

# Finans Finansal Kiralama

20 Haziran 2016

## Finans Finansal Kiralama Anonim Şirketi

### Fiyat Tespit Raporu

**Hazırlayan: OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**Rapor Tarihi: 20 Haziran 2016**

## GİRİŞ

İşbu Değerleme Raporu, ("Rapor") 28 Nisan 2016 tarihinde Qatar National Bank S.A.Q ("QNB"), Finansbank A.Ş. ("Finansbank") Finans Finansal Kiralama A.Ş. ("Şirket" veya "Finans Leasing") ve Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Oyak Yatırım") arasında imzalanmış olan "Qatar National Bank S.A.Q., Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Finansbank A.Ş. ve Finans Finansal Kiralama A.Ş. için Değerleme Raporu Hazırlanmasına İlişkin Hizmet Sözleşmesi" ("Sözleşme") kapsamında hazırlanmıştır.

## Rapor'un Hazırlanışı ve Sözleşme Şartları

İşbu Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1) ve Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakkı Tebliği (II-27.2) uyarınca, 16 Haziran 2016 tarihli KAP açıklaması çerçevesinde Finans Leasing için yürütülecek zorunlu pay satın alma ve satma hakkı süreçlerinde fiyat tespitinde kullanılmak üzere Qatar National Bank S.A.Q.'ın talebi üzerine hazırlanmıştır.

Oyak Yatırım olarak işbu Rapor'u, Sermaye Piyasası Kurulu Seri:VIII No:45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak hazırladığımız, Rapor'un Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararına uygun bir aracı kurum olarak hazırladığımızı beyan ederiz<sup>(1)</sup>.

- (1) "Sermaye Piyasası Kurulunca; Kurulun Seri: VIII, No: 35 Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ hükümleri saklı kalmak üzere gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmetinin;
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip;
  - Değerleme çalışmalarını sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgesi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu,
  - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan;
  - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan;
  - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan;
  - Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunan (sözleşme değerlendirilecek şirket ile ilgili özet bilgileri, değerlendirme hizmetini gerçekleştirecek personeli ve tahmini değerlendirme hizmet süresini içermelidir),
  - Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan, bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalardan biri tarafından yerine getirilmesine, değerlendirme yapacak kuruluşların yukarıda belirtilen niteliklere sahip olduklarına dair beyanlarına değerlendirme raporlarında yer vermelerine, bağımsız denetim kuruluşları tarafından yapılacak değerlendirme faaliyetinde bu kuruluşlarında denetimini üstlendikleri şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti veremeyeceklerine ve uygulamanın bu doğrultuda yönlendirilmesine karar verilmiştir."

## ÖZET

İşbu Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1) ve Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakkı Tebliği (II-27.2) uyarınca, 16 Haziran 2016 tarihli KAP açıklaması çerçevesinde Finans Leasing için yürütülecek zorunlu pay satın alma ve satma hakkı süreçlerinde fiyat tespitinde kullanılmak üzere Qatar National Bank S.A.Q.'ın talebi üzerine hazırlanmıştır.

Yapılan değerlendirme çalışmasında Uluslararası Değerleme Standartları'nca genel kabul görmüş ve finans sektöründe faaliyet gösteren firmaların değerlendirilmesi için kullanılan değerlendirme yöntemlerinden uygun olanları tercih edilmiştir. Bu doğrultuda Finans Leasing'in birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki değerlendirme metodolojisi kullanılmıştır:

### Ekonomik Getiri Metodolojisi (WEVA)

Ekonomik Getiri Metodolojisi (Warranted Equity Value Approach veya WEVA), temelde Gordon Büyüme Modeli'ne dayanmakta olup, genellikle finansal şirketlerin değerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Şirket'in sürdürülebilir sermaye getirisi, risksiz getiri oranı ve sürdürülebilir büyüme oranı kullanarak Şirket için hedef PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri) çarpanı belirlenir.

$$\frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{DD (Özkaynaklar)}} = \frac{(\text{Sermaye Getirisi} - \text{Büyüme})}{(\text{Özsermaye Maliyeti} - \text{Büyüme})}$$

Şirket Yönetimi hedefleri ve Oyak Yatırım'ın beklentileri ile 2012-2015 geçmiş finansal performansı ışığında hazırlanan 2 yıllık projeksiyonlar baz alınmıştır. Orta vadede %10,1 olarak hesaplanan özsermaye getiri oranına göre oluşturulan değerlendirme modeli sonucunda, Ekonomik Getiri Metodolojisi ile Finans Leasing için hedef hisse değeri 3,77 TL olarak hesaplanmıştır.

### Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa Çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da işlem gören bankaların PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ve F/K (Fiyat Kazanç) çarpanları kullanılmıştır. Finans Leasing'in halka açıklık oranı 17 Haziran 2016 tarihi itibarı ile %1,09 olup, benzer şirketlerin halka açıklık oranının altındadır.

Hazırlanan değerlendirme çalışması bağımsız denetimden geçmiş ve SPK tarafından kabul edilen muhasebe ve raporlama ilkelerine uygun olarak hazırlanan son dört yıllık 2012-2015 yıl sonu mali tabloları ve Finans Leasing Yönetimi beklentilerine paralel olarak hazırlanmış iş planları ile Finans Leasing Yönetimi tarafından sağlanan diğer finansal ve operasyonel göstergelere dayanmaktadır.

Borsa İstanbul'da işlem gören benzer finansal kiralama şirketlerinin 17 Haziran 2016 tarihli BİST kapanış fiyatları ile 31 Mart 2016 finansal tabloları dikkate alınarak PD/DD çarpanı analizi sonucunda birim hisse değeri 4,09 TL; F/K çarpan analizi sonucunda ise birim hisse değeri 2,80 TL olarak hesaplanmıştır. Her iki çarpan analizinin eşit ağırlıklı ortalaması

dikkate alınarak Piyasa Çarpanları Analizi değerlendirme yöntemi sonucunda hisse başına hedef fiyat 3,44 TL olarak tespit edilmiştir.

#### Değerleme Sonucu:

Değerleme çalışması sonucunda, Ekonomik Getiri Metodolojisi'nin %50 ve Piyasa Çarpanları Analizi'nin %50 (PD/DD çarpanlarının %25 ve F/K çarpanlarının %25) ağırlıklandırılması ile Finans Leasing için hisse başına hedef fiyat 3,61 TL, piyasa değeri ise 414,9 milyon TL olarak tespit edilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Pay Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)
<b>WEVA</b>	<b>3,77</b>	<b>50%</b>	<b>1,89</b>
<b>Piyasa Çarpanları Analizi</b>	<b>3,44</b>	<b>50%</b>	<b>1,72</b>
PD/DD Çarpan Analizi	4,09	25%	1,02
F/K Çarpan Analizi	2,80	25%	0,70
<b>Hedef Pay Değeri</b>			<b>3,61</b>
<b>Toplam Pay Sayısı</b>			<b>115.000.000</b>
<b>Toplam Şirket Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>414.886.054</b>

## İÇİNDEKİLER

I. Şirket Profili.....	6
II. Mali Veriler.....	8
III. Sektör Profili.....	10
IV. Metodoloji ve Değerleme Yaklaşımı.....	17
V. Değerleme Sonuçları.....	20

## I. Şirket Profili

### Kuruluş ve Ortaklık Yapısı

Finans Finansal Kiralama Anonim Şirketi ("Şirket" veya "Finans Leasing") 1990 yılında Finansbank Anonim Şirketi'nin (FINBN) iştiraki olarak İstanbul'da kurulmuştur. Şirket 1993 yılında hisselerini Borsa İstanbul'da halka arz etmiş ve 31 Mayıs 2016 itibarı ile hisselerinin %1,09'u FFKRL koduyla Borsa İstanbul İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmektedir. Finans Leasing 2015 sonu itibarıyla biri serbest bölgede olmak üzere toplam on üç şubeye, KOBİ ve ticari müşterilere finansal kiralama hizmeti vermektedir.

### Ortaklık Yapısı ve Ana Sermayedar

Şirket'in ödenmiş sermayesi 1 kuruş nominal değerli 115.000.000.000 adet paya bölünmüş ve tamamı nakden ödenmiştir. Şirket'in ana ortağı %80,92 payla Finansbank A.Ş. olup, Finansbank A.Ş.'nin iştiraki olan Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket'in %17,99'una sahiptir. Geri kalan %1,09'luk pay ise Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

#### 2015 Sonu İtibarıyla Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı%
Finansbank A.Ş.	93,060,858	80.92
Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.,	20,685,278	17.99
Diğer (Halka Açık Kısım)	1,253,864	1.09
<b>Toplam</b>	<b>115,000,000</b>	<b>100.00</b>

Kaynak: Finans Finansal Kiralama

### Finansbank A.Ş.'nin QNB Tarafından Satın Alımı ve İştiraklerindeki Hissedarlık Yapısının Değişimi Hakkında Yapılmış KAP Açıklamaları

22 Aralık 2015 tarihinde "National Bank of Greece SA ("NBG") ve Qatar National Bank ("QNB") NBG'nin Finansbank<sup>(2)</sup>'da sahip olduğu %99,81 nispetindeki hisselerin toplam 2,750 milyon Euro bedelle QNB'ye satışına dair kesin bir anlaşma imzalamıştır.

Satış sürecinin ardından 3 Şubat 2016 tarihinde Finansbank A.Ş. tarafından yapılan açıklama: "Bankamız Yönetim Kurulu'nca, iştiraklerimizden Finans Finansal Kiralama A.Ş.'nin ödenmiş sermayesinin %29,87'sine karşılık gelen ve National Bank of Greece S.A tarafından sahip olunan, toplam 34.346.322,24 TL nominal bedelli 3.434.632.224 adet payın Borsa İstanbul A.Ş. Toptan Alış Satış İşlemlerine İlişkin Uygulama Usulü ve Esasları uyarınca tespit edilen 1 TL nominal değerli 100 adet pay için 3,73 TL fiyat üzerinden toplam 128.111.782- TL bedelle National Bank of Greece S.A.'dan satın alınmasına; satın alma işleminin Borsa İstanbul A.Ş.'de toptan alış satış işlemi kapsamında gerçekleştirilmesini teminen gerekli başvuruların yapılmasına karar verilmiştir."

10 Şubat 2016 tarihli özel durum açıklamasına göre, payları Borsa Ana Pazar'ında işlem gören Finans Finansal Kiralama A.Ş.'nin sermayesinde National Bank of Greece S.A.'nın sahip olduğu 34.346.322,24 TL nominal değerli "Borsada İşlem Gören" nitelikteki payların

(2) (i) NBG'nin Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de sahip olduğu %0,2 nispetindeki hissesi, (ii) NBG'nin Finans Portföy Yönetimi A.Ş.'de sahip olduğu %0,02 nispetindeki hissesi ve NBG'nin Finans Leasing'de sahip olduğu %29,87 nispetindeki hissesi dahil."

1 TL nominal değerli pay için 3,73 TL fiyatla alıcı Finansbank A.Ş.'ye satışı, Finans Yatırım

Menkul Değerler A.Ş. (alıcı/satıcı üye) aracılığıyla 8 Şubat 2016 tarihinde toptan alış satış işlemleri kapsamında Borsa İstanbul'da gerçekleştirilmiştir.

Bu işlem sonucunda Finans Finansal Kiralama A.Ş.'nin sermayesindeki Finansbank payı 8 Şubat 2016 tarihi itibarıyla %80,92 seviyesine ulaşmıştır.

### **Şirket'in Faaliyetleriyle İlgili Özet Bilgiler**

Şirket'in ana faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışı finansal kiralama faaliyetlerinde bulunmaktır. Şirket BDDK'nın "Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik" ve 6362 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu" çerçevesinde faaliyet göstermektedir.

Şirket'in iş modeli; yatırımcılar tarafından seçilen bir yatırım malını finanse edip, mülkiyetini alarak, sözleşmede belirlenen süre boyunca belli bir kira karşılığında kullanım hakkını yatırımcıda bırakmaya dayanır. Şirket finansal kiralama sözleşmeleri aracılığıyla yatırımcıların orta vadede yatırım malları için ihtiyaç duyduğu finansmanı sağlar. Yatırımcılar ihtiyaç duyduğu yatırım mallarını satın almaz, bunun yerine yatırım malları finansal kiralama şirketleri tarafından satın alınır ve yatırımcılar kullanım hakkını kiralarlar. Şirket satın aldığı yatırım mallarının fonlamasını sermaye, banka kredileri ve ihraç edilen menkul kıymetler ile sağlar.

Şirket'te çalışan personel sayısı 2015 yılsonu itibarıyla 125 kişidir.

## II. Mali Veriler

### Gelirler

Şirket'in ana gelir kaynağı, finansal kiralama sözleşmeleri aracılığı ile yatırımcılara kiraladığı yatırım mallarından aldığı finansal kira gelirlerinden oluşmaktadır.

Finans Leasing'in 2015 yılında gelirleri %26,5 artarak 168 milyon TL'ye ulaşmıştır. Bu artışın arkasında Şirket'in finansal kiralama işlem hacmindeki %27'lik artış yatmaktadır. 2014 yılında 1.486 milyon TL olan finansal kiralama işlem hacmi, 2015 yılında 1.884 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2015 yılı gelirlerindeki büyüme oranının 2013 ve 2014 yıllarındaki büyüme oranına paralel seyrettiğini gözlemlemekteyiz.

<b>Finans Finansal Kiralama, Gelirler ('000 TL)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Kiralama Gelirleri	82.275	103.090	133.115	168.457
<i>yıllık büyüme (%)</i>	<i>%11,4</i>	<i>%25,3</i>	<i>%29,1</i>	<i>%26,5</i>

*Kaynak: Finans Leasing*

### Finansman Giderleri

Şirket'in ana gider kalemi olan finansman giderleri; "Kullanılan Kredilere Verilen Faizler", "İhraç Edilen Menkul Kıymetlere Verilen Faizler" ve "Verilen Ücret ve Komisyonlar" olmak üzere üç ana kalemden oluşmaktadır. Şirket'in 2015 yılında finansman giderleri %16 oranında artarak 68 milyon TL'ye yükselmiştir.

<b>Finans Finansal Kiralama, Finansman Giderleri ('000 TL)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Kullanılan Kredilere Verilen Faizler	21.659	32.792	48.859	54.744
İ. E. Menkul Kıymetlere Verilen Faizler	0	0	7.778	10.338
Verilen Ücret ve Komisyonlar	615	1.414	1.845	2.698
<b>Toplam Finansman giderleri</b>	<b>22.274</b>	<b>34.206</b>	<b>58.482</b>	<b>67.780</b>
<i>yıllık büyüme (%)</i>	<i>-20%</i>	<i>54%</i>	<i>71%</i>	<i>16%</i>

*Kaynak: Finans Leasing*



**Bilanço ('000 TL)**

<b>Aktifler</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	290.640	338.098	194.726	230.699
Kiralama İşlemleri	960.178	1.255.440	1.490.905	1.888.832
Takipteki Alacaklar	110.833	133.665	138.606	124.340
<i>Karşılıklar</i>	<i>64.549</i>	<i>83.006</i>	<i>94.201</i>	<i>71.853</i>
Maddi Duran Varlıklar (Net)	348	251	2.252	2.427
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	276	557	602	888
Diğer Aktifler	18.027	28.189	32.568	44.277
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>1.315.753</b>	<b>1.673.194</b>	<b>1.765.458</b>	<b>2.219.610</b>
<b>Pasifler</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Alınan Krediler	792.046	1.077.290	1.047.547	1.357.467
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	0	0	77.880	174.359
Diğer Borçlar	35.767	64.056	68.993	71.497
Borç ve Gider Karşılıkları	3.959	5.061	5.620	6.383
Diğer Pasifler	15.453	17.121	7.863	805
Özkaynaklar	468.528	509.666	557.555	609.099
Ödenmiş Sermaye	115.000	115.000	115.000	115.000
Sermaye Yedekleri	40.381	40.381	40.381	40.381
Kar Yedekleri	266.163	313.147	354.692	402.724
Kar veya Zarar	46.984	41.545	48.032	51.562
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>1.315.753</b>	<b>1.673.194</b>	<b>1.765.458</b>	<b>2.219.610</b>

**Gelir Tablosu ('000 TL)**

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Finansal Kiralama Gelirleri	82.275	103.090	133.115	168.457
Bankalardan Alınan Faizler	23.860	16.233	13.631	10.374
Finansman Giderleri	22.274	34.206	58.482	67.780
<b>Net Faiz Geliri</b>	<b>83.861</b>	<b>85.117</b>	<b>88.264</b>	<b>111.051</b>
Faaliyet Giderleri	23.869	28.734	33.655	39.242
Diğer Faaliyet Gelirler / Giderler (net)	8.413	22.742	23.135	17.302
Karşılıklar	11.896	23.831	17.993	23.638
Net Faaliyet K/Z	56.509	55.294	59.751	65.473
Vergiler	9.525	13.749	11.719	13.911
<b>Net Dönem Karı / Zararı</b>	<b>46.984</b>	<b>41.545</b>	<b>48.032</b>	<b>51.562</b>

*Kaynak: Finans Leasing*

### III. Sektör Profili

Türkiye’de finansal kiralama faaliyetleri, 1985 yılında 3226 Sayılı Finansal Kiralama Kanunu’nun yürürlüğe girmesiyle başlamıştır. Mart 2016 itibarıyla, sektörde 15 adedi banka iştiraki olmak üzere toplam 27 firma faaliyet göstermektedir.

2003 ve 2007 yılları arasında yıllık ortalama %34 büyüyen Türkiye finansal kiralama sektörü, global kriz ve 2008 yılında KDV uygulamasının %1’den %18’e çıkarılması ile sektöre uğrayan büyüme trendini 2010 yılından itibaren devam ettirmektedir.

2012 yılında yürürlüğe giren 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu’nun getirdiği yeni ürünler (sat ve geri kirala, faaliyet kiralaması, bilgisayar yazılımlarının çoğaltılmış nüshalarının kiralanması vb.) ve kolaylıklar (süre serbestisi, finansal kiralama ödeme dönemleri ve malın teslim süresi, sözleşmenin şekli ve tescili vb.) sonucunda sektörün büyüme ivmesi devam etmektedir.

2016 yılının ilk üç aylık döneminde finansal kiralama sektörünün işlem hacmi tutarı yaklaşık 3,9 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

### Makroekonomi ve Sektör Beklentileri

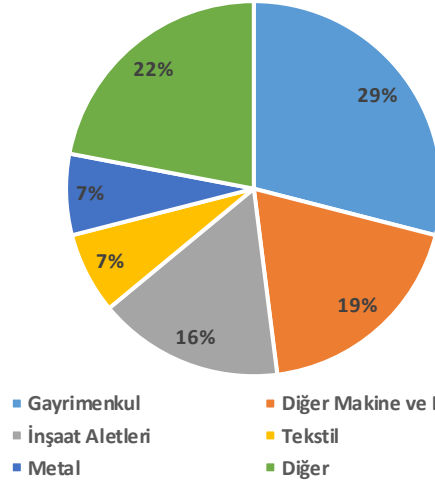
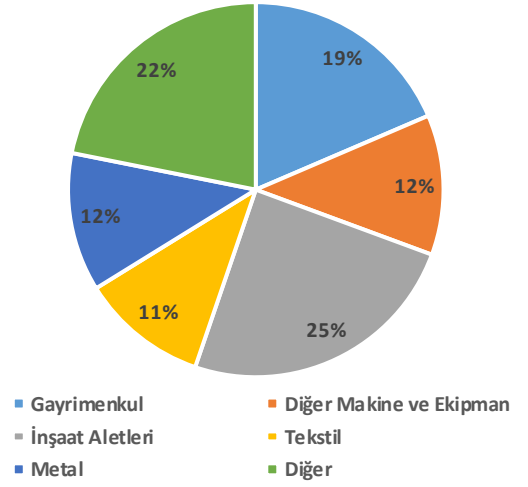
Şirket değerlemesinde baz alınan Oyak Yatırım Araştırma Departmanı makro ekonomik ve temel finansal kiralama sektörü beklentileri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Makro Ekonomik ve Sektörel Beklentiler	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	2017T
GSYH büyümesi (yıllık)	8,50	2,13	4,20	2,90	4,00	3,00	4,00
USD/TL (yıl-sonu)	1,91	1,78	2,13	2,32	2,91	3,10	3,22
USD/TL (ortalama)	1,67	1,79	1,90	2,19	2,72	2,96	3,16
EUR/TL (yıl-sonu)	2,46	2,35	2,94	2,82	3,18	3,41	3,54
EUR/TL (ortalama)	2,32	2,30	2,52	2,91	3,02	3,29	3,48
Bankacılık Sektörü Kredi Büyüklüğü (TLmn)	682.919	794.756	1.047.428	1.240.708	1.484.883	1.663.069	1.862.637
Yıllık büyüme		16,4%	31,8%	18,5%	19,7%	12,0%	12,0%
Leasing Sektörü İşlem Hacmi (TLmn)	8.448	9.582	13.888	17.058	17.312	20.223	23.390
Yıllık büyüme		13,4%	44,9%	22,8%	1,5%	16,8%	15,7%

Kaynak: Oyak Yatırım Araştırma, BDDK, FKB

### Finans Leasing’in Sektörde Konumlanması

Türkiye’de finansal kiralama alacakları altı sektörde yoğunlaşmaktadır. Finans Leasing’in finansal kiralama alacaklarının, gayrimenkul alacakları dışında kalan alacaklarının sektördeki dağılıma benzer bir dağılım sergilediğini gözlemliyoruz. Şirket’in varlık kalitesi açısından değerlemeye konu tahmin süresince finansal kiralama sektöründen farklı bir trend izlemesini beklemiyoruz.

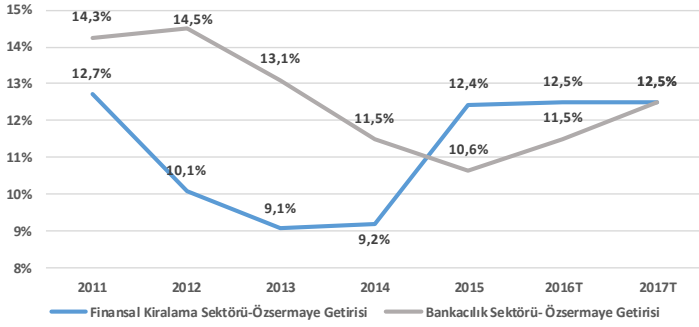
Sektör- Mal gruplarına göre dağılım (2015)Finans Leasing- Mal gruplarına göre dağılım (2015)

Kaynak: Finans Leasing, FKB

## Önümüzdeki Dönem Büyüme Potansiyeli

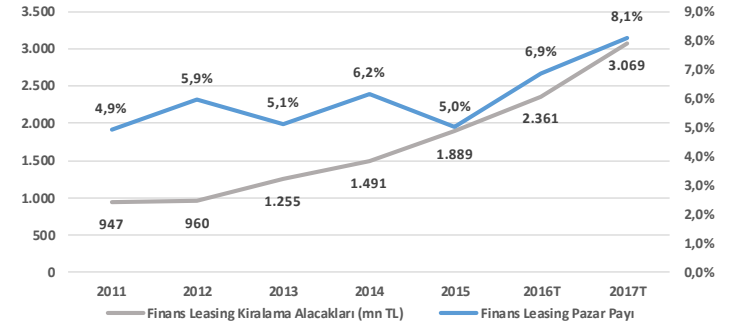
Şirket'in pazar payı geçtiğimiz son iki yılda değişkenlik göstermiştir. Şirket'in ana ortağı ile ilgili uzun süredir devam eden belirsizlik ve bu belirsizliğin fonlama maliyetleri üzerindeki etkilerinin son senede büyümeyi yavaşlattığını ve pazar payı kaybına sebebiyet verdiğini düşünmekteyiz. Şirket'in daha çok karlılığa odaklandığı dönemin ardından, yeni ortağının beklentilerine paralel olarak, finansal kiralama alacaklarındaki büyüme hızının artacağını öngörmekteyiz. Tahminlerimizin temelinde, Şirket'in kısa dönem beklentilerine paralel olarak pazar payının artacağı varsayımı yer almaktadır. Bu kapsamda Şirket'in finansal kiralama alacaklarının 2016 yılında %25 ve bir sonraki yıl %30 seviyelerinde artacağını öngörmekteyiz.

### Özermaye Getirisi



Kaynak: Oyak Yatırım Araştırma, BDDK

### Finans Leasing Kiralama Alacakları ve Pazar Payı Gelişimi

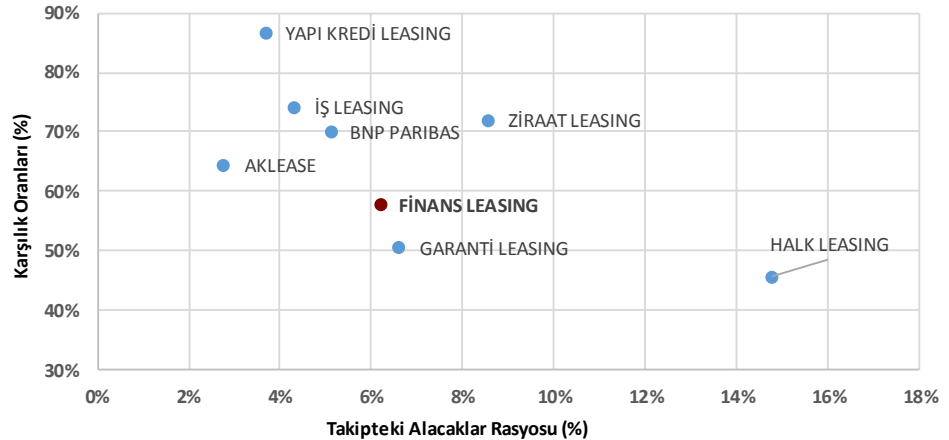


Kaynak: Finans Leasing, Oyak Yatırım Araştırma, BDDK, FKB

## Takipteki Alacaklar

Şirket'in hâlihazırda %6,2 seviyesinde olan takipteki alacaklar oranının, Şirket beklentilerine paralel olarak önümüzdeki iki senede kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Hızlı kiralama alacakları büyümesine karşın 2017 yılında takipteki alacaklar rasyosunun %5,4 civarına gerilemesini bekliyoruz. Sektördeki %5'in üzerinde pazar payına sahip benzer oyuncular incelendiğinde takipteki alacaklar oranının ortalama %6,5 ve karşılık oranının %66,3 seviyesinde olduğu hesaplanmaktadır. Finans Leasing'in takipteki alacak/kiralama alacakları oranının benzer şirketler ortalamasının altında %6,2 civarında olduğu görülmektedir. Bunun yanında Şirket'in özel karşılık oranı %57,8'le sektöre göre düşük seviyededir.

### Takipteki Alacaklar Rasyosu ve Karşılık Oranları

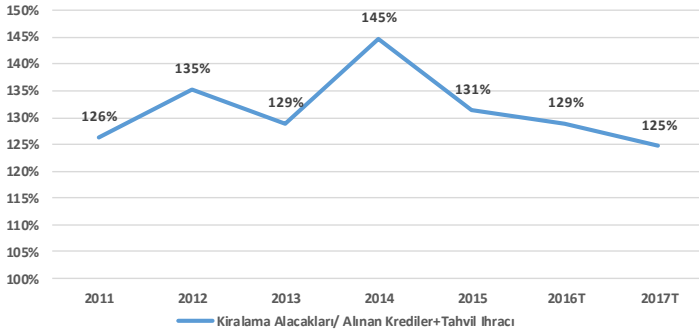


Kaynak: Oyak Yatırım Araştırma, BDDK, Finans Leasing

## Fonlama Kaynakları

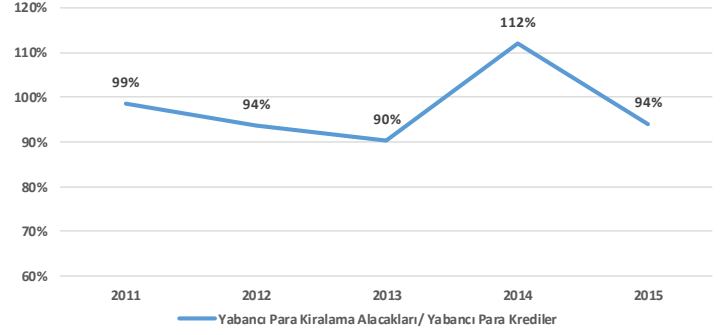
Finansal kiralama sektöründeki büyüme, son yıllarda bankacılık sektörünün üzerinde bir performans sergilemiştir. Bankacılık sektöründen daha yüksek bir sermaye getirisine sahip olan finansal kiralama sektörünün sermaye yapısındaki güçlenmeyi, bu durumun temel sebeplerinden biri olarak gösterebiliriz. Son dönemde daralan bankacılık kesimi sermaye getirisi, bankaları kredi oranlarında daha dikkatli davranmaya zorlayacağından, finansal kiralama şirketlerinin fonlama kaynaklarını çeşitlendirme yoluna gideceğini düşünüyoruz.

### Fonlama



Kaynak: Finans Leasing, Oyak Yatırım Araştırma

### Yabancı Para Kiralama Alacaklarının Fonlanması



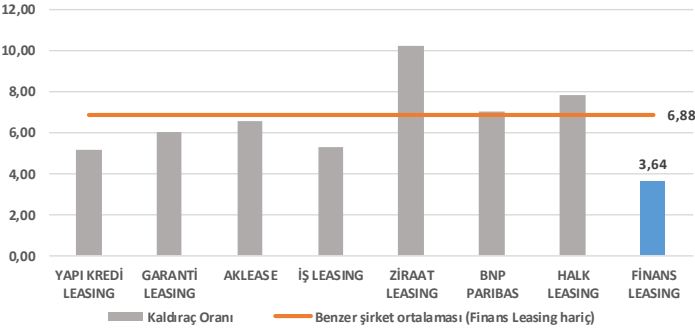
Kaynak: Finans Leasing, Oyak Yatırım Araştırma

Şirket, leasing alacaklarını son yıllara kadar banka kredileri ve özsermayesi ile fonlamaktaydı. Ancak ÖST piyasasının derinleşmesiyle birlikte son dönemde tahvil ihracıyla fonlama kaynakları çeşitlendirilmeye devam edilmiştir. 2015 sonu itibariyle, ihraç edilen tahvillerin leasing alacaklarına oranının %9 seviyesine ulaştığını hesaplamaktayız. Bu oranın 2017 sonu itibariyle %11'lere ulaşması mümkün olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, yabancı para leasing alacaklarının fonlamasında ağırlıklı olarak yabancı para kredi kullanılması ile Şirket'in doğal bir koruma mekanizması (hedging) kullandığını gözlemliyoruz. Yabancı para leasing alacaklarının fonlamasında oluşabilecek kur riskinin sınırlı olduğunu ve daha çok takibe düşen kredilerde sorun teşkil edebileceğini düşünmekteyiz. Yabancı para kaynaklı fonlamanın geçmiş senelere benzer şekilde devam edeceği varsayımıyla, Şirket'in kur hareketlerinden varlık kalitesi dışında bir risk teşkil etmeyeceğini düşünüyoruz. Şirket'in kaldıraç oranının önümüzdeki senelerde büyümeyle birlikte 3,6 çarpandan, 4,8 seviyesine yükselmesini beklemekteyiz.

## Kaldıraç

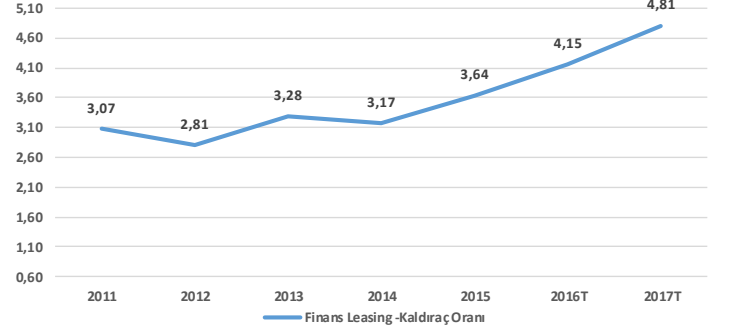
Önümüzdeki iki senede Finans Leasing'in kiralama alacaklarının sektörün üzerinde bir büyüme göstermesini bekliyoruz. Sektördeki benzer şirketlerin kaldıraç oranının ortalama 6,9 seviyesinde olduğunu dikkate alarak, Şirket'in 3,6 kaldıraç oranının 2017 sene sonu itibarıyla 4,8 çarpana ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Kaldıraç Oranı (2015)



Kaynak: Oyak Yatırım Araştırma, BDDK, Finans Leasing

Kaldıraç Oranı (Toplam Aktifler / Özkaynaklar)

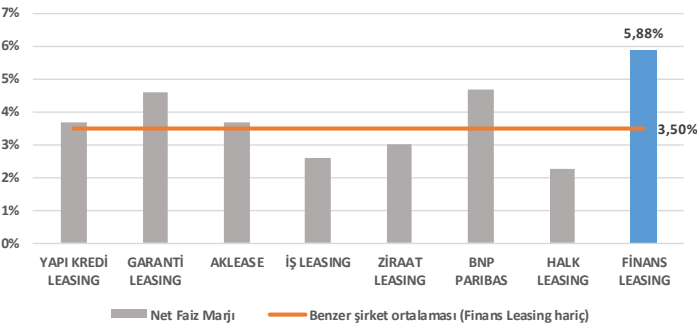


Kaynak: Finans Leasing, Oyak Yatırım Araştırma

## Net Faiz Marjı

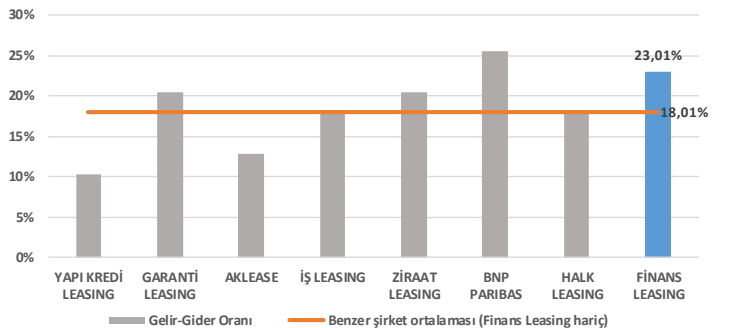
Şirket'in net faiz marjı 2015 yılında %5,9 olarak gerçekleşmiştir. Sektörde %5'in üzerinde pazar payına sahip benzer şirketlerin ortalama net faiz marjı dikkate alındığında bu rakamın 2015 yılında %3,5 düzeyinde olduğu hesaplanmaktadır. Finans Leasing'in net faiz marjının %5'in üzerinde pazar payına sahip şirketlerin üzerinde olduğunu görüyoruz. Şirket'in beklentilerine paralel olarak, net faiz marjının önümüzdeki iki sene içerisinde %6 seviyelerine ulaşmasını bekliyoruz.

Net Faiz Marjı (2015)



Kaynak: Oyak Yatırım Araştırma, BDDK, Finans Leasing

Gider-Gelir Oranı (2015)



Kaynak: Oyak Yatırım Araştırma, BDDK, Finans Leasing

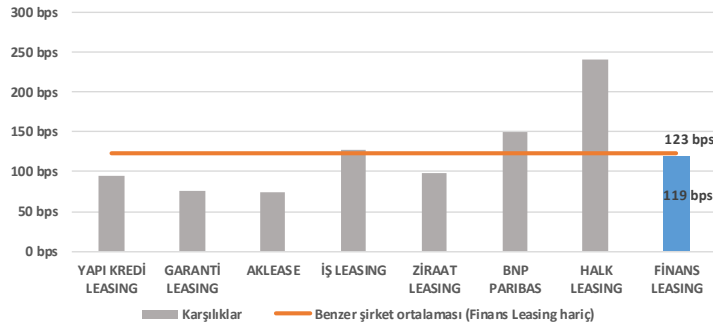
## Gider-Gelir Oranı

Şirket'in gider gelir oranı 2015 yılında yaklaşık %23 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in büyümesine paralel olarak operasyonel giderlerin net faiz gelirine oranının kademeli olarak 2017 sonu itibarıyla %22 seviyesine düşmesini öngörüyoruz.

## Karşılıklar

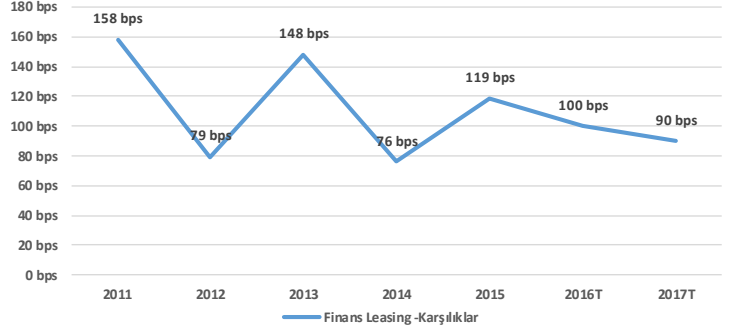
Geçmiş yıllarda kiralama alacak karşılıklarının 120 baz puan civarında seyretmesine karşın, hızlı büyümeye istinaden önümüzdeki senelerde karşılık oranlarının 2016'da 100 ve 90 baz puan seviyesinde seyretmesini beklemekteyiz.

Karşılıklar (2015)



Kaynak: Oyak Yatırım Araştırma, BDDK, Finans Leasing

Karşılıklar (Takipteki Alacaklara İlişkin Özel Karşılıklar/Kiralama Alacakları)



Kaynak: Finans Leasing, Oyak Yatırım Araştırma

## Sermaye Getirisi

2016 ve 2017 projeksiyonlarımızı modellediğimizde, Şirket'in özsermaye getiri oranının sırasıyla %9,4 ve %10,1 olarak gerçekleşmesini öngörmekteyiz.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016T	2017T
Özsermaye	421.544	468.528	509.666	557.555	609.099	668.859	740.324
Net Kar	36.352	46.984	41.545	48.032	51.562	59.760	71.466
Özsermaye Getiri Oranı	9,0%	10,6%	8,5%	9,0%	8,8%	9,4%	10,1%

Kaynak: Finans Leasing, Oyak Yatırım

Finans Leasing Beklentiler	2014	2015	2016T	2017T
Pazar Payı	6,2%	5,0%	6,9%	8,1%
Kiralama Alacakları / Alınan Krediler	145%	131%	129%	125%
Kaldıraç Oranı	3,17	3,64	4,15	4,81
Net Faiz Marjı	5,4%	5,8%	6,1%	5,8%
Gelir - Gider Oranı	23,5%	23,0%	22,3%	22,0%
Karşılıklar	76 bps	119 bps	100 bps	90 bps
Özsermaye Getiri Oranı	9,0%	8,8%	9,4%	10,1%

Kaynak: Finans Leasing, Oyak Yatırım

**Bilanço ('000 TL)**

<b>Aktifler</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	290.640	338.098	194.726	230.699	259.536	298.467
Kiralama İşlemleri	960.178	1.255.440	1.490.905	1.888.832	2.361.040	3.069.352
Takipteki Alacaklar	110.833	133.665	138.606	124.340	139.301	165.745
<i>Karşılıklar</i>	<i>64.549</i>	<i>83.006</i>	<i>94.201</i>	<i>71.853</i>	<i>74.296</i>	<i>96.585</i>
Maddi Duran Varlıklar (Net)	348	251	2.252	2.427	3.034	3.944
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (Net)	276	557	602	888	1.110	1.443
Diğer Aktifler	18.027	28.189	32.568	44.277	88.728	121.485
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>1.315.753</b>	<b>1.673.194</b>	<b>1.765.458</b>	<b>2.219.610</b>	<b>2.778.453</b>	<b>3.563.851</b>

<b>Pasifler</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Alınan Krediler	792.046	1.077.290	1.047.547	1.357.467	1.689.690	2.241.135
İhraç Edilen Menkul Kıymetler (Net)	0	0	77.880	174.359	250.000	350.000
Diğer Borçlar	35.767	64.056	68.993	71.497	89.371	116.183
Borç ve Gider Karşılıkları	3.959	5.061	5.620	6.383	7.979	10.372
Diğer Pasifler	15.453	17.121	7.863	805	72.555	105.836
Özkaynaklar	468.528	509.666	557.555	609.099	668.859	740.324
Ödenmiş Sermaye	115.000	115.000	115.000	115.000	115.000	115.000
Sermaye Yedekleri	40.381	40.381	40.381	40.381	40.381	40.381
Kar Yedekleri	266.163	313.147	354.692	402.724	462.484	533.949
Kar veya Zarar	46.984	41.545	48.032	51.562	59.760	71.466
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>1.315.753</b>	<b>1.673.194</b>	<b>1.765.458</b>	<b>2.219.610</b>	<b>2.778.453</b>	<b>3.563.851</b>

**Gelir Tablosu ('000 TL)**

	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Finansal Kiralama Gelirleri	82.275	103.090	133.115	168.457	207.454	261.467
Bankalardan Alınan Faizler	23.860	16.233	13.631	10.374	14.707	16.740
Finansman Giderleri	22.274	34.206	58.482	67.780	77.588	103.645
<b>Net Faiz Geliri</b>	<b>83.861</b>	<b>85.117</b>	<b>88.264</b>	<b>111.051</b>	<b>144.573</b>	<b>174.562</b>
Faaliyet Giderleri	23.869	28.734	33.655	39.242	46.263	57.605
Diğer Faaliyet Gelirler / Giderler (net)	8.413	22.742	23.135	17.302	0	0
Karşılıklar	11.896	23.831	17.993	23.638	23.610	27.624
Net Faaliyet K/Z	56.509	55.294	59.751	65.473	74.699	89.332
Vergiler	9.525	13.749	11.719	13.911	14.940	17.866
<b>Net Dönem Karı / Zararı</b>	<b>46.984</b>	<b>41.545</b>	<b>48.032</b>	<b>51.562</b>	<b>59.760</b>	<b>71.466</b>

*Kaynak: Finans Leasing, Oyak Yatırım Beklentileri*



#### IV. Metodoloji ve Değerleme Yaklaşımı

##### Seçilen Değerleme Yöntemleri ve Gerekçe

Finans Leasing'in fiyat tespitinde, Sermaye Piyasası Kurulu Seri:VIII No:45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olan metodolojiler arasından Şirket faaliyetlerine uygun olduğunu düşündüğümüz aşağıdaki iki değerlendirme yöntemi kullanılmıştır.

- Ekonomik Getiri Metodolojisi (WEVA)
- Piyasa Çarpanları Analizi

Bu yöntemlerin tercih edilmesinin temel nedeni, finansal hizmet sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin faaliyetleri ve dolayısı ile finansal rapor ve tabloları ile uyumlu değerlendirme yöntemleri olması, global olarak kabul gören ve en sık kullanılan yöntemler olmasıdır.

Finans Leasing; gayrimenkul, ticari araç veya çeşitli iş makineleri gibi yatırım mallarını müşterileriyle karşılıklı belirlediği koşullar altında müşterilerine kiraya vermekte ve kira süresinin sonunda ise belirli bir ücret karşılığında malın mülkiyetini müşterilerine devretmektedir. Finans Leasing, söz konusu yatırım mallarını kendi portföyünde tutmak veya kendi faaliyetleri kapsamında ve menfaatleri doğrultusunda faydalanmak amacıyla değil, müşterilerinin söz konusu yatırım mallarına sahip olmalarında uygun finansman sağlamak amacıyla müşterileriyle anlaştığı belirli bir dönem için portföyüne almaktadır. Söz konusu faaliyetler tamamen finansal faaliyetler olup, genellikle gayrimenkul, holding veya taahhüt firmalarının sahip oldukları gayrimenkul ve/veya iştirak portföyünün değerlemesinde kullanılan değerlendirme metodolojileri (Net Aktif Değeri ve Net Defter Değeri yöntemleri dahil) Finans Leasing'in değerlemesinde uygulanabilir yöntemler değildir.

Söz konusu tebliğde belirtilen diğer değerlendirme yöntemlerinin (Net Aktif Değeri ve Net Defter Değeri yöntemleri dahil), Finans Leasing'in faaliyetleri dikkate alındığında uygun ve kullanılabilir yöntemler olmadığı kanaatindeyiz.

##### Ekonomik Getiri Metodolojisi

Ekonomik Getiri Metodolojisi (Warranted Equity Value Approach veya WEVA), temelde Gordon Büyüme Modeli'ne dayanmakta olup, genellikle finansal şirketlerin değerinin hesaplanması için kullanılmaktadır. Şirket'in sürdürülebilir sermaye getirisi, risksiz getiri oranı ve sürdürülebilir büyüme oranı kullanarak şirket için hedef PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri) çarpanı belirlenir.

$$\frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{DD (Özkaynaklar)}} = \frac{(\text{Sermaye Getirisi} - \text{Büyüme})}{(\text{Özsermaye Maliyeti} - \text{Büyüme})}$$

İşbu Rapor'un III. bölümünde özetlenen sektör ve Şirket hakkındaki temel beklenti ve varsayımlar ışığında Şirket için yaptığımız 2 senelik projeksiyonlar sonucunda, Şirket'in özsermaye getiri oranının orta vadede %10 seviyesinde seyretmesini öngörmekteyiz.

TL ('000)	2012	2013	2014	2015	2016T	2017T
Büyüme						7,0%
Özsermaye Getirisi						10,1%
Risksiz Getiri Oranı						9,0%
Risk Primi						4,5%
Beta						0,65
Özsermaye Maliyeti						11,9%
Hedef PD/DD						0,64
Hedef Piyasa Değeri (TLmn)						472
İskonto oranı						1,09
Uyarlanmış Piyasa Değeri (TLmn)						434
Hisse Adedi						115
<b>Hisse Başına Hedef Fiyat (TL)</b>						<b>3,77</b>
Hisse Fiyatı (TL)						3,80
<b>Önemli Finansallar ve Rasyolar</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016T</b>	<b>2017T</b>
Kiralama Alacakları	960.178	1.255.440	1.490.905	1.888.832	2.361.040	3.069.352
NFG	83.861	85.117	88.264	111.051	144.573	174.562
Net Kar	46.984	41.545	48.032	51.562	59.760	71.466
Hisse Başı Kar	0,41	0,36	0,42	0,45	0,52	0,62
Hisse Başı DDD	4,07	4,43	4,85	5,30	5,82	6,44
F/K	9,3	10,5	9,1	8,5	7,3	6,1
F/DD	0,9	0,9	0,78	0,72	0,65	0,59
Sermaye Getirisi	10,6%	8,5%	9,0%	8,8%	9,4%	10,1%
Ödenmiş Sermaye	115.000	115.000	115.000	115.000	115.000	115.000
<b>Güncel Piyasa Değeri (TLmn)</b>						<b>437</b>
<b>Hedef Piyasa Değeri (TLmn)</b>						<b>434</b>

Finans Leasing için yukarıda özetlenen beklenti ve varsayımlar ışığında Ekonomik Getiri Metodolojisi ile elde edilen hisse başına hedef fiyat 3,77TL'dir.

### Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa Çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da işlem gören finansal kiralama şirketlerinin PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri) ve F/K (Fiyat Kazanç) çarpanları kullanılmıştır. Finans Leasing'in halka açıklık oranı 20 Haziran 2016 tarihi itibarı ile %1,09, benzer şirketlerin halka açıklık oranının altında kaldığını gözlemliyoruz.

### Piyasa Değeri Defter Değeri Çarpanları Analizi

Aşağıdaki finansal kiralama şirketlerinin 17 Haziran 2016 tarihli BİST kapanış fiyatları ile 31 Mart 2016 defter değerleri kullanılarak hesaplanan PD/DD çarpanları ve Finans Leasing'in (FFKRL) 31 Mart 2016 tarihli özkaynak değeri (defter değeri veya DD) kullanılarak, Finans Leasing'in PD/DD çarpanlarına göre hedef piyasa değeri hesaplanmıştır.

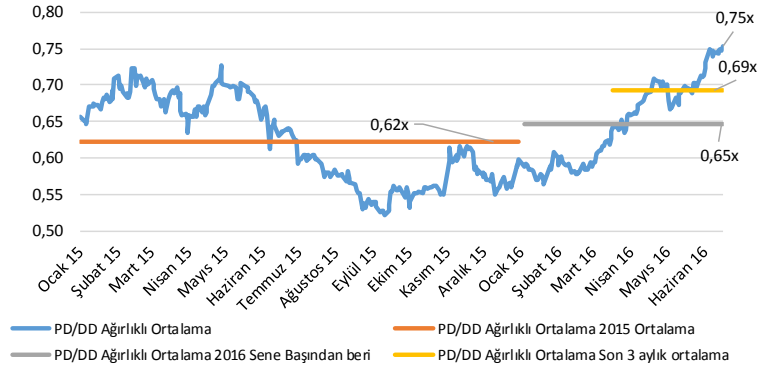
Finansal Kiralama Şirketleri	Halka Açıklık Oranı (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Defter Değeri (TLmn)	PD/DD
ISFIN	25.0%	558	722	0.77x
SEKFK	15.0%	38	60	0.63x
VAKFN	22.0%	106	148	0.71x
Medyan				0.71x
Ağırlıklı Ortalama				0.75x
Finans Leasing 31 Mart 2016 itibarıyla Özsermayesi (TLmn)				623
Hedef Piyasa Değeri (TLmn)				470
Ödenmiş Sermaye (TLmn)				115
<b>Hisse Başına Hedef Fiyat (TL)</b>				<b>4.09</b>

Kaynak: BIST

PD/DD Çarpanları Analizi metoduyla Finans Leasing için elde edilen hisse başına hedef fiyat 4,09 TL'dir.

Halka açık finansal kiralama şirketlerinin 2015 yılı, 2016 yılıbaşımdan bugüne ve son üç aylık ortalama PD/DD çarpanları sırası ile 0,62x, 0,65x ve 0,69x seviyesinde hesaplanmaktadır.

BİST'e Kote Finansal Kiralama Şirketleri Tarihsel Ortalama PD/DD Çarpanları



Kaynak: Finnet

2015 yılı ortalama PD/DD çarpanı halka açık finansal kiralama şirketlerinin 1 Ocak – 31 Mart tarihleri arasında günlük kapanış piyasa değerleri ile 31 Mart 2015 tarihli defter değerleri, 1 Nisan – 30 Haziran tarihleri arasında 30 Haziran 2015 tarihli defter değerleri, 1 Temmuz – 30 Eylül tarihleri arasında 30 Eylül 2015 tarihli defter değerleri, 1 Ekim - 31 Aralık tarihleri arasında 31 Aralık 2015 tarihli defter değerleri bölünerek hesaplanmıştır. 2016 sene başından bugüne kadarki dönem ortalama ve son üç aylık ortalama PD/DD çarpanı ise yine benzer şekilde, günlük kapanış piyasa değeri ile 31 Mart 2016 tarihli defter değerlerinin bölünmesi ile hesaplanmıştır.

Söz konusu ortalama değerler incelendiğinde ve güncel yukarı yönde gerçekleşen fiyatlamaya seviyeleri de dikkate alındığında, işbu Rapor tarihi itibarıyla Finans Leasing hisse fiyatı için hesaplanan hedef PD/DD çarpan seviyesinin makul olduğu kanaatine varılmaktadır.

### Fiyat Kazanç Çarpanları Analizi

Aşağıdaki finansal kiralama şirketlerinin 17 Haziran 2016 tarihli BİST kapanış fiyatları ile 31 Mart 2016 tarihli gelir tablosunu da dikkate alarak son dört çeyrek toplam net karları kullanılarak hesaplanan F/K çarpanları ve Finans Leasing'in (FFKRL) son dört çeyrek net karı kullanılarak, Finans Leasing'in F/K çarpanlarına göre hedef piyasa değeri hesaplanmıştır.

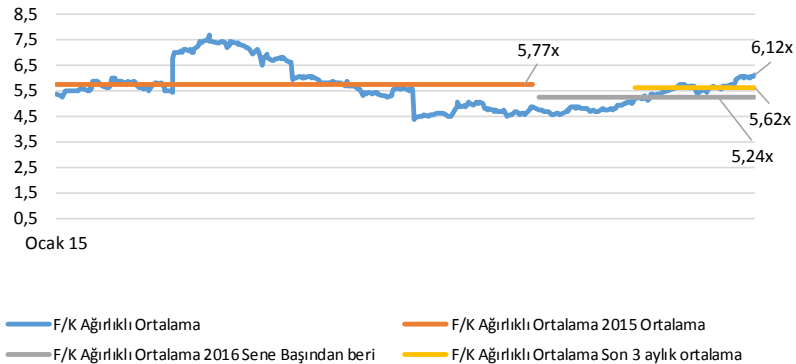
Finansal Kiralama Şirketleri	Halka Açıklık Oranı (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Net Kar (TLmn)	F/K
ISFIN	25.0%	558	87	6.45x
SEKFK	15.0%	38	4	9.88x
VAKFN	22.0%	106	24	4.36x
Medyan				6.45x
Ağırlıklı Ortalama				6.12x
Finans Leasing Son 12 Ay (31 Mart Dahil) Net Kar (TLmn)				53
Hedef Piyasa Değeri (TLmn)				322
Ödenmiş Sermaye (TLmn)				115
<b>Hisse Başına Hedef Fiyat (TL)</b>				<b>2.80</b>

Kaynak: BİST

F/K Çarpanları Analizi metoduyla Finans Leasing için elde edilen hisse başına hedef fiyat 2,80TL'dir.

Halka açık finansal kiralama şirketlerinin 2015 yılı, 2016 yılıbaşımdan bugüne ve son üç aylık ortalama F/K çarpanları sırası ile 5,77x, 5,24x ve 5,62x seviyesinde hesaplanmaktadır.

#### BİST'e Kote Finansal Kiralama Şirketleri Tarihsel Ortalama F/K Çarpanları



Kaynak: Finnet

Ortalama F/K çarpanı hesaplanmasında halka açık finansal kiralama şirketlerinin günlük kapanış piyasa değerleri ile ilgili dönem son 12 aylık toplam net karlarına bölünmesi ile hesaplanmıştır. Örneğin, 1 Ocak – 31 Mart tarihleri arasındaki günlük kapanış piyasa değerleri ile 31 Mart 2014 ile 31 Mart 2015 tarihleri arasındaki döneme ait net kar tutarı 2014 yılsonu 12 aylık net karından 31 Mart 2014 tarihli üç aylık net karının çıkartılıp 31 Mart 2015 tarihli 3 aylık net karının toplanması ile hesaplanan 12 aylık net kar rakamına bölünmesi ile hesaplanmıştır. Söz konusu hesaplama yöntemi her finansal çeyrek için

tekrarlanarak ilgili dönemdeki piyasa değerlerinin bölünmesi ile ortalama F/K çarpanları hesaplanmıştır.

Yukarıda anlatılan yöntemle göre hesaplanmış ortalama F/K çarpan seviyeleri incelendiğinde ve güncel yukarı yönde gerçekleşen fiyatlamaya seviyeleri de dikkate alındığında, işbu Rapor tarihi itibarıyla Finans Leasing hisse fiyatı için hesaplanan hedef F/K çarpan seviyesinin makul olduğu kanaatine varılmaktadır.

Aşağıdaki tabloda belirtildiği üzere, PD/DD ve F/K yöntemlerinin eşit ağırlıklandırılmasıyla Finans Leasing hisseleri için hedef birim fiyat 3,44TL olarak tespit edilmiştir.

#### Piyasa Çarpanları Analizi

<b>PD/DD</b>	<b>1Ç2016</b>
Hedef Çarpanlar	0,75x
Hedef Pay Fiyatı	4,09x
<b>Ortalama Hedef Pay Fiyatı (TL)</b>	<b>4,09x</b>

<b>F/K</b>	<b>1Ç2016</b>
Hedef Çarpanlar	6,12x
Hedef Pay Fiyatı	2,80x
<b>Ortalama Hedef Pay Fiyatı (TL)</b>	<b>2,80x</b>

<b>Hedef Pay F</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)</b>
PD/DD	50%	2,04
F/K	50%	1,40
<b>Hedef Pay Fiyatı</b>		<b>3,44</b>

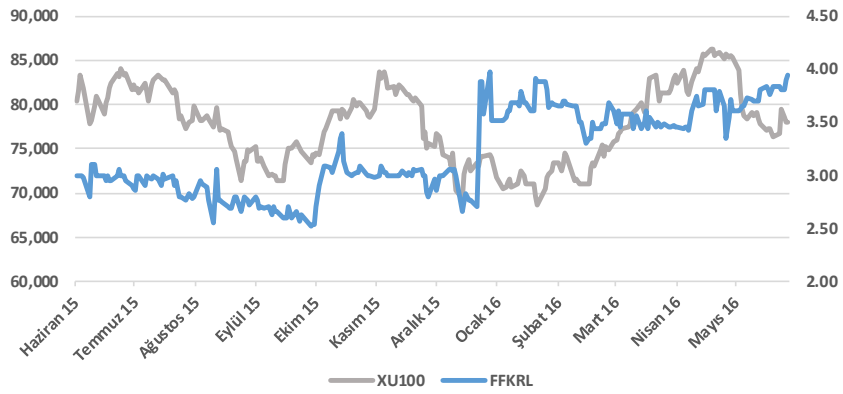
## V. Değerleme Sonuçları

Yukarıda açıklanan değerlendirme yöntemlerinden, Ekonomik Getiri Metodolojisi'nin %50 ve Piyasa Çarpanları Analizi'nin %50 (PD/DD çarpanlarının %25 ve F/K çarpanlarının %25) ağırlıklandırılması ile elde edilen hisse başına hedef fiyat 3,61 TL olarak tespit edilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Pay Değeri (TL)	Ağırlıklandırılmış Pay	
		Ağırlık	Değeri (TL)
<b>WEVA</b>	<b>3.77</b>	<b>50%</b>	<b>1.89</b>
<b>Piyasa Çarpanları Analizi</b>	<b>3.44</b>	<b>50%</b>	<b>1.72</b>
PD/DD Çarpan Analizi	4.09	25%	1.02
F/K Çarpan Analizi	2.80	25%	0.70
<b>Hedef Pay Değeri</b>			<b>3.61</b>
<b>Toplam Pay Sayısı</b>			<b>115,000,000</b>
<b>Toplam Şirket Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>414,886,054</b>

## 52 Haftalık Hisse Performansı

### 52 Haftalık Hisse Performansı



Kaynak: Borsa İstanbul

**Raporu Hazırlayan:****Alpay Dinçkoç**

Genel Müdür Yardımcısı

**İzzet Özdal**

Kurumsal Finansman Grup Müdürü

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.

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.