

# Hisse Senedi Portföy Önerisi

AK Yatırım - Araştırma  
arastirma@akyatirim.com.tr

## En Çok Beğendiğimiz Hisseler

**Gübretaş'ı en çok beğendiğimiz hisseler arasından çıkarıyoruz.**

**Gübre Fabrikaları'nı** en çok beğendiğimiz hisseler arasından çıkarmaya karar verdik. Bu tercihimizin sebebi, 25 Haziran 2016'da şirketi model portföyümüze ekledikten sonra şirketin güçlü bir performans sergileyerek %12,3 değer kazanması ve piyasanın %7,3 üzerinde getiri sağlaması oldu. Kısa vadede yukarı yönlü hareketi destekleyecek katalizör, şirketin MENA bölgesinde olası bir hammadde üreticisi satın alması olabilir. Hedef fiyatımız olan 6,5 TL'ye göre sadece %8'lik yükseliş potansiyeli kalan Gübretaş'ın 2016T F/K ve FD/FAVÖK rasyosu ise sırasıyla 13,6x ve 9,2x'dir.

**Değişiklik sonrası en çok beğendiğimiz hisseler:** Aygaz, Bimeks, Çimsa, Emlak GYO, Garanti Bankası, Kardemir D, Soda Sanayi and TSKB'dir.

## En Az Beğendiğimiz Hisseler

**Değişiklik yoktur.**

**Şu an için en az beğendiğimiz hisseler:** Anadolu Efes, şu an için en az beğendiğimiz hisseler arasında yer alıyor.

En çok beğendiğimiz hisseler:				En az beğendiklerimiz:			
Şirket	Kod	Hedef Fiyat	Yukarı Pot.	Şirket	Kod	Hedef Fiyat	Yukarı Pot.
Aygaz	AYGAZ	14.35	%23	Anadolu Efes Biraçılık	AEFES	18.48	-%13
Bimeks Bilgi İşlem	BMEKS	2.35	%35				
Çimsa	CIMSA	19.50	%25				
Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	4.00	%29				
Garanti Bankası	GARAN	10.00	%20				
Kardemir (D)	KRDMD	1.75	%19				
Soda Sanayii	SODA	5.90	%23				
T.S.K.B.	TSKB	1.70	%16				

Kaynak: Ak Yatırım. Hedef fiyat ve yukarı potansiyeller 18 Mayıs itibarıdır.

## Portföy Performansı

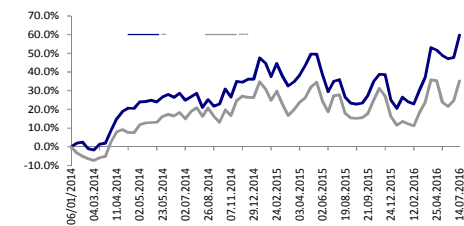
Öneri listemizin 2014'teki başlangıcından bu yana nominal ve BIST-100 Getiri Endeksi'ne göre rölatif getirisi sırasıyla %58ve %30 olarak gerçekleşmiştir.

MPS	Ticker	Değişiklik dönemindeki performans				Portföye Girişten İtibaren Performans		
		Hisse Fiyatı		Getiri		Portföye Giriş		
		15.06.16	14.07.16	Nominal	Rölatif **	Tarihi	Nominal	Rölatif**
Aygaz	AYGAZ	10.87	11.73	7.9%	-0.5%	02.02.2016	%24.0	%6.4
Bimeks Bilgi İşlem	BMEKS	1.74	1.77	1.7%	-6.2%	26.05.2016	-%1.8	-%7.5
Çimsa	CIMSA	15.11	15.60	3.2%	-4.8%	26.05.2016	-%1.2	-%7.0
Emlak G.M.Y.O.	EKGYO	2.73	3.07	12.5%	3.7%	02.11.2015	-%8.0	-%1.4
Garanti Bankası	GARAN	7.54	8.29	9.9%	1.3%	08.06.2015	-%3.0	-%4.9
Gübre Fabrikaları	GUBRF	5.69	5.98	5.1%	-3.1%	26.05.2016	%11.7	%5.2
İndeks Bilgisayar	İNDES	7.73	8.52	10.2%	1.6%	26.05.2016	%17.5	%10.6
Soda Sanayii	SODA	4.43	4.74	7.0%	-1.3%	13.05.2016	-%4.2	-%10.4
T.S.K.B.	TSKB	1.32	1.47	11.3%	2.6%	15.04.2016	-%1.7	%0.9
		Portföy Getiri		%7.7	-%0.8			

BIST-100 Toplam Get. End. Getiri Yılı 116,416 126,277 %8.5

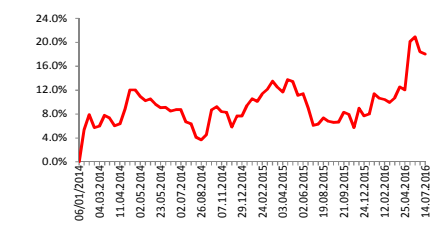
Kaynak: Ak Yatırım \* Portföye dahil edilen/portföyden çıkarılan hisselerin getirileri takip eden seanstaki ağırlıklı ortalama fiyatlarla güncellenmektedir \* BIST-100 Getiri Endeksi'ne göre rölatif performans.

## En çok beğendiğimiz hisseler performansı (Nominal)



Kaynak: Ak Yatırım

## BIST-100 Toplam Getiri Endeksine göre rölatif performans



Kaynak: Ak Yatırım

En çok beğendiğimiz hisseler

AYGAZ		AYGAZ		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
11.70		14.35		%23	
2016T	2017T	2016T	2017T		
FD/VAFÖK	3.1 3.3	F/K	8.2	6.4	
<p>- Düşük seyreden petrol fiyatları dolayısıyla Aygaz'ın LPG satış hacminin büyüme devam edeceğini tahmin ediyoruz.</p> <p>- Kendini gaz şirketi olarak konumlandırın Aygaz'ın önümüzdeki yıllarda LNG (doğalgaz) segmentinde potansiyel projeler ile ilgilenebileceğini tahmin ediyoruz.</p> <p>- Aygaz'ın Tüpraş'taki %10,2 dolaylı sahipliği dolayısıyla 2017 ve sonrasında yıllık 45 milyon dolar temettü alabileceğini tahmin ediyoruz. Kârlılıktaki iyileşmenin yanı sıra, Tüpraş'taki sahipliği dolayısıyla elde edeceği temettü gelirinin, Aygaz'ın 2017-2020 arasında ortalama temettü verimini %12 düzeyine yükselteceğini tahmin ediyoruz.</p>					

BİMEKS		BMEKS		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
1.74		2.35		%35	
2016T	2017T	2016T	2017T		
FD/VAFÖK	4.7 3.9	F/K	10.0	5.7	
<p>- 2015'de Bimeks'in cirosu yıllık %25 büyüme gösterdi. Bu büyüme çoğunlukla birim satış hacmindeki artıştan kaynaklandı. FAVÖK marjı %5,5 olarak gerçekleşti. Bu sonuçlar Şirketin öngörülerini doğrultusunda gerçekleşti.</p> <p>- 2016 için Şirket ciroda %23 büyümenin yanında %17 brüt kâr marjı, %5,7 FAVÖK marjı ve %1,3 net kâr marjı öngörüyor. Şirket ayrıca 2016 – 18 öngörülerini güncelleyerek paylaşmıştı. Bu 3 yıllık dönemde cironun yıllık bileşik ortalama %20 artması öngörülüyor. Cirodaki büyümenin yine birim satış hacminden gelmesi bekleniyor. 2018'de, biraz düşüşle, %16 brüt kâr marjı öngörülürken, FAVÖK marjının %6,3'e ve net kâr marjının %2,5'e yükselmesi öngörülüyor.</p> <p>- 2013 – 14 yıllarında Electroworld ve Darty satın almaları nedeniyle Bimeks'in faaliyet giderlerin cirosuna oranı 2013'deki %12,6'dan 2014'de %14,2'ye yükselmişti. Ancak giderlerin kontrol altına alınmasıyla bu oran 2015'de %12,0'ye indi. Şirket yönetimi bu oranı 2018'de %10'a getirmeyi hedefliyor.</p>					

ÇİMSA		ÇİMSA		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
15.62		19.50		%25	
2016T	2017T	2016T	2017T		
FD/VAFÖK	6.9 5.3	F/K	9.1	7.2	
<p>- Kapasite yatırımları sayesinde Çimsa'da güçlü bir büyüme öngörüyoruz (Afyon Çimento'nun gri çimento kapasitesi 3 katına çıkarken, Eskişehir'deki beyaz çimento kapasitesi %40 artıyor.) Bu yatırımlarla birlikte, Çimsa'nın cirosunu 2015-2017 döneminde 13% yıllık bileşik büyüme oranıyla artırmayı bekliyoruz.</p> <p>- Çimsa'nın çimento satışlarının altyapı ve konut segmentinden kaynaklı artan inşaat aktivitelerinden dolayı 2016'da 4% büyümesini bekliyoruz (beyaz çimento dahil).</p> <p>- Çimsa'nın en büyük üretim maliyetlerini petkok ve elektrik oluşturuyor (toplam maliyetlerinin %55'lik kısmı). 2015'te petkok fiyatları senelik ortalama dolar bazında 20% düşü ve fiyatlar 2016'ta da düşmeye devam ediyor. Bu durumun marjları olumlu etkilemeye devam etmesini bekliyoruz.</p>					

EMLAK GYO		EKGYO		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
3.11		4.00		%29	
2016T	2017T	2016T	2017T		
FD/VAFÖK	5.5 5.6	F/K	6.8	6.6	
<p>- Emlak GYO düşen faiz ortamından fayda sağlayan şirketlerin başında yer alıyor. Kasım seçimleriyle birlikte siyasi belirsizliklerin büyük ölçüde ortadan kalkması, Emlak GYO'nun TOKİ'den satın aldığı arsa üzerinden gayrimenkul geliştirmeye dayalı iş modelinin aksamadan süreceği anlamına gelebilir.</p> <p>- Emlak GYO'nun değerlemesinin mevcut seviyelerde cazip olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, hisse, son açıklanan NAD'ı (Net Aktif Değeri) olan hisse başına 4,89 TL'ye göre %44 iskontolu işlem görmektedir (tarihi ortalama iskontosu %20). 2Ç16'da şirketin ön satışlarının yeni proje lansmanlarıyla artmasını bekliyoruz. Tüketici güvenine yönelik olumlu beklenti ve güçlü faaliyet performansına bağlı olarak, Emlak GYO'nun NAD iskontosunun önümüzdeki dönemlerde azalmasını bekliyoruz.</p>					

GARANTİ BANKASI		GARAN		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
8.36		10.00		%20	
2016T	2017T	2016T	2017T		
F/DD	0.9 0.8	F/K	7.3	6.3	
<p>- Garanti Bankası'nın kârlılığı yönetim değişikliği sonrası riskli kredilerin daha muhafazakar bir yaklaşımla takibe nakli nedeniyle artış gösteren karşılık giderleri nedeniyle son iki çeyrektir baskı altında kalıyor. Ancak 2Ç16'dan itibaren bu baskının hafifleyeceğini düşünüyoruz.</p> <p>- Diğer taraftan banka tatminkâr düzeyde bir net faiz marjı elde etmesi ve faaliyet giderlerinin kontrollü seyri sayesinde 1Ç16'da başarılı bir dönem geçirdi. Banka ayrıca hacimli TÜFE endeksli menkul kıymetleri nedeniyle enflasyondaki olası sıçramadan da faydalanma şansına sahip bulunuyor.</p> <p>- Bankanın öz kaynak kârlılığının sektöre göre daha yüksek düzeyde olması hisse fiyat çarpanlarının primli olmasını açıklıyor düşüncesindeyiz.</p>					

En çok beğendiğimiz hisseler (devamı)

KARDEMİR		KRDMD		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
1.47		1.75		%19	
2016T	2017T	2016T	2017T		
FD/VAFÖK	9.8	6.3	F/K	14.7	9.0
<p>- Global çelik üretim ve tüketiminin yansına yakın bölümünün karşılandığı Çin, çelikte fiyat dinamiklerini ve trendlerini belirlemektedir. Yavaşlayan iç talebe bağlı olarak Çinli üreticilerin ihracata yönelmesi 2015 yılında dünya çelik fiyatlarında hızlı gerilemeye yol açmıştı. 1Ç16'da Çin hükümetinin desteğiyle hızlı bir toparlanma gerçekleşirken, bu eğilim Çinli spekülâtorlerin faaliyetleri ile oldukça belirginleşti. Çin'de 2Y16'da çelik fiyatlarının yükselişini destekleyecek 3 önemli faktör olduğunu düşünüyoruz. 1) Çin çelik üreticilerinin düşük stok seviyeleri; 2) Çin hükümetinin aşırı kapasiteyi sınırlama beklentisi; 3) çelik talebinde iyileşme. Bu faktörlere bağlı olarak, 2Y16'da çelik fiyatlarındaki olumlu trendin sürmesini ve bunun Kardemir'e olumlu yansımaları bekliyoruz.</p>					

TSKB		TSKB		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
1.47		1.70		%16	
2016T	2017T	2016T	2017T		
F/DD	0.9	0.8	F/K	5.8	5.1
<p>- TSKB için 'Endeksin Üzerinde Getiri' görüşümüzü koruyoruz. Bu tercihimiz (i) hissenin 12 Aylık Fiyat Hedefimiz olan hisse başına 2,00 TL'ye olan %27 artış potansiyelini ve (ii) bankanın güçlü özkaynak kârlılığı ve düzelen SYR'sini yansıtır.</p> <p>- TSKB yönetimi 2016 yılında sektördeki yatay kalması beklentilere karşın kendi net faiz marjının 20 baz puan artmasını öngörüyor. Banka pasiflerinin %80'ini ortalama 6 yıl vadeli döviz cinsinden enstrümanlardan oluştuğu için TL'deki oynaklığın fonlama maliyeti üzerinde olumsuz etkisi olmasını beklemiyoruz ve bu beklentiği gerçekleştirebilir buluyoruz.</p> <p>- TSKB'nin ayrıca son yıllardaki kredi portföyünü çeşitlendirme çabalarının mevcut portföyün ağırlıklı olarak enerji sektörü kredilerinden oluşması nedeniyle maruz kaldığı risk algısını olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.</p>					

SODA SANAYİ		SODA		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
4.78		5.90		23%	
2016T	2017T	2016T	2017T		
FD/VAFÖK	4.7	4.0	F/K	6.5	6.3
<p>- Soda Sanayi'nin geçtiğimiz günlerde açıklanan 1Ç16 sonuçları şirketin faaliyet kârlılığında bir kaç çeyrek süre gelen iyileşmenin devam etmekte olduğunu ortaya koydu.</p> <p>- Soda Sanayi hissesi 2016 yılında 1Ç sonuçları açıklanana kadar dalgalı bir seyir izledi ve endekse göre sınırlı bir göreceli getiri sağladı – bu performansı şirketin defansif karakterli yapısı nedeniyle piyasadaki ralli sırasında yatırımcı ilgisini kaybetmesine bağlıyoruz.</p> <p>- Ancak TL'nin son günlerdeki değer kaybı nedeniyle, mevcut ortamda Soda Sanayi'nin muhafazakar karakterinin (yabancı para cinsinden satış gelirleri, yüksek ihracat potansiyeli, net nakit pozisyonu ve bilançodaki uzun dolar pozisyonu ile desteklenen güçlü bilanço yapısı) tekrar yatırımcı ilgisini çekmeye aday olduğunu düşünüyoruz.</p>					

VAKIFBANK		VAKBN		TI	
Cari Fiyat (TL)		12A Hedef (TL)		Potansiyel	
4.95		5.5		0.1111111111	
2015T	2016T	2015T	2016T		
F/DDK	0	0	F/K	0	0

## En az beğendiğimiz hisseler

### En az beğendiğimiz hisseler

En az beğendiğimiz hisseler portföyünün göreceli getirisi BIST-100 Getiri Endeksi'ne göre 2014'den bugüne -%16,0 olmuştur.

LPS	Son değişiklik tarihinden bu yana performans				Portföye girişten itibaren performans		
	Hisse Fiyatı *		Getiri		Portföye Giriş Tarihi	Nominal	Rölatif**
	15.06.16	14.07.16	Nominal	Rölatif**			
ALBRK	1.38	1.40	%1.6	-%6.3	25.04.2016	-%12.3	-%10.4
AEFES	18.71	21.02	%12.3	%3.6	24.12.2015	%9.4	-%4.1
PGSUS	13.75	14.18	%3.1	-%5.0	25.04.2016	-%12.9	-%11.0
BIST-100 TRI	116,416	126,277	%8.5	-%2.6			

Kaynak: Ak Yatırım

Portföye dahil edilen/portföyden çıkarılan hisselerin getirileri takip eden seanstaki ortalama fiyatlarla güncellenmektedir \* BIST-100 toplam getiri endeksine göre relatif

ANADOLU EFES	AEFES	TI	Potansiyel	
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		2016T	2017T
21.28	18.48			-%13
			2016T	2017T
FD/VAFÖK	10.5	9.1	F/K	-
				13.2
<p>- Anadolu Efes'in bira faaliyetleri 2015 yılında da olumsuz seyretmeye devam etti ve bira satış hacimleri 2015 döneminde yıllık bazda %15 geriledi. Hacimlerdeki aşağı yönlü seyrin temel sebepleri, şirketin ana faaliyet bölgeleri olan Türkiye ve Rusya'da süregelen regülasyon baskısının yanında, olumsuz hava koşulları, turizm aktivitesindeki yavaşlama, politik belirsizlikler ve yüksek raf fiyatları olarak sıralanabilir. 2016'da söz konusu bölgelerdeki bira tüketim trendlerinde herhangi bir düzelmeye öngörmüyoruz.</p> <p>- Anadolu Efes'in Rusya'da önemli büyüklükte bir operasyonu bulunmaktadır. Şirket toplam satış gelirlerinin %20'sini Rusya'dan elde etmektedir. Türkiye ve Rusya arasındaki tansiyon ve Ukrayna-Rusya arasındaki gerilim, faaliyet performansı görünümündeki olumsuzluklarla birlikte değerlendirildiğinde, yatırımcıları Anadolu Efes hisselerine daha temkinli yaklaşmaya itebilir.</p>				