



HİSSE ÖNERİLERİ

29 Nisan 2019



Piyasa Görüşü: Nötr (Muhafaza Ediliyor)

Bardağın boş tarafı mı dolu tarafı mı? TL cinsi varlıkların son 1 aydaki fiyat seyrine baktığımızda yılbaşından bu yana devam eden yatırımcı ilgisinin kısa süreli ve kırılgan olduğu söylenebilir. Yurtiçi politik belirsizlik ile birlikte Türkiye'nin ABD ve Rusya ile olan ilişkilerindeki gelişmeler Türkiye'nin risk primini artırdı. Türkiye'nin 5 yıllık CDS risk primi Mart ortasından bu yana %47 (sene başından beri %27) arttı ve 460 seviyesini geçti (2018 Eylül'den beri en yüksek seviye). Dolar endeksinin 98'e (son 22 aydaki en yüksek seviye) ulaşması gelişmekte olan ülke para birimleri ile birlikte TL'de de ek baskı yarattı. Ayrıca enflasyon ve cari dengede hesabında önemli bir yere sahip olan petrol fiyatları sene başından bu yana %38 artarak 75 dolara yükseldi. Mart ayından beri dolar bazında %17 değer kaybeden BİST100 için risklerin bir bölümünün fiyatlandığını düşünsek de devam eden belirsizlikler temkinli görüşü beraberinde getiriyor. TL ve Brent'teki geçişkenlik etkisi göz önüne alındığında enflasyon görünümündeki iyileşmenin yavaşlayabileceğini ve ekonomik daralmanın şiddetinin yanısıra beklenen yapısal reformların uygulamasının yakından takip edileceğini düşünüyoruz.

Gelişmekte olan piyasalardan negatif ayrışma – Yılbaşından bu yana gelişmekte olan piyasalara ilginin yoğun olmasının etkisiyle MSCI EM ve MSCI EMEA'nın sırasıyla %11,6 ve %10,5 arttığı bir dönemde MSCI Türkiye %8,9 gerilemiştir. Son portföy kapanış tarihimiz olan 8 Mart'tan şu ana kadarki performans açısından da MSCI Türkiye %15 düşerken MSCI EM ve MSCI EMEA'nın sırasıyla %4,7 ve %6,6 yükselmiştir. BIST'deki satışların da etkisiyle MSCI Türkiye F/K'sı 6,7x'le MSCI EM 'in F/K'sı olan 12,8x'e göre %48 iskontoludur ve bu iskonto, %25'lik geçmiş dönem ortalama iskontosunun ciddi oranda üzerindedir.

1Ç19 finansalları baskı altında – Ekonomik büyümedeki yavaşlamanın yurtiçi talep üzerinde yarattığı olumsuz etki, borçlanma maliyetlerindeki artış, kurdaki dalgalanma ve asgari ücret artışlarının 1Ç19'da şirket karlıklarını olumsuz etkileyeceğini düşünmekteyiz. Buna bağlı olarak araştırma kapsamındaki banka dışı şirketlerin net karlarında, Tekfen ve Turkcell'deki bir kereye mahsus gelirlere rağmen geçen seneye göre %1, geçen çeyreğe göre de %54 azalma bekliyoruz. Bu karların olumlu etkilerini dışarıda bırakırsak araştırma kapsamındaki banka dışı şirketlerin net karlarında bir önceki yılın ilk çeyreğine göre %20 oranında bir düşüş olacaktır.

Uzun vadeli görünürlük limitli olduğu için kısa vadeli faktörlere odaklanıyoruz – Doğru hisse seçim stratejimiz sayesinde BIST'teki artan volatiliteye rağmen 8 Mart kapanışlı son raporumuzdan beri model portföyümüz BIST100'ün %2,4 üzerinde getiri sağladı ve böylece sene başından beri relatif getirisi %13,1'e ulaştı. Kısa dönemli katalizörü olan, defansif iş yapısına sahip ve ilk çeyrek finansalları ve tahminleri iyi görünen şirketlere odaklanmaya devam ediyoruz. **HEKTS'** güçlü hisse performansından ötürü (son güncellemeden beri %10.2 relatif getiri), **ZOREN'**i de yüksek borçlu bilançosundan dolayı model portföyümüzden çıkarıyoruz. **EREGL'**yi güçlü faaliyetleri, ucuz değerlemesi ve çekici temettü verimi nedeniyle portföyümüze dahil ediyoruz. Portföyümüz son haliyle **GARAN, YKBNK, BIMAS, EREGL, FROTO, KORDS, PETKM, TKFEN** ve **TTKOM'**u içermektedir.

Portföy Önerileri



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	8.15	10.75	32%	5,809	170.3
YKBNK	Yapı Kredi Bankası	2.12	2.67	26%	3,039	27.7
BIMAS	BİM	81.50	94.00	15%	4,199	17.7
EREGL	Ereğli Demir Çelik	8.71	11.60	33%	5,173	37.2
FROTO	Ford Otosan	52.40	72.00	37%	3,120	4.7
KORDS	Kordsa	12.05	14.00	16%	398	2.1
PETKM	Petkim	4.51	7.00	55%	1,263	55.2
TKFEN	Tekfen	25.06	31.80	27%	1,574	6.5
TTKOM	Türk Telekom	4.24	6.60	56%	2,518	33.2

Kaynak: Oyak Yatırım, veritabanı, 26/04/2019 kapanış

Portföydeki Değişiklikler



Portföydeki Değişiklikler

Mevcut Portföy	Portföydeki Ağırlık	Çıkarılanlar	Eklenenler	Önceki Portföy	Portföydeki Ağırlık	BİST'e göre Performans*
GARAN	12.0%	HEKTS	EREGL	GARAN	12.0%	0.8%
YKBNK	12.0%	ZOREN		YKBNK	12.0%	6.6%
BIMAS	12.0%			BIMAS	10.0%	-1.9%
EREGL	12.0%			TTKOM	10.0%	-12.8%
FROTO	12.0%			FROTO	10.0%	10.9%
KORDS	10.0%			PETKM	10.0%	-1.4%
PETKM	10.0%			TKFEN	10.0%	8.3%
TKFEN	10.0%			KORDS	10.0%	25.3%
TTKOM	10.0%			ZOREN	8.0%	-7.6%
				HEKTS	8.0%	10.2%

Kaynak: Oyak Yatırım, *8 Mart 2019 kapanışlı son portföye göre



Portföyün Relatif Performansı

Hisse Performans	Getiri*	Relatif*	Eklendiğinden Bu yana relatif
GARAN	-5.9%	0.8%	-10.7%
YKBNK	-0.5%	6.6%	28.5%
BIMAS	-8.4%	-1.9%	-1.9%
TTKOM	-18.6%	-12.8%	22.8%
FROTO	3.6%	10.9%	10.9%
PETKM	-8.0%	-1.4%	-1.4%
TKFEN	1.1%	8.3%	19.6%
KORDS	17.0%	25.3%	25.3%
ZOREN	-13.8%	-7.6%	2.5%
HEKTS	2.9%	10.2%	12.4%
PORTFÖY	-4.4%	2.4%	
BİST 100	-6.7%		

08/03/2019-26/04/2019

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Yılbaşından	08/03/2019'dan beri
BİST-100	17.5%	-20.5%	51.8%	-13.3%	26.4%	-17.6%	10.7%	47.6%	-21.0%	3.8%	-6.7%
Portföy	19.1%	-55.5%	96.2%	-0.3%	39.8%	-2.4%	13.8%	88.0%	-18.9%	17.4%	-4.4%
Relatif Getiri	1.4%	-44.0%	29.3%	15.0%	10.6%	18.5%	2.8%	27.4%	2.5%	13.1%	2.4%

Kaynak: Oyak Yatırım

* 19 Ocak 2010 tarihinden itibaren



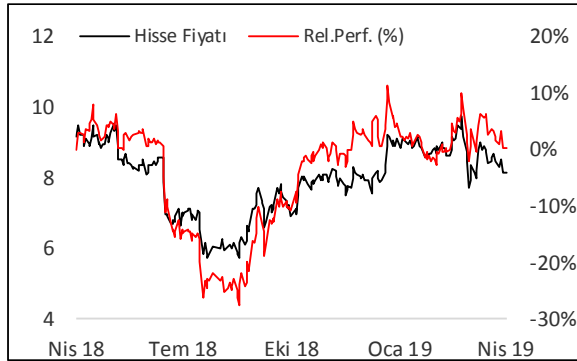
Hisse Önerileri*

** Hisseler portföydeki ağırlıklarına göre sıralanmıştır*



GARAN	Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)	8.15		
Hedef Fiyat (TL)	10.75		
Yükseliş Potansiyeli	32%		
Piyasa Değeri (\$mn)	5,809		
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	172.5		
TL mn	2017	2018	2019T
Net Kar	6,344	6,638	6,313
% marj	25.1	4.6	-4.9
Özsermaye Karlılığı	16.5	15.1	12.8
Temettü	1,250	1,750	a.d.
% ödeme oranı	20	26	a.d.
% temettü verimi	3.7	5.1	a.d.
F/K	5.4	5.2	5.4
F/DD	0.8	0.7	0.7

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Garanti Bankası güçlü sermaye yapısı, etkin faiz marjı yönetimi ve düşük kaldıraç oranına rağmen yüksek karlılık oranlarıyla ön plana çıkıyor ve bankanın bu alanlardaki üstün pozisyonunun 2019 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Bankanın başarılı yeniden fiyatlandırma ve gelir yaratma kapasitesinin 2019 yılında TÜFE'ye endeksli tahvil getirilerinde düşük enflasyon sebebiyle beklenen gerilemeyi dengeleyeceğini düşünüyoruz.

2018 yılının ikinci yarısında ayrılan ek serbest karşılıklarla beraber bankanın olası aktif kalitesi risklerine yönelik en iyi konumlanmış banka olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca 7.7x ile sektördeki en düşük ikinci kaldıraç oranına sahip olmasına rağmen bankanın, yüksek gelir yaratma amacıyla faiz marjı ve bilanço optimizasyonuna yönelik odağının korunacağını düşünüyoruz.

Katalistler

Fonlama maliyetlerinde gerileme, Kredi hacmi ve görece muhafazakar ücret geliri beklentilerine ilişkin yukarı yönlü riskler, ekonomide hızlı toparlanma durumunda aktif kalitesine ilişkin olumlu beklentiler

Riskler

Aktif kalitesinde beklenenin ötesinde bir bozulma, fonlama maliyetlerinde keskin artış.

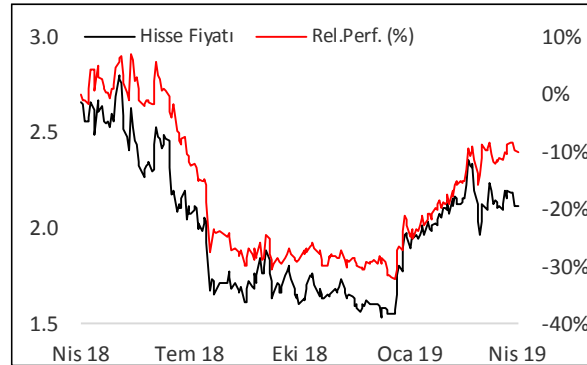
Değerleme

Mevcut fiyat seviyesinin 2019 yılına ilişkin görece düşük ücret-komisyon geliri artışı, artan takipteki alacaklar ve risk maliyeti gibi riskleri halihazırda yansıttığını düşünüyoruz ve 2019 yılında 10,75 TL hedef fiyatla %32'lik artış öngörüyoruz.



YKBNK	Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)	2.12		
Hedef Fiyat (TL)	2.67		
Yükseliş Potansiyeli	26%		
Piyasa Değeri (\$mn)	3,039		
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	27.8		
TL mn	2017	2018	2019T
Net Kar	3,614	4,667	4,457
% marj	23.2	29.1	-4.5
Özsermaye Karlılığı	12.9	13.5	10.5
Temettü	a.d.	a.d.	a.d.
% ödeme oranı	a.d.	a.d.	a.d.
% temettü verimi	a.d.	a.d.	a.d.
F/K	5.0	3.8	4.0
F/DD	0.6	0.5	0.4

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yapı Kredi hissesi, 2018 yılı son çeyreğinde bankacılık endeksinin %28 gerisinde kaldıktan sonra 2019'da %20 üzerinde bir performans gösterdi. Gerileyen kur ve bilançolardaki daralmaya ek olarak banka 650mn TL tutarındaki ek ana sermaye benzeri ihraçla sermaye pozisyonunu iyileştirdi. Ayrıca ana rakiplerine operasyonel anlamda yaklaşılmaya da devam ettiği görülüyor. Yılın son çeyreğinde swap ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerine göre düzeltilmiş net faiz marjı %1,9 seviyesinde gerçekleşerek bankayı %2,3 elde eden Garanti'den sonra ikinci sıraya yerleştirdi. İyileşen temel göstergelere rağmen bankanın hala rakiplerine göre indirimli işlem gördüğünü düşünüyoruz.

Katalistler

Fonlama maliyetlerinde gerileme, ekonomideki toparlanma etkisiyle takipteki alacakların sınırlı kalması

Riskler

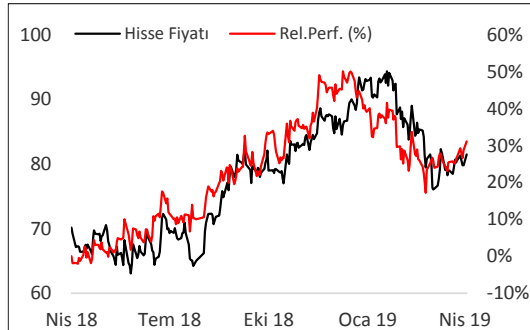
TL'deki sert değer kaybı sonrası sermaye oranlarında bozulma, ekonomideki bir yavaşlamanın aktif kalitesini beklentilerin ötesinde olumsuz etkilemesi

Değerleme

Yapı Kredi 0,4x F/DD ve 4,0x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir.

BIMAS	Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)	81.50		
Hedef Fiyat (TL)	94.00		
Yükseliş Potansiyeli	15%		
Piyasa Değeri (\$mn)	4,199		
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	18		
Net Borç (TLmn)	-956		
FD (TLmn)	23,788		
TL mn	2017	2018	2019T
Net Satışlar	24,779	32,323	41,127
% büyüme	23.5	30.4	27.2
VAFÖK	1,296	1,879	2,190
% marj	5.2	5.8	5.3
Net Kar	863	1,250	1,412
% marj	3.5	3.9	3.4
Özsermaye Karlılığı	35.5	38.7	36.6
Temettü	577	729	918
% ödeme oranı	67	58	65
% temettü verimi	2.3	2.9	3.7
F/K	28.7	19.8	17.5
FD/VAFÖK	18.4	12.7	10.9
F/DD	8.4	7.0	5.9

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yüksek enflasyon ortamınının tüketici bütçesinde baskı yaratmakta olduğu bu dönemde BİM'in defansif iş modeliyle ön planda olacağını öngörüyoruz. Tüketici tarafındaki sıkıntıların etkisiyle oldukça zorlu geçen ilk çeyrekte şirketin performansının diğer perakende şirketlerine göreceli olarak daha kuvvetli kalabileceğini öngörüyoruz. Şirket 2019'da %25(+2) ciro büyümesi ve %5 (+50bps) FAVÖK marjı ve TL1.1 milyar yatırım öngörmektedir. 2019'da planlanan mağaza açılış rakamları Türkiye'de 700, Fas'ta 60, Mısır'da 30 ve File formatı için 30'dur.

Riskler

Hükümetin enflasyonla mücadeleye ilişkin uygulamaları, yeni perakende yasasına ilişkin haber akışı, karlılıkta yaşanabilecek sürprizler, işsizlik, rekabet ve tüketici talebini temel risk faktörleri olarak sayabiliriz.

Değerleme

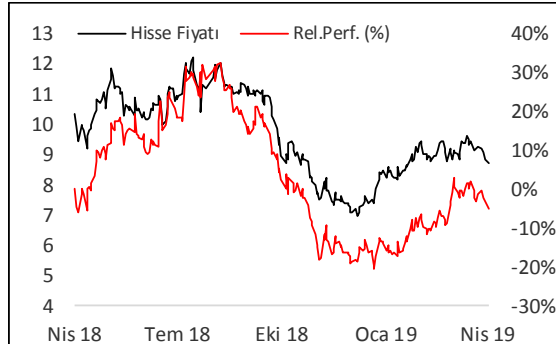
Hissenin 2019T F/K ve FD/FAVÖK çarpanları sırasıyla 17.5x ve 10.9x'tir. Rakamlar son beş yıllık ortalamalara göre %38 ve %40 iskontoya tekabül etmektedir.



Ereğli Demir Çelik

EREGL	Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)	8.71		
Hedef Fiyat (TL)	11.60		
Yükseliş Potansiyeli	33%		
Piyasa Değeri (\$mn)	5,173		
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	38		
Net Borç (TLmn)	-4,721		
FD (TLmn)	26,535		
TL mn	2017	2018	2019T
Net Satışlar	18,736	27,015	30,567
% büyüme	61.0	44.2	13.1
VAFÖK	5,475	8,630	6,890
% marj	29.2	31.9	22.5
Net Kar	3,754	5,598	4,568
% marj	20.0	20.7	14.9
Özsermaye Karlılığı	22.2	23.8	15.1
Temettü	2,940	4,830	2,481
% ödeme oranı	78	86	54
% temettü verimi	9.6	15.8	8.1
F/K	8.1	5.4	6.7
FD/VAFÖK	4.8	3.1	3.9
F/DD	1.6	1.1	0.9

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Yabancı para bazlı satış gelirlerinin yanı sıra TL4.7 milyar seviyesindeki net nakit pozisyonu ile güçlü bilançosu hisseyi TL’de volatilitenin yüksek olduğunu dönemlerde ön plana çıkarıyor. İlaveten Erdemir güçlü iş modeli ve yüksek ihracat kabiliyeti sayesinde yurtiçi pazarda belirsizliğin arttığı dönemlerde görece defansif kalabilmektedir.

1Ç19’da Şirket, artan ihracat hacminin katkısıyla satış hacmini korudu. Yüksek ihracat kabiliyetinin yanı sıra yerli yassı ürünlerin AB’de tarafından ülke bazlı kotaya dahil edilmemiş olmasının artan ihracat hacminde etkili olduğunu düşünüyoruz. Hammadde ürün makasındaki daralmalara rağmen 1Ç19’da Erdemir ton başına FAVÖK performansını 145 dolar ile tarihi ortalamaların üzerinde tutmayı başardı. Hammadde maliyetlerinde yılbaşından bu yana yaşanan artışlar ve bunun ve ürün fiyatlarına gecikmeli etkisi sebebiyle 2Ç19 karlılık görünümü için bir miktar muhafazakarız ancak TL’deki değer kaybı ve satış hacmindeki momentumun karlılıktaki potansiyel düşüşü kısıtlayacağını düşünüyoruz. Defansif yapısı ve güçlü temettü verimliliği sebebiyle (1.38TL, %15.8 temettü verimi) Erdemir’in önümüzdeki dönemde endeksin üzerinde performans göstermeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Katalistler

TL de volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde öne çıkan defansif iş modeli, güçlü bilanço yapısı

Riskler

Ürün fiyatlarında beklenenden zayıf seyir ve hammadde maliyetlerinde beklenmeyen bir dalgalanma

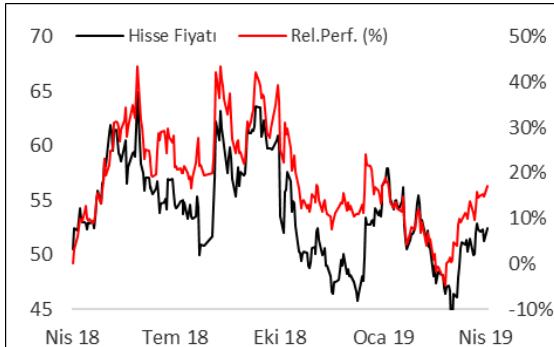
Değerleme

Hisse 2019 ve 2020 yıl sonu tahminlerime göre 3.9x FD/FAVÖK ve 3.4x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir ve emsallerine göre sırasıyla %19 ve %27 iskonto sunmaktadır.



FROTO		Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)		52.40		
Hedef Fiyat (TL)		72.00		
Yükseliş Potansiyeli		37%		
Piyasa Değeri (\$mn)		3,120		
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)		5		
Net Borç (TLmn)		3,090		
FD (TLmn)		21,478		
TL mn	2017	2018	2019T	
Net Satışlar	25,341	33,292	38,688	
% büyüme	38.6	31.4	16.2	
VAFÖK	2,000	2,840	3,188	
% marj	7.9	8.5	8.2	
Net Kar	1,490	1,683	2,119	
% marj	5.9	5.1	5.5	
Özsermaye Karlılığı	43.4	44.4	44.4	
Temettü	1,204	1,100	1,515	
% ödeme oranı	81	65	71	
% temettü verimi	6.5	6.0	8.2	
F/K	12.3	10.9	8.7	
FD/VAFÖK	10.7	7.6	6.7	
F/DD	5.0	4.7	3.3	

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Şirketin satışlarında ihracat oranının %80'ler gibi yüksek bir seviyede olması Ford Otosan'ın göreceli olarak daha korunaklı bir iş modeli olduğunu gösteriyor. Her ne kadar Brexit sürecinin İngiltere'de talep üzerinde olumsuz etkisi olsa da ve yavaşlaması öngörülen Avrupa'ya ilişkin endişeler artıyor olsa da Ford Otosan'ın 2019 yılı ihracat hacminin olumsuz etkilenmesini beklemiyoruz. Avrupa ticari araç pazarının olumsuzluklara rağmen büyüyor olması ve Ford Motor'un pazar payını arttırması Ford Otosan için olumu gelişmelerdir.

Beklentilerimize göre şirketin ihracat hacminin 325bin'le geçen seneye paralel kalmasını öngörüyor ve iç satış hacminin %30 daralmasını tahmin ediyoruz. Şirket, 1Ç19'da geçen seneki düşük bazın etkisiyle ihracat hacmini %8 oranında arttırmasını bekliyoruz. Hisse fiyatı üzerinde olumlu etkisi olacağını düşündüğümüz diğer bir katalist ise Ford Otosan'ın VW ve Ford Motor işbirliğiyle geliştirilecek ticari araca ilişkin geliştirme ve üretim açısından adaylar arasında olmasıdır.

Katalistler

İç talepte beklenenden önce ve kuvvetli toparlanma, VW'yle yeni model için anlaşma ve kapasite artışı

Riskler

İç ve ihracat talebinde öngörülenden fazla zayıflık

Değerleme

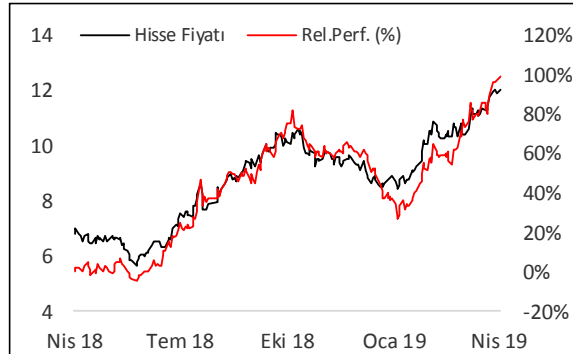
Ford Otosan 2019 beklentilerimize göre 6.7x FD/FAVÖK'ü ve 8.7x F/K ile son iki yıllık ortalamalarına göre %20 ve %27 oranında iskonto ile işlem görmektedir.



Kordsa

KORDS	Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)	12.05		
Hedef Fiyat (TL)	14.00		
Yükseliş Potansiyeli	16%		
Piyasa Değeri (\$mn)	398		
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	2		
Net Borç (TLmn)	1,388		
FD (TLmn)	4,236		
TL mn	2017	2018	2019T
Net Satışlar	2,485	3,947	4,805
% büyüme	30.2	58.8	21.7
VAFÖK	339	621	770
% marj	13.7	15.7	16.0
Net Kar	165	292	395
% marj	6.6	7.4	8.2
Özsermaye Karlılığı	13.6	18.8	20.0
Temettü	67	68	108
% ödeme oranı	41	23	27
% temettü verimi	2.9	2.9	4.6
F/K	14.2	8.0	5.9
FD/VAFÖK	12.5	6.8	5.5
F/DD	1.8	1.3	1.1

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Kordsa sınırlı Türkiye riski (toplam satışların %2'si), düzenli temettü ödemesi ve döviz kuru riski olmaması ile birlikte BİST'te işlem görmekte olan en defansif hisselerden biridir. Küresel lastik kord bezi pazarındaki lider konumuyla birlikte, şirket ayrıca Kuzey Amerika'daki son satın alımlarında olduğu gibi yurtdışında kompozit sektöründe uzun vadeli büyüme hedefliyor. Kordsa 2019'da satış gelirlerini ve FAVÖK'ünü sırasıyla TL bazında %30-40, dolar bazında da %10-15 arttırmayı hedefliyor. Kompozit işinden 105-115mn dolar gelir elde edilmesi beklenirken bu rakam toplam gelirlerin %12'sine denk geliyor. Şirket paylaştığı hedeflere Şubat 2019'da bünyesine kattığı Axiom Materials'ı dahil etmedi. Paylaşılan rakamlara göre net satışlar ve FAVÖK 2019'da sırasıyla 5,131mn TL-5,526mn TL ve 809mn TL-871mn TL civarında gerçekleşebilir ki söz konusu rakamlar bizim beklentimiz olan 4,805mn TL ve 770mn TL'nin üzerindedir. Şirket beklentileri 2019 yılı için 4.3-4.6x FD/FAVÖK çarpanlarına işaret etmektedir.

Katalistler

Kompozit işinde yeni satın almalar, ABD dolarının yerel paral birimleri karşısında güçlenmesi, emtia fiyatlarında düşüş.

Riskler

ABD dolarında zayıflama, petrol fiyatlarında artış, plansız üretim duruşları.

Değerleme

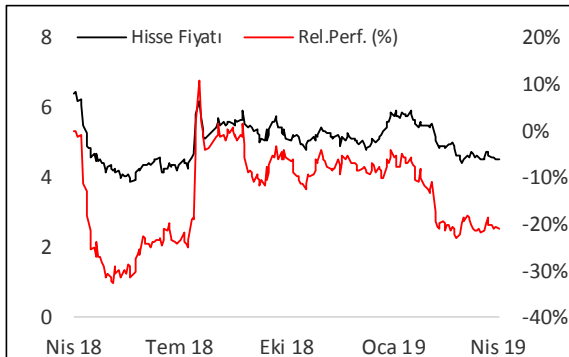
Hisse başına 14.0 TL'lik hedef fiyatımız %16 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Kordsa hisseleri 2019 tahminlerimize göre 5.5x FD/FAVÖK ve 5.9x F/K ile oldukça ucuz çarpanlarda işlem görmektedir.



Petkim

PETKM		Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)				4.51
Hedef Fiyat (TL)				7.00
Yükseliş Potansiyeli				55%
Piyasa Değeri (\$mn)				1,263
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)				56
Net Borç (TLmn)				4,316
FD (TLmn)				11,802
TL mn	2017	2018	2019T	
Net Satışlar	7,364	9,315	10,417	
% büyüme	62.5	26.5	11.8	
VAFÖK	1,774	1,478	1,940	
% marj	24.1	15.9	18.6	
Net Kar	1,402	872	1,215	
% marj	19.0	9.4	11.7	
Özsermaye Karlılığı	41.3	22.1	27.4	
Temettü	540	0	398	
% ödeme oranı	39	0	33	
% temettü verimi	7.3	0.0	5.3	
F/K	5.3	8.5	6.1	
FD/VAFÖK	6.7	8.0	6.1	
F/DD	2.0	1.8	1.6	

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Satışlarının tamamı ABD doları cinsinden olan ve bilançosunda açık döviz pozisyonu taşımayan Petkim'in şu andaki makroekonomik ortamda iyi konumlanmış olduğunu düşünüyoruz. Şirketin kapasite kullanım oranı 2018'de planlı (4. Çeyrek'te 60 gün) ve plansız (1. Çeyrek'te 10 gün) üretim duruşlarından dolayı tarihi ortalamalarına göre zayıf gerçekleşti. Bununla birlikte 2019'un ilk çeyreğinden itibaren üretim yeniden arttı ve ortalama etilen-nafta fiyatı da ilk çeyrekte dördüncü çeyreğe kıyasla toparlandı. Bu nedenlerle şirketin ilk çeyrekte karlılığının güçlenmesini bekliyoruz. Ayrıca, STAR rafinerisinin (çoğunluk hissesi SOCAR'a ait) 2019'un ortalarında tam kapasiteye ulaşması beklenmektedir. Petkim'in FAVÖK'ünde 2018'deki %16'lık düşüşün ardından, şirketin artan üretim, daha yüksek ortalama ABD doları/TL kurları ve yılın ikinci yarısında STAR'dan gelen katkı sayesinde 2019'da %31 FAVÖK ve %39 net kar artışı kaydetmesini bekliyoruz.

Katalistler

Petrol fiyatlarında düşüş, petrokimya ürünleri için talepte toparlanma, STAR rafinerisinden gelecek katkı, TL'nin dolar karşısında değer kaybı.

Riskler

Plansız üretim duruşları, petrokimya talebinde daralma, etilen-nafta marjlarında düşüş, TL'nin dolar karşısında değer kazanması.

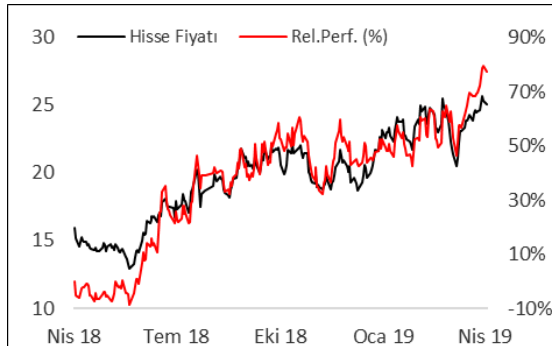
Değerleme

Değerlememiz 7.00 TL hedef fiyat ile %55 yükselme potansiyeline işaret etmektedir.



TKFEN	Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)	25.06		
Hedef Fiyat (TL)	31.80		
Yükseliş Potansiyeli	27%		
Piyasa Değeri (\$mn)	1,574		
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	7		
Net Borç (TLmn)	-3,445		
FD (TLmn)	5,886		
<i>TL mn</i>	2017	2018	2019T
Net Satışlar	7,487	12,147	14,489
% büyüme	58.0	62.2	19.3
VAFÖK	794	1,470	2,128
% marj	10.6	12.1	14.7
Net Kar	771	1,403	1,762
% marj	10.3	11.6	12.2
Özsermaye Karlılığı	29.0	38.2	35.1
Temettü	233	390	425
% ödeme oranı	30	28	24
% temettü verimi	2.5	4.2	4.6
F/K	12.0	6.6	5.3
FD/VAFÖK	7.4	4.0	2.8
F/DD	3.1	2.1	1.6

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

Tekfen Holding, 2018 yılında yaşanan dalgalanmalara rağmen, tarihinin en iyi dönemini geçirdi. İnşaat segmentindeki güçlü proje portföyü ve tarım sektöründeki yüksek karlılık sayesinde Tekfen 2018 yılında güçlü net kar artışı kaydetmiştir. Güçlü geçen 2018 yılının ardından, 2019 yılında da şirketin büyümeye devam edeceğini düşünüyoruz. İnşaat tarafında gelir yaratımı ve yüksek karlılığın devam etmesini beklerken, tarım tarafında ihracatın desteği ile satış hacimlerinin güçlü olmasını fakat karlılığın normal seviyelere gelmesini bekliyoruz.

Tekfen'in inşaat tarafında devam eden işlerinin 2019 yılında, güçlü ciro yaratımına rağmen, yeni alınacak projeler ile birlikte 3 milyar \$ seviyelerinde olmasını bekliyoruz. Tekfen'in %40 pay ile en büyük pazarı olan Katar'da, 2022 yılında yapılması planlanan FIFA Dünya Kupasının yaratacağı ek yatırım ihtiyacı ile birlikte, yeni projelerin gelmesini bekliyoruz. Ayrıca Brent petrol fiyatındaki yukarı yönlü seyrin Tekfen'in referans işlerinin bulunduğu bölgeler ve Şirket'in inşaat segmenti için potansiyel olarak pozitif olabileceğini düşünmekteyiz.

Tarım segmenti, 2018 yılında %20 FAVÖK marjı ile tarihi en yüksek marjlarından birini kaydetti. Güçlü fiyat ortamı ve başarılı stok yönetiminde karlılıkta önemli rol aldı. 2019 yılında marjda beklenen normalleşmeye rağmen gübre tarafındaki performansın artış göstermesi beklenen ihracat hacmi ile güçlü kalmaya devam etmesini bekliyoruz.

Katalistler

Şirketin güçlü 2019 yılı beklentileri ve iç pazardaki çalkantılı dönemlerde defansif iş modeli

Riskler

İnşaat projelerinde beklentilerin dışında ek maliyetler gelmesi ve tarım alanında düşük karlılık

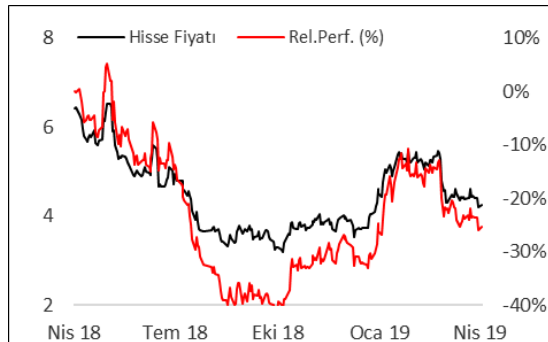
Değerleme

Geçtiğimiz dönemdeki güçlü hisse performansına rağmen Tekfen Holding 2019 yılı beklentilerimize göre cazip 2.8x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.



TTKOM	Endeks Üzeri Getiri		
Fiyat (TL)	4.24		
Hedef Fiyat (TL)	6.60		
Yükseliş Potansiyeli	56%		
Piyasa Değeri (\$mn)	2,518		
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	35		
Net Borç (TLmn)	15,427		
FD (TLmn)	30,267		
TL mn	2017	2018	2019T
Net Satışlar	18,140	20,431	23,155
% büyüme	12.6	12.6	13.3
VAFÖK	6,781	8,557	9,327
% marj	37.4	41.9	40.3
Net Kar	1,136	-1,391	1,313
% marj	6.3	-6.8	5.7
Özsermaye Karlılığı	28.6	-23.2	16.5
Temettü	a.d.	a.d.	a.d.
% ödeme oranı	a.d.	a.d.	a.d.
% temettü verimi	a.d.	a.d.	a.d.
F/K	13.1	a.d.	11.3
FD/VAFÖK	4.5	3.5	3.2
F/DD	3.3	2.0	1.8

26 Nisan 2019 itibarıyla



Hisseyi neden beğeniyoruz?

TTKOM'un makro ekonomik koşullardaki değişikliklere çok hassas olmayan dengeli ve korunaklı bir gelir yapısı bulunmaktadır. Şirket maliyetlerindeki artışı tüketicilere yansıtma kapasitesine sahip olduğundan dolayı, her ne kadar devam eden kontratlardan dolayı bu etki bir süre gecikmeli olarak görülse de, artan enflasyon ortamından olumlu etkilenmekte ve gelir büyümesini hızlandırabilmektedir.

TL'deki zayıflık TTKOM'un 2018 net karına olumsuz yansımış olsa da faaliyet performansı ciddi ölçüde iyileşti. Akıllı telefon ve sabit geniş bant penetrasyonunun arttırılması, daha yüksek veri tüketimi ve satış aktivitelerinin iyileştirilmesi güçlü operasyonel performansın ana itici güçleriydi. 2018'deki mobil tarafta %10, geniş bantta %12 ve PSTN'deki %5 abone sayısı artışının 2019'da gelir büyümesini arttıracığına inanıyoruz. TTKOM'un gelirlerinin düşük çift haneli büyümesini, FAVÖK'ünün ise başarılı maliyet kontrol önlemleriyle daha da fazla büyüme kaydetmesini bekliyoruz.

Katalistler

Şirketin ortaklık yapısındaki değişim ve TL'sinin istikrar kazanması

Riskler

TL'sinin değer kaybetmesi şirketin net karını olumsuz etkileyecektir

Değerleme

TTKOM'un hisse performansı son model portföy raporumuzdan bu yana, her ne kadar operasyonel olarak güçlü bir seyir ortaya koysa da TL'nin değer kaybından dolayı, endeksin %13 altında kalmıştır. 2019 tahminlerimize göre 3,2x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem gören TTKOM'un iki yıllık tarihsel FD/FAVÖK çarpanı 4,6x'dır. Hisse fiyatındaki gerileme ile birlikte TTKOM'un alım için uygun seviyelere geldiğini düşünmekteyiz.



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. BİST-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 BİST'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 hisseler ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisseler ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisseler 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.