

ENKA İNŞAAT (ENKAİ Tİ/ ENKAİ.IS)

Endeks Üzeri Getiri

Daha iyi bir gelecek inşa ediyor...

- Azalan coğrafi risklerle beraber, Enka'nın özellikle Irak'taki inşaat işlerinin büyüyeceğini ve Rusya'daki kiralama işinin güçlü kalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.
- Irak'taki yüksek marjlı santral projelerinin etkisi önümüzdeki dönemde finansallara yansıtacaktır. Bakiye iş portföyünün %46'sını oluşturan Irak'taki inşaat işlerinin tutarı 2012'deki 600 milyon dolardan 3Ç14'te 1.5 milyar dolara yükselmiştir.
- 3Ç14'te inşaat segmentinde başlayan toparlanmanın 2015 ve sonrasında da yeni projelerle birlikte, hem ciro büyümesi hem de FAVÖK marjı iyileşmesi olarak devam etmesini beklemekteyiz.

İnşaat segmentindeki toparlanma devam edecek. Enka'nın inşaat segmenti cirosunun, Irak'ta alınan iki santral projesi ve Kosova'daki Otoyol projesinin başlaması ile birlikte, 2015'te hızlı bir şekilde toparlanacağını tahmin ediyoruz. 2014-2017 yılları arasında inşaat segmenti cirosunun yıllık ortalama %9 büyümesini beklemekle birlikte, aynı dönemde 310 baz puan FAVÖK marjı artışı beklemekteyiz.

Enka'nın Rusya'daki kiralama işleri makro dalgalanmalara karşı dayanıklı. Enka'nın kira gelirlerinin dolar ve euro bazlı olması, Enka'yı yerel para riskinden korumaktadır. Ayrıca Enka'nın ortalama kira kontratı 6-7 yıl olduğu için kısa vadedeki ekonomik dalgalanmalardan minimum şekilde etkilenmektedir. Ayrıca ofis ve perakende doluluk oranları sırasıyla %94 ve %97 olan Enka'nın doluluk oranları sektör ortalamasının üzerinde ve ayrıca kira kontrat fiyatları da sektör kira aralığının üst bandına seyretmektedir. Tüm bu hususlar, Enka'yı Rusya'daki olası bir yavaşlamadan korumaktadır.

Enerji segmenti güçlü nakit yaratıyor. Enka Türkiye'de mevcut 3 santraliyle toplam talebin yaklaşık %13'ünü karşılamaktadır. Enka'nın 2018 sonuna kadar TETAŞ'la olan "al yada öde" anlaşması ve doğalgaz maliyetlerini satış fiyatlarına yansıtabiliyor olması Enka'nın yıllık yaklaşık 260 milyon dolarlık FAVÖK tutarını garantilemesini sağlamaktadır.

Finansallar, mn TL	2011	2012	2013	2014T	2015T
Net Satışlar	8,415	10,298	12,460	13,424	15,278
Büyüme	22%	22%	21%	8%	14%
FAVÖK	1,344	1,327	1,961	1,992	2,410
Net Kar	850	1,130	1,248	1,456	1,753
FAVÖK Marjı	16.0%	12.9%	15.7%	14.8%	15.8%
Net Marjı	10.1%	11.0%	10.0%	10.8%	11.5%
Temettü Verimliliği	1.1%	1.3%	2.5%	1.4%	2.2%
FD/FAVÖK	11.4x	11.5x	7.8x	7.6x	6.4x
F/K	23.8x	17.9x	16.2x	14.x	11.5x

Kaynak: Ata Yatırım

Burak Salman

bsalman@atainvest.com

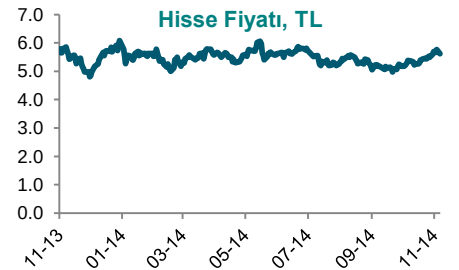
+90 (212) 310 62 93

Değerleme

Hisse Fiyatı, TL	5.62
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı, TL	7.18
Beklenen Temettü Verimliliği	1%
Beklenen Hisse Fiyatı Artışı	28%
Toplam Yükselme Potansiyeli	29%

Hisse Veri

Piyasa Değeri, mn TL	20,232
Piyasa Değeri, mn ABD\$	9,113
Girişim Değeri, TL mn	15,309
Halka Açıklık, %	12%
Günlük Ort. Hacim, mn TL	24.1



Hisse Perf.	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Mutlak Getiri	4%	2%	-3%
İMKB100'e göre	-2%	-4%	-15%

Gelir Tablosu (ABD\$m'n)	2011	2012	2013	2014B	2015B
Satış Gelirleri	5,032	5,747	6,545	6,155	6,747
FAVÖK	804	741	1,030	923	1,059
Amortisman	110	103	108	97	103
Faaliyet Karı	694	637	921	826	956
Diğer Gelir ve Giderler, Net	51	143	9	59	54
İştiraklerden Kar/Zarar	0	0	0	0	0
Finansal Gelir ve Giderler, Net	-55	-1	-20	-10	9
Vergi Öncesi Kar	690	778	910	874	1,018
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	489	602	619	629	732
Azınlık Payları	-19	-28	-37	-34	-40
Net Kar	508	631	656	663	771
Hisse Başına Kar	0.18	0.20	0.20	0.18	0.21

Enka İnşaat

Sektör: Holding
Bloomberg Kodu: ENKAİ T1
Ata Öneri: Endeks Üzeri Getiri

Bilanço (ABD\$m'n)	2011	2012	2013	2014B	2015B
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,449	1,742	1,754	1,689	2,191
Ticari Alacaklar	747	881	798	785	873
Stoklar	277	339	344	323	355
Maddi Duran Varlıklar	1,842	1,822	1,833	1,693	1,691
Finansal Varlıklar	775	973	998	950	924
Şerefiye	64	64	64	61	59
Diğer Varlıklar	2,308	2,440	2,681	3,093	3,091
Toplam Varlıklar	7,460	8,261	8,471	8,594	9,184
Finansal Borçlar	468	378	382	312	334
Ticari Borçlar	476	623	534	543	597
Diğer Borçlar	1,741	1,885	1,894	1,821	1,893
Azınlık Payları	242	261	64	61	59
Özsermaye	4,533	5,114	5,597	5,857	6,301
Net Borç	-1,755	-2,337	-2,370	-2,326	-2,781

Şirket Hakkında

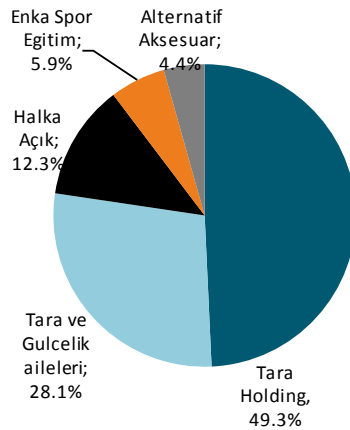
1957'de kurulan Enka, Türkiye'deki en büyük holding şirketlerinden birisidir. Enka ana olarak inşaat, gayrimenkul ve enerji segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Enka'nın gelirleri Türkiye, Balkan Ülkeleri, Avrupa ve Ortadoğu'daki ülkelerden gelmektedir.

Özet Nakit Akımları (ABD\$m'n)	2011	2012	2013	2014B	2015B
Vergi Öncesi Kar	690	778	910	874	1,018
Amortisman	110	103	108	97	103
İşletme Sermayesindeki Değişim	-152	-49	-12	44	-66
Vergi	164	150	217	177	207
Yatırım Harcamaları	62	72	308	142	128
Temettü	117	125	129	114	159
Bedelli	0	0	0	0	0
Borçlanmadaki Değişim	-132	-91	5	-70	22
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-738	-796	-1,655	-1,442	-1,068
Yıl Boyunca Yaratılan Nakit	120	293	12	-64	502
Yıl Sonunda Nakit Mevcudu	1,449	1,742	1,754	1,689	2,191

Büyüme Oranları	2011	2012	2013	2014B	2015B
Satış Gelirleri	9.5%	14.2%	13.9%	-5.9%	9.6%
FAVÖK	-10.0%	-7.9%	39.1%	-10.3%	14.7%
Net Kar	-7.0%	24.1%	4.0%	1.1%	16.4%

Önemli Finansal Rasyolar	2011	2012	2013	2014B	2015B
Özsermaye Karlılığı	11.6%	13.1%	12.2%	11.6%	12.7%
FAVÖK Marjı	16.0%	12.9%	15.7%	15.0%	15.7%
Net Marj	10.1%	11.0%	10.0%	10.8%	11.4%
Net Borç/Özsermaye	-0.39	-0.46	-0.42	-0.40	-0.44
Net Borç/FAVÖK	-2.18	-3.16	-2.30	-2.52	-2.63
KV Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	84.9%	71.9%	36.3%	38.6%	32.5%
Özsermaye/Toplam Aktif	64.0%	65.1%	66.8%	68.9%	69.3%
Finansal Borç/Toplam Aktif	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
Faiz Karşılama Oranı	3.0	15.2	30.6	30.1	37.2
Cari Oran	2.3	2.2	2.3	2.7	3.3
Nakit Temettü Oranı	-21.4%	-24.6%	-20.5%	-17.4%	-24.0%

Ortaklık Yapısı



Yatırım Tezi

Enka İnşaat için “Endeks Üzeri Getiri” önerimizi korurken, 12 aylık hedef hisse fiyatımızı TL7,03’den TL7,18’e yükseltmekteyiz. Yeni hedef değerimiz %28 yükselme potansiyeline işaret etmektedir. Hedef değerimizdeki yukarı yönlü revizyonun temel sebebi Enka’nın inşaat segmenti için daha yüksek büyüme hedefimiz ile birlikte FAVÖK marjı tahminlerimizde yaptığımız yukarı yönlü düzeltmedir.

İnşaat segmentindeki toparlanmanın önümüzdeki dönemde güçlenerek devam etmesini bekliyoruz

2013’te dolar bazında %85 büyüme gösteren inşaat segmenti cirosu 2014’ün ilk dokuz ayında – Muskat havalimanı projesindeki bazı problemler ve yılbaşında alınan Kosova Otoyol projesinin henüz başlamamış olmasının etkileriyle – %19 gerilemiştir. 2015 yılı ile birlikte, Enka’nın inşaat segmenti cirosunun, 3Ç’de Irak’ta alınan iki elektrik santrali projesi ve Kosova’daki Otoyol projesinin başlaması ile birlikte, hızlı bir şekilde toparlanacağını tahmin ediyoruz. 2014’te %5 daralmasını beklediğimiz inşaat segmenti cirosunun 2015’te %13 artış göstermesini bekliyoruz. Önümüzdeki 3 senede inşaat segmenti cirosunun yıllık ortalama %9 oranında büyüme göstermesini bekliyoruz.

Yeni alınacak projeler inşaat ciro büyümesini destekleyecek

2014 yılında yeni alınacak inşaat işlerinin büyüklüğünün, 2013 yılının %13 üzerinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2015 yılında ise yeni proje alımlarının %10 artarak 2.4 milyar dolar düzeyine yükselmesini bekliyoruz. Bunun en temel nedeni Irak ve diğer ülkelerden alınacak yeni projeler olacaktır. Hatırlanacağı üzere Enka 3Ç’de Irak’ta iki santral projesi almıştı ve bu projelerin ikinci fazlarının (yaklaşık 1.7 milyar dolar) önümüzdeki dönem bakiye iş portföyüne dahil edilmesi bekleniyor.

Tablo 1-Enka İnşaat – Bakiye İş Tutarı Tahminlerimiz

ABD\$m n	2012	2013	2014B	2015B	2016B	2017B
Yıl sonu bakiye iş	3,590	3,168	3,114	2,993	2,914	2,703
Net Eklenti	1,973	1,945	2,200	2,420	2,662	2,715
İnşaat Ciro	1,283	2,367	2,254	2,541	2,741	2,926
Net Eklenti/Ciro	154%	82%	98%	95%	97%	93%
Ort. Bakiye iş / Ciro	2.8	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
Yıl sonu bakiye iş, %		-12%	-2%	-4%	-3%	-7%
Net Eklenti, %		-1%	13%	10%	10%	2%
İnşaat Ciro, %		85%	-5%	13%	8%	7%

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

İnşaat segmentindeki marj iyileşmesi 3Ç14’te başladı

3Ç14’te inşaat segmentinin FAVÖK marjı yıllık 40 baz puan iyileşme ile %18.8’e yükseldi. 2014’ün ilk yarısındaki %12.2’lik FAVÖK marjına göre toparlanmanın daha yüksek olarak gerçekleştiği inşaat segmentinde, Irak’taki yeni eklenen projelerin olumlu etkisi ve Kosova’daki otoyol projesinin başlamasıyla, FAVÖK marjındaki toparlanmanın önümüzdeki dönemde de devam edeceğini

düşünüyoruz. 2014 yılının tamamı için 12.9% olan FAVÖK marjı tahminimizin 2017 yılında %16'ya yükselmesini bekliyoruz.

Irak'taki yeni işlerin getirisini önümüzdeki dönemde toplamaya hazır

2012 yılı sonunda %19 ve 2013 yılı sonunda %37 olan Irak'taki bakiye işlerinin toplam iş hacmi içerisindeki payı 3Ç14 sonunda %46'ya ulaşmıştır. Mevcut durumda Enka Irak'ta ikisi 3Ç14'te alınan beş ana santral projesini yönetmektedir.

Irak'taki politik ve güvenlik problemleri için en kötüsünün geride kaldığını düşünmekteyiz. Ana seneryomuzda Irak'taki stabilizasyonun orta vadede ülkenin geneline yayılmasını beklemekteyiz. Enka'nın Irak'taki mevcut projeleri güvenlik unsuru yaratan bölgelere uzak olduğundan dolayı zarar görmemekle beraber, IŞİD tehdidine en yakın bölgedeki projesi olan Erbil Doğalgaz Çevrim Santrali projesini, daha önce planlanan teslim tarihi olan Ocak 2015'ten daha erken teslim etmeyi planlamaktadır.

3Ç14'te toplamda 790 milyon dolar tutarla Irak'ta alınan iki elektrik santrali projelerinin önümüzdeki dönemde genişlemesi beklenmektedir. Bu projelerin toplam büyüklüğü yaklaşık 2.5 milyar dolara yükselmesi beklenirken, bu genişlemeler sayesinde Enka'nın bakiye iş portföyüne 1.7 milyar dolar civarında ekleme yapacağı tahmin edilmektedir.

Potansiyel yeni projeler inşaat segmenti için pozitif görüşümüzü destekliyor

Enka'nın hem Türkiye'de hem de yurtdışında yeni proje alımları için; **(1)** önemli bilgi birikimi (bugüne kadar 45 ülkede 475 proje tamamladı), **(2)** güçlü iş ortakları (ABD'li Bechtel ve Caddell gibi), **(3)** büyük iş sahipleri ile güçlü ilişkileri (örnek olarak Irak'taki Mass Energy Group Holding ve Qaiwan gibi) ve **(4)** yüksek net nakdi (2.3 milyar dolar) gibi nedenlerden ötürü iyi pozisyon almış ve hazır bir inşaat şirketi olduğunu düşünüyoruz. Bundan sonraki dönemler için aşağıdaki projelerin Enka'nın potansiyel alabileceği projeler olduğunu düşünmekteyiz: **(1)** Leviathan doğalgaz boru hattı projesi (yaklaşık 2 milyar dolar), **(2)** Mısır'da elektrik santrali projesi (yaklaşık 2 milyar dolar), **(3)** Afrika'da LNG tesisi, **(4)** Doğu Avrupa'da otoyol projesi, **(5)** Irak'ta yeni enerji projeleri, **(6)** İkinci nükleer santral inşaat işleri (yaklaşık 500 milyon dolar).

Enka'nın Rusya'daki kiralama işleri makro dalgalanmalara karşı dayanıklı

Enka'nın Rusya'da 570 bin metrekare ofis ve perakende kiralanabilir alanı bulunmaktadır. Kiraların dolar ve euro bazlı olması, Enka'yı yerel para riskinden korumaktadır. Ayrıca Enka'nın ortalama kira kontratı 6-7 yıl olduğu için kısa vadedeki ekonomik dalgalanmalardan minimum şekilde etkilenmektedir. Ayrıca ofis ve perakende doluluk oranları sırasıyla %94 ve %97 olan Enka'nın doluluk oranları sektör ortalamasının üzerinde ve ayrıca kira kontrat fiyatları da sektör kira aralığının üst bandına seyretmektedir. Tüm bu hususlar, Enka'yı Rusya'daki olası bir yavaşlamadan korumaktadır.

Enerji segmenti: Güçlü Nakit Yaratıyor

Enka Türkiye'de mevcut 3 santraliyle toplam talebin yaklaşık %13'ünü karşılamaktadır. Enka'nın 2018 sonuna kadar TETAŞ'la olan "al yada öde"

anlaşması ve doğalgaz maliyetlerini satış fiyatlarına yansıtabiliyor olması Enka'nın yıllık yaklaşık 260 milyon dolarlık FAVÖK tutarını garantilemesini sağlamaktadır.

Olası Leviathan boru hattı anlaşması 2018 sonrası doğalgaz tedarikini kolaylaştıracaktır

Leviathan gaz boru hattı ile İsrail'den Türkiye'ye yaklaşık yılda 7 milyar metreküp doğalgaz taşınması planlanmaktadır. Bu proje ile ilgili olarak Enka teklif veren şirketler arasındadır. Enka'nın kazanması durumunda TETAŞ ile anlaşmasının biteceği 2018 yılı sonrasında, santrallerinin yıllık ihtiyacı olan yaklaşık 6.5 milyar metreküp doğalgaz miktarını bu proje üzerinden sağlayabilir.

Mısır'daki elektrik santrali ihalesinden çıkacak olası pozitif sonuç enerji ve inşaat segmentini güçlendirecektir

Enka Mısır'daki 2.250 MW'lık Yap-İşlet-Yönet doğalgaz santrali için teklif vermiştir. Sonuçların 2015'in ilk çeyreğinde açıklanması beklenmektedir. Mısır'daki projenin Enka'nın Türkiye'deki operasyonlarına benzemesi (Mısır hükümetiyle al yada öde anlaşması ve doğalgazın satış fiyatlarına yansıtılması) Enka'nın bu projeyi kazanması durumunda mevcut operasyonel bilgi seviyesini bu projede kullanmasına neden olacaktır.

Riskler

İnşaat ve Kiralama segmentlerindeki coğrafik risk

Enka'nın çevre ülkelerdeki operasyonlarından dolayı, (Özellikle Rusya ve Irak) Rusya-Ukrayna arasındaki gerilimin ve Irak'taki karışık durumun Enka'yı olumsuz etkilediği görülmektedir. Bizim ana senaryomuz bu iki ülkede de en kötünün geride kaldığı temasını içermektedir. Fakat bu ülkelerdeki risklerin olağanüstü bir şekilde artması Enka'yı olumsuz etkileyebilir.

Moskova Gayrimenkul sektöründeki fazla arz kira fiyatları üzerinde baskı kurabilir

Jones Lang LaSalle'a (JLL) göre, Moskova'da 1Y14'te yaklaşık 800 bin metrekarelik yeni alışveriş merkezi devreye girmiştir. (2013'ün tamamında 200 bin metrekare) Ayrıca 3Ç14'te yaklaşık 500 bin metrekare ofis alanı faaliyete geçmiştir. Arz fazlalığı sektörde doluluk oranlarının gerilemesine ve kiracıların kontrat yenileme taleplerine neden olabilir.

2018 sonrası enerji operasyonları belirsizliğini koruyor

2018 yılı sonuna kadar Enka'nın TETAŞ ile "al yada öde" anlaşması devam edecektir. Bu tarihten sonra ise Enka yönetiminin enerji operasyonları ile ilgili bazı senaryoları vardır: (1) dağıtım şirketinin kurulması ve üretilen elektriğin bu şirketler üzerinden satılması, (2) TETAŞ ile kontrat yenilenmesi, (3) tüm enerji varlıklarının satılması. Bu üç senaryonun da uygulanabilir olduğunu düşünüyoruz fakat henüz karar verilmemiş olması bu segment üzerinde belirsizlik yaratmaktadır.

Ruble'nin dolar karşısındaki değer kaybı

Ruble dolar karşısında yılbaşından bu yana %50 civarında değer kaybetmiştir. Değer kaybının sürmesi ve petrol fiyatlarındaki gerilemenin devam etmesi Rusya ekonomisini zayıflatabilir. Bu durum Enka'nın Rusya operasyonlarına yansiyabilir.

Doların euro ve diğer kurlar karşısındaki değerlenmesi

Enka'nın finansalları dolar olarak açıklanmaktadır. Enka TL, euro ve diğer kurlarda yaklaşık 820 milyon dolarlık uzun pozisyonu bulunmaktadır. Doların euro, TL ve diğer kurlar karşısında değer kazanması kur farkı zararlarına neden olabilir.

Değerleme

Enka için NAD analizimiz sonucunda TL7.18 hedef hisse değerine ulaştık. Buna göre Enka için %28 yükselme potansiyeli bulunmaktadır.

Tablo 2-Enka İnşaat – NAD Analizi

ABD\$mın	Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Enka'nın Payı	Mevcut NAD	NAD içindeki payı	12A hedef Şirket Değeri	NAD içindeki payı
Taahhüt		3,052		3,052	25.6%	3,366	26.0%
Enka İnşaat	İNA&Benzer Kıyas.	3,052	100%	3,052		3,366	
Gayrimenkul Kiralama		3,784		3,784	31.7%	4,217	32.6%
Mosenka	İNA	145	100%	145		162	
MKH	İNA	508	100%	508		566	
Enka Invest	İNA	1,777	100%	1,777		1,980	
Enka TC	İNA	1,354	100%	1,354		1,509	
Enerji		2,377		2,377	19.9%	2,611	20.2%
Enka Enerji	İNA	2,377	100%	2,377		2,611	
Ticaret Üretim		342		342	2.9%	371	2.9%
Enka Pazarlama & Diğerleri	İNA	342		342			
Konsolide net nakit (borç)				2,370		2,370	
Current Target NAV				11,925		12,935	
Holding İskontosusu						10.0%	
Piyasa Değeri 12A Hedef Değer				9,113		11,641	
Mevcut/Hedef NAD'ine göre Prim/İsk.				-24%		-30%	
12A Hedef Hisse Fiyatı (TL)						7.18	
Yükselme Potansiyeli						28%	

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

Tahminlerimizdeki Revizyonlar

İnşaat

2014 yılı için inşaat segmenti ciro tahminimizi %7 azaltırken, FAVÖK marjı beklentimizi 2.3 puan artırarak %12.9'a yükseltiyoruz. Bunun temel sebepleri **(1)** 3Ç14'teki güçlü açıklanan marjların toparlanmaya öncülük etmesi, **(2)** Irak'ta 3Ç14'te eklenen iki projenin pozitif katkısı **(3)** Kosova'daki otoyol projesinin başlayacak olmasıdır. 2015 yılı için FAVÖK marjının %14.8'e yükselmesini bekliyoruz.

Enerji

2014 yılı için ciro beklentimizi %6 azaltırken, segmentin FAVÖK'ünün ise 245 milyon dolar düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Gayrimenkul

Segment için 2014'te 511 milyon dolar ciro ve %69 FAVÖK marjı beklentilerimizi değiştirmiyoruz. 2015 yılı için ciro ve FAVÖK tahminlerimizi 577 milyon dolar ve 392 milyon dolara indiriyoruz. Enka, Kuntsevo projesindeki 16.5 bin metrekarelik konut alanını ofis alanına çevirip kiraya verme kararı aldı. Bu durum gayrimenkul segmenti için beklentilerimizde bir miktar değişikliğe neden oldu. Öyle ki 2015'te yaklaşık 190 milyon dolarlık konut satış geliri bekliyorken, dönüştürülen ofis alanlarından yılda yaklaşık 16 milyon dolarlık kira geliri alacağını varsayıyoruz.

Ticaret & Üretim

Enka'nın Pimaş hisseleri satışından ötürü, Ticaret ve Üretim segmentinden bu şirketin finansallarını çıkarıp tahminlerimizi bu şekilde gerçekleştirdik.

Tablo 3-Enka İnşaat – Tahminlerdeki Revizyonlar

ABD\$m n	Yeni		Eski	Yeni		Eski
	2014T	Revizyon		2015T	Revizyon	
Net satışlar	6,155	-6.7%	6,595	6,747	-2.7%	6,933
Taahhüt	2,254	-7.5%	2,436	2,541	1.0%	2,516
Enerji	3,070	-5.9%	3,262	3,295	1.0%	3,262
Gayrimenkul	511	0.1%	510	577	-23.0%	750
Ticaret	320	-17.0%	386	333	-17.8%	405
FAVÖK	923	1.7%	908	1,059	3.8%	1,020
Taahhüt	291	12.1%	259	375	36.7%	274
Enerji	245	-5.9%	260	260	-0.1%	260
Gayrimenkul	358	1.1%	354	392	-12.5%	448
Ticaret	30	-12.5%	34	32	-14.8%	38
FAVÖK marjı	15.0%	-0.8%	13.8%	15.7%	-0.6%	14.7%
Taahhüt	12.9%	-3.1%	10.7%	14.8%	-1.0%	10.9%
Enerji	8.0%	0.0%	8.0%	7.9%	-0.1%	8.0%
Gayrimenkul	70.1%	2.9%	69.4%	67.9%	6.8%	59.8%
Ticaret	9.2%	0.2%	8.7%	9.6%	0.6%	9.3%
Net kar	663	-6.3%	660	771	0.3%	738

Kaynak: Ata Yatırım Tahminleri

Tablo 4-Enka İnşaat – Segment Analizi

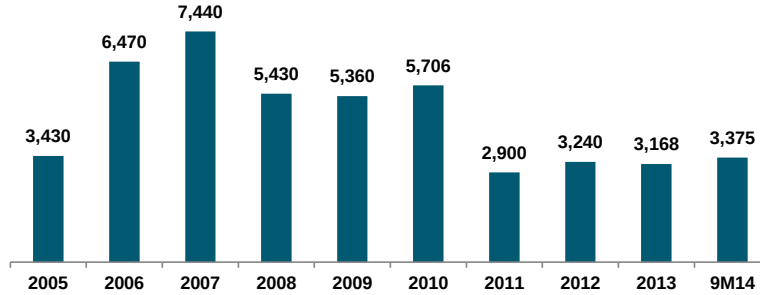
ABD\$m n	2012	2013	2014T	2015T	2016T	2017T
Net satışlar	5,747	6,544	6,155	6,747	6,997	7,234
Taahhüt	1,283	2,367	2,254	2,541	2,741	2,926
Enerji	3,635	3,262	3,070	3,295	3,328	3,361
Gayrimenkul	441	477	511	577	582	586
Ticaret	388	439	320	333	346	360
FAVÖK	741	1,030	923	1,059	1,121	1,167
Taahhüt	141	383	291	375	432	468
Enerji	266	260	245	260	260	260
Gayrimenkul	307	341	358	392	396	403
Ticaret	27	46	30	32	34	36
FAVÖK marjı	12.9%	15.7%	15.0%	15.7%	16.0%	16.1%
Taahhüt	11.0%	16.2%	12.9%	14.8%	15.8%	16.0%
Enerji	7.3%	8.0%	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%
Gayrimenkul	69.6%	71.5%	70.1%	67.9%	68.0%	68.7%
Ticaret	6.9%	10.4%	9.2%	9.6%	9.8%	9.9%
Net satışlar (%'si)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Taahhüt	22%	36%	37%	38%	39%	40%
Enerji	63%	50%	50%	49%	48%	46%
Gayrimenkul	8%	7%	8%	9%	8%	8%
Ticaret	7%	7%	5%	5%	5%	5%
FAVÖK (%'si)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Taahhüt	19%	37%	31%	35%	39%	40%
Enerji	36%	25%	27%	25%	23%	22%
Gayrimenkul	41%	33%	39%	37%	35%	35%
Ticaret	4%	4%	3%	3%	3%	3%

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

İnşaat Segmenti

Enka'nın bakiye iş portföyü 2010 yılı sonrasında ciddi şekilde küçülmüştür. 2011 yılında dibi gören bakiye iş portföyünün tekrar güçlenmeye başladığı görülmüştür.

Grafik 1-Enka İnşaat – Bakiye İş Portföyü (milyon dolar)



Kaynak: Şirket

3Ç14 sonunda Enka'nın toplam bakiye iş tutarı 3.375 milyon dolar düzeyine yükselmiştir.

Tablo 5-Enka İnşaat – Bakiye İş Portföyü Dağılımı (9A14 sonu itibarıyla)

Ülke	Bakiye İş (ABD\$m'n)	Oran
Irak	1,538	46%
Kosova	381	11%
ABD Büyükelçilikleri	379	11%
Gürcistan	260	8%
Umman	241	7%
Rusya	108	3%
Gabon	106	3%
Türkiye	101	3%
Kazakistan	85	3%
A.B.D.	84	2%
Libya	21	1%
Diğerleri	71	2%
Toplam	3,375	100%

Kaynak: Şirket

İlk 5 ülkedeki bekleyen iş portföyü toplamın %83'üne tekabül etmektedir;

1. Irak

Irak %46'lık payı ile Enka'nın toplam iş portföyüne en büyük katkısı yapan ülkedir.

Enka'nın Irak'taki işleri için riskin düşük olduğunu düşünüyoruz: Irak'taki politik ve güvenlik problemleri için en kötüsünün geride kaldığını düşünmekteyiz. Ana seneryomuzda Irak'taki stabilizasyonun orta vadede ülkenin geneline yayılmasını beklemekteyiz. Enka'nın Irak'taki mevcut projeleri güvenlik unsuru yaratan bölgelere uzak olduğundan dolayı zarar görmemekle beraber, IŞİD tehdidine en yakın bölgedeki projesi olan Erbil Doğalgaz Çevrim Santrali projesini, daha önce planlanan teslim tarihi olan Ocak 2015'ten daha erken teslim etmeyi planlamaktadır.

3Ç'de yeni projeler alındı, devamının gelmesi bekleniyor: 3Ç14'te toplamda 790 milyon dolar tutarla Irak'ta alınan iki elektrik santrali projelerinin önümüzdeki dönemde genişlemesi beklenmektedir.

Irak'taki projeler marja olumlu katkı yapıyor: Enka'nın Irak'taki FAVÖK marjının daha yüksek olması nedeniyle önümüzdeki dönemde marj genişlemesine en çok katkının bu ülkeden geleceğini düşünüyoruz.

2. Kosova

Bechtel ile birlikte Ocak 2014'te alınan Kosova otoyol projesi'nin mobilizasyon aşaması bittikten sonra 4Ç14'te başlamasını beklemekteyiz..

3. ABD Elçilikleri

İş ortağı Caddell ile birlikte Enka 7 ülkedeki ABD Elçilik binalarını inşa etmektedir. Her yıl ortalama 10-11 elçilik binası ihale edilmekte ve Enka-Caddell ortaklığı bunlardan birkaçının ihalesini kazanmaktadır. Enka 4Ç14'te bir Elçilik binası inşaatı daha almayı planlamakta ve 1Ç15'te de bir tane daha elçilik binası inşaatı projesi almayı planlamaktadır.

4. Umman

Enka, Bechtel ve Bahwan Engineering Company ile birlikte Muskat Havalimanı 'Main Contract 3' projesini gerçekleştirmektedir. Proje sahibinin projede değişiklikler istemesinden ötürü, proje Enka tarafından uluslararası tahkim mahkemesine götürülmüştür. Nakit akışları devam etmekle birlikte, Enka'nın kazanması durumunda Enka'nın gelirlerinde artış olması ihtimali yüksektir.

5. Gürcistan

Enka Güney Kafkasya boru hattı genişleme projesini Bechtel ile birlikte sürdürmektedir. Proje büyüklüğü 528 milyon dolar düzeyinde iken projenin bitimi 2018 olarak hedeflenmektedir.

Potansiyel Projeler

Irak, elektrik üretim açığı nedeniyle gözde bir pazardır. Elektrik üretilen santrallerinin büyük kısmı eski teknolojiye sahip olan Irak'ta bir yandan elektrik talebi de artmaktadır. Uluslararası Enerji Ajansı'na göre Irak'ın 2035 yılına kadar 70GW'lık elektrik üretim santrali inşaa etmesi gerekmektedir. Enka'nın önümüzdeki dönemde Irak'taki elektrik santrali yatırım ihtiyacından daha fazla faydalanabileceğini düşünmekteyiz.

Potansiyel yeni projeler inşaat segmenti için pozitif görüşümüzü destekliyor

Enka'nın hem Türkiye'de hem de yurtdışında yeni proje alımları için; **(1)** önemli bilgi birikimi (bugüne kadar 45 ülkede 475 proje tamamladı), **(2)** güçlü iş ortakları (ABD'li Bechtel ve Caddell gibi), **(3)** büyük iş sahipleri ile güçlü ilişkileri (örnek olarak Irak'taki Mass Energy Group Holding ve Qaiwan gibi) ve **(4)** yüksek net nakdi (2.3 milyar dolar) gibi nedenlerden ötürü iyi pozisyon almış ve hazır bir inşaat şirketi olduğunu düşünüyoruz. Bundan sonraki dönemler için aşağıdaki projelerin Enka'nın potansiyel alabileceği projeler olduğunu düşünmekteyiz: **(1)** Leviathan doğalgaz boru hattı projesi (yaklaşık 2 milyar dolar), **(2)** Mısır'da

elektrik santrali projesi (yaklaşık 2 milyar dolar), **(3)** Afrika'da LNG tesisi, **(4)** Doğu Avrupa'da otoyol projesi, **(5)** Irak'ta yeni enerji projeleri, **(6)** İkinci nükleer santral inşaat işleri (yaklaşık 500 milyon dolar).

Leviathan boru hattı projesinin alınması inşaat segmentini destekleyecek.

Projenin inşaat maliyeti proje büyüklüğünün 2 milyar dolar düzeyinde olması bekleniyor. Enka, teklif veren şirketler arasında yer alırken, ihale sonuçlarının 2015'in ilk çeyreğinde açıklanması bekleniyor.

Mısır'daki elektrik santrali ihalesinin alınması inşaat segmenti finansallarını olumlu etkileyecek. Enka Mısır'daki 2.250 MW'lık Yap-İşlet-Yönet doğalgaz santrali için teklif vermiştir. Sonuçların 2015'in ilk çeyreğinde açıklanması beklenmektedir. Mısır'daki projenin Enka'nın Türkiye'deki operasyonlarına benzemesi (Mısır hükümetiyle al yada öde anlaşması ve doğalgazın satış fiyatlarına yansıtılması) Enka'nın bu projeyi kazanması durumunda mevcut operasyonel bilgi seviyesini bu projede kullanmasına neden olacaktır.

Gayrimenkul Kiralama

Enka Moskova ve S.Petersburg'da 233 bin metrekare alışveriş merkezi alanı ve 337 bin metrekare A sınıfı ofis alanı ile toplamda 570 bin metrekare kiralanabilir alan ile Rusya'da hizmet vermektedir.

Tablo 6-Enka İnşaat – Rusya'daki Gayrimenkul Varlıkları

Tür	Yer	Net Kiralanabilir Alan	Doluluk	Kira Oranı (yıllık dolar başında)
A Sınıfı Ofisler	Moskova	337,000 m2	94%	850
Alışveriş Merkezi Alanı	Moskova'da 9 tane S. Petersburg'da 1 tane	233,000 m2	97%	650
5 Yıldızlı Otel	Moskova	235 Oda		

Kaynak: Şirket

Enka'nın Rusya'daki kiralama işleri makro dalgalanmalara karşı dayanıklı:

Enka'nın Rusya'da 570 bin metrekare ofis ve perakende kiralanabilir alanı bulunmaktadır. Kiraların dolar ve euro bazlı olması, Enka'yı yerel para riskinden korumaktadır. Ayrıca Enka'nın ortalama kira kontratı 6-7 yıl olduğu için kısa vadedeki ekonomik dalgalanmalardan minimum şekilde etkilenmektedir.

Yüksek doluluk oranları ve kira oranları ekonomideki geri çekilmelere karşı tampon vazifesi görmektedir. Ofis ve perakende doluluk oranları sırasıyla %94 ve %97 olan Enka'nın doluluk oranları sektör ortalamasının üzerinde ve ayrıca kira kontrat fiyatları da sektör kira aralığının üst bandına seyretmektedir. Tüm bu hususlar, Enka'yı Rusya'daki olası bir yavaşlamadan korumaktadır.

Tablo 7-Enka İnşaat – Ofisler (Enka ve Sektör Ortalamaları)

	Enka	Piyasa Ortalaması
Doluluk (%)	94	85
Ortalama Kira (m2-dolar)	850	580 - 850

Kaynak: Şirket, www.jll.ru

Enka yeni ofis ve alışveriş merkezi yatırımlarıyla Rusya'daki varlığını güçlendiriyor. Bu yıl Temmuz'da açılan Sergiev Posad ve Kasım'da açılan Kuntsevo alışveriş merkezleriyle birlikte Enka'nın alışveriş merkezi alanı 400 bin metrekareye ulaşmıştır.

Ayrıca Enka 22 bin metrekarelik Vernadskovo Ofis Merkezi yatırımına seneye başlamayı planlıyor. Ayrıca, 180'er bin metrekarelik Kashirkaya ve Marina Rosha alışveriş merkezlerinin yenileme projeleri de önümüzdeki dönemde başlayacak. Bu yatırımlarla Enka'nın ofis ve alışveriş merkezi kiralanabilir alanları önemli ölçüde genişleyecektir.

Tablo 8-Enka İnşaat – Rusya'daki gayrimenkul portföyü ve planlanan yatırımlar

bin metrekare	3Ç14 sonu	4Ç14	2015
Mevcut			
Ofis	337,000		
Alışveriş Merkezi	233,000		
Kuntsevo			
Ofis		63,500	
Alışveriş Merkezi		19,700	
Vernadskovo *			
Ofis			22,000
Alışveriş Merkezi			
Kashirskaya *			
Ofis			
Alışveriş Merkezi			180,000
Marina Rosha *			
Ofis			
Alışveriş Merkezi			180,000

Kaynak: Şirket

* İnşaat işleri 2015'te başlayacak

Enerji

Enka Türkiye'de mevcut 3 santraliyle toplam talebin yaklaşık %13'ünü karşılamaktadır. Enka'nın 2018 sonuna kadar TETAŞ'la olan "al yada öde" anlaşması ve doğalgaz maliyetlerini satış fiyatlarına yansıtabiliyor olması Enka'nın yıllık yaklaşık 260 milyon dolarlık FAVÖK tutarını garantilemesini sağlamaktadır.

Olası Leviathan boru hattı anlaşması 2018 sonrası doğalgaz tedarikini kolaylaştıracaktır

Leviathan gaz boru hattı ile İsrail'den Türkiye'ye yaklaşık yılda 7 milyar metreküp doğalgaz taşınması planlanmaktadır. Bu proje ile ilgili olarak Enka teklif veren şirketler arasındadır. Enka'nın kazanması durumunda TETAŞ ile anlaşmasının biteceği 2018 yılı sonrasında, santrallerinin yıllık ihtiyacı olan yaklaşık 6.5 milyar metreküp doğalgaz miktarını bu proje üzerinden sağlayabilir.

Mısır'daki elektrik santrali ihalesinden çıkacak olası pozitif sonuç enerji segmentini güçlendirecektir

Enka Mısır'daki 2.250 MW'lık Yap-İşlet-Yönet doğalgaz santrali için teklif vermiştir. Sonuçların 2015'in ilk çeyreğinde açıklanması beklenmektedir. Mısır'daki projenin Enka'nın Türkiye'deki operasyonlarına benzemesi (Mısır

hükümetiyle al yada öde anlaşması ve doğalgazın satış fiyatlarına yansıtılması) Enka'nın bu projeyi kazanması durumunda mevcut operasyonel bilgi seviyesini bu projede kullanmasına neden olacaktır.

Ticaret ve Üretim

Enka, Ekim 2014'te PVC üreticisi iştiraki Pimaş'ı 57 milyon TL'ye Rus Deceuninck's satmıştı. Bu satışla birlikte, Enka ana iş alanlarına daha fazla yönelecektir. Bundan sonraki dönemde Ticaret ve Üretim segmentinin ana şirketi Enka Pazarlama olacaktır. Enka Pazarlama'nın faaliyet alanı inşaat ile ilgili iş makinelerinin, geri dönüşüm, tarım, ağır makina, sanayi ürünleri, hava ve enerji sistemlerinin ithalatı satışı ve satış sonrası hizmetlerini içermektedir.

3Ç14 Sonuçları

• Enka İnşaat 3. Çeyrekte 320 milyon TL net kar elde ettiğini açıklamıştır. Bu rakam bizim beklentimiz olan 355 milyon TL'nin ve piyasa beklentisi olan 363 milyon TL'nin altında gerçekleşmiştir.

• Sapmanın ana nedeni beklentilerimizden daha zayıf gelen inşaat ve enerji segmentleri ciroları, beklentilerimizin altında kalan enerji segmenti FAVÖK'ü ve beklentilerimizin üzerinde gerçekleşen finansal giderlerdir.

Beklentilerin üzerinde gelen marjlar, tahminlerden zayıf gelen cironun negatif etkisini sınırladı. İnşaat segmenti'nin cirosu yıllık %18 düşüş göstererek 1.1 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Enka'nın bakiye iş portföyü çeyreksel olarak %12 artarak 3.4 milyar dolara yükselmiştir. FAVÖK marjı ise 40 baz puan artışla %18.8'e yükselirken, bazı işlerden dolayı alınan bonus primler marjı desteklemiştir.

Gayrimenkul segmenti sonuçları beklentilerimizin bir miktar altında gerçekleşmiştir. Segmentin cirosu 128 milyon dolar düzeyinde gerçekleşirken, yıllık olarak %3 gerileme göstermiştir. Segmentin FAVÖK marjı %72 olarak açıklanmıştır. 2014 yılının ikinci yarısında devreye giren Rusya'daki yeni alışveriş merkezlerinden sağlanacak nakit akışıyla birlikte Gayrimenkul segmentinin finansallarını güçlenecektir.

Düşük talep ve bakım giderleri nedeniyle Enerji segmenti zayıf geldi. Enerji segmentinin cirosu düşük talep nedeniyle %12 gerilerken, FAVÖK marjı ise bakım giderlerindeki artış ile birlikte yaklaşık iki puan gerileyerek %5.6 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Ticaret ve Üretim segmenti cirosu %21 geriledi. Bağlı ortaklığı Pimaş'ın satışından dolayı, Enka 3Ç14 konsolide finansallarında Pimaş'ı dışarıda tutarak sonuçlarını açıklamıştır. Bu segmentteki finansalların geçmiş dönemlerle kıyaslanması doğru olmamakla beraber, kıyaslamalar referans aSegmentin cirosu 170 milyon TL'ye gerilerken, FAVÖK'ü %4 artış göstermiştir.

Tablo 9-Enka İnşaat – 3Ç14 Finansal Sonuçları

TL mn	CNBC-e Konsensus	Tahmin	Açıklanan		3Ç13	Y/Y Δ	2Ç14	Ç/Ç Δ	2014	2013	y/y Δ
		3Ç14		3Ç14							
Net Satışlar	3,355	3,102	0%	3,102	3,291	-6%	3,156	-2%	13,424	12,460	8%
Satışların Maliyeti		-2,556	0%	-2,556	-2,732	-6%	-2,664	-4%	-11,274	-10,394	8%
Brüt kar		546	0%	546	559	-2%	493	11%	2,150	2,066	4%
Faaliyet giderleri		-87	0%	-87	-78	12%	-96	-9%	-348	-312	12%
Faaliyet Karı		459	0%	459	481	-4%	397	16%	1,802	1,754	3%
Net Diğer Gelirler / Giderler		3	404%	17	-5	n.m.	110	-85%	128	17	643%
Finansal Giderler		13	-457%	-47	-9	421%	10	n.m.	-23	-38	-41%
Azınlık Payları		25	n.m.	25.368	14	n.m.	20	n.m.	74	70	n.m.
Vergi Öncesi Kar		476	-10%	429	467	-8%	517	-17%	1,907	1,733	10%
Vergi		-83	0%	-83	-114	-27%	-88	-6%	-387	-414	-7%
Net Kar	363	367	-13%	319.8	339	-6%	410	-22%	1,445	1,248	16%
Amortisman		55	1%	55	61	-9%	51	9%	212	209	
FAVÖK	510	514	0%	514	541	-5%	448	15%	2,014	1,963	3%
Brüt Kar marjı		17.6%	0 bps	17.6%	17.0%	64 bps	15.6%	200 bps	16.0%	16.6%	-56 bps
Faaliyet giderleri/net satışlar		-2.8%	0 bps	-2.8%	-2.4%	-44 bps	-3.0%	22 bps	-2.6%	-2.5%	-10 bps
FAVÖK Marjı	15.2%	16.6%	2 bps	16.6%	16.5%	13 bps	14.2%	239 bps	15.0%	15.8%	-75 bps
Net Marj	10.8%	11.8%	-153 bps	10.3%	10.3%	2 bps	13.0%	-267 bps	10.8%	10.0%	75 bps

Kaynak: Şirket, Ata Yatırım Tahminleri

TL mn	Tahmin		Açıklanan		3Ç13	Yıllık Δ	2Ç14	Çey. Δ	2014B	2013	Yıllık Δ
	3Ç14		3Ç14								
Ciro	3,614	-14%	3,102	-14%	3,291	-6%	3,156	-2%	6,155	6,544	-6%
İnşaat	1,345	-21%	1,056	-21%	1,288	-18%	1,056	0%	2,254	2,367	-5%
Kiralama	290	-6%	273	-6%	245	12%	259	5%	511	477	7%
Ticaret & Üretim	172	-1%	170	-1%	185	-8%	222	-24%	320	439	-27%
Enerji	1,807	-11%	1,603	-11%	1,573	2%	1,619	-1%	3,070	3,262	-6%
FAVÖK	536	-4%	514	-4%	541	-5%	448	15%	923	1,030	-10%
İnşaat	194	3%	199	3%	225	-12%	140	42%	291	383	-24%
Kiralama	196	0%	196	0%	174	13%	179	10%	358	341	5%
Ticaret & Üretim	13	120%	29	120%	24	20%	16	83%	30	46	-35%
Enerji	133	-33%	90	-33%	118	-24%	113	-21%	245	260	-6%
FAVÖK Marjı	14.8%	174 bps	16.6%	16.6%	16.5%	11 bps	14.2%	237 bps	15.0%	15.7%	-74 bps
İnşaat	14.4%	441 bps	18.8%	18.8%	17.5%	137 bps	13.3%	556 bps	12.9%	16.2%	-329 bps
Kiralama	67.5%	436 bps	71.9%	71.9%	71.2%	70 bps	69.1%	281 bps	70.1%	71.5%	-137 bps
Ticaret & Üretim	7.7%	942 bps	17.1%	17.1%	13.0%	408 bps	7.1%	995 bps	9.2%	10.4%	-117 bps
Enerji	7.4%	-177 bps	5.6%	5.6%	7.5%	-192 bps	7.0%	-139 bps	8.0%	8.0%	0 bps

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 12
34349 Balmumcu /İstanbul
Tel: (212) 310 62 00
www.atayatirim.com.tr

Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat: 1 Asma Kat
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : 444 62 65
Fax : (212) 310 63 63
www.ataonline.com.tr

Ata Portföy Yönetimi A.Ş.

Emirhan Cad. No: 109 Atakule Kat:12
34349 Balmumcu/İstanbul
Tel : (212) 310 63 60
www.ataportfoy.com.tr

Bu bültende yer alan bilgiler Ata Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşlere ilişkin bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilmiş olup, Ata Yatırım bu bilgilerin doğruluğu hakkında garanti vermemektedir. Bu görüşler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu durumda, ortaya çıkabilecek sonuçlardan dolayı Ata Yatırım sorumluluk kabul etmez. Ata Yatırım, hiçbir şekilde ön ihbara ve /veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir, ortadan kaldırabilir. Ata Yatırım, mesajın ve bilgilerinin size, değişikliğe uğrayarak, geç ulaşmasından, bütünlük ve gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve bilgisayar sisteminize verebileceği herhangi bir zarardan sorumlu tutulamaz. Bu e-postanın virüs içermemesi için alınması gereken tedbirler alınmıştır. İşbu e-posta ve eklerinin kullanımdan kaynaklı zarar veya kayıplardan sorumlu olmadığımız için kullanmadan önce virüs kontrol programlarınızı uygulamanızı tavsiye ederiz.