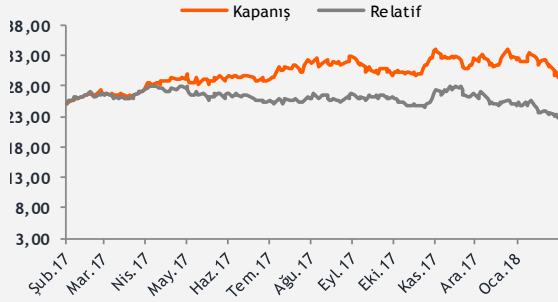


09 Şubat 2018 Cuma

Sektör	: Otomotiv
Şirket	: Tofaş
Hisse Kodu	: TOASO - TOASO TI, TOASO IS
Fiyat (TL)	: 29,34
Hedef Fiyatı (TL)	: 37,35
Yükselme Potansiyeli	: %27,29
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 500,0
HAO (%)	: 24%

1968 yılında kurulan Tofaş Oto, Türkiye'nin hem binek hem de hafif ticari araç üreten tek otomotiv Şirkettir. Tofaş sermayesinde Fiat Chrysler Automobiles (FCA) eşit hissedardır. Türkiye'nin 5. büyük sanayi kuruluşu olan Tofaş üretim kapasitesi bakımından 450.000 adet ile en büyük otomotiv Şirkettir. Bursa'da 933.832 m² alan üzerinde kurulu fabrikasında üretim yapan Şirket, FCA'nın dünyadaki üç stratejik üretim merkezinden biri olup, Avrupa'daki 2. büyük Ar-Ge merkezi konumunda bulunmaktadır. Lüksemburg ve İstanbul borsalarında hisseler %24,2'si halka açık ve %86'sı yabancı sermayeye aittir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-10,28	-13,50	16,72
Rölatif %	-8,67	-15,30	-9,85
En Yüksek (TL)	33,88	34,62	34,62
En Düşük (TL)	29,16	29,16	24,51

Analist : Serap KAYA
İletişim : 0212 403 4132
: serap.kaya@vakifyatirim.com.tr

“2018: Güçlü Marjlar, Güçlü Pazar Payı”

2018'de yurt içi pazarda binek segmentte gerileme muhtemel görünse de, giriş ve alt orta sınıf araç pazarında daralma öngörüyoruz. Tofaş Oto'nun 2018'de, gelirlerinin %72'sini ihracat pazarlarından elde edeceğini ve bunu güçlü marjlarla gerçekleştireceğini, yurt içinde güçlenen konumunu da devam ettireceğini düşünüyoruz. Sektöre ve şirkete ilişkin satış projeksiyonlarımızda, şirketin operasyonel marjlarında yaptığımız güncellemeler nedeniyle TOASO için hedef fiyatımızı 32,22 TL'den 37,35 TL'ye, uzun vadeli önerimizi “TUT”dan “AL”a yükseltiyoruz. Hisse için kısa vadeli önerimiz ise “Endeks Üzeri Getiri” olarak koruyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2015	9.921	1.069	831	0,97	17,7 x	17,9 x
2016	14.236	1.367	970	0,73	15,1 x	14,0 x
2017	17.468	2.001	1.283	0,70	11,4 x	9,5 x
2018T	19.980	2.203	1.164	1,28	12,6 x	8,7 x
2019T	21.502	2.362	1.208	1,39	12,1 x	8,1 x
2020T	23.064	2.524	1.318	1,45	11,1 x	7,6 x

■ **Yurt içi pazar pozisyonunu güçlendirmesini bekliyoruz -- Tofaş 2017 yılında binek araç segmentinde pazar payını 1,6 puan artırarak %8,9'a yükseltti. 2016 yılı Kasım ayında yapılan ÖTV artışında ürün gamının büyük bölümünün ÖTV'nin keskin artış kaydettiği matrahın altında kalması beklentimize paralel Tofaş'ın 2017'de pazar payı kazanmasını sağladı. Pazarın yaklaşık %53'ünü oluşturan alt orta sınıf binek araç pazarının 2017'de yatay kalmasına rağmen Tofaş bu segmentte satışlarını %21 arttırarak pazar payını 2,6 puan (%14,9) yükseltti. 2018 yılında Tofaş'ın binek araçlarda pazar payını koruyacağını dahası kur artışı nedeniyle ithal araçlara kıyasla olumlu ayrılmaya devam edeceğini öngörüyor ve ekonomik segmentte kalan ürün portföyü sayesinde şirketi avantajlı bulmaya devam ediyoruz. Tofaş 2017'de %3 büyüyün hafif ticari araç pazarında pazar payını ise 1,4 puan arttırmayı başardı. 2018'de ise bu segmentte pazar payını koruyacağını düşünüyoruz. Böylece Şirketin 2018'de yurt içinde %12,8 olan pazar payını 0,1 puan artırarak 120 bin adet araç satışı (%2,2 düşüş) gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz (şirket beklentisi 110-120 bin adet).**

■ **2018'de ihracattaki artışı güçlü marjlarla sürdüreceğini öngörüyoruz -- Fiat'ın 2017 yılındaki stok temizleme politikası ve filo penetrasyonunun öngörülerden zayıf gerçekleşmesi Tofaş yönetiminin ihracat hacim beklentisini yıl içinde kademeli olarak düşürmesine sebep olmuştu. Şirket, piyasa tarafından önemle takip edilen 2018 yılı ihracat beklentisini 2017 yılının hafif üzerinde 270-290 bin adet (%0-%7,1 artış) aralığında olduğunu açıkladı. İhracat ülkelerindeki pozitif seyrin devam etmesi ve Fiat'ın Avrupa'da Egea sedan ile girdiği filo pazarında daha iyi gerçekleştirmelerin sayesinde Tofaş'ın ihracatının beklentilerdeki yukarı banda yakın gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Yine de temkinli olmak adına 2018'de ihracat hacmi beklentimizi 276 bin adette tuttuk.**

■ **Temettü verimi -- Şirketin 2017 yılı karının %50'sini dağıtacağı varsayımıyla hisse başına 1,3 TL nakit temettü (%4,4 temettü verimi) hesaplıyoruz.**

■ **Yurtdışı arayışlar büyüme için katalizör -- Tofaş Oto büyüme stratejisi kapsamında yurt dışına ihracat projelerini değerlendirmektedir. Kamuoyuyla paylaşılan bir bilgi olmamakla birlikte, araç ihracatının bir bütün halinde yapılamadığı korunan pazarlara parça ihracatı şeklinde yapılmasının mümkün olabileceğini düşünüyoruz. Şirket bilindiği üzere Minicargo, Doblo ve Tipo araçlarının üretimini yapmaktadır. İhraç pazarlarından gelecek talep çerçevesinde her üç aracın da ihracatının yapılabileceğini düşünüyoruz.**

■ **Önerimizi “AL”a yükseltiyoruz -- Tofaş Oto için İNA'ya göre yaptığımız değerlemeye göre 12 aylık hedef fiyatı 37,35 TL/hisse olarak belirledik. En son hisse kapanış fiyatına göre %27 yükselme potansiyeli taşıyan hisse için önerimizi “TUT”tan “AL”a yükseltiyor, kısa vadeli önerimizi ise “Endeks Üzeri Getiri” olarak koruyoruz.**

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	9.921	14.236	17.468	19.980	21.502	23.064
FAVÖK	709	844	1.305	1.518	1.584	1.734
Amortisman Giderleri	360	523	697	684	778	790
FAVÖK	1.069	1.367	2.001	2.203	2.362	2.524
Diğer ve Finansal Gelir/Gider (Net)	-91	-46	-75	-124	-133	-143
VÖK	618	798	1.229	1.394	1.451	1.591
Vergiler	213	172	53	-230	-242	-273
Net Dönem Karı	831	970	1.283	1.164	1.208	1.318
HBK		1,9	2,6	2,3	2,4	2,6

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	2.466	2.383	3.239	4.094	4.418	5.479
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.037	1.363	1.765	1.892	2.095	2.251
Tüketici Finansman Alacakları	1.944	2.229	2.536	2.601	2.750	2.907
Stoklar	548	920	1.056	1.133	1.257	1.351
Maddi Duran Varlıklar	2.112	2.321	2.350	2.383	2.727	2.684
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.284	1.770	1.704	1.727	1.977	1.946

Toplam Aktifler	9.867	11.848	13.875	15.064	16.419	17.770
Finansal Borçlar	4.386	5.016	5.811	6.028	6.373	6.738
Kısa Vadeli	1.832	2.037	2.580	2.712	2.868	3.032
Uzun Vadeli	2.554	2.979	3.231	3.315	3.505	3.706
Ticari Borçlar	2.448	3.366	3.866	4.144	4.590	4.931
Özsermaye	2.582	2.957	3.583	4.106	4.617	5.210
Net Borç	1.920	2.632	2.571	1.933	1.955	1.259

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	618	798	1.229	1.394	1.451	1.591
Amortisman	360	523	697	684	778	790
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	-330	-237	29	-160	-118	-92
Vergi	213	172	53	-230	-242	-273
Yatırım Harcaması	-1.203	-1.242	-647	-753	-1.278	-704
Temettü Ödemesi	-485	-365	-350	-641	-697	-725
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	0	630	795	217	346	364
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-361	-951	344	85	110
Yıl boyunca yaratılan nakit	0	278	1.807	511	239	951
Dönemsonu Nakit	2.466	2.383	3.239	4.095	4.418	5.479

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	%33,3	%43,5	%22,7	%14,4	%7,6	%7,3
FAVÖK	%28,4	%27,9	%46,5	%10,0	%7,2	%6,9
Net Kar	%44,7	%16,8	%32,2	-%9,2	%3,8	%9,1

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	1,92	1,34	1,09	0,96	0,89	0,83
FD/FAVÖK	17,86	13,96	9,53	8,66	8,08	7,56
F/K	17,66	15,12	11,44	12,60	12,14	11,13
PEG Rasyo	0,40	0,90	0,35	1,36	3,21	1,22
PD/DD	5,68	4,96	4,09	3,57	3,18	2,82

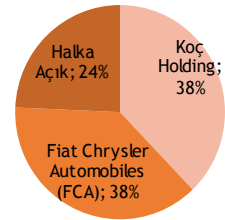
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Öz Sermaye Karlılığı	%32,2	%35,0	%39,2	%30,3	%27,7	%26,8
FAVÖK Marjı	%10,8	%9,6	%11,5	%11,0	%11,0	%10,9
Net Kar Marjı	%8,4	%6,8	%7,3	%5,8	%5,6	%5,7
Net Borç/Özsermaye	%74,3	%89,0	%71,8	%47,1	%42,3	%24,2
Net Borç/FAVÖK	%179,7	%192,6	%128,5	%87,8	%82,8	%49,9
KV Borç/UV Borç	%71,8	%68,4	%79,9	%81,8	%81,8	%81,8
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%26,2	%25,0	%25,8	%27,3	%28,1	%29,3
Borç/Öz Kaynak	%169,9	%169,6	%162,2	%146,8	%138,0	%129,3
Cari Oran	%115,0	%109,6	%112,9	%119,7	%119,7	%128,6
Nakit Temettü	%73,0	%70,0	%128,3	%139,4	%145,1	%159,1

Şirket	Tofaş
Hisse Kodu	TOASO - TOASO TI, TOASO IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	29,34
Hedef Fiyat (TL)	37,35
Mevcut Piyasa Değeri (mnTL)	14.670
Hedef Piyasa Değeri (mnTL)	18.674
Yükselme Potansiyeli	27,3%

Tofaş Hakkında

1968 yılında kurulan Tofaş Oto, Türkiye'nin hem binek hem de hafif ticari araç üreten tek otomotiv Şirketidir. Tofaş sermayesinde Fiat Chrysler Automobiles (FCA) eşit hissedarlardır. Türkiye'nin 5. büyük sanayi kuruluşu olan Tofaş üretim kapasitesi bakımından en büyük otomotiv Şirketi. Bursa'da 933.832 m² alan üzerinde kurulu fabrikasında üretim yapan Şirket, FCA'nın dünyadaki üç stratejik üretim merkezinden biri olup, Avrupa'daki 2. büyük Ar-Ge merkezi konumunda bulunmaktadır. Lüksemburg ve İstanbul borsalarında hisselerin %24,2'si halka açık ve %86'si yabancı yatırımcıya aittir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

Her iki segmentte üretim yapması
Al yada öde garantili anlaşmaları
FCA'nın stratejik üretim merkezi olması
Gelir-Maliyet yapısının doğal hedge oluşturması

Zayıf Yönler

İhracatının %81'ini yaptığı Avrupa'ya bağımlı olması

Fırsatlar

Yeni ihracat pazarlarında pay oranının artması
Alternatif pazarlara giriş
Yurtiçi pazarda olası hurda teşviki
Nakit yaratma kabiliyeti artışı

Tehditler

Yurtiçi pazarda vergi oranlarının artması
Hammadde maliyetlerinin artışı
Marjlarda erime

09 Şubat 2018 Cuma

Hurda teşviki -- Basında yer alana haberlere göre, 16 yaş ve üzerindeki otomobil, panelvan, minibüs, otobüs, kamyonet ve kamyonların hurdaya ayrılması karşılığında, yeni araç alımında 10.000 lirayı geçmemek kaydıyla ÖTV indirimini sağlanabilmesi imkanı getiriliyor. TÜİK verilerinden hareketle, teşvik kapsamındaki araç sayısını 5,75 mn adet olarak hesaplıyoruz. ÖTV indiriminin 10.000 TL gibi sınırlı bir seviyede olmasına rağmen, MTV sisteminin yenilenmesiyle sunulan düşük vergilendirmenin talebi olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Teşvikin hem otomobil ve hem hafif ticari araç üreticisi olan Tofaş Oto'yu olumlu etkileyeceğini düşünsek de 2 seneye yaygın hak kullanımı nedeniyle satışlara yansımaları ölçmenin zor olacağını düşünüyoruz.

4Ç17 Finansal Sonuçları -- Tofaş Oto 4Ç17'de faaliyet dışı giderlerde önemli düzeyde bir sürpriz kaydetmemesine rağmen, operasyonel tarafta beklentilerimizin oldukça üzerindeki gerçekleştirmeler nedeniyle öngörülerimizden daha iyi sonuçlar açıkladı. 4Ç17'de maliyet yönetimindeki başarılı performans ve operasyonel marjların "al ya da öde" anlaşmaları gereğince, Doblo modeline ilişkin teslimat oranlarındaki düşüşün "öde" tarafını çalıştırması nedeniyle artış gösterdi. 2017 genelinde %11,5'e ve %8,6'ya ulaşan FAVÖK ve VÖK marjlarına, ihracat gelirlerinde döviz riskinden korunma kontratlarının katkısı 1,0-1,5 puan oldu.

2017 gerçekleştirmeleri ışığında ve önümüzdeki yıllara ilişkin beklentilerimizde oluşan farklılıklar nedeniyle, Şirkete ilişkin projeksiyonlarımızda değişikliğe gidiyoruz.

Tablo 1: Projeksiyon Revizyonları

mn TL	2017	2018					2019				
		eski	yeni	değişim	konsensus	sapma	eski	yeni	değişim	konsensus	sapma
Satış Gelirleri	17.468	19.416	19.980	2,9%	20.771	-3,8%	21.047	21.502	2,2%	23.086	-6,9%
FAVÖK	2.001	1.856	2.203	18,7%	2.222	-0,9%	2.001	2.350	17,4%	2.384	-1,4%
FAVÖK Marjı (%)	11,5%	9,6%	11,0%	1,5 yp	10,7%	-0,3 yp	9,5%	10,9%	1,4 yp	10,3%	-0,6 yp
Net Kar	1.283	1.046	1.164	11,3%	1.374	-15,3%	1.149	1.208	5,1%	1.467	-17,6%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji, Bloomberg

Değerleme ve Öneri

TOASO hedef fiyatımızı 37,35 TL'ye önerimizi ise AL'a yükseltiyoruz.

- Tofaş satış hacmi beklentimizi önceki raporumuza göre projeksiyon döneminde aşağı çekmemize rağmen, ortalama euro beklentimizdeki yukarı revizyon sayesinde gelirlerde daha yüksek seviyeler bekliyoruz.
- Garanti giderleri ve işçi maliyetlerindeki artış beklentimize karşın, Bursa fabrikasında gerçekleştirdiği maliyet azaltıcı önlemlerin marjlardaki iyileşmeyi stabil kıldığına inanmamız ve TL'nin Euro'ya karşı değer kaybının marjlara katkı sağlayacağı öngörümüz nedeniyle ortalama FAVÖK marjı tahminlerimizi artırdık.
- TL bazlı İNA analizimizde kullandığımız risksiz faiz oranını %11,0'den %12,0'ye yükselttik.
- Önceki raporumuza göre yaklaşık 515 mn TL düzeyinde azalan net borcu ise değerlememize yansıtık.

09 Şubat 2018 Cuma

Tablo 2: Tofaş Oto- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn TL)

Tofaş Otomobil Fab. (TOASO) - İNA (mn TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2017	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,5%
Risk Primi	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
Özsermaye Maliyeti	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Borçlanma Maliyeti	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,5%
Vergi Oranı	16,5%	16,7%	17,2%	15,6%	15,9%	16,0%	16,3%	16,5%	16,8%	17,1%	20,0%	
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	10,9%	10,8%	10,8%	11,0%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,0%
Özsermaye Oranı	36,5%	37,2%	38,6%	39,9%	41,0%	41,7%	42,5%	43,1%	43,9%	44,5%	51,8%	
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	12,9%	12,9%	13,0%	13,2%	13,2%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,4%

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2017	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Satış Gelirleri	17.468	19.980	21.502	23.064	24.740	26.540	28.472	30.546	32.773	35.164	37.731	39.240
Büyüme	14,4%	7,6%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	4,0%
FVÖK	1.220	1.323	1.375	1.511	1.648	1.791	1.811	1.964	2.068	2.324	2.504	2.596
Operasyonel Kar Marjı	7,0%	6,6%	6,4%	6,5%	6,7%	6,7%	6,4%	6,4%	6,3%	6,6%	6,6%	6,6%
Vergi Oranı (%)	16%	17%	17%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	17%	17%	20%
Vergi	-230	-242	-273	-270	-300	-305	-337	-359	-411	-449	-519	
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	1.094	1.133	1.237	1.378	1.491	1.507	1.628	1.710	1.913	2.056	2.077	
+ Amortisman	697	684	778	790	807	830	991	1.026	1.124	1.080	1.128	1.181
FAVÖK	1.917	2.008	2.153	2.300	2.455	2.621	2.803	2.991	3.192	3.404	3.632	3.777
FAVÖK Marjı	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-110%	-164%	-89%	-92%	-94%	-177%	-85%	-154%	-90%	-92%	-103,0%	
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	160	118	92	99	106	110	118	129	141	153	162	
Satışlardaki değişim	2.512	1.521	1.562	1.677	1.800	1.932	2.074	2.227	2.391	2.567	1.509	
Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim	6%	8%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	11%	
- Yatırım Harcamaları	753	1.278	704	742	783	1.753	871	1.737	969	1.037	1.217	
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	1.186	750	1.415	1.542	1.644	854	1.901	1.226	2.165	2.299	2.203	

Sonsuz Büyüme Oranı												4%
Sonsuz Giden Değer												24.458
İskonto Faktörü	1,00	0,89	0,78	0,69	0,61	0,54	0,48	0,42	0,37	0,33	0,29	
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Aralık	1.186	664	1.109	1.068	1.006	461	906	516	804	754	7.071	
Firma Değeri - 31 Aralık	15.545											
Net Borç*	57											
Diğer Düzeltmeler**	137											
Özsermaye Değeri - 31 Aralık	15.626											
Öz Sermaye Maliyeti	17%											
12A Hedef Özsermaye Değeri	18.674											

İNA hesaplaması Tofaş'ın solo finansalları üzerinden yapılmıştır.

*Net borç tüketici finansmanı borçları tutarında düzeltilmiştir.

**Diğer düzeltmeler KFK'nın değerini ifade etmektedir.

Sonsuz Büyüme (%)	Risksiz Faiz Oranı (%)					
	37,35	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
2,0%	36,41	35,02	33,75	32,57	31,49	30,41
3,0%	38,45	36,84	35,37	34,03	32,81	31,63
4,0%	40,98	39,07	37,35	35,79	34,38	33,16
5,0%	44,19	41,86	39,80	37,96	36,30	34,88
6,0%	48,40	45,48	42,93	40,68	38,68	36,48

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EAG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılacak diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER**- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

Yasal Çekince Bildirimi

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.



www.vakifyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Akatlar Mah. Ebulula Mardin Cad. No: 18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İstanbul
(0212) 352 35 77

Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

vkayarastirma@vakifyatirim.com.tr

Sezai ŞAKLAROĞLU
Mehmet Emin ZÜMRÜT
Selahattin AYDIN
Tuğba SAYGIN
Serap KAYA
Esra Sarı
Nazlıcan ŞAHAN

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