



KASIM PORTFÖYÜ

14 Kasım 2014



## Piyasa Görüşü: Olumlu (Önceki: Nötr)

Bir kez daha piyasanın yönünü tahmin etmenin çok zor olduğu bir dönemdeyiz. Jeopolitik ve iç politik risklerin dışında, ekonomi için önümüzdeki dönemde oynaklık yaratacak faktörlerin azaldığını düşünüyoruz. Ekonomik büyüme var fakat piyasalarda çok olumlu bir hava yaratacak kadar değil. TL zayıflamaya devam edebilir fakat büyümeyi ve enflasyonu olumsuz etkileyecek kadar değil. Cari açık büyüme ile tekrardan artış trendine girebilir fakat petrol fiyatlarının gerilemesi bu olumsuz etkiyi geciktirebilir. Mali dengeler daha da kötüleşebilir fakat özelleştirme gelirleri altyapı yatırımları seçimler nedeniyle artması muhtemel kısa vadeli fonlama ihtiyacını karşılayacaktır. Gelişmekte olan ülkelere fonlama yukarıda bahsettiğimiz dinamikleri desteklemeye devam ettiği sürece yatırımcılara vereceğimiz en önemli tavsiye piyasalardaki olumlu havaya banka hisselerine yatırım yaparak katılabilmeleri şeklinde olacaktır. Kısa vadeli faizlerin şu anki seviyesi bankacılık hisselerinde %10'luk bir yukarı potansiyele daha işaret ediyor. En önemli risk ise gelebilecek satış dalgasının ani ve şiddetli olmasıdır.

Fonlama maliyetlerindeki azalan baskıdan **ISCTR** ve **VAKBN'in** nispeten daha olumlu etkileneceğini düşünüyoruz ve HALKB'yi çıkarırken bu bankaları portföyümüze ekliyoruz. **TAVHL'yi** Euro'nun zayıflamaya devam etmesi sebebiyle portföyümüzden çıkarıyoruz. Zayıf medya segmenti performansı sebebiyle **DOHOL** portföyümüzden çıkardığımız bir diğer şirket. Yeni kontrat beklentileri ile **TKFEN'i** portföyümüze dahil ediyoruz. Yine beklentilerden iyi 3. Çeyrek açıklayan **DOAS'ı** en beğendiğimiz hisseler listesine alıyoruz. Yakın zamanda yapılan iki ihale ve güçlü gelen Ekim ayı satışları ile birlikte olumlu haber akışının hızlandığını düşündüğümüz **EKGYO'yu** portföyümüze dahil ediyoruz. AKSEN'i ise kurlardaki harekete rağmen açıkladığı olumlu üçüncü çeyrek rakamları sonrasında portföye ekliyoruz.

Tercih edilmeyenler listemize önümüzdeki dönemde benzer bankalara göre sahip olduğu fiyat priminin baskı altında olabileceğini düşündüğümüz **AKBNK'ı** eklerken, listeden sırasıyla %2 ve %3 endeksin altında performans gösteren **TUPRS** ve **ANHYT'I** çıkarıyoruz. **TTKOM'u** ise 3Ç'deki kur kaynaklı zararlarının fiyatlanmış olması ve yatırımcıların gelecek yılki temettüye odaklanacağını düşünmemiz sebebiyle çıkarıyoruz.

# Portföy Önerileri



3

## Portföy

Hisse Kodu	Şirket	Hisse Fiyatı (TL)	Hedef Hisse Fiyatı (TL)	Yükseliş potansiyeli (TL)	Piyasa Değeri (USDmn)	3A Ort. İşlem Hacmi (USDmn)
GARAN	Garanti Bankası	8.74	9.00	3%	16,351	330.3
TCELL	Turkcell	12.90	12.00	-7%	12,641	36.1
ISCTR	İş Bankası (C)	5.47	6.60	21%	10,964	84.7
ENKAI	Enka İnşaat	5.41	6.86	27%	8,675	10.2
VAKBN	Vakıflar Bankası	4.74	6.00	27%	5,278	110.6
EKGYO	Emlak REIT	2.47	2.80	13%	4,181	49.9
ASELS	Aselsan	10.40	11.90	14%	2,316	3.5
KRDMD	Kardemir	2.28	2.80	23%	1,158	43.3
DOAS	Doğuş Otomotiv	10.40	11.70	12%	1,019	3.2
TKFEN	Tekfen Holding	5.65	6.80	20%	931	9.6
AKSEN	Aksa Enerji	2.93	3.96	35%	800	3.2
BIZIM	Bizim Toptan	18.15	24.20	33%	323	4.0

## Beğenilmeyen Hisseler

AKBNK	Akbank	8.08	8.70	8%	14,396	72.1
-------	--------	------	------	----	--------	------



# Portföydeki Değişiklikler

4

## Portföydeki Değişiklikler

Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans	Çıkarılanlar	Eklenenler	Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık
<b>Aylık Portföy</b>						
				AKSEN	AKSEN	5.0%
ASELS	10.0%				ASELS	7.5%
BIZIM	7.5%				BIZIM	5.0%
DOHOL	10.0%		DOHOL	DOAS	DOAS	7.5%
				EKGYO	EKGYO	10.0%
ENKAI	15.0%				ENKAI	10.0%
EREGL	15.0%		EREGL			
GARAN	17.5%				GARAN	15.0%
HALKB	17.5%		HALKB	ISCTR	ISCTR	15.0%
KRDMD	10.0%				KRDMD	7.5%
TAVHL	10.0%		TAVHL			
TCELL	15.0%				TCELL	10.0%
				TKFEN	TKFEN	7.5%
				VAKBN	VAKBN	15.0%
<b>Beğenilmeyen Hisseler</b>						
ANHYT	-7.5%		ANHYT	AKBNK	AKBNK	-15.0%
TTKOM	-10.0%		TTKOM			
TUPRS	-10.0%		TUPRS			

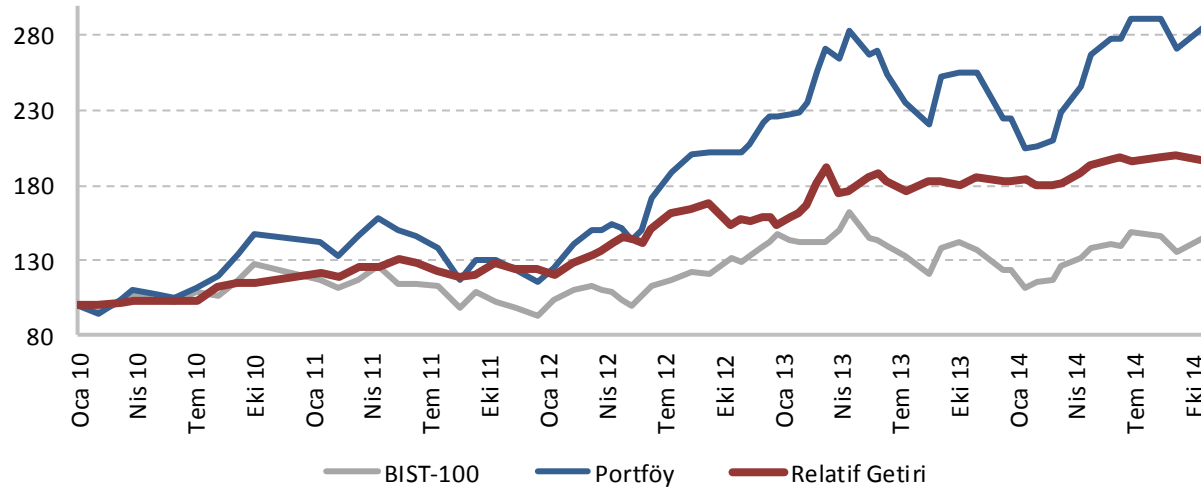
Kaynak: Oyak Yatırım



# Portföyün Relatif Performansı

5

## Portföy Önerileri Relatif Performansı



Kaynak: Oyak Yatırım

	Portföy başlangıcından*	2010	2011	2012	2013	Yılbaşından	26 Eylül'dan itibaren
BİST-100	47%	18%	-21%	52%	-13%	19%	8.4%
Portföy	187%	43%	-19%	95%	0%	27%	5.7%
Relatif Getiri	95%	21%	2%	29%	15%	7%	-2.4%

Kaynak: Oyak Yatırım

\*19 Ocak 2010 tarihinden itibaren

## Hisse Performans

	Getiri	Relatif	Eklendiğinden Bu Yana
<b>Hisse Önerileri</b>			
AELS	12.2%	3.5%	3.5%
KRDMD	9.6%	1.2%	21.7%
GARAN	9.4%	0.9%	1.7%
TCELL	8.9%	0.5%	1.5%
ENKAI	6.9%	-1.3%	-1.3%
HALKB	5.8%	-2.4%	-13.3%
EREGL	4.7%	-3.4%	-3.4%
TAVHL	1.9%	-5.9%	-0.7%
BIZIM	-1.4%	-9.0%	-4.0%
DOHOL	-2.9%	-10.4%	-19.7%
<b>Beğenilmeyen Hisseler</b>			
ANHYT	4.9%	-3.2%	-3.2%
TUPRS	6.4%	-1.8%	-1.8%
TTKOM	9.7%	1.2%	1.2%
PORTFÖY	5.7%	-2.4%	
BİST 100	8.4%		

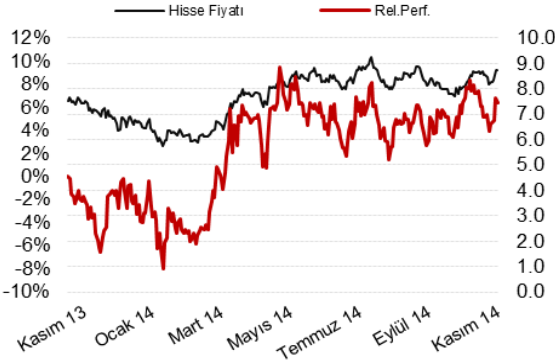
26 Eylül'den 13 Kasım'a



# Hisse Önerileri



GARAN		ENDEKSE PARALEL			
Fiyat (TL)		8.74			
Hedef Fiyat (TL)		9.00			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>		<b>3%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)		16,351			
<b>TL mn</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>	
Satışlar	8,642	9,781	10,353	11,992	
%büyüme	-11.6	13.2	5.9	15.8	
Net Kar	3,070	3,006	3,140	3,786	
Özsermaye Karlılığı	14.0	13.7	13.1	13.9	
Temettü	596.5	425.0	444.0	535.3	
% ödeme oranı	19	14	14	14	
% temettü verimi	1.6	1.2	1.2	1.5	
F/K	12.0	12.2	11.7	9.7	
F/DD	1.7	1.6	1.4	1.3	



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Banka yakın gelecekte piyasaları tanımlamaya devam edeceğini düşündüğümüz hareketli ortamda karlılığını devam ettirme konusunda görece olarak başarılı olmaya devam edecektir. GARAN net faiz marjı yönetimindeki güçlü performansı ile diğer benzer bankalardan kendini ayırtırmayı başardı. Buna ek olarak, Bankanın komisyon gelirleri yılın ilk 9 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %14'lük bir artış göstererek, büyük bankaların hepsinin üzerinde bir büyüme gerçekleştirdi. Garanti Bankası varlık kalitesi açısından da güçlü performans sergilemektedir. Takipteki krediler ve Grup II kredilerinin toplamının mevcut kredilere oranı çeyreksel bazda benzer bankalar arasından en büyük düşüşü göstererek %5.1'e geriledi.

## Potansiyel Katalistler

Makro ihtiyati önlemlerde gevşeme, TCMB'den gelebilecek olası faiz indirimleri

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Beklenen altında ekonomik büyüme, likidite koşullarında kötüleşme

## Değerleme

Garanti Bankası diğer bankaların ortalama 2014T Fiyat / Kazanç ve Fiyat / Defter Değeri çarpanlarına göre sırasıyla %19 ve %22 primli işlem görüyor. Ancak, bankanın kısa vadede hem gelir hem de fonlama kaynaklarındaki çeşitlilik ve kanıtlanmış karlılık performansı ile primli işlem görmeye devam edeceğini düşünüyoruz.



ISCTR	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	5.47			
Hedef Fiyat (TL)	6.60			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>21%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	10,964			
<b>TL mm</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Satışlar	9,814	10,286	11,083	12,603
%büyüme	-4.6	4.8	7.7	13.7
Net Kar	3,310	3,163	3,218	3,791
Özsermaye Karlılığı	14.3	13.7	12.9	13.5
Temettü	665.3	554.7	564.2	664.8
% ödeme oranı	20	18	18	18
% temettü verimi	2.7	2.3	2.3	2.7
F/K	7.4	7.8	7.7	6.5
F/DD	1.1	1.0	0.9	0.8

## Hisseyi neden beğeniyoruz?

İş Bankası, benzer büyük bankalara göre (AKBNK, GARAN) iskontolu işlem görüyor. Ancak, net faiz marjı açısından güçlü 3Ç14 performansının dördüncü çeyrekte de devam etmesini beklerken, bankanın varlık kalitesinin benzer bankalara göre daha iyi bir durumda olduğunu düşünüyoruz. Takipteki kredi oranı ve grup II kredi oranı %1.6 ve %1.7 ile geçen çeyreğe göre sabit seviyelerde bulunmaktadır.

## Potansiyel Katalistler

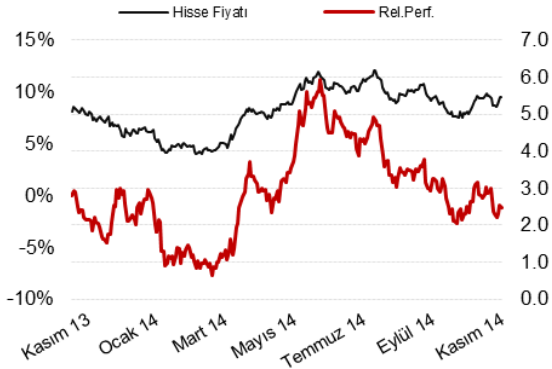
Bünyesindeki cam şirketlerin halka açıklık oranının artması, AVEA hisselerinin satışı, Milli Reasurans ve Paşabahçe hisselerinin halka arzı.

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Beklenin altında ekonomik büyüme, likidite koşullarında kötüleşme

## Değerleme

İş Bankası diğer bankaların ortalama 2014T Fiyat / Kazanç ve Fiyat / Defter Değeri çarpanlarına göre sırasıyla %25 ve %22 iskontolu işlem görüyor. Bu iskonto Akbank ve Garanti gibi benzer büyük özel bankalara göre daha da yüksektir.







VAKBN	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	4.74			
Hedef Fiyat (TL)	6.00			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>27%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	5,278			
<b>TL m</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Satışlar	5,551	6,470	6,650	8,084
%büyüme	-14.2	16.6	2.8	21.6
Net Kar	1,460	1,586	1,660	2,093
Özsermaye Karlılığı	11.9	12.9	12.4	13.8
Temettü	300.0	100.0	166.0	209.3
% ödeme oranı	21	6	10	10
% temettü verimi	2.5	0.8	1.4	1.8
F/K	8.1	7.5	7.1	5.7
F/DD	1.0	0.9	0.8	0.7

## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Bilançosunda Türk lirası yükümlülükleri en yüksek oranda olan Vakıfbank'ın, TL fonlama maliyetlerindeki azalan baskıdan faydalanmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Varlık kalitesi tarafında ise, Vakıfbank 2Ç14 ve 3Ç14'de benzer bankalar arasında en iyi performansı gösteren bankalardan biriydi. Takipteki kredi oranı 11 baz puan düşerek %4'e gelirken, Grup II kredi oranı da 27 baz puan düşerek %3.7'e geldi. Buna ek olarak Banka yönetimine göre takipteki kredi portföyüne önümüzdeki çeyreklerde transfer olabilecek büyük ölçekli bir kredi bulunmamaktadır.

## Potansiyel Katalistler

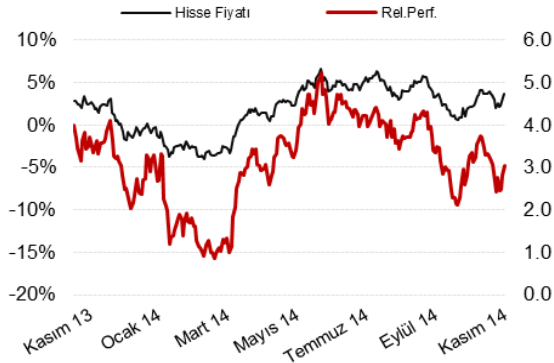
Bünyesindeki cam şirketlerin halka açıklık oranının artması, AVEA hisselerinin satışı, Milli Reasurans ve Paşabahçe hisselerinin halka arzı.

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Aşağı yönlü riskler olarak, beklenin altında ekonomik büyüme, likidite koşullarında kötüleşme ve gerçekleşme ihtimali bu fiyat seviyelerinde düşük olsa da olası bir ikincil halka arzla ilgili haber akışının artması olarak sıralanabilir.

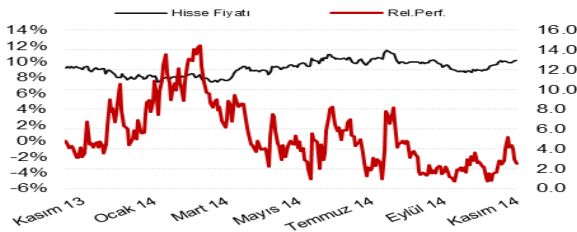
## Değerleme

Vakıfbank hisseleri Aralık ortasından beri %7 ve son 3 ayda da %4 XBANK endeksinin altında performans gösterdi. Banka diğer bankaların ortalama 2014T Fiyat / Kazanç ve Fiyat / Defter Değeri çarpanlarına göre sırasıyla %35 ve %38 iskontolu işlem görmektedir.





TCELL	ENDEKSE PARALEL			
Fiyat (TL)	12.90			
Hedef Fiyat (TL)	12.00			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>-7%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	12,641			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	36.1			
Net Borç (TLmn)	-5,185			
FD (TLmn)	23,195			
<i>TL mn</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar	10,507	11,408	12,041	13,051
% büyüme	12.1	8.6	5.5	8.4
VAFÖK	3,242	3,545	3,768	4,163
% marj	30.9	31.1	31.3	31.9
Net Kar	2,079	2,326	2,103	3,115
% marj	19.8	20.4	17.5	23.9
Özsermaye Karlılığı (%)	17.5	15.6	12.4	18.9
Temettü	0	0	0	0
% ödeme oranı	0	0	0	0
% temettü verimi	0.0	0.0	0.0	0.0
F/K	13.7	12.2	13.5	9.1
FD/VAFÖK	7.2	6.5	6.2	5.6
F/DD	2.2	1.9	1.7	1.4



**Hisse sahiplik sorununun çözümünün** ardından piyasanın yapılacak ilk genel kurula ve dağıtılması beklenen temettülere odaklanacağını düşünüyoruz. Alfa ve Telia Sonera'nın artık genel kurulu ve dağıtılmayan temettüleri engellemek için çok az motivasyonu kaldığını düşünüyoruz. Bu sebeple yönetim kurulu tarafından açıklanan ilk genel kurulda gündem maddelerinin onaylanabileceği beklentisine sahibiz. Son dört yıl için %75 dağıtım oranı varsayımıyla hisse başına 2.5TL temettü dağıtılabilirliğini düşünüyoruz. Bu da dünkü kapanış fiyatlarında %20 verime işaret etmektedir. Hisse için kısa vadedeki en önemli destekleyici faktörün genel kurul çağrısı ve temettü kararı olduğunu düşünüyoruz. Turkcell ilk dokuz ayda %5 gelir büyümesi ve %31.8 faaliyet kar marjı yakaladı. Faaliyet karındaki artışın son çeyrekte de devam etmesini ve şirketin 2013'teki %31 marjı tüm yılda %31.3'e taşımalarını bekliyoruz.

#### Potansiyel Katalistler

Yönetim kurulunun genel kurul çağrısı

#### Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

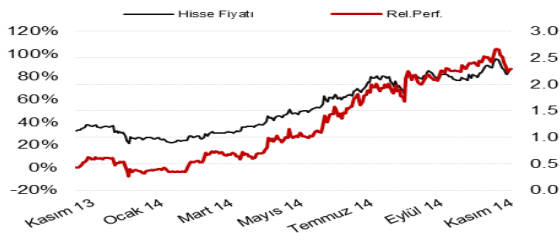
Ukrayna'da para biriminin değer kaybetmeye devam etmesi, mobil pazardaki fiyat rekabetinin devam etmesi

#### Değerleme

Temettü ve genel kurul çağrısının hissede yaratması beklenen hisse fiyatını destekleyeceği beklentimizin yanında, TCELL için bu seviyelerin çok da ucuz olmadığı kanaatindeyiz.



KRDMD	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	2.28			
Hedef Fiyat (TL)	2.80			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>23%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	1,692			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	43.3			
Net Borç (TLmn)	999			
FD (TLmn)	3,598			
<i>TL mn</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar	1,687	1,812	2,239	2,712
% büyüme	6.0	7.4	23.5	21.2
VAFÖK	309	329	561	598
% marj	18.3	18.2	25.1	22.1
Net Kar	194	100	330	354
% marj	11.5	5.5	14.7	13.0
Özsermaye Karlılığı (%)	18.2	8.1	21.0	23.1
Temettü	0	0	0	0
% ödeme oranı	0	0	0	0
% temettü verimi	0.0	0.0	0.0	0.0
F/K	13.4	26.0	7.9	7.3
FD/VAFÖK	11.6	10.9	6.4	6.0
F/DD	2.3	2.1	1.7	1.4



### Hisseyi neden beğeniyoruz?

Beklentilerin altında kalan 3. Çeyrek karı ve çelik fiyatlarının aşağı yönlü trende girmesi her ne kadar hisse için kaygıları artırsa da hammadde fiyatlarının da hala zayıf olması KRDMMD için olumlu görüşümüzü devam ettirmemizi sağlıyor. Kardemir Türkiye'nin en büyük uzun çelik üreticisi konumundadır. Şirketin şu anki kapasitesi 2.1mn ton sıvı çelik olup yılın ikinci yarısında yüksek fırın yatırımı tamamlandığında kapasite 3.3mn ton'a yükselecektir. Şirket artan sıvı çelik kapasitesini yüksek kaliteli yuvarlak demir, kangal ve demiryolu tekeri üretimi için kullanmayı planlamaktadır. Hammadde fiyatlarının düşük seyretmesiyle kısa vadede faaliyet karlılığının güçlü seyredecek olması şirket için olumlu görüşümüzü destekleyen önemli bir diğer faktör. Şirketin artan üretim kapasitesi sayesinde 2014 yılında %28 gelir büyümesi yakalamasını bekliyoruz. Kardemir'in 2015 yılında artan kapasite ile birlikte %21/%7/%7 gelir/faaliyet karı/net kar büyümesi yakalamasını bekliyoruz.

### Potansiyel Katalistler

Alınan vergi teşviklerinin 2015 ve 2017 yıllarında net kara toplamda 170mn TL olası katkısı, hammadde fiyatlarının düşük seyretmesi ve Irak'ta iç savaş ortamının yatışması hisse performansını destekleyecek unsurlar olarak görülebilir.

### Riskler

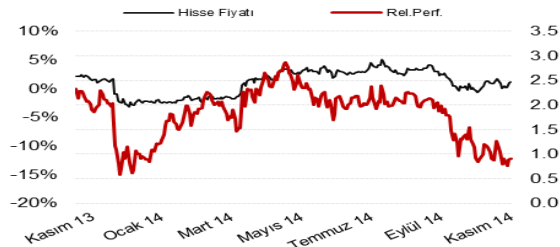
Kardemir için risklerin daha çok kurumsal yönetim konusunda toplandığını düşünüyoruz. Şirketi kontrol eden iki aile aynı zamanda şirketin en büyük müşterileri durumunda.

### Değerleme

KRDMD son üç ayda %20 değer kazandı. Buna rağmen şirketle ilgili olumlu görüşümüz çerçevesinde, 2.80TL olan hedef fiyatımız %23 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.



EKGYO	ENDEKSE PARALEL			
Fiyat (TL)	2.47			
Hedef Fiyat (TL)	2.80			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>13%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	4,181			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	49.9			
Net Borç (TLmn)	-866			
FD (TLmn)	8,520			
<i>TL mn</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar	1,005	2,331	1,583	1,104
% büyüme	40.2	132.1	-32.1	-30.3
VAFÖK	397	909	534	424
% marj	39.5	39.0	33.7	38.4
Net Kar	523	1,061	918	522
% marj	52.1	45.5	58.0	47.3
Özsermaye Karlılığı (%)	12.5	12.7	10.2	7.7
Temettü	200	467	367	209
% ödeme oranı	38	44	40	40
% temettü verimi	2.1	5.0	3.9	2.2
F/K	17.9	8.9	10.2	18.0
FD/VAFÖK	21.5	9.4	16.0	20.1
F/DD	2.1	1.1	1.0	1.0



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Emlak 2014 yılında 7 arsa satışı karşılığı gelir paylaşımli ihale yaptı. Bu ihalelerde daha önceki yıllarda oluşan çarpanların üzerinde 2.21x çarpan yakaladı. Her ne kadar yapılan son iki ihale büyük ihaleler olmasa da şirketin katma değer yaratma konusundaki başarısını hatırlatma hususunda olumlu katkı yaptıklarını düşünüyoruz. Ekim ön satışları 1.333 adet le bu yıl oluşan aylık ortalama satış rakamının neredeyse iki katına ulaştı. 2015'e yönelik beklentilere baktığımızda, şirketin portföyünde yüksek çarpanlar getirecek olan İstinye ve Maltepe gibi büyük arsalar bulunmaktadır.

## Potansiyel Katalistler

Şirketin 10bin adet satış hedefini yakalamasını sağlayacak olan iki anahtar teslimi ihalenin açıklanması

## Riskler

Genel makroekonomik görünüme ilişkin olumsuz beklentiler hisse için risk oluşturabilir.

## Değerleme

Emlak'ın net nakdi ve arsa portföyünün değeri şirketin piyasa değerinin %70'ine denk gelmektedir.



BIZIM	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	18.15			
Hedef Fiyat (TL)	24.20			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>33%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	323			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	4.0			
Net Borç (TLmn)	-34			
FD (TLmn)	692			
<i>TL mn</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar	1,974	2,247	2,405	2,840
% büyüme	13.9	13.8	7.0	18.1
VAFÖK	69	69	81	95
% marj	3.5	3.1	3.4	3.3
Net Kar	26	40	27	30
% marj	1.3	1.8	1.1	1.1
Özsermaye Karlılığı (%)	23.7	29.2	18.0	20.9
Temettü	14	13	13	15
% ödeme oranı	54	32	49	51
% temettü verimi	1.9	1.7	1.8	2.1
F/K	27.8	18.2	26.7	24.1
FD/VAFÖK	10.0	10.0	8.5	7.3
F/DD	6.0	5.3	4.8	4.3

## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yeni açıklanan franchise modeli büyüme potansiyeli vaad ediyor. Bizim Toptan Temmuz ayında ŞOK'un işlettiği 196 adet mağazanın franchise haklarını 30 mn TL'ye satın aldığını açıklamıştı. Bu adım ile Bizim Toptan yeni bir satış kanalı oluşturmayı planlıyor. Franchise mağazaların sayısının 2018'de 600'e çıkması ve bu mağazalara yapılan satışların Bizim'in toplam satışlarında toplam yaklaşık %20 paya sahip olması bekleniyor. Bize göre yeni franchise modeli Bizim için satış dağılımını daha dengeli hale getirmeye imkan sağlarken, uzun vadede lojistik altyapısına yatırım yapma şansını da veriyor. Diğer yandan, mevcut cash&carry mağazalarında son dönemde daha yüksek karlı müşterilere odaklanılması önümüzdeki dönemde büyüme hızlanması da yakalanırsa şirketin karına olumlu yansiyacaktır.

## Potansiyel Katalistler

Yeni iş planı detaylarının açıklanması, franchise sistemine dahil olan mağaza sayısının artması, çeyrek sonuçlar, olası kredi kartı taksit yasağına yönelik iyileştirmeler.

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Rekabet, franchise iş modelinde bulunan tahsilat riskleri.

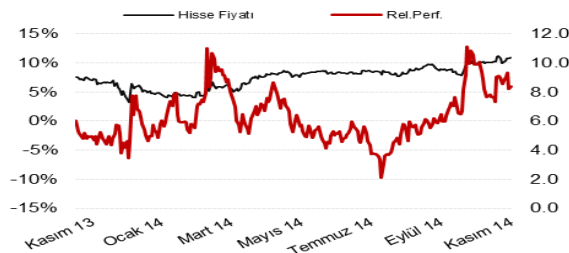
## Değerleme

24.2 TL hedef fiyatımıza göre hisse için %33 yükseliş potansiyeli ile Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi devam ettiriyoruz.





ASELS		ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)		10.40			
Hedef Fiyat (TL)		11.90			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>		<b>14%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)		2,316			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		3.5			
Net Borç (TLmn)		338			
FD (TLmn)		5,538			
<i>TL mn</i>		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar		1,633	2,171	2,473	2,860
% büyüme		8.7	33.0	13.9	15.7
VAFÖK		269	436	494	562
% marj		16.4	20.1	20.0	19.7
Net Kar		306	238	364	459
% marj		18.8	11.0	14.7	16.0
Özsermaye Karlılığı (%)		26.8	14.8	18.8	25.4
Temettü		16	25	36	46
% ödeme oranı		5	11	10	10
% temettü verimi		0.3	0.5	0.7	0.9
F/K		17.0	21.8	14.3	11.3
FD/VAFÖK		20.6	12.7	11.2	9.9
F/DD		4.1	3.2	2.7	2.2



### Hisseyi neden beğeniyoruz?

Aselsan'ın dünyanın en büyük 50 savunma şirketinden birisi olma hedefi kapsamında, 2 milyar dolar ciroya erişmesinin 2018 yılında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca daha uzun vadeli 2023 vizyonu göz önüne alınırsa, şirketin 10 sene içerisinde cirosunu çok daha hızlı artırması da olası olabilir (2013 yılı cirosu: 1.1 milyar dolar). Aselsan savunma sanayinde gerçekleştirdiği atılımların yanı sıra, son dönemde Ar-Ge'ye yatırdığı yıllık 300 mn USD'den fazla kaynak ile birçok kritik teknoloji kazanımı yapmaktadır. Bu kritik teknolojiler arasında yarı iletkenler, gelişmiş elektro optik sistemler ve kızılötesi algılayıcılar, 4G/LTE Telekom sistemleri vb. gibi birçok farklı alan bulunmaktadır. Şirketin artan teknolojik yetenekleri hem savunma alanında bağımsızlığını ve katma değerini yükseltecek, hem de savunma dışı alanlara açılma fırsatı yaratacaktır. Aselsan cirosunun %95'inden fazlasını savunma sanayi projelerinden sağlamaktadır. Savunma dışı alanlarda (telekom, ulaştırma, sağlık ekipmanları, raylı sistem elektroniği vb.) görülen fırsatlar ile sivil sözleşmelerin yeni bir büyüme dinamiği yaratması beklenebilir. Yurtdışında savunma sanayi şirketlerinin cirosunda ortalama %40-50 oranında savunma dışı alanlardan satış geliri sağlanmaktadır.

### Potansiyel Katalistler

Yeni sözleşmeler, çeyreklik sonuçlar, diğer TSKGV şirketlerinin halka arzı.

### Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

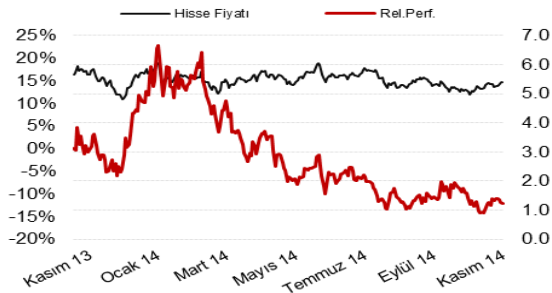
Son dönemde piyasada kaygı yaratan Çin ile yapılması planlanan füze anlaşmasına yönelik son gelişmeler, bu projenin Avrupa'lı veya ABD'li şirketlerden birisi ile imzalanmasına yönelik ihtimalin yükseldiğini göstermektedir. Geçtiğimiz yıl yapılması planlanan ikincil halka arz, füze sistemi projesinde Çin'in elenmesi durumunda tekrar gündeme gelebilir. Fakat bunun en erken 2015 yılı ikinci yarısında gerçekleşmesi bekleniyor.

### Değerleme

11.9TL hedef fiyatımıza göre hisse için %14 yükseliş potansiyeli ile Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi veriyoruz.



ENKAİ	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	5.41			
Hedef Fiyat (TL)	6.85			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>27%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	8,675			
NAD (TL)	26,482			
Pri m (İskonto)	-26%			
Günlük Ortalama Hadim (\$mn)	10.2			
Net Borç (TRLmn)	5,414			
EV (TRLmn)	24,890			
<b>TL mn</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar	10,299	12,442	12,812	14,922
% büyüme	22.5	20.8	3.0	16.5
VA FÖK	1,333	1,937	1,923	2,414
% marj	12.9	15.6	15.0	16.2
Net Kar	1,130	1,247	1,425	1,645
% marj	11.0	10.0	11.1	11.0
Özsermaye Karlılığı	12.7	11.9	11.0	10.8
Temettü	224.0	560.0	301.1	336.5
% ödeme oranı	20	45	21	20
% temettü verimi	1.2	2.9	1.5	1.7
F/K	17.2	15.6	13.7	11.8
F/DD	2.1	1.6	1.4	1.2



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Enka inşaat gelirlerinin önemli bir kısmının dolar bazlı olması nedeniyle kurlarda yaşanan hareketlilikten olumsuz etkilenmiyor. Şirketin gayrimenkul segmenti tamamıyla Rusya'da bulunan iş ve alışveriş merkezlerinin kira gelirlerinden oluşurken bu kiralamaaların büyük oranda dolar bazlı olması şirketin karlılığını destekliyor. Enerji segmentinde ise dolar bazlı marj ve satım garantisi bu segmentin karlılığını garanti altına alıyor. Taahhüt tarafında ise gelirlerin büyük kısmı dolar bazında olması oynaklığı azaltıyor. Şirketin taahhüt tarafında son iki çeyrekteki olumsuz marj performansı sonrasında üçüncü çeyrekteki iyileşme beklentilerimizi de aşarak %17.8 seviyesine ulaştı. Gayrimenkul segmentindeki marj artışı ise oluşan risklere rağmen şirketin karlılığının ne kadar güçlü kaldığını gösteriyor.

## Potansiyel Katalistler

Taahhüt tarafında yeni iş sözleşmeleri ve iş miktarına gelecek katkı şirket için olumlu olacaktır. Diğer taraftan jeopolitik risklerin azalması da şirketi olumlu etkileyebilir.

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

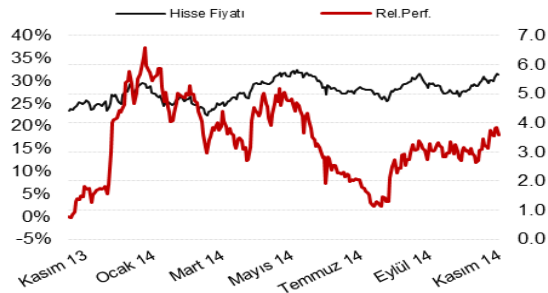
Sektörün genel durumu itibarıyla dönemsel olarak bazı projelerden kaynaklı bir seferlik zararlar oluşabilmektedir. Bu da o çeyrekte şirketin karlılığına olumsuz etki yapabilir. Diğer taraftan jeopolitik riskler her zaman iş yapılan ülkelerde şirketin risk altında kalmasına neden olabilir.

## Değerleme

Şirket için yapmış olduğumuz değerlendirme hisse başına 6.85TL hedef fiyata işaret ediyor. Şirketi %27'lik artış potansiyeli ile portföyümüzde tutuyoruz.



TKFEN	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	5.65			
Hedef Fiyat (TL)	6.80			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>20%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	931			
NAD (TL)	2,785			
Prim (İskonto)	-25%			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	9.6			
Net Borç (TRLmn)	-377			
EV (TRLmn)	1,714			
<i>TL mn</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar	3,949	3,846	2,518	2,348
% büyüme	23.0	-2.6	-34.5	-6.7
VAFÖK	259	-24	259	211
% marj	6.6	-0.6	10.3	9.0
Net Kar	299	-64	339	345
% marj	7.6	-1.7	13.5	14.7
Özsermaye Karlılığı	15.1	-3.2	19.0	19.1
Temettü	132.2	0.0	84.7	86.3
% ödeme oranı	44	0	25	25
% temettü verimi	6.3	0.0	4.1	4.1
F/K	7.0	-32.5	6.2	6.1
F/DD	1.0	1.1	1.2	1.1



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yılın bu son iki ayında şirketin yeni iş alımlarının hızlanabileceğini düşünüyoruz. Uzun zamandır beklenen Katar otoyol projesinin ve Tanap'ın bu yıl sonundan önce sonuçlanabileceğini düşünüyoruz. Bu işlerden Katar'ın olması şirketin birikmiş karları da yazacağı varsayımı ile son çeyrek finansallarına da olumlu yansıtacaktır. Bunun yanında bu işler uzun süredir yeni bir iş portföye katamayan şirket için olumlu olacaktır. Şirketin marjlarının ise yeni işlerle birlikte oldukça artmasını bekliyoruz. Tarım tarafında ise yeni yatırımın yılın ilk yarısında tamamlanması sonrasında marjlara olumlu yansımaları bekliyoruz.

## Potansiyel Katalistler

Şirketin iş miktarına yapacağı eklemeler haber akışını hızlandırarak hisse performansını destekleyebilir. Özellikle taahhüt tarafında ise marjlardaki artış devam edecektir. Bunun yanında tarım segmenti ise yıllık bazda iyileşmeye işaret ediyor.

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Taahhüt şirketlerinde bazı projelerde gerçekleşen maliyet artışları bu projelerin ve segmentin marjlarını olumsuz etkileyebilir. Tekfen'in özellikle Libya'da durmuş olan projesiyle ilgili olarak önümüzdeki dönemde bir gider yazması gerekebilir.

## Değerleme

Şirket için yapmış olduğumuz değerlendirme hisse başına 6.80TL hedef fiyata işaret ediyor. Şirketi %20'lik artış potansiyeli ile portföyümüze ekliyoruz.





DOAS	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	10.40			
Hedef Fiyat (TL)	11.70			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>13%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	1,019			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	3.2			
Net Borç (TLmn)	1,213			
FD (TLmn)	2,034			
<i>TL mn</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar	5,132	6,603	7,216	7,846
% büyüme	6.7	28.6	9.3	8.7
VAFÖK	325	306	347	389
% marj	6.3	4.6	4.8	5.0
Net Kar	256	224	238	259
% marj	5.0	3.4	3.3	3.3
Özsermaye Karlılığı (%)	24.9	20.1	20.2	21.1
Temettü	220	220	198	220
% ödeme oranı	86	98	83	85
% temettü verimi	9.6	9.6	8.7	9.6
F/K	8.9	10.2	9.6	8.8
FD/VAFÖK	6.3	6.6	5.9	5.2
F/DD	1.9	2.1	1.9	1.8



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Doğuş Otomotiv 2014 yılı 9 aylık sonuçlarında beklentilerimizi aştı. Yılın genelinde zayıf TL ve otomotiv pazarındaki daralmaya rağmen, DOAS Pazar payını 2 puandan fazla artırarak hem bu daralmada daha az etkilendi, hem de fiyatlamayı daha başarılı yaparak kar marjlarını beklentilerimizin üzerine taşıdı. Bu sonuçlar ışığında tahminlerimizi yukarı yönlü revize ederek DOAS için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi devam ettiriyoruz.

## Potansiyel Katalistler

Temettü kararları, çeyreksel sonuçlar, genel ekonomik görünümün iyileşmesi, DOAS'ın iştirak portföyündeki değeri ortaya koyacak olası işlemler hisse için katalist olabilir.

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

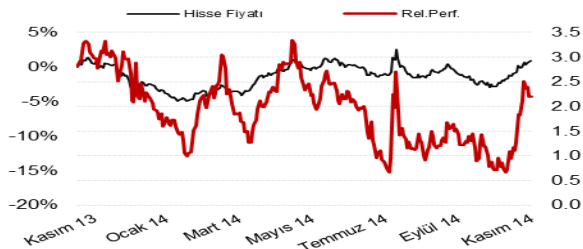
TL'nin değer kaybetmesi, otomotiv satışlarında olası ek vergi ve iç talebi etkileyecek olumsuz gelişmeler risk olarak gösterilebilir.

## Değerleme

Yeni hedef fiyatımız olan 11.7 TL'ye göre %13 yükseliş potansiyeli öngörüyoruz. Ayrıca şirketin güçlü temettü dağıtımına devam etmesini ve önümüzdeki iki sene boyunca %9 ve %10 temettü verimi sunmasını bekliyoruz.



AKSEN	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	2.93			
Hedef Fiyat (TL)	3.96			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>35%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	800			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	3.2			
Net Borç (TLmn)	1,642			
FD (TLmn)	3,439			
<i>TL mn</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Net Satışlar	1,841	1,786	1,920	2,305
% büyüme	40.8	-3.0	7.5	20.0
VAFÖK	323	312	328	440
% marj	17.5	17.5	17.1	19.1
Net Kar	230	-133	14	65
% marj	12.5	-7.5	0.7	2.8
Özsermaye Karlılığı (%)	25.4	-106.5	10.0	10.1
Temettü	0	0	0	0
% ödeme oranı	0	0	0	0
% temettü verimi	0.0	0.0	0.0	0.0
F/K	7.8	-13.5	125.1	27.7
FD/VAFÖK	10.7	11.0	10.5	7.8
F/DD	1.6	14.4	12.5	10.9



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Değer kaybeden Türk Lira 'sına rağmen Aksa Enerji güçlü 3. Çeyrek sonuçlarıyla, piyasa beklentilerinin üstünde performans gösterdi. Şirket'in satışları 3. Çeyrekte yıllık %12 büyürken, FAVÖK marjıda yıllık bazda 4pps arttı.

Aksa Enerji Antalya Doğalgaz Santrali'nin Türkiye'deki en verimli doğalgaz santrallerinden biri olması, şirketin rekabet avantajını arttırırken, aynı zamanda şirketi doğalgaz zammına en toleranslı şirket yapıyor. Şirket ikili anlaşmalara koyduğu maddeyle, doğalgazdaki zammı müşterilerine yansıtabilmesi de şirketin zam karşısındaki diğer avantajlarından. Şirket spot piyasa fiyatlarının yükselmesiyle birlikte ikili anlaşmalarını azaltıp, spot piyasa satışlarına ağırlık vermesi şirketin karlılığını arttıracaktır. 3 Çeyrekte, yüksek marjlı fueloil santrallerine yüksek talep olması şirketin sene sonu karlılığını ve FAVÖK marjını olumlu yönde etkileyecek.

## Potansiyel Katalistler

Türkiye'deki en verimli doğalgaz santrallerinde biriyle rekabet gücü oldukça yüksek

## Aşağı Yönlü Riskler

Lira'nın değer kaybetmesi

## Değerleme

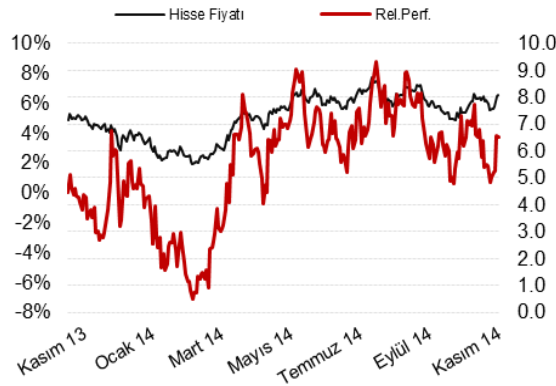
İNA değerlememiz sonucunda ulaştığımız hisse başına 3.96 TL olan hedef fiyatımız %35 oranında yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.



# Tercih Edilmeyen



AKBNK	ENDEKSE PARALEL			
Fiyat (TL)	8.08			
Hedef Fiyat (TL)	8.70			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>8%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	14,396			
<b>TL mn</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014T</b>	<b>2015T</b>
Satışlar	7,808	9,206	9,291	11,017
%büyüme	-15.2	17.9	0.9	18.6
Net Kar	2,950	2,942	2,873	3,492
Özsermaye Karlılığı	13.6	13.6	12.6	13.5
Temettü	570.0	466.8	455.8	554.0
% ödeme oranı	19	16	16	16
% temettü verimi	1.8	1.4	1.4	1.7
F/K	11.0	11.0	11.3	9.3
F/DD	1.5	1.5	1.3	1.2



### Hisseyi neden beğenmiyoruz?

Büyük bankalar arasında, AKBNK en az beğendiğimiz hisse olarak öne çıkmaktadır. Bu tercihimizde takipteki kredi portföyüne girişlerin devam etmesi, ve bunun piyasa tarafından tam olarak fiyatlanmamış olması rol oynamaktadır. 3Ç14, banka için 440 milyon lira 2Ç14'den sonra en yüksek takipteki kredi portföyüne giriş olan çeyrek olmuştur. Öte yandan, tahsilatlar takipteki kredi portföyünün %3.5'u olarak gerçekleşirken bu üçüncü çeyreklerin mevsimsel olarak zayıf olduğu hesaba katıldığında bile tarihsel seviyelerinin altındadır. Grup II kredilerine girişlerin devam etmesi Grup II kredi oranını 23 baz puan artırarak %3.3'e çıkmasına sebep olmuştur. Bu, önümüzdeki çeyreklerde de takipteki kredi portföyüne girişlerin habercisi olabilir. Her ne kadar Banka maliyet yönetiminde başarılı olmuş olsa da ve komisyon gelirleri diğer bankalara göre güçlü seyrini devam ediyor olsa da, bankanın benzer bankalara göre sahip olduğu primin varlık kalitesindeki görece bozulma sebebiyle önümüzdeki dönemde baskı altında olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

### Potansiyel Katalistler

Makro ihtiyati önlemlerde gevşeme, TCMB'den gelebilecek olası faiz indirimleri

### Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Beklenen altında ekonomik büyüme, likidite koşullarında kötüleşme

### Değerleme

Akbank diğer bankaların ortalama 2014T Fiyat / Kazanç ve Fiyat / Defter Değeri çarpanlarına göre %16 primli işlem görmektedir.

## Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

## Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş, araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli gördüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.