



PORTFÖY ÖNERİLERİ

25 Ekim 2016



## Piyasa Görüşü: Nötr (Muhafaza Ediliyor)

Üçüncü çeyrek kar döneminin başlamasıyla birlikte özellikle bankalara yönelik olumlu beklentiler piyasaları destekliyor. Bankaların finansallarına Merkez Bankası'nın geçtiğimiz dönemdeki faiz indirim süreci katkıda bulunmuştur. Sektörün karlılığında bunun da etkisiyle zayıf 3Ç15 rakamlarına göre iki kata kadar artış yaşanması bekleniyor. Açıklanan Akbank ve Garanti karları da beklentilerin hafif üzerinde gelerek bu öngörüye doğruluyor. Ancak, sanayi şirketlerinin finansallarına baktığımızda resmin biraz farklılaştığını görüyoruz. O tarafta özellikle 15 Temmuz süreci sonrasında yavaşlayan ekonominin faaliyet karlılığını geçtiğimiz yılın altına çektiği görülüyor. Sanayi üretim rakamları ekonominin üçüncü çeyrekte yavaşladığını gösterirken, son çeyrek GSYH büyümesinin de zayıf kalması bekleniyor. Bunun dışında 2017 için hem makro ekonomi hem de jeopolitik gidişat yönünde risklerin artmaya devam ettiği dikkat çekiyor. Artan petrol fiyatları ve cari açıkla ilgili endişeler ile bunun yanında Fitch'den gelebilecek bir not indirimi de riskler arasında sıralanabilir. Mevcut riskler, diğer gelişmekte olan ülke piyasalarına göre çok daha cazip çarpanlar sunan Borsa İstanbul için görüşümüzü Nötr olarak korumamıza neden olmaktadır.

Üçüncü çeyrek finansalları açıklanan bankalara baktığımızda, finansallar kredi-mevduat marjlarındaki artışın devam etmesiyle piyasa beklentilerinin üstünde seyrediyor. Kredi fiyatları yatay seyretmesine rağmen mevduat maliyetlerinin aşağı gelmesi marjlardaki genişlemeyi destekledi, fakat marjlardaki genişlemenin artık sona geldiğini düşünüyoruz. Üçüncü çeyrekte yeni donuk kredi akışının hızlandığını görüyoruz ve önümüzdeki çeyreklerde bu trendin devam etmesi olası. Bankalar arasından güçlü sermaye yapısını ve karlılığa sahip **GARAN, ISCTR** ve **TSKB**'yi beğendiğimiz hisseler arasında tutmaya devam ediyoruz.

Sanayi şirketlerinde ise beğendiğimiz hisselerden **DOAS, MGROS, COLA, BOLUC, SAHOL** ve **AYGAZ**'i muhafaza ediyoruz. SELEC'i son dönemdeki performansının etkisiyle çıkarırken, TCELL'i ise **TTKOM**'la değiştiriyoruz. Hem güçlü büyüme dinamikleri hem de cazip değerlendirme çarpanlarına sahip olması nedeniyle Türk Telekom'u ön plana çıkarıyoruz. Tercih etmediğimiz hisseler arasından üçüncü çeyrek finansallarının operasyonel olarak zayıf olduğu yönündeki beklentimiz, jeopolitik riskler ve yabancı havayolları 2017T FD/ FAVÖK çarpanına göre %48'lük primine rağmen THYAO'yu çıkarıyoruz. Hisse, son dönemde global anlamda artan risk iştahının ve bazı yatırımcıların karar mekanizmasında ön planda olan teknik göstergelerin etkisiyle temel göstergelerden bağımsız hareket etmektedir.

# 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)
AYGAZ	Aygaz	11.19	13.50	21%	1,093	0.9
BOLUC	Bolu Çimento	6.40	8.30	30%	298	0.6
CCOLA	Coca Cola İçecek	36.66	45.18	23%	3,035	3.2
DOAS	Doğuş Otomotiv	10.24	15.00	46%	733	4.6
GARAN	Garanti Bankası	8.35	9.50	14%	11,415	215.1
ISCTR	İş Bankası (C)	4.99	6.00	20%	7,309	40.0
MGROS	Migros Ticaret	17.85	23.00	29%	1,034	2.4
SAHOL	Sabancı Holding	9.85	12.00	22%	6,541	15.0
TTKOM	Türk Telekom	5.86	8.00	37%	6,676	6.8
TSKB	T.S.K.B.	1.40	1.70	21%	934	2.4



# Portföydeki Değişiklikler

4

## Portföydeki Değişiklikler

Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans	Çıkarılanlar	Eklenenler	Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık
<b>Aylık Portföy</b>						
AYGAZ	10.0%	0.8%			AYGAZ	10.0%
BOLUC	5.0%	7.2%			BOLUC	7.5%
CCOLA	12.5%	-8.9%			CCOLA	7.5%
DOAS	10.0%	-1.0%			DOAS	7.5%
GARAN	12.5%	1.2%			GARAN	12.5%
ISCTR	12.5%	1.9%			ISCTR	12.5%
MGROS	12.5%	-7.4%			MGROS	10.0%
SAHOL	12.5%	-1.5%			SAHOL	12.5%
SELEC	5.0%	15.3%	SELEC			
TCELL	12.5%	-2.5%	TCELL	TTKOM	TTKOM	12.5%
TSKB	5.0%	-1.9%			TSKB	7.5%

## Beğenilmeyen Hisseler

THYAO	-10.0%	7.0%	THYAO
-------	--------	------	-------

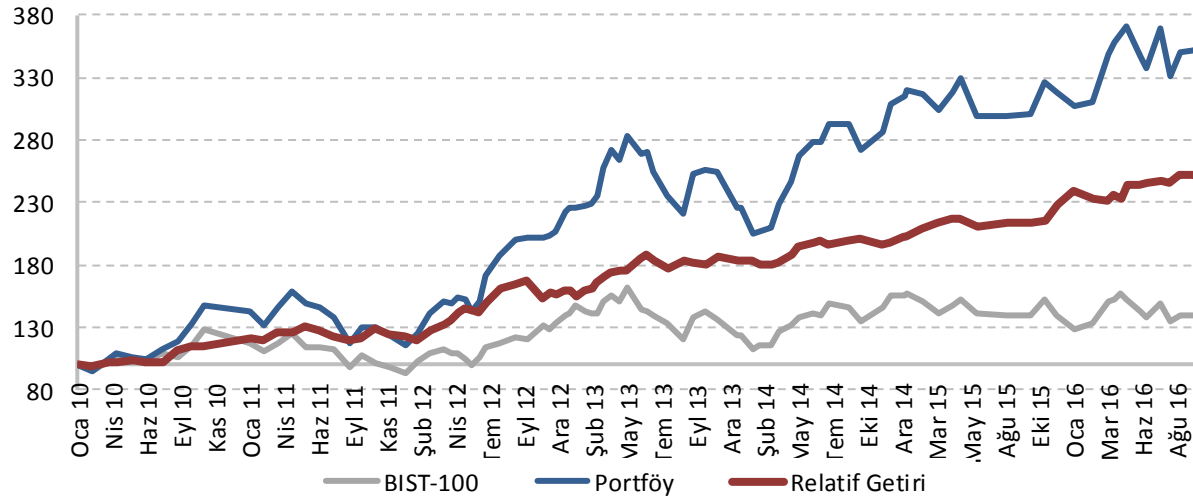
Kaynak: Oyak Yatırım



# Portföyün Relatif Performansı

5

## Portföy Önerileri Relatif Performansı



Kaynak: Oyak Yatırım

## Hisse Performans

	Getiri	Relatif	Eklendiğinden Bu Yana
<b>Hisse Önerileri</b>			
AYGAZ	5.0%	0.8%	0.8%
BOLUC	11.7%	7.2%	4.7%
CCOLA	-5.1%	-8.9%	-0.8%
DOAS	3.1%	-1.0%	-24.8%
GARAN	5.4%	1.2%	-1.4%
ISCTR	6.2%	1.9%	1.9%
MGROS	-3.6%	-7.4%	-1.4%
SAHOL	2.6%	-1.5%	3.6%
SELEC	20.1%	15.3%	38.7%
TCELL	1.6%	-2.5%	-2.5%
TSKB	2.2%	-1.9%	2.8%
<b>Beğenilmeyen Hisseler</b>			
THYAO	11.5%	7.0%	4.4%
PORTFÖY	2.2%	<b>-1.9%</b>	
BİST 100	4.2%		

26 Eylül'den 24 Ekim'e kadar

	Portföy başlangıcından*	2010	2011	2012	2013	2014	2015	YB	26 Eylül'dan itibaren
BİST-100	45%	18%	-21%	52%	-13%	26%	-18%	13.2%	4.2%
Portföy	259%	43%	-19%	96%	0%	40%	-2%	17.0%	2.2%
Relatif Getiri	148%	21%	2%	29%	15%	11%	18%	3.3%	-1.9%

Kaynak: Oyak Yatırım

\* 19 Ocak 2010 tarihinden itibaren



# Hisse Önerileri



GARAN	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)	8.35			
Hedef Fiyat (TL)	9.50			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>14%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	11,415			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	218.6			
FD (TLmn)	30,337			
<i>TL mn</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Bankacılık Geliri	10,783	12,010	15,245	15,648
% büyüme	10.2	11.4	26.9	2.6
Net Kar	3,674	3,407	5,023	5,118
% marj	34.1	28.4	32.9	32.7
Özsermaye Karlılığı (%)	15.1	12.0	15.1	13.6
Temettü	567	567	904	904
% ödeme oranı	15	17	18	18
% temettü verimi	1.6	1.6	2.6	2.6
F/K	9.5	10.3	7.0	6.9
F/DD	1.3	1.1	1.0	0.9

## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Banka üçüncü çeyrekte piyasa beklentilerinin üstünde güçlü finansallar açıkladı. Marjlardaki artış ve düşük swap giderleri net karı destekleyen ana unsurlar arasında sayılabilir. Kredi büyümesi sektör ortalamasının altında %2'de kalmasına rağmen, uyarlanmış net faizin 50bp artmasıyla öz sermaye karlılığı %15.8 olarak gerçekleşti. Marjlardaki genişlemenin dördüncü çeyrekte devam etmesini beklemiyoruz. Önümüzdeki çeyreklerde yeni donuk kredi akışındaki hızlanmanın devam etmesi olasıdır. Banka %3'lük donuk kredi rasyosu ve %16.4'lük sermaye yeterliliği rasyosuyla güvenli bir tercih olabilir.

## Potansiyel Katalistler

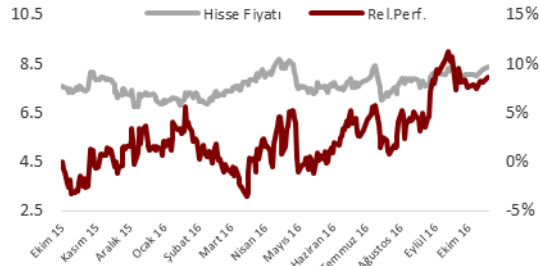
Olası bir yasal düzenlemeyle tüketici kredilerindeki yasal limitlerin esnetilmesi

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Turizm ve veya Enerji kaynaklı kredilerde yüksek bir miktarın takibe düşme ihtimali. Türk Lirasındaki olası sert değer kaybı ve/veya devlet bonusu faizlerindeki yüksek artış bankalarının sermaye yeterlilik oranlarında bozulmaya neden olabilir. Eğer Fitch Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyesinden aşağı indirirse, Eurobondların risk ağırlandırılmış varlıklardaki ağırlığı %50'den %100'e çıkacak, buda bankaların sermaye yeterlilik rasyosunu olumsuz etkiler.

## Değerleme

Garanti Bankası son üç sene ortalaması olan 1.25 F/DD çarpanının altında 0.9 F/DD ile işlem görüyor. Banka'nın 2017 F/K beklentilerine göre 6.9 çarpanla işlem gördüğünü ve hedef fiyatımıza göre %14 yükseliş potansiyeli olduğunu hesaplıyoruz.





SAHOL	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)	9.85			
Hedef Fiyat (TL)	12.00			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>22%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	6,541			
NAD (TL)	30,271			
Prim (İskonto)	-34%			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	15.2			
Net Borç (TRLmn)	-550			
EV (TRLmn)	19,548			
<i>TL mn</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Net Satışlar	29,359	32,012	34,554	39,061
% büyüme	-18.7	9.0	7.9	13.0
VAFÖK	7,820	5,035	6,464	6,530
% marj	26.6	15.7	18.7	16.7
Net Kar	2,079	2,236	3,017	3,094
% marj	7.1	7.0	8.7	7.9
Özsermaye Karlılığı	10.3	10.5	12.7	11.6
Temettü	204.0	306.1	306.1	306.1
% ödeme oranı	10	14	10	10
% temettü verimi	1.0	1.5	1.5	1.5
F/K	9.0	6.7	6.5	6.5
EV/EBITDA	2.5	3.9	3.0	3.0
F/DD	1.0	0.9	0.8	0.7

## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Holdingin banka dışı şirketlerinin büyüme potansiyeli ve karlılıklarının iyileşmesi ileriye yönelik olarak olumlu etki yapmaya devam edecektir. Özellikle enerji segmenti karlılığı bu sene yenilenebilir enerji üretiminin yekdem'den yararlanması ve dağıtım ile ilgili iyileştirmeler sonucunda karlılığını artırmaya devam edecektir.

## Potansiyel Katalistler

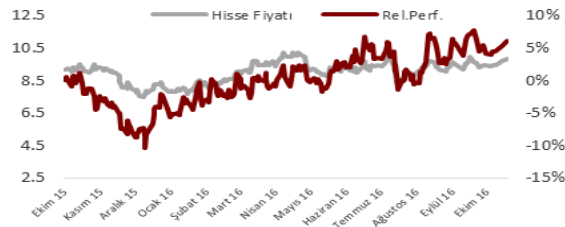
Enerji ve sanayi grubu karlılığındaki iyileşme.

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Şirketin halen karlılığının büyük bölümünü banka segmenti oluşturuyor. Bu alandaki gelişmeler finansalları kısa vadede etkilemeye devam edecektir.

## Değerleme

SAHOL şu anda NAD'sine göre %34 iskontolu işlem görürken bu iskontonun zaman içerisinde aşağıya gelmesini bekliyoruz.







ISCTR	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)	4.99			
Hedef Fiyat (TL)	6.00			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>20%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	7,309			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	40.5			
FD (TLmn)	12,456			
<i>TL mn</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Bankacılık Geliri	11,250	12,169	13,934	15,853
% büyüme	9.4	8.2	14.5	13.8
Net Kar	3,382	3,083	3,776	4,326
% marj	30.1	25.3	27.1	27.3
Özsermaye Karlılığı (%)	12.8	10.1	11.1	11.5
Temettü	699	771	936	936
% ödeme oranı	21	25	25	22
% temettü verimi	3.1	3.4	4.2	4.2
F/K	6.6	7.3	5.9	5.2
F/DD	0.8	0.7	0.6	0.6

## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Bankanın marjlardaki genişleme ve ücret ve komisyon gelirlerindeki artış ile güçlü 3. çeyrek finansalları açıklamasını bekliyoruz. 3. çeyrek sektör dataları varlık kalitesinde bozulmanın başladığına işaret etmesine rağmen, bankanın karşılık maliyetlerinin ve yeni donuk kredi akışının azalmasıyla iyi bir performans göstermesini bekliyoruz. Banka %16 olan güçlü sermaye yeterlilik rasyosu ve %14.1 Tier 1 rasyosu ile ön plana çıkıyor.

## Potansiyel Katalistler

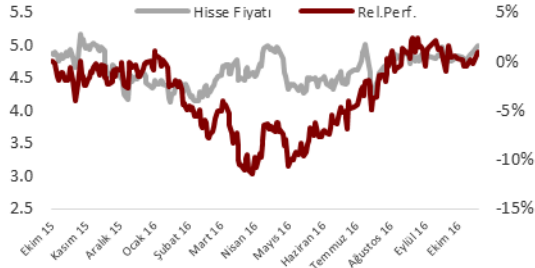
Olası bir yasal düzenlemeyle tüketici kredilerindeki yasal limitlerin esnetilmesi

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Türk Lirasındaki olası sert değer kaybı ve/veya devlet bonusu faizlerindeki yüksek artış bankalarının sermaye yeterlilik oranlarında bozulmaya neden olabilir. Eğer Fitch Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyesinden aşağı indirirse, Eurobond'ların risk ağırlıklandırılmış varlıklardaki ağırlığı %50'den %100'e çıkacak, bu da bankaların sermaye yeterlilik rasyosunu olumsuz etkileyebilir.

## Değerleme

İş Bankası son üç sene ortalaması olan 0.9 F/DD çarpanının altında 0.6 F/DD ile işlem görüyor. Banka'nın 2017 F/K beklentilerine göre 5.2 çarpanla işlem gördüğünü ve hedef fiyatımıza göre %20 yükseliş potansiyeli olduğunu hesaplıyoruz.





TTKOM		ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)		5.86			
Hedef Fiyat (TL)		8.00			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>		<b>37%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)		6,676			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		6.7			
Net Borç (TLmn)		8,800			
FD (TLmn)		29,310			
<i>TL mn</i>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Net Satışlar		13,602	14,523	16,048	17,078
% büyüme		3.1	6.8	10.5	6.4
VAFÖK		5,047	5,334	5,647	6,150
% marj		37.1	36.7	35.2	36.0
Net Kar		2,007	907	1,142	1,931
% marj		14.8	6.2	7.1	11.3
Özsermaye Karlılığı (%)		34.5	16.1	22.2	33.6
Temettü		1,841	841	1,028	1,738
% ödeme oranı		92	93	90	90
% temettü verimi		9.0	4.1	5.0	8.5
F/K		10.2	22.6	13.5	10.8
FD/VAFÖK		5.8	5.5	5.3	4.8
F/DD		3.3	4.1	3.9	3.3



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Mobile pazarda 4G'ye geçiş ve Türk Telekom'un özellikle son iki yıldır yürüttüğü entegrasyon çalışmalarının başarılı sonuçlar verdiğini görüyoruz. Güçlü gelir büyümesi ve faaliyet karlılığının yanında mobil pazarda pazar payı kazanımları ve sabit internet segmentindeki başarılı abone kazanımları ile Türk Telekom gelirlerini yılın ilk 9 ayında %10 büyütmeyi başardı. Buna karşılık, şirketin 2016 yılı için gelir büyümesi tahmini %7-9 aralığında bulunuyor. Türk Telekom'un faaliyet karı da yine şirketin kendi beklentisi olan 5,5 - 5,7milyar TL aralığında gerçekleşme ihtimali yüksek görünmektedir. Zayıf TL ve yüksek döviz bazlı borçluluk sebebiyle net karın baskı altında olduğu 2016 yılında temettü verimi %4-5'lerde oluşması beklentimize karşılık bu durum şirketin nakit çıkışlarının azalmasını ve 2017'de borç seviyelerinin düşmesini sağlayacaktır.

## Potansiyel Katalistler

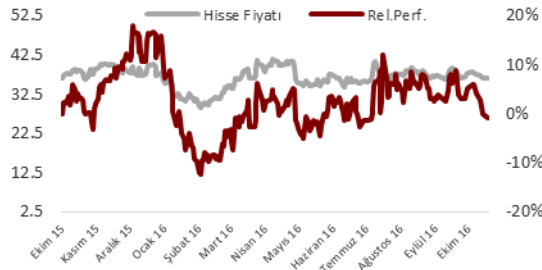
Güçlü TL, şirketin gelir büyümesinin yönetimin hedeflerinin üstünde devam etmesi ve borç seviyelerinin azalması

## Değerleme

Türk Telekom için 8 Lira olan hedef fiyatımız %37 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Hisse 2017 beklentiler bazında son beş yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanı ortalamasına göre %20 iskontolu işlem görmektedir.



CCOLA		ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)		36.66			
Hedef Fiyat (TL)		45.18			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>		<b>23%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)		3,035			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		3.2			
Net Borç (TLmn)		2,298			
FD (TLmn)		11,623			
<i>TL mn</i>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Net Satışlar		5,985	6,724	7,047	8,256
% büyüme		15.4	12.3	4.8	17.2
VAFÖK		953	1,030	1,112	1,358
% marj		15.9	15.3	15.8	16.4
Net Kar		315	117	323	434
% marj		5.3	1.7	4.6	5.3
Özsermaye Karlılığı (%)		11.3	3.5	8.6	10.6
Temettü		100	30	79	108
% ödeme oranı		32	26	25	25
% temettü verimi		1.1	0.3	0.9	1.2
F/K		29.6	79.6	28.9	21.5
FD/VAFÖK		12.2	11.3	10.5	8.6
F/DD		3.1	2.6	2.4	2.2



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Şirketin ikinci çeyrek finansallarında gözlemlediğimiz beklenenden kuvvetli yurtdışı operasyon marjı hisse için olumlu katalist niteliğini korumaktadır. BDT ülkeleri operasyonları zayıf seyrete de Pakistan rekabete rağmen güçlü marjlarıyla konsolide rakamlara destek olmuştur. Yurtiçi operasyonlar açısından jeopolitik endişeler, zayıf talep ve turizmdeki sıkıntılar sebebiyle temkinli olmanın gerektiği dönemde güçlü yurtdışı önemli bir destektir.

Uzun vadeli büyüme dinamikleri açısından potansiyeli ciddi düzeyde olan hisse, karşılaştırılabilir hisselerin ortalamasına göre Bloomberg 2017T FD/VAFÖK çarpanına göre %11 iskontoludur.

Petrol fiyatlarındaki nisbi toparlanma BDT ekonomileri açısından pozitifdir.

Şirket, büyüme potansiyeli ve yüksek pazar payıyla operasyonları olan birçok ülkede pazar lideridir.

## Potansiyel Katalistler

BDT ekonomilerindeki durgunluğun beklenenden önce düzelmesi, Pakistan'daki rekabetin normalleşmesi, İran potansiyeli, gelişmekte olan ülkelere ilişkin olası konsolidasyonda rol oynama ihtimali

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

USD cinsinden açık pozisyonu finansal giderler sebebiyle net kar üzerinde baskı yaratmaktadır.



TSKB	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)	1.40			
Hedef Fiyat (TL)	1.70			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>21%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	934			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	2.4			
FD (TLmn)	2,583			
<i>TL mn</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Bankacılık Geliri	636	710	796	913
% büyüme	21.8	11.6	12.1	14.7
Net Kar	369	407	497	578
% marj	58.1	57.3	62.5	63.3
Özsermaye Karlılığı (%)	17.7	17.0	18.0	17.6
Temettü	72	53	62	62
% ödeme oranı	19	13	12	11
% temettü verimi	2.5	1.8	2.2	2.2
F/K	7.8	7.1	5.8	5.0
F/DD	1.3	1.2	0.9	0.8

### Hisseyi neden beğeniyoruz?

TSKB büyüme, aktif kalitesi ve gider dinamiklerine baktığımızda, bankanın iyi durumda olduğunu görüyoruz. Fonlama yapısı ve yabancı para endeksli bilançosu sayesinde, olası bir kredi notu indiriminde TSKB'nin en az etkilenen bankalardan biri olması muhtemel.

### Potansiyel Katalistler

Yabancı para kredilerde fiyat rekabetinin düşmesi

### Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Olası donuk krediler.

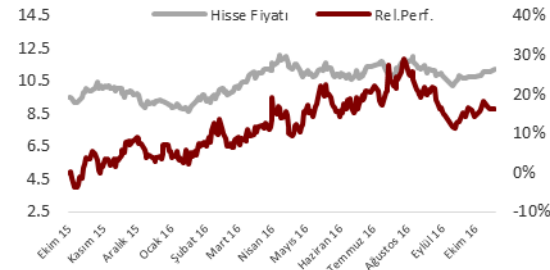
### Değerleme

Banka'nın 2017 F/K beklentilerine göre 5.0 çarpanla işlem gördüğünü ve %21 potansiyeli olduğunu hesaplıyoruz. TSKB son üç sene ortalaması olan 1.17 F/DD çarpanının altında 0.8 F/DD ile işlem görüyor.





AYGAZ	ENDEKSE PARALEL GETİRİ			
Fiyat (TL)	11.19			
Hedef Fiyat (TL)	13.50			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>21%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)	1,093			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	0.9			
Net Borç (TLmn)	171			
FD (TLmn)	961			
<b>TL mn</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Net Satışlar	7,061	6,420	6,985	8,305
% büyüme	17.6	-9.1	8.8	18.9
VAFÖK	202	340	421	454
% marj	2.9	5.3	6.0	5.5
Net Kar	218	418	354	387
% marj	3.1	6.5	5.1	4.7
Özsermaye Karlılığı (%)	9.5	17.0	13.3	13.5
Temettü	100	356	281	329
% ödeme oranı	46	85	79	85
% temettü verimi	3.0	10.6	8.4	9.8
F/K	15.4	8.0	9.5	8.7
FD/VAFÖK	4.8	2.8	2.3	2.1
F/DD	1.4	1.3	1.2	1.1



### Hisseyi neden beğeniyoruz?

Aygaz'ın sağlam marj yapısı ile ileriye dönük olarak karlılığını devam ettireceğini düşünüyoruz. Şirketin %29 seviyelerindeki Pazar payı ise güçlü marka bilinirliği ve tedarik yapısı ile desteklenmektedir. Aygaz görece yüksek temettü verimi ile de dikkat çekmektedir.

### Potansiyel Katalistler

Kar açıklamaları, temettü verisi.

### Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

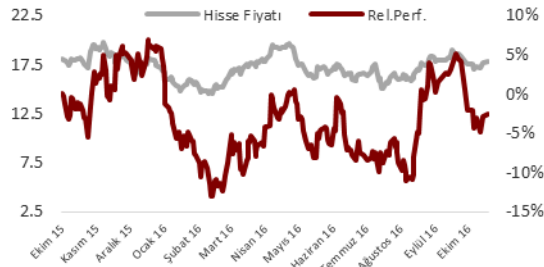
Tüpraş karlılığı şirketin karını önemli ölçüde etkilemektedir. Regülasyonlar ve tüpgaz satışlarına getirilen kontrollere yönelik yaşanabilecek sıkıntılar satış hacimlerini etkileyebilir.

### Değerleme

Şirket 2017 Fiyat/Kazanç oranı olarak potansiyel taşıyan 8.7x seviyelerinde işlem görmektedir.



MGROS	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)				17.85
Hedef Fiyat (TL)				23.00
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>				<b>29%</b>
Piyasa Değeri (\$mn)				1,034
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)				2.4
Net Borç (TLmn)				1,714
FD (TLmn)				4,892
<i>TL mn</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Net Satışlar	8,123	9,390	10,863	14,605
% büyüme	14.0	15.6	15.7	34.4
VAFÖK	490	557	612	742
% marj	6.0	5.9	5.6	5.1
Net Kar	99	-370	15	147
% marj	1.2	-3.9	0.1	1.0
Özsermaye Karlılığı (%)	11.3	-52.0	2.8	25.3
Temettü	0	0	0	0
% ödeme oranı	0	0	0	0
% temettü verimi	0.0	0.0	0.0	0.0
F/K	32.3	n.m	218.2	21.6
FD/VAFÖK	10.0	8.8	8.0	6.6
F/DD	3.5	6.2	6.0	5.0



### Hisseyi neden beğeniyoruz?

Migros'un 2016 yılı ilk yarı yılında açıkladığı %20'ye yakın satış büyümesi, şirketin yatırımlarının karşılığını alarak Pazar payını artırmaya devam ettiğini göstermektedir. Sene başında uygulanan asgari ücret zammına rağmen, bunun Migros'un kar marjlarına etkisi beklendiği kadar olumsuz olmamıştır. Diğer yandan, Migros'un yakın zamanda açıkladığı Kipa satın alması, hissedarlar için değer yaratma potansiyeli taşımaktadır. Migros, Kipa'nın %95.5 hissesi için 302 milyon TL ödeyecek olup, işlemde ciro çarpanı yaklaşık 0.23x seviyesinde gerçekleşmiştir. Özellikle Kipa'nın sahip olduğu ve yaklaşık 300 bin metrekare kiralanabilir alan sunan gayrimenkul portföyü göz önüne alındığında, işlem fiyatının Migros için uygun seviyede olduğunu düşünüyoruz. Migros kendi mağaza ağı ile Kipa'yı entegre ederek, Kipa'nın mağaza alanlarını optimize ederek ve maliyetleri düzenleyerek, Kipa'nın karlılığını Migros ile benzer seviyelere taşımayı hedeflemektedir. Ayrıca Kipa'nın gayrimenkul portföyünün incelenmesi sonrası elden çıkartılabilecek varlıklar ile Migros'un nakit yaratma ve borçluluğunu azaltma potansiyeli de doğacaktır.

### Potansiyel Katalistler

Çeyreklik sonuçlar, Kipa satın alması öncesi/sonrası planların netleşmesi, olası varlık satışına yönelik haberler.

### Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Migros'un ağırlığı Euro cinsinden olmak üzere yaklaşık 1.7 milyar TL net borcu bulunmaktadır. TL'deki değer kaybı hisse için bu nedenle risk yaratabilir.

### Değerleme

MGROS hisseleri için hedef fiyatımız 23.00 TL seviyesindedir.



DOAS	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)				10.24
Hedef Fiyat (TL)				15.00
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>				<b>46%</b>
Piyasa Değeri (\$mn)				733
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)				4.7
Net Borç (TLmn)				2,301
FD (TLmn)				3,158
<i>TL mn</i>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Net Satışlar	7,693	10,889	11,432	12,745
% büyüme	16.5	41.6	5.0	11.5
VAFÖK	357	484	492	597
% marj	4.6	4.4	4.3	4.7
Net Kar	252	303	274	350
% marj	3.3	2.8	2.4	2.7
Özsermaye Karlılığı (%)	21.5	23.2	20.0	24.6
Temettü	150	300	219	280
% ödeme oranı	60	99	80	80
% temettü verimi	6.7	13.3	9.7	12.4
F/K	9.0	7.4	8.2	6.4
FD/VAFÖK	8.8	6.5	6.4	5.3
F/DD	1.8	1.6	1.7	1.5

## Hisseyi neden beğeniyoruz?

DOAS hisseleri son 1 yıllık dönemde gerek EUR/TL'deki artışın şirketin karlılığına yönelik yarattığı kaygılar, gerekse de yurtdışında VW Grubundaki gelişmeler nedeniyle endeksin gerisinde performans sergilemiştir. Şirket yönetimi geçtiğimiz aylarda toplam 22 milyon adete kadar geri alım programı açıklamış ve bugüne dek 12.9 milyon adet hisse alımı gerçekleştirmiştir. Hisse fiyatının makro riskleri büyük oranda yansıttığını ve geri alım programının hisse fiyatı üzerindeki baskıyı azaltabileceğini düşünüyoruz. Türkiye'de oto satışlarında bu sene yatay bir görünüm bulunmaktayken, DOAS'ın satış adetlerinin de geçen sene ile benzer düzeylerde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz.

## Potansiyel Katalistler

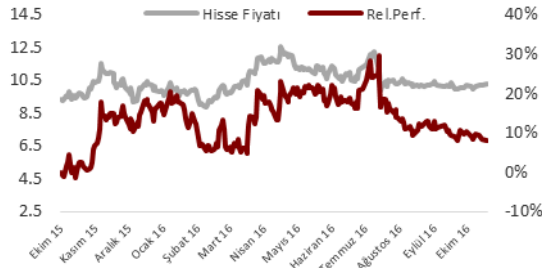
Çeyreksonuçlar, aylık satış rakamları.

## Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

İç talepteki ani daralma ve sert kur hareketleri DOAS için risk olabilir.

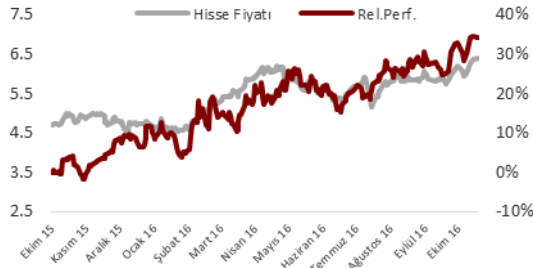
## Değerleme

DOAS için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi devam ettiriyoruz.





BOLUC		ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)		6.40			
Hedef Fiyat (TL)		8.30			
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>		<b>30%</b>			
Piyasa Değeri (\$mn)		298			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		0.5			
Net Borç (TLmn)		106			
FD (TLmn)		1,021			
<i>TL mn</i>		<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Net Satışlar		330	406	488	537
% büyüme		28.9	23.2	20.1	10.0
VAFÖK		120	145	161	159
% marj		36.5	35.7	33.1	29.7
Net Kar		99	107	111	112
% marj		30.2	26.3	22.7	20.8
Özsermaye Karlılığı (%)		35.6	28.8	27.2	27.4
Temettü		24	92	100	100
% ödeme oranı		24	86	90	90
% temettü verimi		2.6	10.0	10.9	11.0
F/K		9.2	8.6	8.3	8.2
FD/VAFÖK		8.5	7.0	6.3	6.4
F/DD		2.8	2.2	2.3	2.2



## Hisseyi neden beğeniyoruz?

Bolu Çimento yılın ilk yarısında açıkladığı %35'lik FAVÖK marjıyla OYAK Çimento Grubu portföyündeki en karlı çimento operasyonu olarak ön plana çıkmaktadır. Şirketin yüksek talep/fiyatların olduğu Marmara, Batı Karadeniz ve İç Anadolu Bölgelerinde faaliyet göstermesi orta vadede gelir büyümesini destekleyecektir. Şirket geçen yılın Temmuz ayında 1mn tonluk kapasite artışı yatırımını tamamlamıştı. Orta vadede ciddi bir yatırım ihtiyacı olmayan Bolu Çimento'nun düşen borçluluk oranları sayesinde yüksek temettü verimini devam ettirebileceğini düşünüyoruz.

Bolu Çimento'nun 3. çeyrek sonuçlarını 31 Ekim Pazartesi açıklamasını bekleniyor. Geçen yılın Temmuz ayında devreye giren yeni kapasite sayesinde, Şirket'in gelirlerini %20 civarında artırmasını bekliyoruz. Faaliyet karı büyümesinin ise gelir büyümesine paralel gerçekleşmesini ve şirketin %37 faaliyet kar marjı açıklamasını bekliyoruz. Böylece Bolu Çimento araştırma kapsamımızdaki en karlı şirket olarak ön plana çıkmaktadır. Bolu Çimento'nun net karının %29 büyümeye 35mn TL olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

## Riskler

İnşaat aktivitesinin özellikle kamu yatırımlarının yavaşlaması ve yakın zamanda artmaya başlayan kömür fiyatları olası riskler olarak göze çarpmaktadır.

## Değerleme

Hisse başına 8.3TL hedef fiyatımız %30 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.



## 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 görüldüğü 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 değiştiremeyebilir.

## Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir

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.