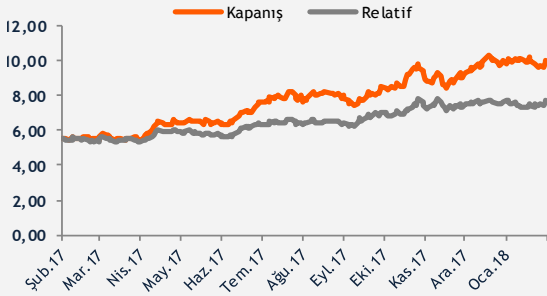


16 Şubat 2018 Cuma

Sektör	: Demir-Çelik
Şirket	: Ereğli Demir Çelik
Hisse Kodu	: EREGL - EREGL TI, EREGL IS
Fiyat (TL)	: 10,29
Hedef Fiyatı (TL)	: 11,00
Yükselme Potansiyeli	: %6,9
Öneri / Kısa Vade	: Endeks Üzeri Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 3.500
HAO (%)	: %48

1960'da kurulan Türkiye'nin ilk ve tek entegre yassı çelik üreticisi Erdemir Grubu, 2006'da kamu hisselerinin OYAK Grubu'na ait ATAER Holding'e devri ile özelleştirildi. ATAER Holding Erdemir hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır. Şirket 9,650 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamül üretimi yapmaktadır. Şirket sıcak ve soğuk haddelenmiş, kalay, krom ve çinko kaplamalı ürünler ile levha üretmektedir. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalatı sanayi gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-0,30	6,52	79,27
Rölatif %	0,75	3,41	39,18
En Yüksek (TL)	10,07	9,49	5,58
En Düşük (TL)	9,77	9,18	5,46

Analist : Serap KAYA  
İletişim : 0(212) 403 4132  
: [serap.kaya@vakifyatirim.com.tr](mailto:serap.kaya@vakifyatirim.com.tr)

## “Güçlü Temettü Verimi Kısa Vadeli Katalizör”

2017 yılı Erdemir açısından operasyonel anlamda parlak sonuçlar açıkladığı bir yıl oldu. 1Ç18'de haddehane karlılıklarının 4Ç17'ye benzer yüksek seviyelerde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. 2018 yılı genelinde marjlarda bir miktar gerileme beklesek de güçlü kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz. Erdemir'in kapasite artışı kararının yakın gelecekte alınmasını bekliyoruz. Şirketi güçlü bilanço yapısı, yüksek operasyonel karlılığı, cazibesini koruyan temettü verimliliği ve yüksek kurdan olumlu etkilenen yapısıyla beğenmeye devam ediyor, değerlememizde meydana gelen artış sonrası Erdemir hedef fiyatımızı 8,91 TL'den 11,00 TL'ye yükseltiyoruz. Ancak, sınırlı yükselme potansiyeli nedeniyle uzun vadeli önerimizi “TUT”, kısa vadeli önerimiz ise “Endekse Üzeri Getiri” olarak koruyoruz.

(mn TL)	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K (x)	FD/FAVÖK (x)
2015	11.915	2.197	1.126	0,30	32,0 x	14,8 x
2016	11.637	2.687	1.516	0,41	23,7 x	12,1 x
2017	18.644	5.383	3.754	1,11	9,6 x	6,0 x
2018T	20.224	5.256	3.466	0,93	10,4 x	6,2 x
2019T	20.453	4.409	2.777	0,74	13,0 x	7,4 x
2020T	20.811	4.371	2.726	0,73	13,2 x	7,4 x

■ **2018'de dünya çelik tüketimi güçlü kalmaya devam edecek -- 2018'de Çin'de çelik tüketen sektörlerin daha yavaş büyüyeceği beklentisi nedeniyle ülkenin çelik piyasasının zayıflayacağı tahmin ediliyor. Öte yandan 2018'de dünyada Çin hariç çelik tüketiminde %1,5-2,5 düzeyinde artış bekleniyor. Çin'in iç piyasa tüketiminin azalması ihracat piyasalarına yönelme riskini artırsa da çelik talebinde beklenen güçlü seyri fiyatlardaki dramatik düşüşe engel olacak etmen olarak görüyoruz.**

■ **Kapasite artırımı yatırıma ihtiyaç var -- Şirketin büyümesini inorganik yollarla gerçekleştirme planı gündemden kalkarken, kapasite artışı kararının yakın gelecekte alınacağını düşünüyoruz. 2,0 mn tondan düşük olmayacağını düşündüğümüz yüksek fırının toplam maliyeti en fazla 2,5 mlr \$ civarında gerçekleşebileceğini öngörüyoruz. Kapasite artışı kararını şirket finansallarını uzun vadede pozitif etkileyeceğini beklemekle birlikte; yüksek yatırım harcamaları nedeniyle nakit akışlarını projeksiyon döneminde olumsuz etki edeceğini bunun da hisseyi orta vadede baskı altında bırakabileceğini düşünüyoruz. Şirketin 2017 yılı karından dağıtmasını beklediğimiz 400 mn \$'lık temettü harici sahip olduğu 1,5 mlr \$'lık nakdinin, yatırım kararında şirketin elinin güçlendiren faktör olduğunu göz önünde bulundurmak gerekir. Yine de değerlememizi kapasite artırımı öngörmeyerek oluşturduğumuzu belirtelim.**

■ **Yurt içi pazardaki pozisyonu kapasite artırımı zorunlu kılıyor -- Yurt içi tüketimi ve ihracatı göz önüne aldığımızda Erdemir'in pazar payının 2014'teki %40 seviyesinden 2017 sonu itibarıyla %34 seviyesine gerilediğini görüyoruz. 2018 yılında Türkiye'de uzun çelik tüketiminin %3,8, yassı çelik tüketiminin %4,4 artmasını bekliyoruz. Yurt içinde büyüyen sektörde Erdemir'in uzun vadede pazar payı kaybetmeyi göze alamayacağı düşüncemiz şirketin kapasite artırımı kararını yakın gelecekte alacağı beklentimizi destekliyor.**

■ **Yükselen Dolar/TL kuru hisse için pozitif -- Şirketin gelirlerinin tamamı dolar bazlı olup, faaliyet giderleri dahil 2017 maliyetlerinin yaklaşık %12'si TL cinsindedir. Dolar bazlı oluşturduğumuz İNA analizimizde hesapladığımız şirket değeri dolar cinsinden değişirse de TL'deki değer kaybı hedef fiyatımızı yukarıya taşıyacaktı.**

■ **Yüksek temettü verimi -- Şirketin 2017 yılı karının tamamını dağıtacağı varsayımıyla hisse başına temettüyü 1,1 TL, temettü verimini ise %11,2 olarak hesaplamaktayız. Erdemir'in önümüzdeki dönemde temettü dağıtım oranının net karın %90'ı düzeyinde olmasını bekliyoruz. Bununla birlikte önümüzdeki dönemde olası yatırımlar nedeniyle dağıtım oranında düşüşler gerçekleşse de düzenli temettü ödemeye devam edeceğini düşünüyoruz.**

■ **Erdemir için hisse başı hedef fiyatımız 2,90 \$/11,00 TL -- 2018T 6,2x FD/FAVÖK çarpanıyla yurtdışı benzerlerine kıyasla %5,9 iskontoyla işlem görmekte olan Erdemir hissesi için kısa vadeli önerimizi “Endeks Üzeri Getiri” olarak koruyoruz. Erdemir için temettü dahil hedef fiyatımız hisse başı 11,00 TL olup, %7 yükseliş potansiyeli taşımaktadır.**

16 Şubat 2018 Cuma

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	11.915	11.637	18.644	20.224	20.453	20.811
FAVÖK	1.635	2.030	4.663	4.477	3.593	3.515
<i>Amortisman Giderleri</i>	561	658	720	778	816	856
FAVÖK	2.197	2.687	5.383	5.256	4.409	4.371
<i>Diğer Gelir ve Giderler (Net)</i>	-45	73	167	219	222	225
<i>Finansal Gelir/Gider (Net)</i>	231	169	124	109	36	38
VÖK	1.821	2.271	4.955	4.805	3.850	3.779
<i>Vergiler</i>	-659	-700	-1.057	-1.201	-963	-945
Net Dönem Karı	1.162	1.572	3.898	3.604	2.888	2.834
<i>Ana Ortaklık Karı</i>	1.126	1.516	3.754	3.466	2.777	2.726
HBK		0,45	1,11	1,03	0,83	0,81

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	2.935	4.587	7.035	7.823	8.819	10.313
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.633	2.017	2.582	2.640	2.670	2.717
Stoklar	3.238	4.255	5.040	5.455	5.847	5.994
Maddi Duran Varlıklar	10.264	12.152	13.072	13.808	14.595	15.384
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	173	205	211	220	232	245
Diğer	392	435	436	491	518	539
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>18.634</b>	<b>23.651</b>	<b>28.376</b>	<b>30.437</b>	<b>32.682</b>	<b>35.192</b>
Finansal Borçlar	2.976	3.919	4.490	4.917	5.403	5.726
<i>Kısa Vadeli</i>	1.072	2.302	3.126	2.832	2.528	2.183
<i>Uzun Vadeli</i>	1.904	1.618	1.365	2.085	2.875	3.543
Ticari Borçlar	582	915	943	1.180	1.193	1.214
Özsermaye	12.538	15.660	19.228	19.917	20.598	21.891
Diğer	1.216	2.454	3.293	3.518	3.806	4.032
Net Borç	41	-667	-2.545	-2.906	-3.415	-4.587

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	1.821	2.271	4.955	4.805	3.850	3.779
Amortisman	561	658	720	778	816	856
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	-309	1.069	1.322	237	409	172
Vergi	-659	-700	-1.057	-1.201	-963	-945
Yatırım Harcaması	-544	-482	-751	-871	-914	-916
Temettü Ödemesi	1.400	1.050	-1.435	-1.572	-3.898	-3.244
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	-438	944	571	427	486	323
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-1.085	-3.157	-1.875	-1.816	1.209	1.470
Yıl boyunca yaratılan nakit	1.832	4.809	4.324	2.604	-214	25
Dönemsonu Nakit	2.935	4.587	7.035	7.823	8.819	10.313

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	%3,7	-%2,3	%60,2	%8,5	%1,1	%1,8
FAVÖK	-%12,7	%22,3	%100,3	-%2,4	-%16,1	-%0,9
Net Kar	-%30,0	%35,2	%148,0	-%7,5	-%19,9	-%1,9

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	2,7	2,8	1,7	1,6	1,6	1,6
FD/FAVÖK	14,8	12,1	6,0	6,2	7,4	7,4
F/K	31,0	22,9	9,2	10,0	12,5	12,7
PEG Rasyo	- 1,0	0,7	0,1	- 1,3	- 1	- 6,8
PD/DD	2,9	2,3	1,9	1,8	1,7	1,6

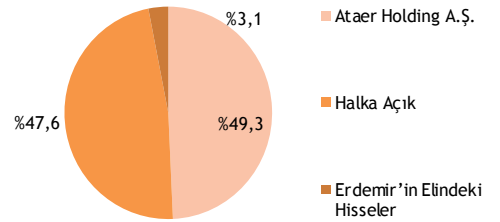
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Öz Sermaye Karlılığı	%9,3	%11,1	%22,3	%18,4	%14,3	%13,3
FAVÖK Marjı	%18,4	%23,1	%28,9	%26,0	%21,6	%21,0
Net Kar Marjı	%9,8	%13,5	%20,9	%17,8	%14,1	%13,6
Net Borç/Özsermaye	%0,3	-%4,3	-%13,2	-%14,6	-%16,6	-%21,0
Net Borç/FAVÖK	%1,9	-%24,8	-%47,3	-%55,3	-%77,5	-%104,9
KV Borç/ UV Borç	%56,3	%142,3	%229,0	%135,8	%87,9	%61,6
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%67,3	%66,2	%67,8	%65,4	%63,0	%62,2
Borç/Öz Kaynak	%23,7	%25,0	%23,4	%24,7	%26,2	%26,2
Cari Oran	%305,9	%261,7	%268,7	%300,9	%353,1	%424,0
Nakit Temettü	-%30,0	%41,0	%44,9	%111,4	%92,7	%74,3

Şirket	Ereğli Demir Çelik
Hisse Kodu	EREGL - EREGL TI, EREGL IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	10,29
Hedef Fiyat (TL)	11,00
Yükselme Potansiyeli	6,9%

### Ereğli Demir Çelik Hakkında

1960'da kurulan Türkiye'nin ilk ve tek entegre yassı çelik üreticisi Erdemir Grubu, 2006'da kamu hisselerinin OYAK Grubu'na ait ATAER Holding'e devri ile özelleştirildi. ATAER Holding Erdemir hisselerinin %49,29'unu elinde bulundurmaktadır. Şirket 9,650 mn ton sıvı çelik, 10,935 mn ton nihai ürün kapasitesi ile yassı ve uzun mamül üretimi yapmaktadır. Şirket sıcak ve soğuk haddelenmiş, kalay, krom ve çinko kaplamalı ürünler ile levha üretmektedir. Erdemir ürünleri, otomotiv, beyaz eşya, boru imalatı, makine imalatı sanayi gibi sektörlerle temel girdi sağlamaktadır.

### Ortaklık Yapısı



### SWOT Analiz

#### Güçlü Yönler

- Yurtiçi pazardaki güçlü konumu
- EAO'lara kıyasla avantajlı maliyet yapısı
- Yüksek nakit pozisyonu

#### Zayıf Yönler

- Tamamı kullanılan kapasitede artırımın gündemde olmaması
- Hammadde tedarikinde ithalata bağımlılık
- Kapasite artırımı ihtiyacı

#### Fırsatlar

- Doların Türk Lirasına karşı değer kazanması
- Çin, Rusya ve Ukrayna çıkışlı ürünlere antidamping vergisi

#### Tehditler

- ArcelorMittal'in %12,1 oranındaki payının olası satışı
- Çelik fiyatlarındaki gerileme
- Hammaddenin ürün fiyatlarından daha yüksek oranlı artışı
- Yurt içi talepte yaşanabilecek daralmalar

16 Şubat 2018 Cuma

**4Ç17 Finansal Sonuçları** -- Erdemir 4Ç17'de operasyonel tarafta beklentilerimizin üzerindeki gerçekleştirmeler nedeniyle öngörülerimizin ötesinde sonuçlar açıkladı. Şirketin 4Ç17'de FAVÖK marjı %31,4, ton başına FAVÖK'ü 191 \$ ile tahminlerimizin üzerinde gerçekleşirken, işletme sermayesindeki zayıflamaya rağmen nakit yaratma kabiliyetinin oldukça güçlü kalmaya devam ettiğini gözlemliyoruz.

**Tablo 1: 4Ç17 Finansal Sonuçları**

Erdemir - mn TL	4Ç17	3Ç17	Çeyreksel %	4Ç16	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
						4Ç17T	Sapma %		
Satış (bin ton)	2.363	2.220	%6,4	2.406	-%1,8	2.284			
Net Satışlar	5.405	4.363	%23,9	3.690	%46,5	5.155	5.173	%4,9	%4,5
FAVÖK	1.699	1.162	%46,2	1.016	%67,2	1.594	1.574	6,6%	%8,0
Ton Başına FAVÖK (\$)	191	149	42 \$	131	60 \$	184		7 \$	
Net Kar	1.192	792	%50,5	539	%121,3	1.057	1.106	12,8%	%7,8
FAVÖK Marjı	31,4%	26,6%	4,8 yp	%27,5	3,9 yp	%30,9	%30,4	0,5 yp	1 yp
Net Kar Marjı	22,1%	18,2%	3,9 yp	%14,6	7,5 yp	%20,5	%21,4	1,6 yp	0,7 yp

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji, Research Turkey

1Ç18 döneminde de haddehane karlılıklarının 186 \$ civarında seyretmeye devam edeceğini öngörüyoruz. Güçlü gerçekleşmesini beklediğimiz ilk çeyrek sonuçlarına rağmen tahminlerimizi muhafazakar olmak adına yılın geri kalanında ton başına 135 \$ FAVÖK gerçekleştireceği öngörüsüyle 2018 genelinde 148 \$ olacağını tahmin ediyoruz. Önümüzdeki yıllara ilişkin beklentilerimizde oluşan farklılıklar nedeniyle, Şirkete ilişkin projeksiyonlarımızda değişikliğe gidiyoruz.

**Tablo 2: Projeksiyon Revizyonları**

mn \$	2017	2018		değişim	2019			2020		
		eski	yeni		eski	yeni	değişim	eski	yeni	değişim
Efektif Satış Fiyatı (\$)	564	542	563	3,8%	542	544	0,4%	542	544	0,4%
Satış Gelirleri	5.115	4.972	5.109	2,8%	4.972	4.921	-1,0%	4.972	4.769	-4,1%
FAVÖK	1.477	1.030	1.328	28,9%	1.018	1.061	4,2%	1.007	1.002	-0,5%
FAVÖK Marjı (%)	29%	21%	26%	5,3 yp	20%	22%	1,1 yp	20%	21%	0,8 yp
Ton Başına FAVÖK (\$)	165	114	148	34 \$	113	119	6 \$	112	116	4 \$
Net Kar	1.030	596	877	47,2%	576	669	16,2%	575	626	8,8%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Değerleme ve Öneri**

Erdemir hedef fiyatımızı 11,00 TL'ye yükseltiyoruz.

- Erdemir'in projeksiyon döneminde hammadde maliyeti kompozisyonunda önceki raporumuza göre yaptığımız değişiklikler paralelinde FAVÖK marjında yukarı yönlü revizyonlar gerçekleştirdik.
- Açıklanan kapasite artırımının olmaması nedeniyle mevcut yüksek fırınların "re-line"ı dolayısıyla 2020'de duruş varsayarak 300 bin tonluk kayıpla tahmin ettiğimiz üretim doğrultusunda satış hacmi 2019'da daha önce öngördüğümüz seviyelerin altında kalmıştır. Şirketin re-line için 50 mn \$'lık ek yatırım harcaması yapacağını öngördük.
- Önceki raporumuza göre yaklaşık 611 mn \$ düzeyinde artan net nakdi ise değerlememize yansıtık.

**Tablo 3: Değerleme Özeti**

Değerleme Yöntemi	12 Aylık		FD/FAVÖK (2018T)
	Ağırlık	Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	
İNA	%70	9.568	6,0
Benzer Şirketler Çarpan Analizi	%30	10.440	6,6
Hedef Piyasa Değeri		9.830	6,2
Sermaye (mn adet)		3.500	
Düzeltilmiş Sermaye*		3.392	
12A Hedef Hisse Fiyatı \$		2,90	
12A Hedef Hisse Fiyatı TL		11,00	
Kapanış (TL)		10,29	
Yükselme Potansiyeli		7%	

\*Erdemir'in Elindeki Hisseler Hariç (mn adet)

16 Şubat 2018 Cuma

Tablo 4: Erdemir - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (mn \$)

## Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Hesaplama

	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T (TD)
Risksiz Faiz Oranı	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%5,5
Risk Primi	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%10,5
Borçlanma Maliyeti	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%6,5
Vergi Oranı	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%5,3	%5,3	%5,3	%5,3	%5,3	%4,9
Özsermaye Oranı	%65,4	%63,0	%62,2	%61,1	%60,3	%62,2
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti	%9,0	%8,9	%8,8	%8,8	%8,7	%8,4

## İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn \$)	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T (TD)
Satış Gelirleri	5.109	4.921	4.769	4.921	4.921	4.921
<i>Büyüme</i>	-0,1	-3,7	-3,1	3,2	0,0	0,0
FVÖK	1.131	864	805	844	836	840
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	%22,1	%17,6	%16,9	%17,1	%17,0	%17,1
Vergi Oranı (%)	-%25	-%25	-%25	-%25	-%25	-%25
Vergi	-279	-303	-232	-216	-227	-226
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z	852	561	574	627	609	615
+ Amortisman	197	196	196	195	192	189
FAVÖK	1.328	1.061	1.002	1.039	1.028	1.029
<i>FAVÖK Marjı</i>	%26,0	%21,6	%21,0	%21,1	%20,9	%20,9
Yatırım Harcamaları / Amortisman	-112	-112	-107	-82	-83	-100
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi	-29	-55	7	-69	-39	-40
Satışlardaki değişim	-6	-188	-152	152	0	0
<i>Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişim</i>	%485,2	%29,3	-%4,3	-%45,5	%0,0	%0,0
- Yatırım Harcamaları	220	220	210	160	160	189
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	799	482	567	594	603	575
Sonsuz Büyüme Oranı						%1,0
Sonsuza Giden Değer						7.872
İskonto Faktörü	1,00	0,92	0,84	0,78	0,71	0,66
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31 Aralık 2017	799	443	478	461	430	5.185
Firma Değeri - 31 Aralık 2017	7.796					
Net Borç	-675					
Özsermaye Değeri - 31 Aralık 2017	8.471					
Öz Sermaye Maliyeti	%11,0					
12A Hedef Özsermaye Değeri	9.568					

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 sağlanması 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 endeksinde 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

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

## Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

[vykarastirma@vakifyatirim.com.tr](mailto:vykarastirma@vakifyatirim.com.tr)

Sezai ŞAKLAROĞLU  
Mehmet Emin ZÜMRÜT  
Selahattin AYDIN  
Tuğba SAYGIN  
Serap KAYA  
Esra SARI  
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.