bankacılık sektör endeksinin ise %13 üzerinde gerçekleşti. Ancak hisseler için 12 aylık fiyat hedeflerimizde yaptığımız ortalama %18 değişikliğin ardından, İş Bankası'nda %18 düzeyinde cüzi bir getiri potansiyeli hesaplıyoruz. Diğer taraftan, bankanın son iki yılda sergilediği dayanıklı net faiz marjı ve güçlü komisyon gelir artışı performansını olumlu olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Banka için net kâr tahminlerimiz 2018 için 7,0 milyar TL, 2019 için 7,9 milyar TL ve 2020 için 9,0 milyar TL düzeyinde bulunuyor. Buna göre bankanın gelecek üç yıl kârının ortalama %12 büyüyeceğini ve özkaynak kârlılığının %16,5 - % 17,0 aralığında oluşacağını öngörüyoruz. Diğer taraftan bankanın 21,4 milyar TL'ye ulaşan sabit kıymetli menkul kıymet stoğunda gözlenebilecek olası değerleme zararlarının ve faaliyet gider baskısının değerlemelerimizi aşağı yönlü baskılama riski olduğunu düşünüyoruz.

Pegasus Havayolları için notumuzu yukarı revize ederek "Endeksin Üzerinde" olarak değiştiriyoruz. Son 3 aylık dönemde Pegasus hisselerinin getirisi beklentilerinden daha iyi gerçekleşen 1Ç18 finansal performansı ve yolcu talebindeki kuvvetli trende rağmen BİST-100 endeksinin %18 gerisinde kalmıştır. Bu gelişmenin arkasındaki temel nedenin, önceki bir yıllık dönemdeki yüksek getirinin ardından (endekse göre %80'in üzerinde fazla getiri) yatırımcıların karları realize etme tercihlerinin olduğunu düşünüyoruz. Pegasus hisseleri son 3 aylık dönemde de MSCI Avrupa Havayolları endeksine göre Euro bazında %39 daha düşük getiri sağlamıştır. Mevcut durumda Pegasus Havayolları'nın 2018T FD/FAVÖK'de 6,0 çarpan seviyesinin altında işlem gördüğünü hesaplıyoruz. Yabancı benzer şirketlerin ortalama çarpanı ise 7,6 seviyesindedir. Sektör için geleceğe dönük öngörüler de kuvvetli seyretmeye devam etmektedir: IATA (International Air Transport Association) tarafından global havayolu şirketlerinin yöneticileri arasında yapılan son ankette, Nisan sonu itibariyle katılımcıların sırasıyla %77'si ve %68'i önümüzdeki 12 ayda yolcu talebi ve birim gelirlerde artış beklediklerini ifade etmişlerdir – özellikle gelir artışı beklentisi 2010 ortalarından beri söz konusu ankette ortaya çıkan en yüksek oran olarak göze çarpmaktadır.

Selçuk Ecza hissesindeki önerimizi, AOSM artışı ve değişen makro tahminlerimiz sonucunda hedef fiyatındaki getiri beklentisi %8'e gerilediğinden 'Nötr'e indiriyoruz. Hisse ile ilgili olarak Euro/TL paritesinin yükselmesiyle ilaç fiyatlarında artışa paralel (Şubat'ta %15 ve Mayıs'ta %2,5) 2Ç18 finansallarının bir sefere mahsus yazacağı gelir ile güçlü gelmesini bekliyoruz. Ancak, bu durumun 2Ç18 finansallarından sonra normalize olmasını bekliyoruz ve dolayısıyla hisse ile ilgili güçlü beklentilerin azalacağını düşünüyoruz.

Soda Sanayi için notumuzu yukarı revize ederek "Endeksin Üzerinde" olarak değiştiriyoruz. 2017'nin ikinci yarısından itibaren Soda Sanayi hisseleri soda külü fiyatlarında düşüş olacağı (Eti Soda'nın kapasite artışı sonrası artan arz nedeniyle) ve maliyetlerde artış (doğalgaz fiyatlarındaki artış nedeniyle) öngörülerine bağlı olarak düşük bir yatırımcı ilgisiyle karşı karşıya kaldı. Buna bağlı olarak şirket hissesi 1Ç18'in ortalarına kadar endeksin %20 gerisinde bir performans sağlayabildi. Şubat 2018'den sonra ise hisse tekrar yatırımcı ilgisini kazanmaya başladı: bu gelişmede önce şirketin özellikle TL'deki değer kaybına karşı alışılagelmiş defansif özelliklerin ön plana çıkması rol oynarken, akabinde 1Ç18 finansal sonuçlarının beklentilerin üzerine çıkması da yatırımcıya güven verdi. Özellikle ürün satış fiyatlarının ilk beklentilerin üzerinde seyretmesi piyasada ileriye dönük daha da olumlu beklentilerin oluşmasını sağladı. Bu süreçte Soda Sanayi hisseleri son 3 ayda endeksin oldukça üzerinde bir getiri sağladı. Güncellenmiş tahminlerimiz sonrasında Soda Sanayi'nin halan ucuz değerleme çarpanlarında işlem gördüğünü hesaplıyoruz (2019 FD/FAVÖK 4,6x, F/K 6,5) ve hissenin endeksin üzerinde getiri sağlamaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Tekfen Holding 2018 yılına güçlü 1Ç18 sonuçları ile iyi bir başlangıç yaptı ve bu performansın önümüzdeki çeyreklerde de devam etmesini bekliyoruz. Bu güçlü performansta taahhüt segmentinin i) Katar'da bulunan Al Khor otoyol projesinin (toplam 2,1 milyar dolar) inşası ii) ve TL'nin Dolar karşısında zayıflığına paralel bu segmentin elde ettiği dolar gelirlerinin olumlu etkisinin 2Ç18 finansallarına yansımasını bekliyoruz. Ek olarak, yönetimin 2018 yılı hedeflerinin (FAVÖK: 1,085 milyon TL - bizim beklentimiz 1,200 milyon TL ve net kar: 780 milyon TL - bizim beklentimiz 900 milyon TL), 2Ç18 sonuçlarından sonra yukarı revize etmesini bekliyoruz. Bu beklentiler paralelinde Tekfen Holding'im 12 aylık fiyat hedefini hisse başına 18,50 TL olarak hesapladık. Ayrıca, hisseye ilişkin yatırım görüşünü de 'Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükseltiyoruz.

Ülker için tavsiyemizi "Nötr"e düşürüyoruz. Bu değişiklik, artan sermaye maliyeti ve değişen makro varsayımlarımız sonucunda hissedeki beklenen getiri potansiyelinin azalmasından kaynaklanıyor. Hisse sene başından bu yana endeksin %11 üzerinde getiri sağladı ve 1Ç18'de %10 ciro büyümesi ve %15,2 FAVÖK marjı elde etti. Ülker için 2018'de %10-12 aralığında ciro büyümesi ve %14,7-14,8 FAVÖK marj beklentileri korunuyor. Güçlü marjların devamlılığını olumlu olarak değerlendirsek de, hedef fiyatımıza göre yukarı potansiyelin sınırlı olması ve ilk çeyrek büyümesinin beklenti aralığının alt bandına yakın olması tavsiye değişikliğimizin arkasındaki sebepler olarak sıralanabilir.

Vakıfbank için de önerimizi daha muhafazakar bir yaklaşım benimsememiz nedeniyle "Nötr"e indirdik. Buna göre bankanın 12 aylık yeni fiyat hedefi hisse başına 6,00 TL (%26 gerileme) ile %23 getiri potansiyeli sunmaktadır. Bankanın son yıllarda kredi tarafında yüksek getirili segmentlere yönelmesi ve düşük maliyetli kamu mevduatından etkin bir şekilde faydalanması net faiz marjının güçlenmesine imkan sağladı. Banka ayrıca güçlenen komisyon gelirleri ile özkaynak kârlılığını sektör ortalamasının üzerine çıkarmayı başardı. Ancak TL faizlerinin yüksek seviyelerde kalmaya devam etmesinin TL aktif ağırlığı ve son dönemdeki güçlü kredi büyümesi nedeniyle bir süre marj tarafında baskı oluşturabileceğini düşünüyoruz.

Hedef fiyat ve Getiri Beklentisi değişiklikleri (12 aylık)

		12A Hedef Fiyat (TL)			Getiri Beklentisi	
ŞİRKET	KOD	ESKİ	YENİ	Artış potansiyeli	YENİ	ŞİRKET
Adana Çimento (A)	ADANA	7.00	7.15	12%	Nötr	Nötr
Anadolu Efes	AEFES	28.10	26.00	11%	Nötr	Nötr
Akcansa	AKCNS	12.00	10.00	12%	Öneri Yok	Öneri Yok
Aksa Akrilik	AKSA	17.00	14.50	29%	Nötr	Endeksin Üzerinde
Albaraka Türk	ALBRK	1.60	1.35	2%	Nötr	Nötr
Anadolu Cam	ANACM	3.30	3.40	28%	Nötr	Nötr
Arçelik	ARCLK	22.50	20.00	25%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Bim	BIMAS	85.00	70.00	7%	Nötr	Nötr
Bizim Toptan	BIZIM	8.35	6.95	29%	Nötr	Nötr
Bolu Çimento	BOLUC	7.25	7.80	23%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Borusan Boru	BRSAN	16.20	11.00	31%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Coca Cola İçecek	CCOLA	44.80	40.60	23%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Çimsa	CIMSA	17.50	13.55	30%	Öneri Yok	Öneri Yok
Doğtaş Kelebek	DGKLB	-	2.08	43%	Gözden Geçiriliyor	Endeksin Üzerinde
Emlak REIT	EKGYO	3.10	2.95	47%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Enka İnşaat	ENKAI	5.95	4.97	8%	Nötr	Nötr
Ereğli Demir Çelik	EREGL	10.40	11.32	8%	Nötr	Nötr
Ford Otosan	FROTO	60.00	59.30	-10%	Nötr	Nötr
Garanti Bankası	GARAN	12.60	10.40	24%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Halkbank	HALKB	12.00	9.00	21%	Nötr	Nötr
İndeks Bilgisayar	INDES	12.20	8.64	21%	Nötr	Nötr
İş Bankası	ISCTR	8.70	7.00	18%	Endeksin Üzerinde	Nötr
İş GYO	ISGYO	1.80	1.30	37%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Koç Holding	KCHOL	21.00	16.00	11%	Nötr	Nötr
Kordsa	KORDS	9.00	7.77	25%	Öneri Yok	Öneri Yok
Kardemir (D)	KRDMD	5.00	5.25	28%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Logo Yazılım	LOGO	67.00	57.00	44%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Migros	MGROS	35.00	30.00	59%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
MLP Sağlık	MPARK	26.60	19.00	35%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Pegasus	PGSUS	40.10	35.10	44%	Nötr	Endeksin Üzerinde
Selçuk Ecza	SELEC	4.50	4.15	9%	Endeksin Üzerinde	Nötr
Şişe Cam	SISE	5.70	5.90	45%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Şekerbank	SKBNK	1.55	1.25	8%	Endeksin Altında	Endeksin Altında
Soda Sanayi	SODA	6.15	7.85	25%	Nötr	Endeksin Üzerinde
TAV Havalimanları	TAVHL	22.70	25.10	10%	Nötr	Nötr
Turkcell	TCELL	16.56	13.50	15%	Nötr	Nötr
THY	THYAO	20.40	18.60	44%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Tekfen Holding	TKFEN	19.00	18.50	23%	Nötr	Endeksin Üzerinde
Teknosa	TKNSA	6.85	5.56	24%	Öneri Yok	Öneri Yok
Tofaş Oto	TOASO	37.20	32.60	29%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Torunlar GYO	TRGYO	4.00	3.35	27%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Trakya Cam	TRKCM	5.60	5.30	21%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
T.S.K.B.	TSKB	1.35	1.10	18%	Nötr	Nötr
Türk Telekom	TTKOM	7.50	7.20	43%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde
Tüpraş	TUPRS	112.00	108.00	-3%	Nötr	Nötr
Ülker	ULKER	26.50	21.50	16%	Endeksin Üzerinde	Nötr
Vakıfbank	VAKBN	8.10	6.00	23%	Endeksin Üzerinde	Nötr
Yapı Kredi	YKBNK	3.30	2.90	24%	Endeksin Üzerinde	Endeksin Üzerinde

Kaynak: Ak Yatırım

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 dayanılarak 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. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet 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. 2018