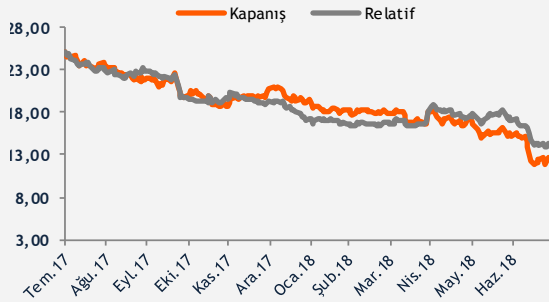


30 Temmuz 2018 Pazartesi

Sektör	: Beyaz Eşya
Şirket	: Arçelik
Hisse Kodu	: ARCLK - ARCLK TI, ARCLK IS
Fiyat (TL)	: 12,59
Hedef Fiyatı (TL)	: 16,04
Yükselme Potansiyeli	: %27,36
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 675,7
HAO (%)	: 25%

Koç Grubu şirketlerinden olan Arçelik; dayanıklı tüketim, tüketici elektroniği, küçük ev aletleri alanlarında üretim, pazarlama, satış ve satış sonrası müşteri hizmetleri faaliyetlerini yürüten Türkiye'de %50'ye yakın pazar payı ile lider üreticisidir. Arçelik, 7 ülkede 18 üretim tesisi (Türkiye, Romanya, Rusya, Çin, Güney Afrika, Tayland ve Pakistan), 32 ülkede satış ve pazarlama organizasyonu, 30.000 çalışanı ile 130'dan fazla ülkede ürün ve hizmet sunmaktadır. Şirket Avrupa'da Beko markasıyla solo pazar da lider konumda yer alırken; Arçelik, Beko, Grundig, Defy, Dawlance, Blomberg, Elektrabrengenz, Arctic, Altus, Flavel, Leisure markalarının sahibidir.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-18,62	-30,06	-50,82
Rölatif %	-18,30	-21,25	-44,23
En Yüksek (TL)	15,81	18,85	25,39
En Düşük (TL)	11,83	11,83	11,83

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

“Marjlardaki baskı devam ediyor”

Arçelik operasyonel marjları, hammadde maliyetlerinde son dönemde yatay seyir gözlense de, kurlardaki değişimin fiyatlara maliyetlerdeki etkisi oranında yansıtılamaması nedeniyle baskı altında kaldı. Şubat-Eylül 2017 döneminde verilen ÖTV teşvikinin yarattığı zorluk ve stoklardaki artış işletme sermayesindeki bozulmayı tetikledi. Çelik ve plastik fiyatlarındaki normalleşmeye rağmen, TL ve Rupı tarafındaki seviyeler şirket aleyhine seyretmeye devam ediyor. Arçelik için hedef fiyatımızı makro tahminlerimizdeki değişiklikler, şirkete ilişkin projeksiyonlarımızdaki revizyonlar doğrultusunda değerlememizde meydana gelen düşüş sonrası hedef fiyatımızı 22,98 TL'den 16,04 TL'ye düşürüyoruz, uzun vadeli önerimizi “AL”, kısa vadeli önerimizi ise “Endekse Paralel Getiri” olarak koruyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2015	14.166	1.456	891	0,39	9,5 x	11,5 x
2016	16.096	1.819	1.300	0,63	6,5 x	9,2 x
2017	20.841	1.971	843	0,64	10,1 x	8,5 x
2018T	25.946	2.412	1.104	0,82	7,7 x	7,0 x
2019T	28.963	2.954	1.494	1,11	5,7 x	5,7 x
2020T	32.043	3.333	1.736	1,28	4,9 x	5,0 x

■ **2Ç18'de gelirden güçlü artış sürerken, operasyonel marjlar daraldı** - 2Ç18'de artan finansman maliyetlerinin etkisiyle net kar beklentimizin altında 144 mn TL (VKY beklenti: 190 mn TL) oldu. Uluslararası operasyonlardaki gelirler organik büyüme ve TL'deki değer kaybının desteğiyle %38 arttı. Yurt içi gelirler satış hacminde ikinci çeyrekte de devam eden yıllık %7'lik düşüşe rağmen fiyat düzeltmeleri ile %14 yükseldi.

■ **Şirket yönetimi 2018 için pazar tahmini beklentisini sabit bırakırken, FAVÖK marjı tahminini düşürdü** - Arçelik, 2018 yılında beyaz eşya pazarını Türkiye için “yatay ya da -%5,0”, yurt dışı için %2 civarında artacağı şeklindeki öngörüsünü ve uzun vadede FAVÖK marjı beklentisini %11 olarak korudu. Öte yandan 2018'de TL bazlı ciro büyümesini -%25'e (önceki -%20) revize ederken, FAVÖK marjı beklentisini -%9,5'e (önceki: -%10) düşürdü.

2018'de satış gelirlerinin %24,5 (önceki %20) artmasını, FAVÖK marjının ise %9,3 (önceki %9,7) düzeyinde oluşmasını bekliyoruz. Şirket önümüzdeki çeyreklerde her ne kadar fiyat düzeltmeleriyle marjlarda artış hedeflese de, 2018 için %9,5 düzeyinde FAVÖK marjı yakalanmasının zor olduğunu düşünüyoruz.

■ **İşletme sermayesinde bozulma devam ediyor** - Pakistan'daki Dawlance satın almasıyla 2016 son çeyreğinde yaşanan nakit çıkışının ardından Şubat-Eylül 2017'de verilen ÖTV teşviki Arçelik'in satışlarını artırırken aynı zamanda işletme sermayesi finansmanına ihtiyacını da artırmıştı. 6A18'de yurt içi gelirlerin payı %36'ya gerilemesine rağmen, işletme sermayesinin satışlara oranı %32,7'ye yükseldi. Ayrıca bilanço ve gelir tablosundaki dönem sonu- ortalama döviz kurundaki farklılık bu oranda 0,2 puanlık artışa neden oldu. Önümüzdeki çeyreklerde stok seviyesinde normalleşme beklesek de 2018 için tahminimizi %30,3'ten %31,0'e çıkardık.

■ **Borçlulukta artış** - 2Ç18'de önceki çeyreğe göre net borç 846 mn TL artarken, TL borçlanma maliyetleri yaklaşık 1 puan yükseldi. Önümüzdeki dönemde çevrilecek borcun, borçlanma maliyetlerini yaklaşık 2 puan daha artıracığını tahmin ediyoruz. Arçelik'in Net borç/FAVÖK çarpanı ise 2,85(x)'ten 3,19(x) seviyesine yükseldi. Stok seviyesinde düşüş işletme sermayesi ihtiyacını artırmayacak olsa da devam eden yatırımlar nedeniyle borçlulukta düşüşün muhtemel olmadığını buna karşın FAVÖK'te (2018T: 2,4 mlr TL, %9,3 FAVÖK marjı) daha yüksek seviyeler görmemizin de mümkün olmadığını düşünüyoruz. Bu nedenle 2018T Net borç/FAVÖK oranının 3,0(x) seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz. Kredi notu açısından 3,0(x) seviyelerinin üzerini riskli görüyoruz.

■ **Hedef fiyatımızı düşürüyoruz** - Arçelik için İNA ve benzer şirket çarpanları analizine göre yaptığımız değerlemeye göre 12 aylık hedef fiyatımızı 22,98'den 16,04 TL'ye indirdik. En son kapanış fiyatına göre %27 yükselme potansiyeli taşıyan hisse için uzun vadeli önerimizi “AL”, kısa vadeli önerimizi ise “Endekse Paralel Getiri” olarak koruyoruz.

30 Temmuz 2018 Pazartesi

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	14.166	16.096	20.841	25.946	28.963	32.043
FVÖK	1.087	1.381	1.423	1.823	2.286	2.605
Amortisman Giderleri	370	439	548	589	668	728
FAVÖK	1.456	1.819	1.971	2.412	2.954	3.333
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	196	300	340	295	447	540
Finansal Gelir/Gider (Net)	-537	-748	-931	-978	-1.026	-1.129
VÖK	785	1.202	821	1.162	1.751	2.062
Vergiler	108	102	24	-58	-256	-324
Net Dönem Karı	891	1.300	843	1.104	1.494	1.736
HBK	1,3	1,9	1,2	1,6	2,2	2,6

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	2.168	2.442	2.582	2.091	2.057	1.971
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	4.791	5.295	6.518	7.990	8.526	9.439
Stoklar	2.140	2.762	3.780	4.690	5.146	5.675
Özkaynak Yöntemi Yatırımları	210	236	282	311	342	372
Maddi Duran Varlıklar	2.056	2.762	3.265	3.742	4.085	4.456
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.007	1.911	2.140	2.453	2.678	2.921
Diğerleri	1.367	1.502	1.870	1.697	1.630	1.581

Toplam Aktifler	13.739	16.909	20.436	22.975	24.464	26.416
Finansal Borçlar	5.454	5.658	7.376	9.247	9.467	9.972
Kısa Vadeli	2.185	2.251	3.262	4.133	4.420	4.848
Uzun Vadeli	3.269	3.407	4.114	5.114	5.047	5.124
Ticari Borçlar	2.090	3.086	3.576	4.180	4.666	5.162
Özsermaye	4.676	6.005	6.915	7.588	8.534	9.528
Net Borç	3.286	3.216	4.794	7.155	7.410	8.001

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	785	1.202	821	1.162	1.751	2.062
Amortisman	370	439	548	589	668	728
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	63	131	1.751	1.778	506	945
Vergi	108	102	24	-58	-256	-324
Yatırım Harcaması	622	824	968	1.338	1.159	1.282
Temettü Ödemesi	-350	-262	-425	-435	-552	-747
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	686	204	1.718	1.871	220	506
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-2.283	-2.365	-5.266	-6.736	-3.529	-4.537
Yıl boyunca yaratılan nakit	2.283	2.639	5.406	6.245	3.495	4.451
Dönemsonu Nakit	2.168	2.442	2.582	2.091	2.057	1.971

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	%13,2	%13,6	%29,5	%24,5	%11,6	%10,6
FAVÖK	%9,2	%12,4	%17,3	%24,6	%23,5	%12,8
Net Kar	%44,4	%45,9	-%35,2	%31,0	%35,3	%16,2

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	1,2	1,0	0,8	0,6	0,6	0,5
FD/FAVÖK	11,5	9,2	8,5	7,0	5,7	5,0
F/K	9,5	6,5	10,1	7,7	5,7	4,9
PEG Rasyo	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3
PD/DD	1,8	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9

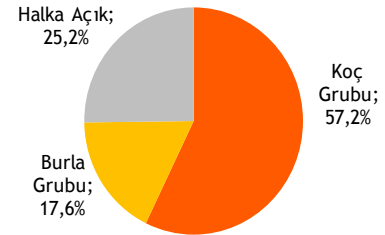
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Özkaynak Karlılığı	%19,1	%24,3	%13,0	%15,2	%18,5	%19,2
FAVÖK Marjı	%10,3	%11,3	%9,5	%9,3	%10,2	%10,4
Net Kar Marjı	%6	%8	%4	%4	%5	%5
Net Borç/Özsermaye	%70	%54	%69	%94	%87	%84
Net Borç/FAVÖK	%226	%177	%243	%297	%251	%240
KV Borç/UV Borç	%67	%66	%79	%81	%88	%95
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%34	%36	%34	%33	%35	%36
Borç/Öz Kaynak	%117	%94	%107	%122	%111	%105
Cari Oran	%180	%166	%161	%165	%163	%162
Nakit Temettü	%39	%63	%64	%82	%111	%128

Şirket	Arçelik
Hisse Kodu	ARCLK - ARCLK TI, ARCLK IS
Vakıf Yatırım Öneri	AL
Kapanış (TL)	12,59
Hedef Fiyat (TL)	16,04
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	8.507
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	10.835
Yükselme Potansiyeli	27,4%

Arçelik Hakkında

Koç Grubu şirketlerinden olan Arçelik; dayanıklı tüketim, tüketici elektroniği, küçük ev aletleri alanlarında üretim, pazarlama, satış ve satış sonrası müşteri hizmetleri faaliyetlerini yürüten Türkiye'de %50'ye yakın pazar payı ile lider üreticisidir. Arçelik, 7 ülkede 18 üretim tesisi (Türkiye, Romanya, Rusya, Çin, Güney Afrika, Tayland ve Pakistan), 32 ülkede satış ve pazarlama organizasyonu, 30.000 çalışanı ile 130'dan fazla ülkede ürün ve hizmet sunmaktadır. Şirket Avrupa'da Beko markasıyla solo pazarda lider konumda yer alırken; Arçelik, Beko, Grundig, Defy, Dawlance, Blomberg, Elektrabregenz, Arctic, Altus, Flavel, Leisure markalarının sahibidir.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

Türkiye beyaz eşya pazarında ~%50 pazar payıyla lider
Yaklaşık 3.000 bayi 600 satış sonrası hizmet noktası
Avrupa, MENA bölgesinde sektöründe 3. büyük oyuncu
Romanya, Güney Afrika ve Pakistan'da lider beyaz eşya şirketi
Gelirlerde dengeli coğrafi bölge dağılımı

Zayıf Yönler

Operasyonel olarak dolardaki açık pozisyonu
Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı
Bayileri fonlama ihtiyacının yüksek olması

Fırsatlar

€/Ş paritesinde yüksek seviyeler
Yurt dışı marka satın alımı, ortak girişim kurulması
Yurt içinde dayanıklı tüketim ürünleri ÖTV'sinin kaldırılması
Harcanabilir gelirdeki artış

Tehditler

€/Ş paritesinde ve €/TL kurunda gerileme
Hammede fiyatlarında artış
İşletme sermayesi ihtiyacının artması
Lojistik ve işçilik maliyetlerinde rekabetçi pozisyonun kaybı
Ana pazarı olan Avrupa'da talebin yavaşlaması

30 Temmuz 2018 Pazartesi

Değerleme ve Öneri

2018 ilk yarı gerçekleştirmeleri ile beklentilerimizde arasında oluşan farklılıklar nedeniyle, Şirkete ilişkin hedef fiyatımız ve projeksiyonlarımızda değişikliğe gidiyoruz.

Tablo 1: Projeksiyon Revizyonları

mn TL	2017		2018				2019				
		eski	yeni	değişim	konsensus	sapma	eski	yeni	değişim	konsensus	sapma
Satış Gelirleri	20.841	25.023	25.946	3,7%	26.162	-0,8%	27.926	28.963	3,7%	31.307	-7,5%
FAVÖK	1.971	2.427	2.412	-0,6%	2.436	-1,0%	2.865	2.954	3,1%	2.938	0,5%
FAVÖK Marjı (%)	9,5%	9,7%	9,3%	-0,4 yp	9,3%	0 yp	10,3%	10,2%	-0,1 yp	9,4%	-0,8 yp
Net Kar	843	1.110	1.104	-0,5%	1.147	-3,7%	1.402	1.494	6,6%	1.514	-1,3%

- TL bazlı İNA analizimizde kullandığımız risksiz faiz oranını %12,0'den %14,0'ye yükselttik. Risksiz faiz oranında yaptığımız değişiklik İNA'dan gelen katkının %39 azalmasına sebep oldu.
- Ortalama euro beklentimizdeki yukarı revizyon sayesinde 2018 yılı ve projeksiyon döneminde gelirlerde daha yüksek seviyeler bekliyoruz.
- Maliyetlerin tahminlerimizin üzerinde oluşması nedeniyle FAVÖK marjı tahminimizi %9,7'den %9,3'e düşürdük. Hammadde fiyatlarında daha fazla artış beklemiyoruz.
- İşletme sermayesinin satışlara oranını 2018'de %30,3'ten %31,0'e çıkardık.
- 2018 için yatırım harcaması beklentimizi 290 mn €'dan 250 mn €'ya düşürdük.
- 2018 tahmini gelirlerinde yukarı, FAVÖK marjında yaptığımız aşağı yönlü güncelleme sonucunda mutlak olarak FAVÖK tahminimiz değişmedi. Ancak, borçluluk düzeyindeki yaklaşık 846 mn TL'lik artış, benzer şirket çarpan analizimizde oluşan değer gerilemesinde etkili oldu.

Tablo 2: Arçelik Değerleme Yöntemi

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	12 Aylık		Detay
		Hedef Piyasa Değeri (mn \$)		
İNA	%75	9.240		
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%25	15.623	2018T 8,3x FD/FAVÖK çarpanı	
Hedef Piyasa Değeri		10.835		
Cari Piyasa Değeri		8.507		
Sermaye (mn adet)		676		
12A Hedef Hisse Fiyatı TL		16,04		
Kapanış (TL)		12,59		
Yükselme Potansiyeli		27%		

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Arçelik Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Arçelik 2018T 7,7x F/K, 7,0x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %40 ve %16 iskontolu işlem görmektedir. Arçelik'in cari F/K ve FD/FAVÖK'ü 5 yıllık ortalaması olan 13,9'un %8 ve 10,2x'ün %28 altındadır.

Tablo 3: Arçelik Benzer Şirket Çarpanları

Arçelik: Benzer Şirketler Çarpanları																
Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri mn \$	Firma Değeri mn \$	PD/DD 12A	F/K				FD/FAVÖK				FD/SATIŞ			
					12A	2018T	2019T	2020T	12A	2018T	2019T	2020T	12A	2018T	2019T	2020T
DE'LONGHI SPA	İtalya	4.193	3.896	3,5	19,9	20,0	18,1	17,1	11,1	10,2	9,6	9,1	1,7	1,6	1,5	1,5
WHIRLPOOL CORP	ABD	8.257	14.985	3,5	11,9	8,6	7,9	7,3	15,9	7,1	6,8	6,2	0,7	0,7	0,7	0,7
ELECTROLUX AB-B	İsveç	7.180	7.279	2,9	13,3	12,3	11,2	10,4	6,7	6,3	5,5	5,2	0,5	0,5	0,5	0,5
SEB SA	Fransa	9.492	12.048	4,5	21,1	19,1	17,1	15,2		11,8	10,8	9,9	1,6	1,5	1,5	1,4
GORENJE VELENJE	Slovenya	330	830	0,8	198,3				8,8				0,5			
QINGDAO HAIER-A	Çin	15.338	20.480	3,1	14,6	12,9	11,1	9,7		9,6	8,2	7,2	0,8	0,8	0,7	0,6
GREE ELECTRIC-A	Çin	38.953	27.358	3,7	11,1	9,9	9,1	8,1		5,9	5,7	5,2	1,2	1,1	1,0	0,9
AMICA	Polonya	254	308	1,2	6,4	8,9	9,0	8,8	6,1	5,6	5,6	5,5	0,4	0,4	0,4	0,4
HAIER ELECTRONIC	Hong Kong	8.552	6.310	2,8	17,2	14,7	12,7	11,3	9,9	8,3	7,1	6,3	0,6	0,5	0,4	0,4
QINGDAO HAIER-A	Çin	15.338	20.480	3,1	14,6	12,9	11,1	9,7		9,6	8,2	7,2	0,8	0,8	0,7	0,6
Ortalama		10.789	11.397	2,9	32,8	13,3	11,9	10,8	9,7	8,3	7,5	6,9	0,9	0,9	0,8	0,8
Medyan		8.404	9.663	3,1	14,6	12,9	11,1	9,7	9,3	8,3	7,1	6,3	0,8	0,8	0,7	0,6
Max		38.953	27.358	4,5	198,3	20,0	18,1	17,1	15,9	11,8	10,8	9,9	1,7	1,6	1,5	1,5
Min		254	308	0,8	6,4	8,6	7,9	7,3	6,1	5,6	5,5	5,2	0,4	0,4	0,4	0,4
ARÇELİK	Türkiye	1.752	3.682	1,2	10,1	7,7	5,7	4,9	8,5	7,0	5,7	5,0	0,8	0,6	0,6	0,5
Prim/İskonto					-30,7%	-40,2%	-48,6%	-49,2%	-8,7%	-15,7%	-19,5%	-19,8%	4,2%	-16,3%	-16,4%	-16,6%

30 Temmuz 2018 Pazartesi

Tablo 4: Arçelik - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn TL)

Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	13,00%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,25%
Beta	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	1,00
Özsermaye Maliyeti	17,85%	17,85%	17,85%	17,85%	17,85%	17,85%	17,85%	17,85%	17,85%	17,85%	18,25%
Borçlanma Maliyeti	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	15,50%	14,50%
Vergi Oranı	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	13,41%	13,41%	13,41%	13,41%	13,41%	13,41%	13,41%	13,41%	13,41%	13,41%	12,54%
Özsermaye Oranı	33,03%	34,89%	36,07%	37,90%	40,09%	41,10%	42,23%	43,38%	43,54%	44,70%	45,82%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	14,87%	14,96%	15,01%	15,09%	15,19%	15,23%	15,28%	15,33%	15,34%	15,39%	15,16%

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Satış Gelirleri	25.946	28.963	32.043	35.248	38.749	42.621	46.907	51.654	56.914	62.746	67.766
Büyüme	24,5%	11,6%	10,6%	10,0%	9,9%	10,0%	10,1%	10,1%	10,2%	10,2%	8,0%
FVÖK	1.803	2.286	2.605	2.892	3.204	3.549	3.931	4.337	4.785	5.277	5.421
Operasyonel Kar Marjı	6,9%	7,9%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,0%
Vergi Oranı (%)	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Vergi	-243	-309	-352	-390	-433	-479	-531	-585	-646	-712	-732
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	1.559	1.978	2.254	2.501	2.771	3.070	3.401	3.751	4.139	4.565	4.689
+ Amortisman	589	668	728	800	886	985	1.100	1.232	1.383	1.563	1.717
FAVÖK	2.412	2.954	3.333	3.692	4.090	4.534	5.031	5.569	6.168	6.840	7.138
FAVÖK Marjı	9,3%	10,2%	10,4%	10,5%	10,6%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%	10,9%	10,5%
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-227%	-174%	-176%	-176%	-175%	-173%	-171%	-168%	-165%	-161%	-104,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-1.746	-497	-928	-984	-1.077	-1.192	-1.319	-1.466	-1.625	-1.803	-1.999
Satışlardaki değişim	5.105	3.017	3.080	3.205	3.501	3.872	4.286	4.747	5.260	5.832	5.020
Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim	-34%	-16%	-30%	-31%	-31%	-31%	-31%	-31%	-31%	-31%	-40%
- Yatırım Harcamaları	1.338	1.159	1.282	1.410	1.550	1.705	1.876	2.066	2.277	2.510	1.786
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	-935	990	771	907	1.030	1.159	1.305	1.451	1.620	1.815	2.622

Sonsuz Büyüme Oranı											8,0%
Sonsuza Giden Değer											39.563
İskonto Faktörü	0,93	0,81	0,71	0,61	0,53	0,46	0,40	0,35	0,30	0,26	0,23
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 30 Haziran	-873	804	544	556	548	535	523	504	488	474	8.968
Firma Değeri - 30 Haziran	13.072										
Net Borç	6.486						13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%
Diğer Düzeltmeler*	1147						6,0%	7,024	6.175	5.417	4.738
Özsermaye Değeri - 30 Haziran	7.734						7,0%	8.383	7.345	6.432	5.624
Öz Sermaye Maliyeti	18%						8,0%	10.180	8.868	7.734	6.744
12A Hedef Özsermaye Değeri	9.240						9,0%	12.670	10.930	9.461	8.205
*VOLTBEK için değerlememizi ifade etmektedir.							10,0%	16.341	13.874	11.862	10.190

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 (EÜG):** 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;

- **OLUMLU** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **OLUMSUZ** - 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 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.



VakıfBank Grubu İştirakidir.

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

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam

Mehtap İLBİ

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Enerji, Telekomünikasyon, Havacılık,
Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO

Serap KAYA

SERAP.KAYA@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Otomotiv, Beyaz Eşya, Demir Çelik,
Perakende, Gıda-İçecek

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

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.