

18 Şubat 2019 Pazartesi

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	19,50	FDFAVÖK (Cari):	5,2x							
Uzun Vadeli Öner	TUT	Kapanış Fiyatı (TL)	17,65	F/K (Cari):	8,1x							
UFRS Gelir Tablosu		Açıklanan							Beklenti		Sapma %	
(mn TL)	4Ç18	3Ç18	Çeyrekse %	4Ç17	Yıllık %	12A18	12A17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	39.621	45.350	-12,6%	27.354	44,8%	142.470	98.273	45,0%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	5.835	7.849	-25,7%	4.157	40,4%	22.439	16.277	37,9%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	3.325	5.343	-37,8%	2.023	64,4%	13.540	9.046	49,7%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	1.710	1.267	35,0%	1.077	58,8%	5.537	4.909	12,8%	1.137	1.500	50%	14%
Brüt Kar Marjı	14,7%	17,3%	-2,6 yp	15,2%	-0,5 yp	16%	17%	-0,8 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	8,4%	11,8%	-3,4 yp	7,4%	1 yp	9,5%	9,2%	0,3 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Net Kar Marjı	4,3%	2,8%	1,5 yp	3,9%	0,4 yp	4%	5%	-1,1 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

Koç Holding (KCHOL) 4Ç18 Finansal Sonuçları: Beklentilerin üzerinde net kar (+)

Koç Holding, 4Ç18 için bizim beklentimizin %50, piyasa beklentisi olan 1,5 mlr TL'nin %14 üzerinde 1,71 mlr TL (Ç/Ç: +35,0, Y/Y: +%58,8) net kar açıkladı. Enerji segmentinde 4Ç'de operasyonel olmayan gelirlerde artış görülmesi net karı olumlu etkilemiştir. 4Ç'de güçlü net kar artışına karşın operasyonel kar bir önceki çeyreğe göre %32,1 azaldı. Holding'in 3Ç18'de 330 mn \$ olan solo net nakit pozisyonu 2018 yılsonu itibariyle 427 mn \$'a ulaştı. Açıklanan 4Ç18 sonuçlarının hisse performansına sınırlı olumlu yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Koç Holding için 12 aylık hedef fiyatımızı 19,30 TL'den 19,50 TL'ye revize ediyoruz. Hisse için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri" önerimizi korurken, uzun vadede "AL" önerimizi "TUT" olarak revize ediyoruz.

- Beklentimizin üzerinde net kar** - Koç Holding, 4Ç18 için bizim beklentimizin %50, piyasa beklentisi olan 1,5 mlr TL'nin %14 üzerinde 1,71 mlr TL net kar açıkladı. Bu rakam bir önceki yılın aynı dönemine göre %35,0, bir önceki çeyreğe göre ise %58,8 artışa işaret etmektedir. Konsolide net kardaki çeyrekse bazda artışa en yüksek katkıyı enerji (çeyrekse: +%112,9) ve otomotiv (çeyrekse: +%34,1) sektörleri sağlamıştır. Enerji segmentinde 4Ç'de operasyonel olmayan gelirlerde artış görülmesi net karı olumlu etkilemiştir.
- Holding'in 4Ç18'de kombine gelirleri geriledi** - Holding'in 4Ç18'de kombine gelirleri bir önceki çeyreğe göre %4,4, yıllık bazda ise %40,0 oranında artarak 86,1 mlr TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde otomotiv segmentinde çeyrekse bazda gelir artışı %25,9 olurken, enerji segmentinde gelirlerin bir önceki çeyreğe göre %17,0 daralması toplam kombine gelirleri bir miktar olumsuz etkiledi. 2018 yılı tamamı için Holding'in kombine gelirleri yıllık bazda %40,9 artış göstermiştir.
- Güçlü net kar artışına karşın operasyonel karlılık azaldı** - Holding'in 2018 yılı dördüncü çeyrekte kombine operasyonel karı bir önceki çeyreğe göre %32,1 oranında gerileme göstermiştir. Enerji sektörünün operasyonel kar marjı çeyrekse bazda 5,2 puan düşüş gösterirken, dayanıklı tüketim segmentinde bu oran %7,3'den %9,0 düzeyine çıkmıştır. Temel olarak enerji tarafında görülen düşüş, son çeyrekte Tüpraş'ın operasyonel karlılığın azalmasından kaynaklanmaktadır. 2018 yılı tamamında ise operasyonel karın enerji sektörü öncülüğünde yıllık bazda %45,8 arttığı görülmektedir.
- Net nakit pozisyonu 427 mn \$'a çıktı** - Holding'in 3Ç18'de 330 mn \$ olan solo net nakit pozisyonu 2018 yılsonu itibariyle 427 mn \$'a ulaştı. Ayrıca aynı dönemde Holding'in kombine net finansal borç/FAVÖK oranı 1,8x'den 1,5x'e gerilemiştir.
- Koç Holding hisseleri %5,0 iskontolu işlem görüyor** - Son kapanış itibariyle, Koç Holding'in net aktif değerine göre iskontosu %5,0 düzeyinde olup, son 3 yıllık ortalama iskonto düzeyinin üzerinde seyretmektedir. Holding hisseleri son 1 ayda endekse göre %6,7 pozitif ayrılmıştır. Koç Holding için Parçaların Toplamı Yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 19,30 TL'den 19,50 TL'ye revize ediyoruz. Hisse için kısa vadede "Endekse Paralel Getiri" önerimizi korurken, uzun vadede "AL" önerimizi "TUT" olarak revize ediyoruz.

18 Şubat 2019 Pazartesi

Sektörlere Göre Finansal Sonuçlar

milyon TL	4Ç18	3Ç18	Çeyreksel %	4Ç17	Yıllık %	2018	2017	Yıllık %
Kombine Gelirler								
Enerji	41.546	50.057	-17,0%	26.581	56,3%	153.250	97.574	57,1%
Otomotiv	19.361	15.376	25,9%	17.239	12,3%	65.716	55.557	18,3%
Dayanıklı Tüketim	8.118	8.391	-3,3%	6.327	28,3%	30.244	23.361	29,5%
Finans	12.803	12.559	1,9%	8.155	57,0%	43.227	29.700	45,5%
Diğer	4.282	3.672	16,6%	3.208	33,5%	13.837	11.108	24,6%
Toplam	86.111	90.055	-4,4%	61.509	40,0%	306.275	217.299	40,9%
Kombine Gelirlere Katkı								
Enerji	48,2%	55,6%	-7,3 yp	43,2%	5 yp	50,0%	44,9%	5,1 yp
Otomotiv	22,5%	17,1%	5,4 yp	28,0%	-5,5 yp	21,5%	25,6%	-4,1 yp
Dayanıklı Tüketim	9,4%	9,3%	0,1 yp	10,3%	-0,9 yp	9,9%	10,8%	-0,9 yp
Finans	14,9%	13,9%	0,9 yp	13,3%	1,6 yp	14,1%	13,7%	0,4 yp
Diğer	5,0%	4,1%	0,9 yp	5,2%	-0,2 yp	4,5%	5,1%	-0,6 yp
Kombine Operasyonel Kar								
Enerji	1.501	4.415	-66,0%	1.329	12,9%	9.620	6.322	52,2%
Otomotiv	1.660	1.579	5,1%	1.258	31,9%	5.614	3.975	41,2%
Dayanıklı Tüketim	727	611	18,9%	295	146,9%	2.211	1.471	50,3%
Finans	1.461	1.411	3,5%	828	76,5%	6.039	4.236	42,6%
Diğer	115	25	358,5%	78	47,2%	119	184	-35,3%
Toplam	5.463	8.041	-32,1%	3.787	44,3%	23.602	16.187	45,8%
Kombine Operasyonel Kara Katkı								
Enerji	27,5%	54,9%	-27,4 yp	35,1%	-7,6 yp	40,8%	39,1%	1,7 yp
Otomotiv	30,4%	19,6%	10,7 yp	33,2%	-2,8 yp	23,8%	24,6%	-0,8 yp
Dayanıklı Tüketim	13,3%	7,6%	5,7 yp	7,8%	5,5 yp	9,4%	9,1%	0,3 yp
Finans	26,7%	17,5%	9,2 yp	21,9%	4,9 yp	25,6%	26,2%	-0,6 yp
Diğer	2,1%	0,3%	1,8 yp	2,1%	0 yp	0,5%	1,1%	-0,6 yp
Konsolide Net Kar								
Enerji	558	262	112,9%	222	150,9%	1.433	1.709	-16,1%
Otomotiv	484	361	34,1%	432	12,1%	1.644	1.338	22,9%
Dayanıklı Tüketim	120	111	8,1%	36	233,7%	366	342	6,9%
Finans	393	406	-3,0%	259	51,7%	1.702	1.262	34,9%
Diğer	156	126	23,1%	128	22,1%	392	258	51,8%
Toplam	1.711	1.266	35,1%	1.077	58,8%	5.537	4.909	12,8%

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

18 Şubat 2019 Pazartesi

Gelir Tablosu (mın TL)	Açıklanan								Beklenti		Sapma %	
	4Ç18	3Ç18	Çeyreksel %	4Ç17	Yıllık %	12A18	12A17	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	39.621	45.350	-13%	27.354	45%	142.470	98.273	45%	-	-	m.d.	m.d.
SMM	-33.786	-37.501	-10%	-23.197	46%	-120.031	-81.995	46%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	5.835	7.849	-26%	4.157	40%	22.439	16.277	38%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-3.082	-3.084	0%	-2.549	21%	-11.012	-8.811	25%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	2.753	4.764	-42%	1.608	71%	11.426	7.466	53%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	3.325	5.343	-38%	2.023	64%	13.540	9.046	50%	-	-	m.d.	m.d.
Op. Olmayan Gelir/Gider	-1.182	-3.175	-63%	-197	501%	-5.624	-1.796	213%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	1.570	1.589	-1%	1.411	11%	5.803	5.670	2%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	1.710	1.267	35%	1.077	59%	5.537	4.909	13%	1.137	1.500	50%	14%
Brüt Kar Marjı	15%	17%	-2,6 yp	15%	-0,5 yp	16%	17%	-0,8 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	8%	12%	-3,4 yp	7%	1 yp	10%	9%	0,3 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Net Kar Marjı	4%	3%	1,5 yp	4%	0,4 yp	4%	5%	-1,1 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Bilanço (mın TL)	12A18	9A18		12A17		12A18	12A17					
Dönen Varlıklar	64.766	77.144	-16%	52.950	22%	64.766	52.950	22%				
Hazır Değerler	24.577	27.870	-12%	20.850	18%	24.577	20.850	18%				
Menkul Kıymetler	54	52	5%	0	a.d.	54	0	a.d.				
KV Ticari Alacaklar	17.518	23.424	-25%	15.313	14%	17.518	15.313	14%				
Stoklar	14.248	17.226	-17%	11.038	29%	14.248	11.038	29%				
Diğer Dönen Varlıklar	8.367	8.572	-2%	5.748	46%	8.367	5.748	46%				
Duran Varlıklar	60.510	61.647	-2%	51.114	18%	60.510	51.114	18%				
Aktif Toplamı	125.276	138.791	-10%	104.064	20%	125.276	104.064	20%				
KV Borçlar	40.578	52.613	-23%	35.655	14%	40.578	35.655	14%				
KV Finansal Borçlar	15.614	16.939	-8%	13.195	18%	15.614	13.195	18%				
KV Ticari Borçlar	15.597	25.757	-39%	14.931	4%	15.597	14.931	4%				
Diğer KV Borçlar	9.368	9.917	-6%	7.528	24%	9.368	7.528	24%				
UV Borçlar	37.739	41.012	-8%	25.479	48%	37.739	25.479	48%				
UV Finansal Borçlar	34.200	37.118	-8%	23.186	48%	34.200	23.186	48%				
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.	0	0	a.d.				
Diğer UV Borçlar	3.539	3.894	-9%	2.293	54%	3.539	2.293	54%				
Öz Sermaye	46.958	45.166	4%	42.931	9%	46.958	42.931	9%				
Pasif Toplamı	125.276	138.791	-10%	104.064	20%	125.276	104.064	20%				
Net Borç	25.182	26.135	-4%	15.530	62%	25.182	15.530	62%				
Alacak Tahsilat Süresi	46	50		51		46	51					
Stok İşleme Süresi - Yıllık	43	44		43		43	43					
Ticari Borç Ödeme Süresi -	56	61		62		56	62					
Nakit Döndürme Süresi	42	42		41		42	41					

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

18 Şubat 2019 Pazartesi

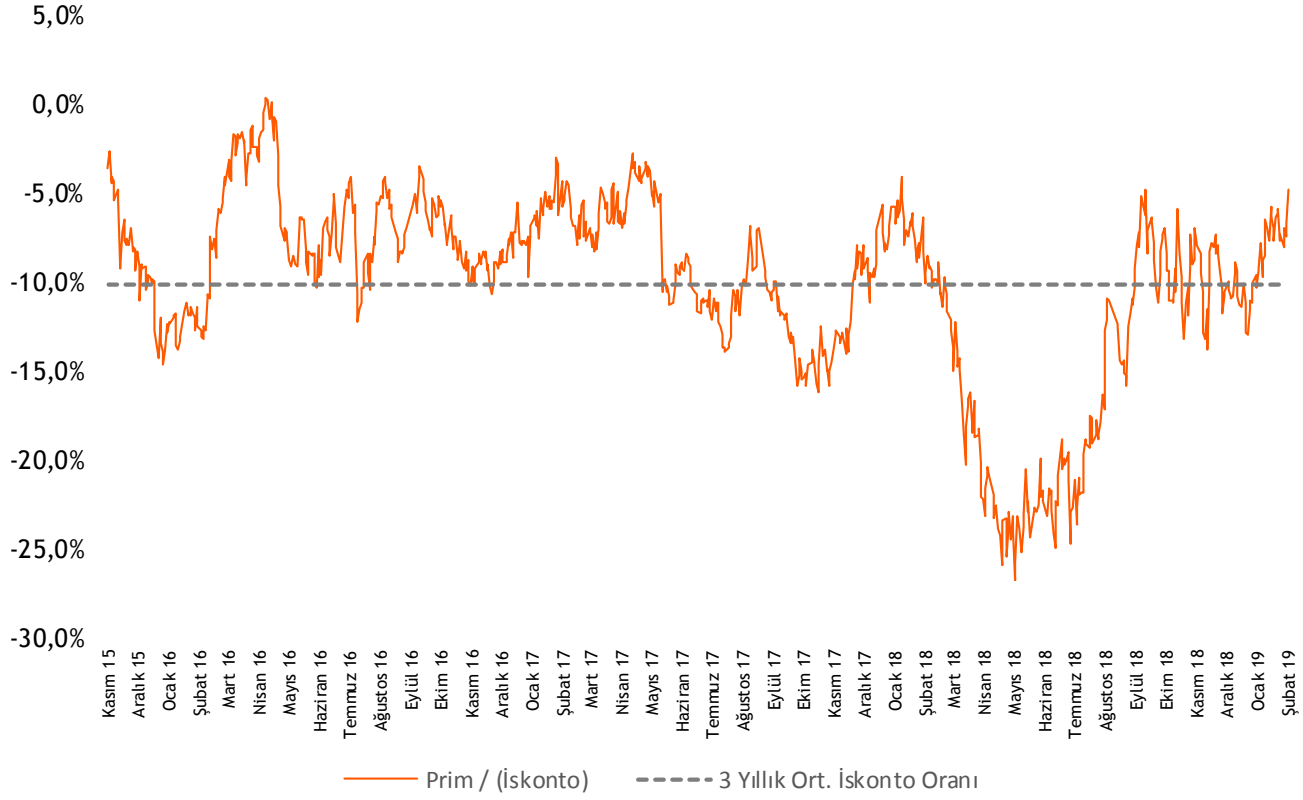
Net Aktif Değer Hesaplaması

Segment	Holding payı	Mevcut	Mevcut	Değerleme	Hedef	Hedef	Ağırlık
		değeri	NAD		değer	NAD	
		(mn TL)	(mn TL)	Ağırlık Yöntemi	(mn TL)	(mn TL)	
Finans			6.018	13%		7.443	14%
KFS	42,0%		5.877			7.302	
Yapı Kredi Bank (YKBNK)	82,0%	17.063		Gordon Büyüme M.	21.202		
Koç Tüketici Finans	44,5%	317	141	Defter Değeri	317	141	
Otomotiv			15.202	32%		17.982	34%
Ford Otosan (FROTO)	38,5%	18.633	7.174	İNA	21.932	8.444	
Tofaş (TOASO)	37,6%	9.510	3.576	İNA	12.775	4.803	
Otokar (OTKAR)	44,7%	2.688	1.202	İNA	2.640	1.180	
Türk Traktör (TTRAK)	37,5%	1.805	677	Bloomberg tahmin	2.615	981	
Otokoç	96,3%	2.672	2.574	Benzer şirketler	2.672	2.574	
Dayanıklı Tüketim Malları			5.597	12%		5.761	11%
Arçelik (ARCLK)	40,5%	13.785	5.583	İNA	14.190	5.747	
Arçelik-LG Klima	5,0%	277	14	Defter Değeri	277	14	
Enerji			16.273	35%		18.115	34%
Enerji Yatırımları (TUPRS)	39,3%	36.561	14.358	Bloomberg tahmin	40.067	15.734	
Aygaz (AYGAZ)	40,7%	3.282	1.336	Bloomberg tahmin	4.425	1.801	
Entek	49,6%	1.167	579	İşlem Değeri	1.167	579	
Gıda-Perakende			516	1%		551	1%
Tat Gıda (TATGD)	43,7%	541	237	Bloomberg tahmin	620	271	
Koçtaş	37,1%	754	280	Benzer şirketler	754	280	
Turizm			325	1%		325	1%
Tek-Art Kalamış Marina	75,9%	202	153	Defter Değeri	202	153	
Marmaris Altinyunus (MAALT)	38,6%	94	36	Piyasa Değeri	94	36	
Altinyunus Çeşme (AYCES)	30,0%	75	23	Piyasa Değeri	75	23	
Setur	24,1%	468	113	Benzer şirketler	468	113	
Diğerleri		1.955	797	2% Defter Değeri	1.955	797	1%
Halka açık iştirakler toplam			40.076	85%		46.322	87%
Halka açık olmayanlar toplam			4.651	10%		4.651	9%
Net nakit (holding)			2.262	5%		2.262	4%
Toplam NAD			46.989			53.235	
Koç Holding piyasa değeri			44.759			44.759	
Prim / (iskonto)			-5%			-16%	
Holding iskontosuz						7%	
Hedef Piyasa Değeri						49.509	
12A Hedef Hisse Fiyatı (TL)						19,50	
Kapanış (TL)						17,65	
Yükseliş Potansiyeli						10,5%	

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji

18 Şubat 2019 Pazartesi

Net Aktif Değer İskonto/Prim Durumu



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Rasyonet



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

Mehmet Emin ZÜMRÜT, CIFE

Direktör - 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 İLBI

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

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 olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.