

13 Mayıs 2019 Pazartesi

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	10,60	FD/FAVÖK (Cari)	32x				
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	7,11	F/K (Cari)	3,8x				
UFRS Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan		Beklenti		Sapma %			
(mn TL)	1Ç19	4Ç18	Çeyreksel %	1Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	4.288	4.505	-5%	3.407	26%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	4.585	3.530	30%	4.292	7%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	2.507	1.439	74%	2.536	-1%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	1.057	429	146%	1.066	-1%	900	841	17%	26%
Brüt Kar Marjı	106,9%	78,4%	28,6 yp	126,0%	-19 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	58,5%	31,9%	26,5 yp	74,4%	-16 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Net Kar Marjı	24,6%	9,5%	15,1 yp	31,3%	-6,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Sabancı Holding (SAHOL) 1Ç19 Finansal Sonuçları: Beklentinin üzerinde net kar (=)

Sabancı Holding, 1Ç19 için 900 mn TL olan beklentimizin %17,0, piyasa beklentisinin ise %26,0 üzerinde 1,06 mlr TL net kar açıkladı. Bu rakam bir önceki çeyreğe göre %146,2 artışa, bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,9 düşüşe işaret etmektedir. 1Ç19'da enerji segmentinde üretim tarafında karlılığın beklentimizin üzerinde gerçekleşmesi konsolide net kar tahminimizde yukarı yönlü sapmaya neden olmuştur. Holding'in 1Ç19'da kombine gelirleri bir önceki çeyreğe göre %6,5 düşüş, yıllık bazda %20,3 artış göstererek 23,9 mlr TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Sabancı Holding'in 2018 sonunda 2,6 mlr TL olan solo net nakit pozisyonu, temel olarak Akbank'ın 2019 ilk çeyrekte gerçekleştirilen bedelli sermaye artırımının etkisi ile 1Ç19 itibarıyla 1,6 mlr TL'ye geriledi. Sabancı Holding için 10,60 TL olan hedef fiyatımızı ve kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli ise "AL" önerimizi koruyoruz.

- **Enerji segmentinde güçlü karlılık artışı** - Sabancı Holding, 1Ç19 için 900 mn TL olan beklentimizin %17,0, piyasa beklentisinin ise %26,0 üzerinde 1,06 mlr TL net kar açıkladı. Bu rakam bir önceki çeyreğe göre %146,2 artışa, bir önceki yılın aynı dönemine göre %0,9 düşüşe işaret etmektedir. Konsolide net kara segment bazında bakıldığında; Akbank öncülüğünde finans segmentinde çeyrek bazda %31,7 artış görülürken, enerji segmentinde üretim öncülüğünde bir önceki çeyreğe göre %91,3 yükselme gerçekleşmiştir. Operasyonel karlılıktaki artışa karşın, artan finansman giderleri nedeniyle perakende segmentinde 1Ç19'da 82 mn TL net zarar kaydedilmiştir.
- **1Ç19'da kombine gelirleri çeyrek bazda %6,5 geriledi** - Holding'in 1Ç19'da kombine gelirleri bir önceki çeyreğe göre %6,5 düşüş, yıllık bazda %20,3 artış göstererek 23,9 mlr TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde finans segmentinde çeyrek bazda gelir düşüşü %3,6 olurken, enerji segmentinde gelirlerin bir önceki çeyreğe göre %23,0 gerilemesi toplam kombine gelirleri olumsuz etkiledi.
- **FAVÖK, 1Ç19'da bütün segmentlerde iyileşme gösterdi** - Holding'in 2019 yılı ilk çeyrekte bütün segmentlerde görülen iyileşme neticesinde kombine FAVÖK bir önceki çeyreğe göre %61,3 oranında artış göstermiştir. 1Ç19'da enerji sektörünün FAVÖK marjı çeyrek bazda 8 puan artarken gösterirken, perakende segmentinde bir önceki çeyrekte negatif olan FAVÖK marjı pozitif dönerek %5,9 düzeyine ulaşmıştır. Finans segmentinde, Akbank'ın 1Ç19'da güçlü artan komisyon gelirlerinin yanı sıra net ticari zararının azalması çeyrek bazda karlılığı olumlu etkiledi.
- **Net nakit pozisyonu 1,6 mlr TL'ye geriledi** - Holding'in 2018 sonunda 2,6 mlr TL olan solo net nakit pozisyonu, temel olarak Akbank'ın 1Ç19'da gerçekleştirilen bedelli sermaye artırımının etkisi ile 1Ç19 itibarıyla 1,6 mlr TL'ye geriledi. Öte yandan Holding 2019 yılsonu beklentilerini değiştirmede. Sabancı Holding 2019 yılında kombine satış gelirlerinde %10-20 aralığında artış öngörürken, tek seferlik gelir/gider hariç olmak üzere banka dışı kombine FAVÖK'te %10-20 aralığında yükseliş beklenmektedir.
- **Sabancı Holding hisseleri %48,0 iskontolu işlem görüyor** - Son kapanış itibarıyla, Sabancı Holding'in net aktif değerine göre iskontosu %48,0 düzeyinde olup, son 3 yıllık ortalama iskonto (%40) düzeyinin üzerinde seyretmektedir. Holding hisseleri son 1 ayda endekse göre %4,9 negatif ayrılmıştır. Sabancı Holding için 10,60 TL olan hedef fiyatımızı ve kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli ise "AL" önerimizi koruyoruz.

Analist: Tuğba SAYGIN
e-posta: tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr
Tel: +90 212 403 41 31

13 Mayıs 2019 Pazartesi

Sektörlere Göre Finansal Sonuçlar

mn TL	1Ç19	4Ç18	Çeyreksele %	1Ç18	Yıllık %
Kombine Gelirler					
Finans	11.934	12.377	-3,6%	9.034	32,1%
Enerji	5.831	7.570	-23,0%	5.158	13,1%
Sanayi	2.482	2.557	-2,9%	1.761	41,0%
Perakende	2.217	2.276	-2,6%	1.957	13,3%
Çimento	744	794	-6,4%	748	-0,6%
Diğer	776	64	1114,1%	1.272	-39,0%
Toplam	23.983	25.639	-6,5%	19.931	20,3%
Kombine Gelirlere Katkı					
Finans	49,8%	48,3%	1,5 yp	45,3%	4,4 yp
Enerji	24,3%	29,5%	-5,2 yp	25,9%	-1,6 yp
Sanayi	10,4%	10,0%	0,4 yp	8,8%	1,5 yp
Perakende	9,2%	8,9%	0,4 yp	9,8%	-0,6 yp
Çimento	3,1%	3,1%	0 yp	3,8%	-0,7 yp
Diğer	3,2%	0,2%	3 yp	6,4%	-3,2 yp
Kombine FAVÖK					
Finans	2.232	1.488	50,1%	2.361	-5,4%
Enerji	1.503	1.355	10,9%	959	56,7%
Sanayi	310	231	34,5%	292	6,5%
Perakende	130	-73	a.d.	23	464,8%
Çimento	94	81	16,3%	161	-41,6%
Diğer	669	-20	a.d.	1.199	-44,2%
Toplam	4.939	3.062	61,3%	4.995	-1,1%
Kombine FAVÖK'e Katkı					
Finans	45,2%	48,6%	-3,4 yp	47,3%	-2,1 yp
Enerji	30,4%	44,3%	-13,8 yp	19,2%	11,2 yp
Sanayi	6,3%	7,5%	-1,3 yp	5,8%	0,4 yp
Perakende	2,6%	-2,4%	5 yp	0,5%	2,2 yp
Çimento	1,9%	2,6%	-0,7 yp	3,2%	-1,3 yp
Diğer	13,5%	-0,6%	14,2 yp	24,0%	-10,5 yp
Konsolide Net Kar					
Finans	665	505	31,7%	723	-8,0%
Enerji	321	168	91,3%	50	538,0%
Sanayi	48	30	62,0%	91	-47,3%
Perakende	-82	-142	-42,3%	-30	175,3%
Çimento	20	-29	a.d.	31	-34,4%
Diğer	85	-102	a.d.	201	-58,0%
Toplam	1.056	429	146,0%	1.066	-1,0%

Kaynak: Şirket, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

13 Mayıs 2019 Pazartesi

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	1Ç19	4Ç18	Çeyrekse %	1Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	4.288	4.505	-5%	3.407	26%	-	-	m.d.	m.d.
SMM	297	-975	a.d.	884	-66%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	4.585	3.530	30%	4.292	7%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-2.412	-2.320	4%	-1.948	24%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	2.173	1.210	80%	2.344	-7%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	2.507	1.439	74%	2.536	-1%	-	-	m.d.	m.d.
Op. Olmayan Gelir/Gider	-671	-716	-6%	-763	-12%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	1.502	494	204%	1.581	-5%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	1.057	429	146%	1.066	-1%	900	841	17%	26%
Brüt Kar Marjı	107%	78%	28,6 yp	126%	-19 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	58%	32%	26,5 yp	74%	-16 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Net Kar Marjı	25%	10%	15,1 yp	31%	-6,6 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.

Bilanço (mn TL)	3A19	12A18		3A18	
Dönen Varlıklar	213.842	185.300	15%	171.534	25%
Hazır Değerler	29.807	23.658	26%	14.257	109%
Menkul Kıymetler	17.511	15.838	11%	8.038	118%
KV Ticari Alacaklar	2.055	2.011	2%	1.902	8%
Stoklar	3.207	2.945	9%	2.658	21%
Diğer Dönen Varlıklar	161.262	140.849	14%	144.679	11%
Duran Varlıklar	191.445	186.386	3%	192.193	0%
Aktif Toplamı	405.288	371.686	9%	363.726	11%
KV Borçlar	277.422	255.444	9%	250.637	11%
KV Finansal Borçlar	260.025	236.357	10%	236.967	10%
KV Ticari Borçlar	3.688	3.373	9%	2.599	42%
Diğer KV Borçlar	13.710	15.714	-13%	11.071	24%
UV Borçlar	69.135	59.846	16%	60.556	14%
UV Finansal Borçlar	55.334	49.041	13%	53.539	3%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	13.801	10.805	28%	7.017	97%
Öz Sermaye	58.731	56.396	4%	52.533	12%
Pasif Toplamı	405.288	371.686	9%	363.726	11%
Net Borç	268.039	245.903	9%	268.211	0%
Alacak Tahsilat Süresi	45	47		45	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	82	82		76	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	85	85		82	
Nakit Döndürme Süresi	60	61		56	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr	Kıdemli Analist	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE EKINCEM.EKE@vakifyatirim.com.tr	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.