

07 Ağustos 2019 Çarşamba

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	10,60	FD/FAVÖK (Cari)	30,5x
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	9,35	F/K (Cari)	5,4x
UFRS Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan		Beklenti	
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyrek %	2Ç18	Yıllık %
Net Satışlar	4.813	4.288	12,2%	3.937	22,2%
Brüt Kar	4.358	4.585	-5%	4.152	5%
FAVÖK	2.263	2.507	-10%	2.038	11%
Net Dönem Karı	889	1.057	-15,9%	1.155	-23,0%
Brüt Kar Marjı	90,5%	106,9%	-16,4 yp	105,4%	-14,9 yp
FAVÖK Marjı	47,0%	58,5%	-11,5 yp	51,8%	-4,8 yp
Net Kar Marjı	18,5%	24,6%	-6,2 yp	29,3%	-10,9 yp

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

**Beklentilere paralel net kar (=)**

Sabancı Holding, 2Ç19'da beklentilere paralel 889 mn TL net kar açıkladı. Açıklanan net kar çeyrek %15,9, yıllık %23,0 düşüşe işaret ediyor. 2Ç19'da konsolide bazda bankacılık ve çimento segmentinde karlılık gerilerken, sanayi segmentinde görülen iyileşme (Ç/Ç: +%168,5, Y/Y: +%42,1) Holding'in net karındaki düşüşü sınırladı. Holding'in 2Ç19'da kombine net satış gelirleri çeyrek bazda %2,6, yıllık ise %13,1 artış göstererek 24,6 mlr TL olarak gerçekleşti. Sabancı Holding'in 2Ç19 itibariyle solo net nakit pozisyonu 1,5 mlr TL düzeyindedir (1Ç19: 1,6 mlr TL). Holding'in beklentilere paralel net kar açıklamasının hisse performansına etkisinin "nötr" olmasını bekliyoruz. Holding 2Ç19 finansal sonuçlarına ilişkin TSİ 18:00'de telekonferans toplantısı düzenleyecek. Sabancı Holding için hedef fiyatımız ve önerimizi koruyoruz.

- **Sanayi segmentinde güçlü karlılık artışı** - Sabancı Holding, 2Ç19'da beklentimize paralel 889 mn TL (Piyasa beklentisi: 911 mn TL) net kar açıkladı. Açıklanan net kar çeyrek %15,9, yıllık %23,0 düşüşe işaret etmektedir. Konsolide net kara segment bazında bakıldığında; Akbank öncülüğünde finans segmentinde çeyrek bazda %14,9 gerileme görülürken, sanayi segmentinde bir önceki çeyreğe göre %168,5 yükseliş gerçekleşmiştir. FAVÖK'teki iyileşmeye karşın, artan finansman giderleri nedeniyle perakende ve çimento segmentinde 2Ç19'da sırasıyla 76 mn TL ve 13 mn TL net zarar kaydedilmiştir.
- **2Ç19'da kombine gelirleri yıllık bazda %23 arttı** - Holding'in 2Ç19'da kombine gelirleri bir önceki çeyreğe göre %2,6, yıllık bazda %23 artış göstererek 24,6 mlr TL düzeyinde gerçekleşti. Aynı dönemde finans segmentinde gelirler çeyrek bazda sınırlı değişim gösterirken, enerji (+%12,7), perakende (+%15,6) ve çimento (+%29,0) segmentinde gelirlerin artması toplam kombine gelirleri olumlu etkiledi. Çimento sektöründe şirketlerin ihracat hacimlerindeki artış, gelirlerdeki büyümeyi destekledi.
- **FAVÖK 2Ç19'da yıllık bazda %21,4 yükseldi** - Holding'in 2019 yılı ikinci çeyrekte kombine FAVÖK'ü bir önceki çeyreğe göre %11,9 düşüş, yıllık bazda %21,4 oranında artış göstererek 4,35 mlr TL olarak gerçekleşti. Çeyrek bazda bakıldığında, finans ve diğer iş kollarına ait segmentlerde operasyonel karlılıkta görülen düşüş, FAVÖK'te gerilemeye neden oldu. Finans segmentinde 1Ç19'da 294 mn TL olarak gerçekleşen net ticari karın, 2Ç19'da artan swap giderlerinin de etkisi ile 273 mn TL zarara dönmesi ve daha zayıf gerçekleşen tahsilatlara bağlı olarak diğer faaliyet gelirlerinin azalması, Akbank'ın net karını çeyrek bazda olumsuz etkiledi.
- **Net nakit pozisyonu 1,5 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 2Ç19 itibariyle 1,5 mlr TL'ye geriledi (1Ç19: 1,6 mlr TL)
- **NAD'a göre %39 iskontolu işlem görüyor** - Net aktif değerine göre %39 iskontolu işlem gören ve son 1 ayda endekse göre %2,7 pozitif ayrışma gösteren Sabancı Holding hisselerinin, beklentilere paralel gelen net kar nedeniyle finansallara "nötr" tepki vermesini bekliyoruz. Sabancı Holding için 10,60 TL olan hedef fiyatımızı ve kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli ise "AL" önerimizi koruyoruz.

07 Ağustos 2019 Çarşamba

## Sektörlere Göre Finansal Sonuçlar

mn TL	2Ç19	1Ç19	Çeyreksele %	2Ç18	Yıllık %
<b>Kombine Gelirler</b>					
Finans	11.940	11.934	0,1%	10.099	18,2%
Enerji	6.569	5.831	12,7%	4.754	38,2%
Sanayi	2.547	2.482	2,6%	2.010	26,7%
Perakende	2.564	2.217	15,6%	2.132	20,2%
Çimento	959	744	29,0%	955	0,4%
Diğer	19	776	-97,5%	40	-51,3%
<b>Toplam</b>	<b>24.599</b>	<b>23.983</b>	<b>2,6%</b>	<b>19.990</b>	<b>23,1%</b>
<b>Kombine Gelirlere Katkı</b>					
Finans	48,5%	49,8%	-1,2 yp	50,5%	-2 yp
Enerji	26,7%	24,3%	2,4 yp	23,8%	2,9 yp
Sanayi	10,4%	10,4%	0 yp	10,1%	0,3 yp
Perakende	10,4%	9,2%	1,2 yp	10,7%	-0,2 yp
Çimento	3,9%	3,1%	0,8 yp	4,8%	-0,9 yp
Diğer	0,1%	3,2%	-3,2 yp	0,2%	-0,1 yp
<b>Kombine FAVÖK</b>					
Finans	1.888	2.232	-15,4%	1.923	-1,8%
Enerji	1.762	1.503	17,2%	1.128	56,2%
Sanayi	445	310	43,2%	293	51,8%
Perakende	196	130	49,9%	7	2581,7%
Çimento	155	94	64,9%	248	-37,5%
Diğer	-94	669	a.d.	-14	578,0%
<b>Toplam</b>	<b>4.351</b>	<b>4.939</b>	<b>-11,9%</b>	<b>3.584</b>	<b>21,4%</b>
<b>Kombine FAVÖK'e Katkı</b>					
Finans	43,4%	45,2%	-1,8 yp	53,6%	-10,2 yp
Enerji	40,5%	30,4%	10,1 yp	31,5%	9 yp
Sanayi	10,2%	6,3%	3,9 yp	8,2%	2 yp
Perakende	4,5%	2,6%	1,9 yp	0,2%	4,3 yp
Çimento	3,6%	1,9%	1,7 yp	6,9%	-3,4 yp
Diğer	-2,2%	13,5%	-15,7 yp	-0,4%	-1,8 yp
<b>Konsolide Net Kar</b>					
Finans	565	665	-14,9%	578	-2,2%
Enerji	315	321	-1,7%	101	210,8%
Sanayi	129	48	168,5%	91	42,1%
Perakende	-76	-82	-7,2%	158	-148,1%
Çimento	-13	20	a.d.	67	-119,4%
Diğer	-31	85	a.d.	160	-119,3%
<b>Toplam</b>	<b>889</b>	<b>1.057</b>	<b>-15,9%</b>	<b>1.155</b>	<b>-23,1%</b>

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

07 Ağustos 2019 Çarşamba

Gelir Tablosu (m n TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	4.813	4.288	12%	3.937	22%	0	-	-	-
SMM	-455	297	a.d.	214	a.d.	-	-	-	-
Brüt Kar	4.358	4.585	-5%	4.152	5%	-	-	-	-
Operasyonel Gider	-2.446	-2.412	1%	-2.316	6%	-	-	-	-
FVÖK	1.912	2.173	-12%	1.836	4%	-	-	-	-
FAVÖK	2.263	2.507	-10%	2.038	11%	0	-	-	-
Op. Olmayan Gelir/Gider	-676	-671	1%	-138	391%	-	-	-	-
VÖK	1.236	1.502	-18%	1.698	-27%	-	-	-	-
Net Dönem Karı	889	1.057	-16%	1.155	-23%	842	911	6%	-2%
Brüt Kar Marjı	91%	107%	-16,4 yp	105%	-14,9 yp	-	-	-	-
FAVÖK Marjı	47%	58%	-11,5 yp	52%	-4,8 yp	-	-	-	-
Net Kar Marjı	18%	25%	-6,2 yp	29%	-10,9 yp	-	-	-	-

Bilanço (m n TL)	6A19	3A19		6A18	
Dönen Varlıklar	208.578	213.842	-2%	185.177	13%
Hazır Değerler	23.956	29.807	-20%	18.033	33%
Menkul Kıymetler	22.433	17.511	28%	9.843	128%
KV Ticari Alacaklar	1.784	2.055	-13%	2.061	-13%
Stoklar	3.184	3.207	-1%	2.998	6%
Diğer Dönen Varlıklar	157.222	161.262	-3%	152.241	3%
Duran Varlıklar	185.612	191.445	-3%	198.775	-7%
Aktif Toplamı	394.191	405.288	-3%	383.952	3%
KV Borçlar	274.011	277.422	-1%	263.715	4%
KV Finansal Borçlar	257.672	260.025	-1%	246.626	4%
KV Ticari Borçlar	3.894	3.688	6%	2.847	37%
Diğer KV Borçlar	12.445	13.710	-9%	14.243	-13%
UV Borçlar	59.387	69.135	-14%	66.448	-11%
UV Finansal Borçlar	46.313	55.334	-16%	58.125	-20%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	13.074	13.801	-5%	8.324	57%
Öz Sermaye	60.793	58.731	4%	53.789	13%
Pasif Toplamı	394.191	405.288	-3%	383.952	3%

Net Borç	257.596	268.039	-4%	276.874	-7%
Alacak Tahsilat Süresi	42	45		46	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	81	82		78	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	87	85		82	
Nakit Döndürme Süresi	54	60		60	

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](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

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