

# Enka

## Faaliyet koşulları zorlu kalacak

## Endeksin Altında Getiri

Hisse Fiyatı: 5,42 TL  
12 Aylık Hedef: 4,95 TL

Aykut Ahlatcıoğlu, CFA  
[aykut.ahlatcioglu@akyatirim.com.tr](mailto:aykut.ahlatcioglu@akyatirim.com.tr)

**Enka'yı 4,95 TL 12-aylık hedef fiyat ve "Endeksin Altında Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamına tekrar alıyoruz.** Enka'nın önümüzdeki dönemde faaliyet ortamının zorlu olmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Bu düşüncemizde en önemli etkenler; (i) küresel taahhüt sektöründe artan rekabet ve petrol zengini ülkelerde kötüleşen talep koşulları (ii) Enka'nın Rusya'daki gayrimenkullerinin dolar bazlı kiralalarının 2015 öncesi seviyelerine tekrar yükselme ihtimalinin düşük olması ve (iii) enerji segmenti VAFÖK'ünün 2019'dan itibaren Enka'nın doğalgaz santrallerinde ürettiği elektriği serbest piyasada satmaya başlamasıyla beraber mevcut 300 milyon dolar seviyelerinden 130 milyon dolar seviyelerine gerileyeceği tahminimiz olarak sıralanabilir. Enka 2017 6,2x FD/VAFÖK çarpanı ve 2018 5,8x FD/VAFÖK çarpanıyla işlem görüyor. Şirketin son 5 yıllık ortalama FD/VAFÖK çarpanı ise 5,8x seviyesinde bulunuyor. Enka hisseleri son 3 ayda BIST-100 endeksinin %11,9 altında performans gösterdi. Şirket beklentilerini etkileyecek kayda değer bir katalizörün olmaması nedeniyle, hissenin endeksin altında performansını yılın geri kalanında da devam ettireceğini düşünüyoruz.

**Taahhüt sektörü:** Son on senede Çin ve Güney Kore firmaları özellikle Türk taahhüt şirketlerinin geçmişten bu yana güçlü olduğu Ortadoğu ülkelerinde ciddi pazar payı kazandı. Dolayısıyla, düşük petrol fiyatlarının petrol ihraç eden ülkelere gelen talebi zayıflatması yanında, artan rekabetin de Enka'nın taahhüt iş hacminin büyümesini yavaşlatıcı bir unsur olmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Taahhüt iş hacminin 2016 sonunda bulunduğu seviye olan 2,3 milyar dolar'dan sınırlı bir artışla 2017 sonunda 2,6 milyar dolara ve 2018 sonunda 2,8 milyar dolara çıkacağını tahmin ediyoruz.

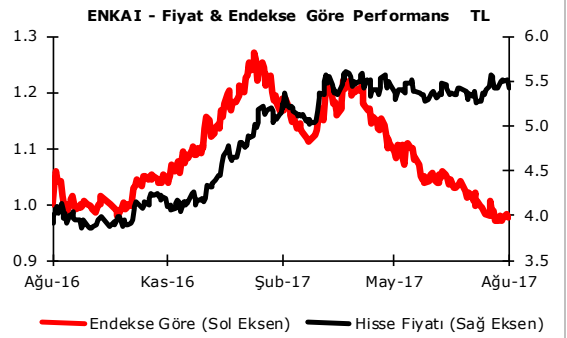
**Gayrimenkul sektörü:** IMF'nin en son gerçekleştirdiği projeksiyonlara göre, Rusya'nın Gayri Safi Milli Hasıla'sı (GSMH) 2016 senesindeki 1.281 milyar dolar seviyesinden 2017 senesinde 1.561 milyar dolar seviyesine çıkacak. Ancak, bu artışa rağmen 2017 GSMH'si 2014 seviyesinin %24 altında kalacak. Petrol fiyatlarının varil başına 50 dolar civarında seyredeceği varsayımı altında, IMF dolar bazında GSMH'nin 2022'ye kadar uzanan projeksiyon döneminde 2014 seviyesine ulaşamayacağını tahmin ediyor. Bu bilgiler ışığında, metre kare başına kira gelirlerinde toparlanmanın 1Ç17 ile 2019 sonu arasındaki dönemde dolar bazında ofis alanları için %11, perakende alanlar için ise %20 ile sınırlı kalacağını tahmin ediyoruz. Düşük seyreden metrekare başına kira gelirleri ve güçlenen ruble'nin VAFÖK marjını olumsuz etkilemesini ve VAFÖK'ün 2017 yılında 2016 senesindeki 224 milyon doların altında kalarak 202 milyon dolar olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Doluluk oranlarının ve net kiralanabilir alanının artması koşuluyla, VAFÖK'ün 2018 senesinden itibaren ise, kademeli olarak ama oldukça sınırlı artabileceğini düşünüyoruz.

**Şirketin en güçlü yanı net nakit pozisyonu ve bu yukarı potansiyel sağlayabilir.** Enka'nın yaklaşık 3,1 milyar dolar seviyesindeki net nakit pozisyonu şirketi diğer birçok Türk şirketinden pozitif anlamda ayırıyor. Bu net nakit pozisyonu ile sağlanabilecek büyük çaplı Yap-İşlet-Devret ya da Yap-Sahip ol-İşlet tipi yatırım potansiyellerini değerlememize dahil etmiyoruz. Dolayısıyla ilgili kaynağın ileride böyle bir amaç için kullanılması Enka açısından en önemli yukarı potansiyeli getirecektir.

### Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	ENKAI.IS, ENKAI.TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	24.932
Hisse Adedi (000)	4.600.000
Halka Açıklık Oranı	12,15%
İşlem Hacmi (3 ay ort., mln.TL)	22,9
Net Borç (2016/12, milyon TL)	11.118
BIST-100 Endeksi (TL)	106.147

Hisse verileri 1 Ağustos 2017 itibarıyla.



### Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	-0,7%	0,9%	-0,7%	38,7%
Göreceli*	0,1%	-4,5%	-11,9%	-2,4%

\* BIST Getiri Endeksi'ne göre

### Tahminler (milyon TL)

	2015	2016	2017T	2018T
Net Satış	12.384	10.582	10.996	13.839
VAFÖK	2.038	2.306	2.373	2.494
VAFÖK marjı	16,5%	21,8%	21,6%	18,0%
Net Kâr	1.777	1.955	2.089	1.780
FD/Satışlar	1,0	0,9	1,3	1,0
FD/VAFÖK	6,1	4,3	6,2	5,8
F/K	13,6	10,6	12,8	11,9

### Ortaklık Yapısı

Tara Ailesi	%50,60
Gülçelik Ailesi	%31,38
Enka Vakfı	%5,87
Halka Açık	%12,15

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2017