

# Hisse Senedi Portföy Önerisi

21 Şubat 2014

AK Yatırım - Araştırma

[research@akyatirim.com.tr](mailto:research@akyatirim.com.tr)

**Portföy Öneri Listesi (21/2/2014) - Aksigorta, Aselsan, Halkbank, Kardemir, Pegasus, THY, TSKB, Ülker**  
**Son Değişiklik (21/2/14) :** Kardemir D'yi portföyümüze ekliyoruz.

**En az Beğendiğimiz Hisseler Listesi: (21/2/2014) – Anadolu Efes, Şekerbank.**

Portföy Öneri Listesi			En az beğendiklerimiz		
Sirket	Kod	Hisse Fiyatı	Sirket	Kod	Hisse Fiyatı
Aksigorta	AKGRT	2.91	Anadolu Efes	AEFES	22.55
Aselsan	ASELS	7.68	Sekerbank	SKBNK	2.36
Halkbank	HALKB	11.45			
Kardemir	KRDMD	1.09			
Pegasus	PGSUS	29.00			
THY	THYAO	6.91			
TSKB	TSKB	1.76			
Ülker	ULKER	13.00			

Kaynak: Ak Yatırım Hisse fiyatları 20 Şubat 2014 itibarıyla.

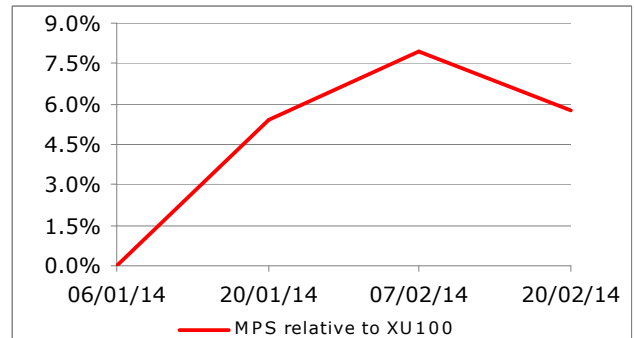
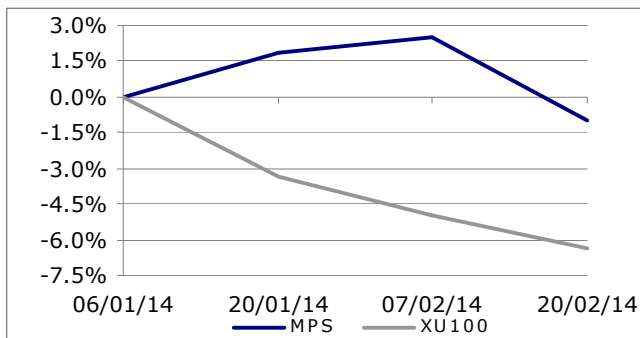
## Portföy Öneri Listesi Performansı

Portföy Öneri listemiz, son değişikliğin yayınlandığı 10 Şubat 2014'den beri %3.4 nominal getiri sağlamış, BİST-100'ün %2.0 altında performans sergilemiştir. Öneri Listemizin 6 Ocak 2014'deki başlangıç tarihinden beri nominal ve endeks relatif getirileri sırasıyla -%1.0 ve %5.8 olarak gerçekleşmiştir.

Portföy Öneri Listesi	Hisse fiyatı	Hisse fiyatı		Performans		Listeye giriş tarihi	Listeye girişten beri perf.	
		07/02/14	20/02/14	Nominal	Endeks Rel*		Nominal	Endeks Rel*
Aksigorta	AKGRT	2.95	2.91	-1.4%	0.1%	06/01/2014	9.4%	16.9%
Aselsan	ASELS	7.88	7.68	-2.5%	-1.1%	20/01/2014	-2.8%	0.4%
Halkbank	HALKB	11.9	11.45	-3.8%	-2.4%	20/01/2014	-8.4%	-5.4%
Pegasus	PGSUS	31.0	29.0	-6.5%	-5.1%	07/02/2014	-6.5%	-5.1%
THY	THYAO	7.04	6.91	-1.8%	-0.4%	06/01/2014	3.0%	10.0%
TSKB	TSKB	1.8	1.76	-2.2%	-0.8%	06/01/2014	-3.3%	3.3%
Ulker	ULKER	13.8	13	-5.8%	-4.4%	06/01/2014	-13.6%	-7.7%
Ortalama getiri				-3.4%	-2.0%			
BIST-100	XU100	64,614	63,681	-1.4%				

Kaynak: Ak Yatırım \* BIST-100 endeksine göre relatif getiri

## Portföy Öneri Listesi Performansı: Nominal ve BIST-100 relatif



## Portföy Öneri Listesi

AKSİGORTA		AKGRT TI			
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
2.91	3.60		24%		
2014T		2015T	2014T		2015T
F/DD	1.6	1.5	F/K	9.6	7.9

Aksigorta'nın prim üretim artışı 2013 yılında %16,4'tü. 2013-2023 yılları arasında ortalama prim artışı büyüme oranının %15 olacağını tahmin ediyoruz. Genel Müdürlük binası satışından elde edilen bir defalık 108mn TL'lik geliri göz önünde bulundurarak şirketin 2014 yılında 69mn TL temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz (Temettü verimi %8 civarında). Şirketin nakit varlıklarının ağırlıklı olarak kısa vadeli mevduat olması dolayısıyla kısa vadede artan faiz ortamından faydalanacağını düşünüyoruz. Ayrıca bina satışından elde edilen getirinin yarısı (yaklaşık 35 mn dolar) döviz cinsinden varlıklar olarak tutuluyor. Diğer taraftan devam eden vergi cezası davası ile ilgili belirsizlik şirket için bir risk olarak duruyor.

HALKBANK		HALKB TI			
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
11.45	15.00		31%		
2014T		2015T	2014T		2015T
F/DD	0.9	0.8	F/K	5.9	4.8

Halkbank için "Endeksin Üzerinde Getiri" notumuzu sürdürüyoruz.

Son dönemde yaşanan gerilemenin de hissede alım fırsatı olduğunu düşünüyoruz.

Halkbank'ın 2014 net karında sektördeki ortalama net kar performansına paralel %12'lik gerileme olacağını ancak özsermaye karlılığının %16 ile sektör ortalaması olan %13'ün üzerinde kalacağını öngörüyoruz. Bu bağlamda halihazırda 0.9x F/DD çarpanına sahip olan bankanın sektör ortalamasına göre (0.9x) daha yüksek bir primle işlem görmesi gerektiğini düşünüyoruz.

PEGASUS		PGSUS TI			
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
29.00	42.50		47%		
2013T		2014T	2013T		2014T
FD/VAFÖK	7.7	5.4	F/K	7.6	5.7

Pegasus'un şu anki hisse fiyatı temel değerleri yansıtmıyor. 2008-2013 döneminde ortalama %31 yolcu büyümesi sağlayan şirketin, gelecek yıl sektörün pozitif dinamikleriyle %19 daha büyüme gösterebileceğini düşünüyoruz (coğrafi avantaj, düşük penetrasyon). Diğer taraftan şirketin şirketin 2014 yılında %39 ciro ve %27 VAFÖK büyümesi gerçekleştirmesini bekliyoruz.

Bozulan makro görünümün yolcu trafiğine yönelik olası olumsuz etkilerine dair piyasada artan endişeleri yersiz buluyoruz. Geçmişte TL'nin değer kaybı yaşadığı ve/veya ekonomik büyümenin ortalamasının altında kaldığı dönemlerde bile Türkiye'nin havayolu yolcusu trafiği yüksek büyüme göstermiştir (10 yılda yıllık ortalama %14 büyüme oranı).

ASELSAN		ASELS TI			
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
7.68	10.00		30%		
2013T		2014T	2013T		2014T
FD/VAFÖK	10.4	7.8	F/K	24.5	12.9

Aselsan için "Endeksin Üzerinde Getiri" notumuzu sürdürüyoruz. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız 10,0TL. Değerlememize göre Aselsan için %27 yukarı potansiyel öngörüyoruz. Aselsan ikincil halka arzının ertelenmesi hisse üzerindeki baskıyı kaldıracak. Şubat ayının ilk haftasında yapılması planlanan TUSAS-TAI halka arzları piyasadaki olumsuz koşullar nedeniyle belirsiz bir tarihe ertelendi. Bu ertelenme haberlerinin Aselsan'ın ikincil halka arzının da ertelenme olasılığını güçlendirdiğini düşünüyoruz. Ertelemeyle Aselsan üzerindeki halka arz baskısının giderileceğini düşünüyoruz. Bu sebeple de Aselsan'ın en çok beğendiğimiz hisseler arasına koyuyoruz. TL'de yaşanan zayıflama Aselsan için aşağı yönlü risk olsa da halka arzın ertelenmesiyle defansif yapısının hisseyi güçlü tutacağına inanıyoruz.

KARDEMİR D		KRDMD TI			
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
1.09	1.47		35%		
2014T		2015T	2014T		2015T
FD/VAFÖK	5.5	3.5	F/K	8.0	5.5

Kardemir için 12 aylık hedef fiyatımızı 1,47TL (önceki 1,40TL) seviyesine yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %35 yukarı potansiyele işaret etmektedir.

4Ç13 sonuçları oldukça güçlü. 4Ç13 VAFÖK marjı %23,3 açıklanırken, 2013 yılı VAFÖK marjı %18,2 olarak, 2012'deki %18,3 değerine yakın geldi. Hammadde fiyatlarındaki yumuşama trendinin önümüzdeki dönemde de devam edeceğini düşünüyoruz. Bu paralelde VAFÖK marjı tahminimizi 2014 için %17,3 seviyesinden %18'e, 2015 için ise %17,4 seviyesinden %18 seviyesine yükseltiyoruz.

Kardemir D, uluslararası benzer şirket çarpanı olan 12,5x çarpanının altında 2014T 7,90x F/K ile %37 iskontolu işlem görüyor.

THY		THYAO TI			
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
6.91	8.40		22%		
2013T		2014T	2013T		2014T
FD/VAFÖK	7.9	6.5	F/K	9.8	6.7

THY 2014 bütçesinde toplam yolcu sayısının 59.5mn yolcuya (+%23), filo büyüklüğünün 267 uçağa (mevcut 232), toplam AKK'nın 141.0 milyara (+%21), doluluk oranının %78.8'e (2013 sonunda %79) öngörüyor. Asıl önemli nokta ise şirketin uluslararası bilet fiyatlarında EUR bazında %1 artış öngörüsüdür - son iki çeyrekte bilet fiyatlarındaki sert düşüş hisse performansına olumsuz yansımıştı. Genel olarak THY'nin bütçesinin ulaşılabilir olduğunu düşünüyoruz, ancak EUR bazında bilet fiyatlarında artış öngörüsüne temkinli yaklaşıyoruz. Yine de 2014'de THY'nin ciro, EBITDA ve net karda %30, %26 ve %40 büyüme yakalamasını bekliyoruz. Bu rakamlar hisse için oldukça çekici çarpanlara işaret etmektedir. THY yabancı para birimlerinin mevcut seyrinden en çok fayda sağlayan şirketlerdendir.

TSKB			TSKB TI		
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
1.76	2.20		25%		
2013T		2014T	2013T		2014T
F/DD	1.0	0.9	F/K	6.4	6.2

Merkez Bankası'nın üzerinde artan faiz baskısı, siyasi tansiyonun yükselmesi ve ABD kaynaklı likidite beklentileri bankacılık hisselerinde daha temkinli bir strateji belirlememize yol açtı. Böyle bir değerlendirmede bankacılık sektöründe olası dalgalanmalardan daha az etkileceğini düşündüğümüz TSKB'ye öneri listemizde yer verdik. TSKB, gerçekten de döviz ağırlıklı ve uzun vadeli fonlama yapısı sayesinde TL faizlerdeki dalgalanmalardan çok fazla olumsuz etkilenmeyen bir banka. Diğer taraftan yatırımcıların endişelerini endişelerin arttığı dönemlerde TSKB'ye ilgisinin arttığı ve bu sayede hisselerinin daha iyi performans sergilediği dikkat çekiyor. Piyasanın daha sert yukarı yönlü hareketler yaptığı dönemlerde ise TSKB'ye ilgi kayboluyor.

ULKER			ULKER TI		
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
13.00	16.70		28%		
2013T		2014T	2013T		2014T
FD/VAFÖK	14.3	12.3	F/K	27.0	22.9

Ülker'in güçlü ciro büyümesi (2013-2023 tahmin dönemi için yıllık ortalama %11), devam eden marj iyileşmesi (2011 %4,4, 2012 %9,3, 2013T 11,5 ve 2016T %15) ve orta doğudaki satın alma potansiyeli ile uzun vadeli hikayesinin güçlü olduğunu düşünüyoruz. Ülker yüksek büyüme potansiyeline sahip yeni pazarlara girmeyi planlıyor. Bu sebeple, ana hissedarı Yıldız Holding'in Mısır ve Suudi Arabistan'daki varlıklarını bünyesine katacak. Satın almanın 2Ç14 sonunu kadar tamamlanması beklenirken, satın alma değerinin 100 milyon dolar civarında olacağını tahmin ediyoruz. Bu varlıkların satın alınmasıyla birlikte 2014T VAFÖK tahminimiz olan 342 milyon TL'ye %5 ek katkı, 2014T ciro tahminimiz olan 2.995 milyon TL'ye ise %5-6 ek katkı sağlanacağını hesaplıyoruz.

## En az beğendiklerimiz

### En Az Beğendiğimiz Hisselerin Performansı

En az beğendiğimiz hisselerin ortalama nominal getirisi 10 Şubat 2014'den bugüne %5.6, relatif getirisi ise %7.2 olmuştur.

En Az Beğendiğimiz hisseler	Hisse fiyatı	Hisse fiyatı		Performans		Listeye giriş tarihi	Listeye girişten beri perf.	
		07/02/14	20/02/14	Nominal	Endeks Rel*		Nominal	Endeks Rel*
Anadolu Efes AEFES	23.20	22.55	-2.8%	-1.4%	20/01/2014	2.3%	5.6%	
Şekerbank SKBNK	2.07	2.36	14.0%	15.7%	20/01/2014	12.9%	16.6%	
Ortalama getiri				5.6%	7.2%			
BIST-100 XU100	64,614	63,681	-1.4%					

Kaynak: Ak Yatırım \* BIST-100 endeksine göre relatif getirisi

ANADOLU EFES			AEFES TI		
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
22.55	21.00		-7%		
2013		2014	2013T		2014T
FD/VAFÖK	12.7	10.9	F/K	u.d.	25.5

Anadolu Efes'in bira faaliyetleri üzerindeki baskı 2013 yılında da devam etti. 4Ç13'de şirket yurtiçi bira hacimlerinde yıllık %24 gerileme (beklentilerden kötü), yurtdışı bira hacimlerinde ise yıllık %3'lük gerileme (beklentilere paralel) açıkladı. Böylece tüm yıl için yurt içi ve dışındaki toplam daralma sırasıyla %15 ve %8 olarak gerçekleşti. Alkollü içecekler için Eylül 2013'de devreye giren gece perakende satış yasağı 4Ç'de yurtiçi hacimlerdeki gerilemede önemli rol oynadı. Bu yasanın 2014'e etkisi zaten olumsuz olacaktı. Yılbaşında açıklanan sürpriz %15 ÖTV artışı bira sektörüne ilişkin beklentileri daha da bozmuştur. Anadolu Efes 2014T rakamları üzerinden FD/FAVÖK çarpanında benzerlerine göre primli işlem görmektedir.

SEKERBANK			SKBNK TI		
Cari Fiyat (TL)	12A Hedef (TL)		Potansiyel		
2.36	1.80		-24%		
2014T		2015T	2014T		2015T
F/DD	1.3	1.2	F/K	14.7	10.5

Bankanın beklentilerin üzerinde gelen 4Ç13 net karında KOBİ kredileri ve genel riskler için önceki dönemlerde ayrılan provizyonlardan yapılan iptaller önemli bir rol oynadı. Bunu dikkate aldığımızda son çeyrek karı beklentimizi aşmış olsa da 2014 kar tahminimizi değiştirmek için sebep görmüyoruz. Buna göre 2014 net kar tahminimiz %24 gerileme ile 160 milyon TL düzeyinde bulunuyor. Şekerbank'ın banka hisselerine göre yıl başına göre %25 getiri avantajı sağlamış olması olası satın alma beklentileri ile ilgili olabilir diye düşünüyoruz. Buna rağmen F/D ve F/K oranları sırasıyla 1,3x ve 14,7x olan banka için mevcut özkaynak karlılığının (%8 düzeyi) dikkate alındığında fiyat priminin daha yüksek olmasını haklı kılacak bir sebep bulamıyoruz.