



PORTFÖY ÖNERİLERİ

26 Ağustos 2016



Piyasa Görüşü: Nötr (Muhafaza Ediliyor)

Yaşadığımız talihsiz olayların ekonomik ve sosyal etkileri devam ediyor. Son dönemde dünya ülkeleri daha içe dönük milli politikalar takip etmeyi sürdürüyor. Buna paralel olarak ülkemizin de yaşanan olayları tahlil etme ve bertaraf etmek için içe dönmesini beklemek çok yanlış olmaz. Ancak güney sınırında yaşanan gelişmeler ve terör olayları kısa vadede bunun mümkün olamayacağını gösterdi. Bu hafta içinde gerçekleşen sınır ötesi hareket da bunu kanıtlamış oldu. Son dönemdeki söylemler birden fazla cephede devam eden anlaşmazlıkların teker teker, aynen Rusya ve İsrail anlaşmalarında olduğu gibi, çözüleceği yönünde. Bu aşamada Suriye’de de çözüme yönelik gelişmeleri görmek şaşırtıcı olmaz. İçeride yaşanan soruşturmanın da bir an önce bitmesi kısa vadede ekonomik ve politik çıpa görevi görebilecek ve Avrupa ile yaşanan tatsızlıkları çözüme kavuşturabilecek potansiyele sahiptir.

Bu gelişmeler çerçevesinde son dönemde benzer ülke piyasalarından %8-%11 seviyelerinde negatif ayrışan Borsa İstanbul’un sene sonuna doğru bu farkın kapanması beklenebilir. Bunun temelinde uluslararası çapta düşük faiz ortamının devam etmesi beklentimiz yer almaktadır. Önümüzdeki süreçte azalarak devam edecek terör eylemleri, takipteki kredilerdeki artış, varlık fonu gibi kredi değerlendirme kuruluşlarının şüpheyile yaklaşabileceği projeler ve iç politikaya yönelik de olsa olası faize müdahale söylemleri oynaklığı arttıracaktır. Bu sebeple, piyasadan kısa vadede ciddi bir olumlu ayrışma beklentimiz olmadığını söyleyerek, hızlı ayrışmalarda ters pozisyon almaları tavsiyesinde bulunuyoruz.

Portföyümüzün bu sayısındaki tek değişiklik, Ülker Bisküvi’nin son dönemdeki relatif getirisinin etkisiyle portföyden çıkmasıdır. Eklenen hisse yoktur. Portföyümüzdeki hisseler, bir sonraki sayfada özetlenmiştir.

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)
AKBNK	Akbank	7.83	9.10	16%	10,657	66.7
AKCNS	Akçansa	13.37	17.26	29%	871	0.3
ALARK	Alarko Holding	3.25	4.70	45%	247	1.6
BOLUC	Bolu Çimento	5.85	8.30	42%	285	0.3
COLA	Coca Cola İçecek	38.26	45.18	18%	3,311	5.0
DOAS	Doğuş Otomotiv	10.16	15.00	48%	761	4.2
GARAN	Garanti Bankası	7.66	9.10	19%	10,947	265.4
MGROS	Migros Ticaret	17.70	23.00	30%	1,072	2.3
SAHOL	Sabancı Holding	9.28	12.00	29%	6,443	16.9
SELEC	Selçuk Ecza Deposu	2.81	3.80	35%	594	0.6
TSKB	T.S.K.B.	1.43	1.70	19%	997	2.9
TTKOM	Türk Telekom	5.94	8.00	35%	7,074	6.1
Beğenilmeyen Hisseler						
THYAO	Türk Hava Yolları	5.13	6.40	25%	2,409	127.9



Portföydeki Değişiklikler

4

Portföydeki Değişiklikler

Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans	Çıkarılanlar	Eklenenler	Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık
Aylık Portföy						
AKBNK	12.5%	1.1%			AKBNK	12.5%
AKCNS	5.0%	0.5%			AKCNS	7.5%
ALARK	7.5%	-4.4%			ALARK	7.5%
BOLUC	5.0%	-0.4%			BOLUC	7.5%
COLA	7.5%	2.8%			COLA	7.5%
DOAS	7.5%	-3.9%			DOAS	7.5%
GARAN	12.5%	2.2%			GARAN	12.5%
MGROS	7.5%	7.0%			MGROS	7.5%
SAHOL	10.0%	3.1%			SAHOL	10.0%
SELEC	5.0%	-5.9%			SELEC	7.5%
TSKB	10.0%	9.3%			TSKB	10.0%
TTKOM	10.0%	-2.8%			TTKOM	12.5%
ULKER	10.0%	9.7%	ULKER			
Beğenilmeyen Hisseler						
THYAO	-10.0%	-2.3%			THYAO	-10.0%

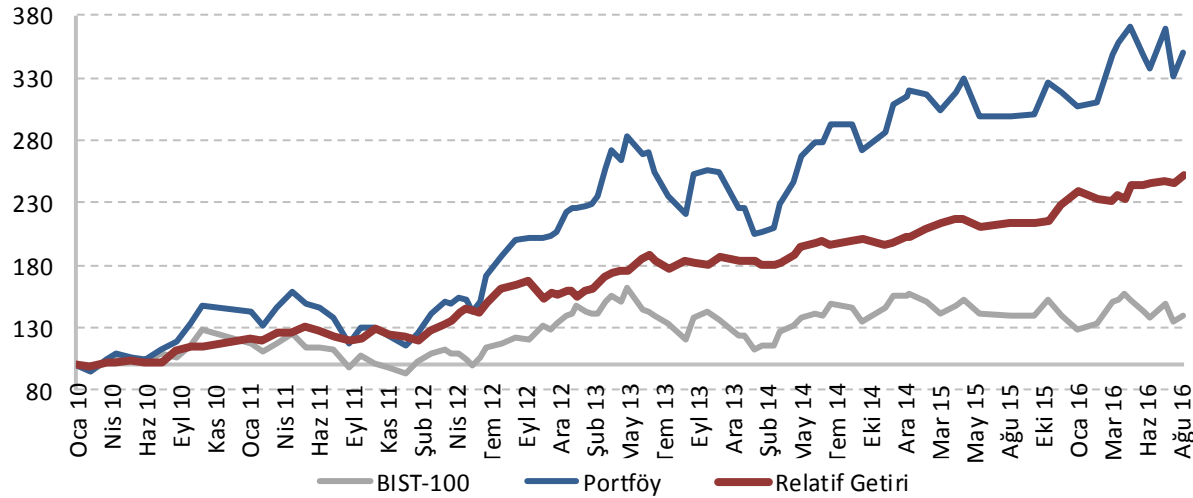
Kaynak: Oyak Yatırım



Portföyün Relatif Performansı

5

Portföy Önerileri Relatif Performansı



Hisse Performans

	Getiri	Relatif	Eklendiğinden Bu Yana
Hisse Önerileri			
TSKB	12.6%	9.3%	9.3%
ULKER	13.0%	9.7%	9.7%
MGROS	10.2%	7.0%	1.8%
SAHOL	6.2%	3.1%	1.6%
CCOLA	5.9%	2.8%	7.8%
GARAN	5.2%	2.2%	-5.8%
AKBNK	4.1%	1.1%	1.1%
AKCNS	3.6%	0.5%	4.3%
BOLUC	2.6%	-0.4%	-0.4%
TTKOM	0.2%	-2.8%	-2.2%
DOAS	-1.0%	-3.9%	-22.4%
ALARK	-1.5%	-4.4%	-1.3%
SELEC	-3.1%	-5.9%	21.4%
Beğenilmeyen Hisseler			
THYAO	0.6%	-2.3%	-2.3%
PORTFÖY	5.5%	2.4%	
BİST 100	3.0%		

03 Ağustos'tan 25 Ağustos'a kadar

	Portföy başlangıcından*	2010	2011	2012	2013	2014	2015	YB	03 Ağustos'dan itibaren
BİST-100	39%	18%	-21%	52%	-13%	26%	-18%	8.7%	3.0%
Portföy	250%	43%	-19%	96%	0%	40%	-2%	13.9%	5.5%
Relatif Getiri	151%	21%	2%	29%	15%	11%	18%	4.7%	2.4%

Kaynak: Oyak Yatırım

* 19 Ocak 2010 tarihinden itibaren



Hisse Önerileri

AKBNK	ENDEKSE PARALEL			
Fiyat (TL)	7.83			
Hedef Fiyat (TL)	9.10			
Yükseliş Potansiyeli	16%			
Piyasa Değeri (\$mn)	10,657			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	66.7			
FD (TLmn)	29,957			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Bankacılık Geliri	9,804	10,364	12,108	13,255
% büyüme	6.5	5.7	16.8	9.5
Net Kar	3,160	2,995	4,282	4,626
% marj	32.2	28.9	35.4	34.9
Özsermaye Karlılığı (%)	13.6	11.6	14.9	14.0
Temettü	570	600	600	600
% ödeme oranı	18	20	14	13
% temettü verimi	1.8	1.9	1.9	1.9
F/K	9.9	10.5	7.3	6.8
F/DD	1.2	1.2	1.0	0.9

Hisseyi neden beğeniyoruz?

Akbank'ın 13,8% olan sermaye yeterlilik oranına ve 8,7x kaldıraç oranına baktığımızda, banka güçlü sermayesiyle benzer bankalar arasında ön plana çıkıyor. Banka son dört çeyrekte gelir-gider oranını düşürmeyi başardı, güncel gelir gider oranı %31,3 (2Ç15: %41.8) benzer bankalara göre iyi seviyelerde.

Potansiyel Katalistler

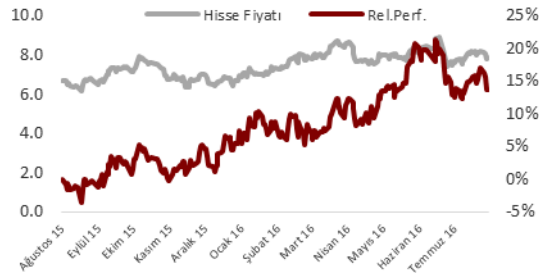
Olası bir yasal düzenlemeyle tüketici kredilerindeki yasal limitlerin esnetilmesi

Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Ekonomik büyümedeki olası bir yavaşlama, aktif kalitesini olumsuz etkileyebilir

Değerleme

AKBNK şu an 2016 beklentilerine göre 1.0 F/DD'den işlem görüyor, bu 3 yıllık ortalama olan 1.20'nin altında.





GARAN	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	7.66			
Hedef Fiyat (TL)	9.10			
Yükseliş Potansiyeli	19%			
Piyasa Değeri (\$mn)	10,947			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	265.4			
FD (TLmn)	27,439			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Bankacılık Geliri	10,783	12,010	14,571	15,740
% büyüme	10.2	11.4	21.3	8.0
Net Kar	3,674	3,407	4,676	5,186
% marj	34.1	28.4	32.1	32.9
Özsermaye Karlılığı (%)	15.1	12.0	14.1	13.9
Temettü	567	567	842	842
% ödeme oranı	15	17	18	16
% temettü verimi	1.8	1.8	2.6	2.6
F/K	8.8	9.4	6.9	6.2
F/DD	1.2	1.0	0.9	0.8

Hisseyi neden beğeniyoruz?

Garanti'nin çeşitlendirilmiş kredi portföyüne, güçlü sermaye yeterlilik rasyosu (15,2%) ve 8,6 olan kaldıraç oranına baktığımızda, benzer bankalar arasında güvenli liman olarak ön plana çıkıyor. Serbest sermayesi yüksek olan bankanın uzun vadede diğer bankalardan daha yüksek bir sermaye getiri rakamını sağlayabilecek olması da bankanın ciddi bir artısı.

Potansiyel Katalistler

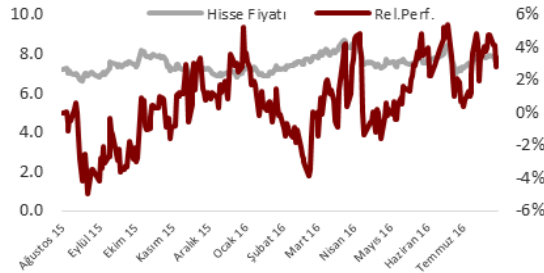
Olası bir yasal düzenlemeyle tüketici kredilerindeki yasal limitlerin esnetilmesi,

Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Turizm ve veya Enerji kaynaklı kredilerde yüksek bir miktarın takibe düşme ihtimali.

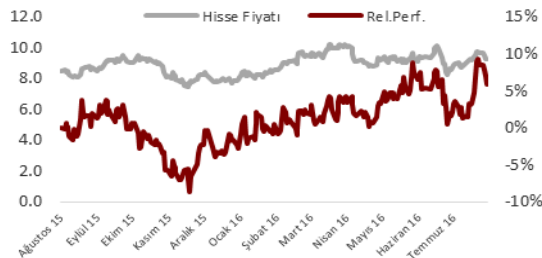
Değerleme

Garanti Bankası son üç sene ortalaması olan 1.27 F/DD çarpanının altında 0.9 F/DD ile işlem görüyor. Banka'nın F/K beklentilerine göre 6.9 çarpanla işlem gördüğünü ve %19 potansiyeli olduğunu hesaplıyoruz.





SAHOL	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	9.28			
Hedef Fiyat (TL)	12.00			
Yükseliş Potansiyeli	29%			
Piyasa Değeri (\$mn)	6,443			
NAD (TL)	29,224			
Prim (İskonto)	-35%			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	16.9			
Net Borç (TRLmn)	-550			
EV (TRLmn)	18,385			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	29,359	32,012	34,554	39,061
% büyüme	-18.7	9.0	7.9	13.0
VAFOK	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	1.1	1.6	1.6	1.6
F/K	8.5	6.3	6.1	6.1
EV/EBITDA	2.4	3.7	2.8	2.8
F/DD	0.9	0.8	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 dağıtımla ilgili iyileştirmeler sonucunda karlılığını artırmaya devam edecektir.

Potansiyel Katalistler

Şirketin enerji segmentinde borçluluğun azaltılması için atılabilecek adımlar olumlu yansıyabilir. Şirket bu amaçla enerji grubu içerisindeki bazı varlıklarında hisse satışı yapabileceğini açıklamıştı.

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 %35 iskontolu işlem görürken bu iskontonun zaman içerisinde aşağıya gelmesini bekliyoruz.



TTKOM	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	5.94			
Hedef Fiyat (TL)	8.00			
Yükseliş Potansiyeli	35%			
Piyasa Değeri (\$mn)	7,074			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	6.1			
Net Borç (TLmn)	8,800			
FD (TLmn)	29,590			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	13,602	14,523	15,823	16,674
% büyüme	3.1	6.8	9.0	5.4
VAFÖK	5,047	5,334	5,549	6,086
% marj	37.1	36.7	35.1	36.5
Net Kar	2,007	907	1,518	1,893
% marj	14.8	6.2	9.6	11.4
Özsermaye Karlılığı (%)	34.5	16.1	28.5	31.9
Temettü	1,841	841	1,366	1,704
% ödeme oranı	92	93	90	90
% temettü verimi	8.9	4.0	6.6	8.2
F/K	10.4	22.9	13.7	11.0
FD/VAFÖK	5.9	5.5	5.3	4.9
F/DD	3.3	4.2	3.7	3.4

Hisseyi neden beğeniyoruz?

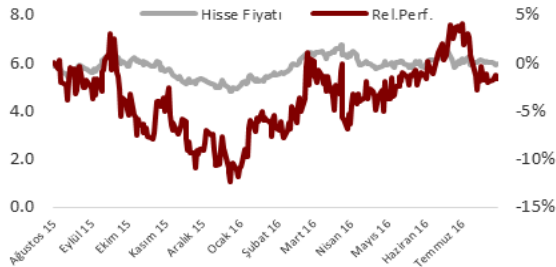
Türk Telekom'un, özellikle sabit internet ve mobil segmentlerindeki yüksek büyüme sayesinde 2016 yılını %9 gelir büyümesiyle kapatacağını öngörüyoruz. Diğer taraftan şirketin geçen yıl içerisinde Avea, Ttnet ve Türk Telekom markalarını Türk Telekom markası altında birleştirmesinin ve tek satış noktasından tüm hizmetleri sağlayabiliyor olmasının yaratacağı sinerjinin hem gelir büyümesinde hem de maliyet kalemlerinde görülmesini bekliyoruz. Büyümenin yüksek olduğu mobil ve sabit internet/fiber segmentlerinin şirketin toplam gelirlerinin içindeki payının artıyor olmasını olumlu karşılıyoruz. Özellikle mobil tarafta, 4G ihalesiyle birlikte diğer operatörlerle arasındaki kalite farkını kapatmasını sağlayacak frekansların alınmasıyla birlikte, şirketin Türkiye geneline yayılmış fiber altyapısının servis kalitesi ve abone kazanımı anlamında ciddi bir sinerji yaratacağını düşünüyoruz.

Potansiyel Katalistler

Şirketin büyüme hedefinin üzerinde gelir büyümesi ve güçlü TL hisseyi destekleyecek faktörler olarak ön plana çıkmaktadır.

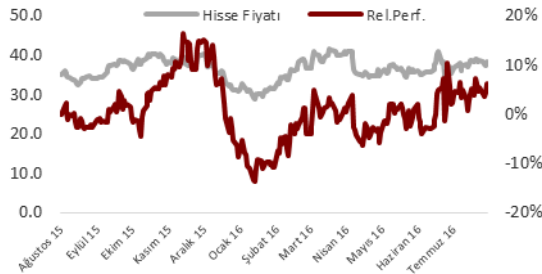
Değerleme

Hedefi fiyatımız hisse başına 8TL %35 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. 5.3x 2016T FD/FAVÖK çarpanı hissenin son beş yıldaki ortalamasının altında bulunuyor.





CCOLA	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	38.26			
Hedef Fiyat (TL)	45.18			
Yükseliş Potansiyeli	18%			
Piyasa Değeri (\$mn)	3,311			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	5.0			
Net Borç (TLmn)	2,298			
FD (TLmn)	12,030			
<i>TL mn</i>	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	5,985	6,724	7,108	8,318
% büyüme	15.4	12.3	5.7	17.0
VAFÖK	953	1,030	1,016	1,329
% marj	15.9	15.3	14.3	16.0
Net Kar	315	117	247	414
% marj	5.3	1.7	3.5	5.0
Özsermaye Karlılığı (%)	11.3	3.5	6.6	10.3
Temettü	100	30	62	103
% ödeme oranı	32	26	25	25
% temettü verimi	1.0	0.3	0.6	1.1
F/K	30.9	83.1	39.4	23.5
FD/VAFÖK	12.6	11.7	11.8	9.1
F/DD	3.2	2.7	2.5	2.3



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Şirketin ikinci çeyrek finansallarında gözlemlediğimiz beklenenden kuvvetli yurtdışı operasyon marjı kaynaklı pozitif sürpriz, hisse için mühim bir katalist olmayı sürdürecektir. İkinci çeyrekte BDT ülkeleri operasyonları zayıf seyretse 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 %20 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, Kuzey Irak operasyonlarının eski seyrine dönmesi, 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			
Fiyat (TL)				1.43
Hedef Fiyat (TL)				1.70
Yükseliş Potansiyeli				19%
Piyasa Değeri (\$mn)				997
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)				2.9
FD (TLmn)				2,644
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
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	2.1	2.1
F/K	7.9	7.2	5.9	5.1
F/DD	1.3	1.2	1.0	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

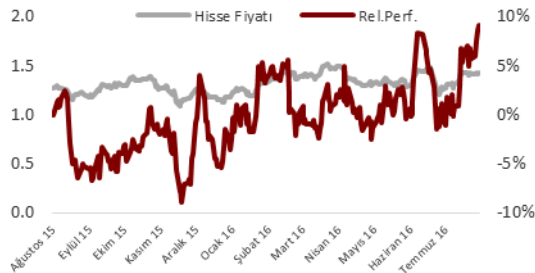
Yabancı para kredilerde fiyat rekabetinin düşmesi

Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Olası donuk krediler

Değerleme

TSKB son üç sene ortalaması olan 1.19 F/DD çarpanının altında 1.0 F/DD ile işlem görüyor. Banka'nın F/K beklentilerine göre 5.9 çarpanla işlem gördüğünü ve %19 potansiyeli olduğunu hesaplıyoruz.





DOAS	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	10.16			
Hedef Fiyat (TL)	15.00			
Yükseliş Potansiyeli	48%			
Piyasa Değeri (\$mn)	761			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	4.2			
Net Borç (TLmn)	2,301			
FD (TLmn)	3,140			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
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	13.4	9.8	12.5
F/K	8.9	7.4	8.2	6.4
FD/VAFÖK	8.8	6.5	6.4	5.3
F/DD	1.8	1.6	1.6	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. Hisse fiyatının bu riskleri büyük oranda yansıttığını söyleyebiliriz. 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

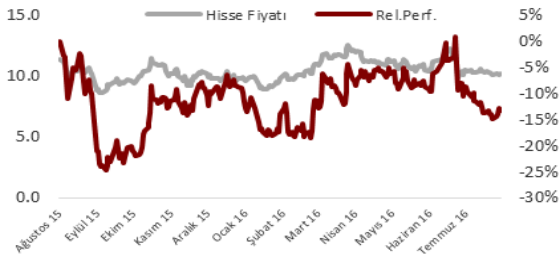
Çeyreksele sonuçlar, aylık satış rakamları.

Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

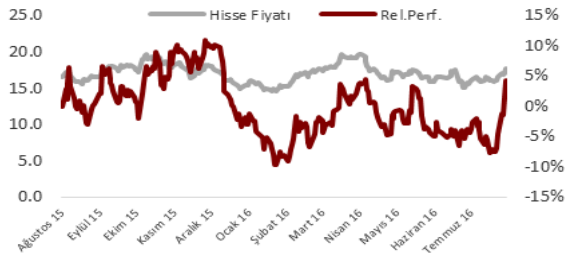
İç talepteki ani daralma ve sert kur hareketleri DOAS için risk olabilir.

Değerleme

DOAS için Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi devam ettiriyoruz.



MGROS	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	17.70			
Hedef Fiyat (TL)	23.00			
Yükseliş Potansiyeli	30%			
Piyasa Değeri (\$mn)	1,072			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	2.2			
Net Borç (TLmn)	1,714			
FD (TLmn)	4,865			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
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 (%)	21.7	n.m	2.8	25.2
Temettü	0	0	0	0
% ödeme oranı	0	0	0	0
% temettü verimi	0.0	0.0	0.0	0.0
F/K	32.0	n.m	216.3	21.5
FD/VAFÖK	9.9	8.7	7.9	6.6
F/DD	3.5	6.1	6.0	5.0



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Migros'un yakın zamanda açıkladığı Kipa anlaşmasının hissedarlar için değer yaratma potansiyeli taşıdığına inanıyoruz. 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 mağazala 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

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

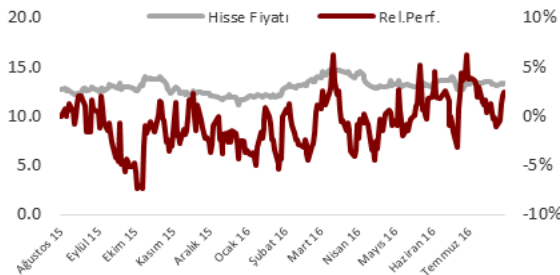
Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

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.

AKCNS	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)				13.37
Hedef Fiyat (TL)				17.26
Yükseliş Potansiyeli				29%
Piyasa Değeri (\$mn)				871
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)				0.3
Net Borç (TLmn)				38
FD (TLmn)				2,597
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	1,411	1,469	1,485	1,562
% büyüme	17.4	4.1	1.2	5.2
VAFÖK	390	430	417	438
% marj	27.6	29.3	28.1	28.0
Net Kar	249	281	277	291
% marj	17.6	19.1	18.7	18.6
Özsermaye Karlılığı (%)	23.4	24.1	22.9	22.9
Temettü	226	258	252	265
% ödeme oranı	91	92	91	91
% temettü verimi	8.8	10.1	9.9	10.3
F/K	10.3	9.1	9.2	8.8
FD/VAFÖK	6.7	6.0	6.2	5.9
F/DD	2.2	2.2	2.1	2.0



Hisseyi neden beğeniyoruz?

2015'te Türkiye'deki çimento satışları %0.8 artış gösterdi. Akçansa'nın da faaliyet gösterdiği Marmara Bölgesi'nde ise satışlar %3 arttı. Mayıs ayı itibarıyla büyüme zayıf baz etkisi nedeniyle %17 seviyesinde gerçekleşmiş olsa da, Şirket 2016 için satış hacimlerinin düşük tek haneli seviyelerde kalmasını bekliyor. İstanbul'da 3. köprü'nün tamamlanmasının ardından, Akçansa Avrupa yakasındaki 3. Köprü bağlantı yollarına çimento tedarik etmeye devam edecek. Bunun yanında, 3. Havaalanı, metro, hastane ve tünel projeleri bölgedeki çimento talebini canlı tutacak faktörler olarak göze çarpıyor. Şirketin yakın vadede önemli bir yatırım planının olmaması yüksek temettü dağıtım oranlarının devamlılığı konusunda güven veriyor.

Riskler

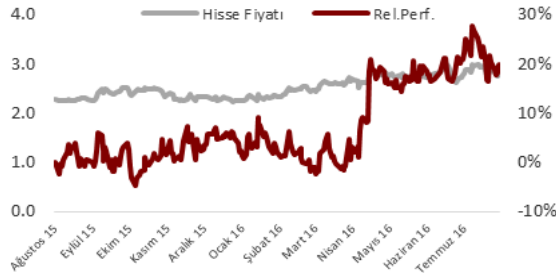
Elektrik fiyatlarındaki artış ve asgari ücretin yükseltilmesini yüksek faaliyet karı marjlarının devamlılığı için risk unsurları olarak görüyoruz.

Değerleme

Hisse başına 17.26TL hedef fiyatımız %29 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.



SELEC	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	2.81			
Hedef Fiyat (TL)	3.80			
Yükseliş Potansiyeli	35%			
Piyasa Değeri (\$mn)	594			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	0.6			
Net Borç (TLmn)	-4			
FD (TLmn)	1,691			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	6,386	7,480	8,704	10,094
% büyüme	21.9	17.1	16.4	16.0
VAFÖK	199	238	329	381
% marj	3.1	3.2	3.8	3.8
Net Kar	165	191	253	294
% marj	2.6	2.5	2.9	2.9
Özsermaye Karlılığı (%)	11.0	11.6	13.9	14.4
Temettü	38	42	56	66
% ödeme oranı	23	22	22	22
% temettü verimi	2.2	2.4	3.2	3.8
F/K	10.6	9.2	6.9	5.9
FD/VAFÖK	8.5	7.1	5.1	4.4
F/DD	1.1	1.0	0.9	0.8



Hisseyi neden beğeniyoruz?

İlaç pazarında yaşanan güçlü büyüme ve fiyat düşüş baskısının sona ermesiyle Selçuk Ecza yılın ilk yarısında güçlü sonuçlar açıkladı. İlk yarı sonuçlarının ardından 2016 net kar tahminimizi %7 yükseltmiştik. Pazarının çift haneli rakamlarda büyümesi Selçuk Ecza hisselerinin daha yüksek çarpanlardan işlem görmesine yol açmalıdır. Asgari ücretteki artış maliyet yönünde bir miktar baskı yaratacak olsa da, düşük maliyetli stokların satışından elde edilecek karların bu maliyet baskısını telafi edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca Nisan ayı başında SGK ile eczaneler arasında imzalanan yeni sözleşme ile eczanelerin mali haklarının iyileştirilmesi de dolaylı olarak ecza depolarına rahatlatma getirebilir. Fiyatlandırma mekanizmasına göre 2016 yılındaki TL'nin değer kaybının etkisiyle 2017 yılı başlarında ilaç fiyatlarında %8-10 aralığında bir artış daha bekliyoruz. İlaç fiyatlarındaki artışın Selçuk Ecza'ya stok değer artışı etkisinin ise bu yılki 50-60mn TL seviyelerinden 70-80mn TL aralığına yükselmesini öngörüyoruz. Bu beklentiler ışığında hem gelir büyümesi hem de karlılığın güçlü kalmasını bekliyoruz.

Potansiyel Katalistler

Çeyrekssel sonuçlar.

Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

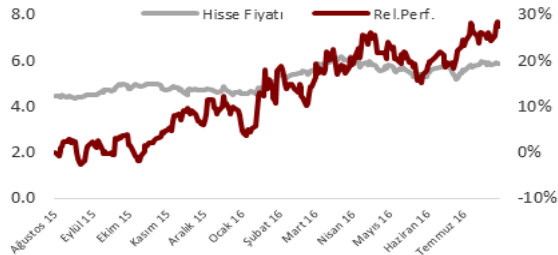
İlaç piyasasına yönelik regülasyonlar, olası satın alma haberleri.

Değerleme

SELEC hisseleri için hedef fiyatımız 3.80 TL seviyesindedir.



BOLUC	ENDEKSİN ÜZERİNDE			
Fiyat (TL)	5.85			
Hedef Fiyat (TL)	8.30			
Yükseliş Potansiyeli	42%			
Piyasa Değeri (\$mn)	285			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	0.3			
Net Borç (TLmn)	106			
FD (TLmn)	942			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
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	2.8	11.0	11.9	12.0
F/K	8.4	7.9	7.6	7.5
FD/VAFÖK	7.8	6.5	5.9	5.9
F/DD	2.5	2.0	2.1	2.0



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 yatırım ciddi bir yatırım ihtiyacı olmayan Bolu Çimento'nun düşen borçluluk oranları sayesinde yüksek temettü verimini devam ettirebileceğini düşünüyoruz.

Riskler

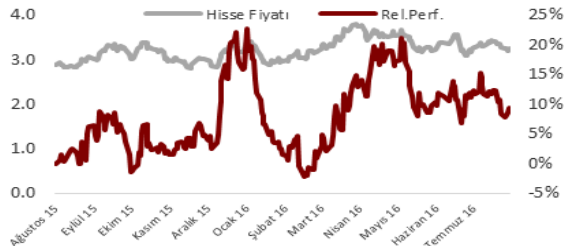
İnşaat aktivitesinin özellikle kamu yatırımlarının yavaşlaması ve yakın zamanda artmaya başlayan petrokok fiyatları olası riskler olarak göze çarpmaktadır.

Değerleme

Hisse başına 8.3TL hedef fiyatımız %42 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.



ALARK	ENDEKSE PARALEL			
Fiyat (TL)	3.25			
Hedef Fiyat (TL)	4.70			
Yükseliş Potansiyeli	45%			
Piyasa Değeri (\$mn)	247			
NAD (TL)	1,350			
Prim (İskonto)	-46%			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	1.6			
Net Borç (TRLmn)	-213			
EV (TRLmn)	514			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	964	505	612	743
% büyüme	-23.6	-47.6	21.1	21.4
VAFÖK	17	-43	68	82
% marj	1.8	-8.5	11.1	11.0
Net Kar	34	-125	175	101
% marj	3.6	-24.8	28.6	13.6
Özsermaye Karlılığı	2.9	-11.2	13.9	6.7
Temettü	13.8	58.1	14.0	14.0
% ödeme oranı	40	-46	8	14
% temettü verimi	1.9	8.0	1.9	1.9
F/K	n.m	4.2	7.2	7.2
EV/EBITDA	29.5	-12.0	7.6	6.3
F/DD	0.6	0.7	0.5	0.5



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yatırımların devreye girmesi, yeni projelerin başlaması ve potansiyel yeni işler şirketin finansallarını önümüzdeki önemde olumlu etkileyebilir. Şirketin 76MW'lık Karakuz HES'i gecikmeler sonrasında 2016 ilk çeyrekte devreye girerken özellikle sorun yaşayan enerji üretim segmenti karlılığını olumlu etkilemeye başladı. Bunun yanında taahhüt segmentinde Mahmutbey metro önümüzdeki çeyreklerden itibaren finansallara olumlu yansıması beklenebilir. Şirketin Cengiz İnşaat ile birlikte yaptığı 1320MW'lık Karabiga ithal kömür elektrik santrali yatırımı ise devam ederken 2018 yılında devreye alınması planlanıyor.

Potansiyel Katalistler

Çeyrekssel finansal sonuçlar ve potansiyel yeni projeler şirketin performansını olumlu etkileyebilir. Yapılabilecek varlık alış/satışları diğer katalistler olabilir.

Aşağı/Yukarı Yönlü Riskler

Karabiga yatırımıyla ilgili gelişmeler ve taahhüt segmentinde yeni iş potansiyeli veya projelerde yaşanabilecek sorunlar ileriye dönük risklerdendir. Ayrıca şirketin enerji segmentindeki borçluluğun artması bu segmentin karlılığını olumsuz etkileyebilir.

Değerleme

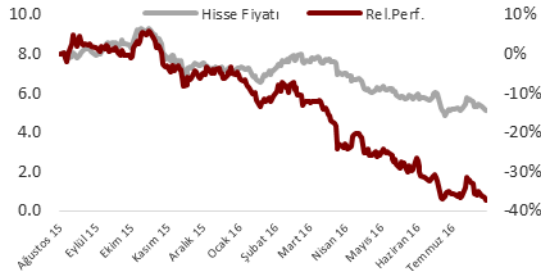
Şirket NAD'sine %46 iskonto ile işlem görürken önümüzdeki dönemde yatırımların tamamlanmasıyla bu iskontonun azalması beklenebilir.



Tercih Edilmeyen



THYAO	ENDEKSE PARALEL			
Fiyat (TL)	5.13			
Hedef Fiyat (TL)	6.40			
Yükseliş Potansiyeli	25%			
Piyasa Değeri (\$mn)	2,409			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	127.9			
Net Borç (TLmn)	25,002			
FD (TLmn)	32,081			
TL mn	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	24,158	28,752	28,809	34,610
% büyüme	28.7	19.0	0.2	20.1
VAFÖK	3,156	4,700	1,921	4,057
% marj	13.1	16.3	6.7	11.7
Net Kar	1,819	2,993	-1,076	1,251
% marj	7.5	10.4	-3.7	3.6
Özsermaye Karlılığı (%)	22.6	25.8	-7.6	8.4
Temettü	0	0	0	0
% ödeme oranı	0	0	0	0
% temettü verimi	0.0	0.0	0.0	0.0
F/K	3.9	2.4	n.m	5.7
FD/VAFÖK	10.2	6.8	16.7	7.9
F/DD	0.8	0.5	0.5	0.5



Hisseyi neden tercih etmiyoruz?

Uzun vadeli olarak pozitif dinamiklerini beğenmekle birlikte THY'nın önümüzdeki dönemde de hisse fiyatının baskı altında olmayı sürdürmesini öngörüyoruz. Zayıf talep, artan rekabet, düşük doluluk oranları ve jeopolitik endişeler yolcu büyümesini olumsuz etkilemektedir. Son yıllarda filosunu genişletmekte olan şirketin bu kapasite artışını zayıf talep ortamında yönetmesi ve özellikle maliyetlerdeki artışın kontrole ilişkin endişeler mevcuttur.

Konjonktürel sıkıntıların da baskılandığı ikinci çeyrekte doluluk oranlarındaki gerileme ve düşük yolcu veriminin yanı sıra petrol dışı giderlerin marjlarda baskısı söz konusu olmuştur. Borçluluğunda EUR ve Japon Yeni de bulunan şirketin finansal giderleri USD'nin çeyrek sonu EUR ve Japon Yeni'ne göre durumunda ciddi oranda etkilenmektedir.

Halihazırdaki zayıf talep ortamı göz önüne alındığında sezonsal olarak en mühim çeyrek olan üçüncü çeyreğin de sıkıntılı geçmesi beklenmektedir.

Yukarı Yönlü Riskler

Talepte ciddi ve kalıcı oranda iyileşme, yabancı yolcuların gözünde Türkiye'nin imajının düzelmesi, maliyet kontrolünün çabuk ve efektif sonuçlar vermesi, doların EUR ve Yen'e karşı güçlenmesi net karı destekleyebilir.

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 yönteme 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’undan 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 değiştirmeyebilir.

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 dayanarak 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.