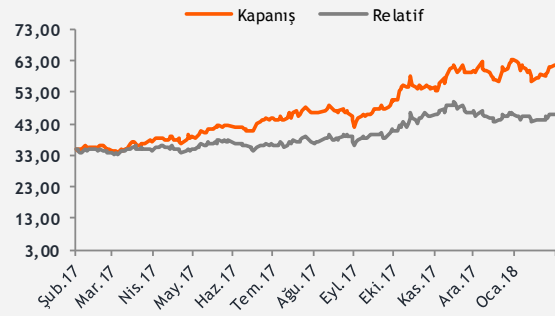


27 Şubat 2018 Salı

Sektör	: Otomotiv
Şirket	: Ford Otosan
Hisse Kodu	: FROTO - FROTO TI, FROTO IS
Fiyat (TL)	: 61,95
Hedef Fiyatı (TL)	: 59,51
Yükselme Potansiyeli	: -%3,94
Öneri / Kısa Vade	: Endekse Paralel Getiri
Öneri / Uzun Vade	: TUT
Hisse Adedi (mn)	: 350,9
HAO (%)	: 18%

Ford Otosan ticari araç üretim, satış ve ihracatının, yedek parça üretimi ve satışının yanı sıra ticari ve binek araç ithalatını yapmaktadır. Şirket 1959'da kurulmuş olup Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Kocaeli'de Transit ve Transit Custom'ü ürettiği Gölcük Fabrikası ve Transit Courier'ü ürettiği Yeniköy Fabrikası, Eskişehir İnönü'de ise Cargo Kamyon Fabrikası ile kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası bulunmaktadır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	-2,29	13,98	76,76
Rölatif %	-0,72	0,31	31,33
En Yüksek (TL)	63,90	63,90	63,90
En Düşük (TL)	56,30	52,90	32,39

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

“Olumlu Gelişmeler Fiyata Dahil”

Avrupa ticari araç pazarlarındaki pozitif seyir etkisiyle Ford Otosan ihracatının 2018'de de güçlü kalmaya devam edeceğini, yurt içinde ise satışların aynı seviyelerde kalacağını düşünüyoruz. Kurlardaki artış nedeniyle şirketle ilgili finansal tahminlerimizi yukarı yönlü güncelledik, hisse için hedef fiyatımızı da 46,80 TL'den 59,51 TL'ye yükselttik. Ancak 2018'de şirketin adet bazında satışlarının çok büyümeyeceğini ve olumlu hikayesinin fiyatlara dahil olduğunu düşünerek kısa vadeli önerimizi “Endeks Üzeri Getiri”den “Endekse Paralel Getiri”ye çekiyoruz.

mn TL	Ciro	FAVÖK	Net Kar	HBT (TL)	F/K(x)	FD/FAVÖK(x)
2015	16.746	1.386	842	1,14	25,8 x	16,6 x
2016	18.289	1.485	955	1,89	22,8 x	15,4 x
2017	25.341	2.000	1.490	2,25	14,6 x	11,5 x
2018T	29.732	2.359	1.613	3,18	13,5 x	9,7 x
2019T	32.260	2.594	1.784	3,45	12,2 x	8,8 x
2020T	35.021	2.821	1.941	3,81	11,2 x	8,1 x

■ **Ihracatındaki güçlü seyrin devam edeceğini öngörüyoruz** - SMMT tahminlerine göre, Ford Otosan ihracatının %33'ünü oluşturan İngiltere 3,5 ton altı Van satışlarının 2018'de %2,6 daralması beklenmektedir. 2017'de %3,6 gerileyen pazarda Ford satışlarını %2,0 artırmış ve 1,8 puan pazar payı kazanmıştı. 2018'de de sektördeki daralmaya rağmen Ford'un pazar payındaki gelişmenin devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte ihracatının %63'ünü İngiltere hariç Avrupa'ya gerçekleştiren Ford Otosan'ın güçlü seyreden Avrupa pazarlarından da olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Ford Otosan yönetimi 2018 yılı ihracat hacminin 295-305 bin adet (2017 seviyesinin -%0,8 altında ya da %2,6 üzerinde) seyretilmesini beklerken, bizim ihracat tahminimiz Avrupa pazarlarındaki pozitif seyir nedeniyle yönetim öngörülerinin üst bandına yakın 303 bin adet olmasını yönünde.

■ **Yurtiçi satışların yatay seyredeceğini öngörüyoruz** - Ford Otosan toptan satışları 2017'de tahminlerimize paralel yatay seyretti. 2017'de Courier segmentinin lideri olsa da, 2016'daki filo satışlarının yüksek baz etkisi ve karlılık odaklı strateji nedeniyle şirket hafif ticari araç segmentinde 1,0 puan pazar payı kaybetti. Şirket Transit ve Transit Custom olduğu orta ticari segmentte ise payını 2017 yılında 2,1 puan artırdı. 2018'de hafif ticari segmentte pazar payını artırmasını, orta ticari segmentte ise 2017'deki yüksek seviyelerin normalleşerek bir miktar gerilemesini bekliyoruz. 2018'de Ford Otosan'ın yurt içi pazar payının 0,1 puan artarak %12,0'ye ulaşacağını öngörüyoruz, bununla birlikte toptan satışlarının 2017'ye paralel 116 bin adet (Şirket beklentisi 110-120 bin adet aralığında) olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

■ **Yüksek temettü verimi** - Ford Otosan yılda iki seferde dağıttığı nakit temettünün ilkini 02 Nisan 2018'de 800 mn TL (hisse başına 2,28 TL, %3,7 temettü verimi) olarak dağıtacak. Bu tutar beklentimizin üzerindedir. Ford Otosan'ın ikincisi Ekim ortası ya da Kasım başında 317 mn TL (hisse başına 0,90 TL) olmak üzere 2017 karından toplam 1,1 mlr TL (hisse başına toplam 3,18 TL) nakit temettü dağıtmış olacağını tahmin ediyoruz.

■ **Lisans gelirleri 2018'de hissedilmeye başlanacak** - Çin'de JMC kamyonlarda kullanılacak şasi, kabin ve motorların Ford Otosan tarafından tedariki ile şirketin elde edeceği lisans geliri 2018'den itibaren hissedilmeye başlanacaktır. Hacimlere ilişkin henüz tahmin edilebilir bilgi olmamakla birlikte orta vadede JMC hedefi 20 bin adetlere ulaşmak ve Ford Otosan'ın yıllık ortalama 12-15 mn € civarında lisans geliri elde edeceği şeklindedir. Lisans gelirlerinin kar tahminlerimize katkısı yıllık ortalama 7 mn € düzeyindedir.

■ **Kısa vadeli önerimizi “Endekse Paralel Getiri”ye çekiyoruz** - Ford Otosan için İNA'ya göre yaptığımız değerlemeye göre 12 aylık hedef fiyatımızı 59,51 TL/hisse seviyesine yükseltiyoruz. Ancak getiri potansiyelinin kalmaması nedeniyle uzun vadeli önerimizi “TUT” olarak koruyor, kısa vadeli önerimizi ise “Endekse Üzeri Getiri”den “Endekse Paralel Getiri”ye çekiyoruz.

Gelir Tablosu (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri (net)	16.746	18.289	25.341	29.732	32.260	35.021
FVÖK	981	1.029	1.526	1.858	2.055	2.240
Amortisman Giderleri	405	456	474	501	539	582
FAVÖK	1.386	1.485	2.000	2.359	2.594	2.821
Diğer ve Finansal Gelir/Gider (Net)	-113	-53	-42	-111	-120	-129
VÖK	866	970	1.481	1.747	1.935	2.110
Vergiler	-24	-15	9	-134	-151	-169
Net Dönem Karı	842	955	1.490	1.613	1.784	1.941
HBK	2,4	2,7	4,2	4,6	5,1	5,5

Bilanço (TL mn)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Nakit ve Benzerleri	980	1.189	1.806	1.784	2.131	2.505
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.784	2.158	3.357	3.634	4.032	4.475
Stoklar	1.000	1.054	1.152	1.347	1.460	1.585
Maddi Duran Varlıklar	3.251	3.303	3.536	3.902	4.283	4.672
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	540	553	690	762	836	912
Diğerleri	874	1.030	1.470	1.410	1.419	1.438

Toplam Aktifler	8.428	9.286	12.012	12.838	14.161	15.586
Finansal Borçlar	2.561	2.852	3.604	3.952	4.288	4.653
Kısa Vadeli	1.260	1.348	1.784	1.864	1.918	1.986
Uzun Vadeli	1.301	1.504	1.820	2.089	2.371	2.667
Ticari Borçlar	2.314	2.617	3.817	3.799	4.212	4.670
Özsermaye	3.060	3.164	3.696	4.192	4.766	5.369
Net Borç	1.580	1.663	1.798	2.169	2.158	2.148

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
VÖK	866	970	1.481	1.747	1.935	2.110
Amortisman	405	456	474	501	539	582
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	76	125	98	489	99	110
Vergi	-24	-15	9	-134	-151	-169
Yatırım Harcaması	-507	-516	-806	-911	-956	-1.004
Temettü Ödemesi	-400	-663	-790	-1.117	-1.210	-1.338
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	211	291	752	348	336	364
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	0	-440	-601	-946	-245	-280
Yıl boyunca yaratılan nakit	627	649	1.217	923	592	655
Dönemsonu Nakit	980	1.189	1.806	1.784	2.131	2.505

Büyüme	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Satış	%40,4	%9,2	%38,6	%17,3	%8,5	%8,6
FAVÖK	%66,7	%7,2	%34,6	%17,9	%10,0	%8,8
Net Kar	%41,5	%13,5	%56,0	%8,3	%10,6	%8,8

Çarpanlar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
FD/Satışlar	1,4	1,3	0,9	0,8	0,7	0,7
FD/FAVÖK	16,6	15,4	11,5	9,7	8,8	8,1
F/K	25,8	22,8	14,6	13,5	12,2	11,2
PEG Rasyo	0,6	1,7	0,3	1,6	1,2	1,3
PD/DD	7,1	6,9	5,9	5,2	4,6	4,0

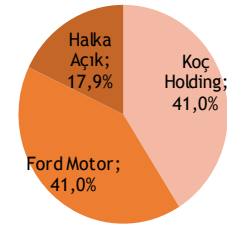
Finansal Rasyolar	2015	2016	2017	2018T	2019T	2020T
Öz Sermaye Karlılığı	%28	%30	%40	%38	%37	%36
FAVÖK Marjı	%8	%8	%8	%8	%8	%8
Net Kar Marjı	%5	%5	%6	%5	%6	%6
Net Borç/Özsermaye	%52	%53	%49	%52	%45	%40
Net Borç/FAVÖK	%114	%112	%90	%92	%83	%76
KV Borç/UV Borç	%97	%90	%98	%89	%81	%74
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	%36	%34	%31	%33	%34	%34
Borç/Öz Kaynak	%84	%90	%98	%94	%90	%87
Cari Oran	%105	%109	%113	%119	%125	%130
Nakit Temettü	%189	%225	%318	%345	%381	%415

Şirket	Ford Otosan
Hisse Kodu	FROTO - FROTO TI, FROTO IS
Vakıf Yatırım Öneri	TUT
Kapanış (TL)	61,95
Hedef Fiyat (TL)	59,51
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	21.739
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	20.883
Yükselme Potansiyeli	-3,9%

Ford Otosan Hakkında

Ford Otosan ticari araç üretim, satış ve ihracatının, yedek parça üretimi ve satışının yanı sıra ticari ve binek araç ithalatını yapmaktadır. Şirket 1959'da kurulmuş olup Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Kocaeli'de Transit ve Transit Custom'ı ürettiği Gölcük Fabrikası ve Transit Courier'i ürettiği Yeniköy Fabrikası, Eskişehir İnönü'de ise Cargo Kamyon Fabrikası ile kamyon ve Transit araçlarına üretim yapan Motor ve Aktarma Organları Fabrikası bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

Güçlü dağıtım ağı
%36,6 pazar payı ile lider orta ticari araç üreticisi
Düşük maliyetli ve esnek üretim
Ford Motor Company ile ortaklık
Yüksek ihracat oranıyla iç piyasaya bağımlılığın az olması

Zayıf Yönler

Yurt içi pazarda satılan araçların %35'inin ithal binek olması
Son yıllarda gerileyen operasyonel marjlar
İhracatın %96'sının Avrupa'ya yapıyor olması

Fırsatlar

Avrupa'ya bağımlılığı azaltmak için alternatif pazarlara giriş
Yurt içi pazarda olası hurda teşviki
Yüksek marjlı kamyon ihracatında artış

Tehditler

Yurt içi pazarda vergi oranlarının artması
Hammadde maliyetlerinin artışı
Kurdaki dalgalanmaların marjlarda erimeye neden olması
Ford Motor'un üretim merkezini farklı ülkelere taşıma kararı

27 Şubat 2018 Salı

4Ç17 Finansal Sonuçları - Ford Otosan 4Ç17'de operasyonel olmayan tarafta tahminlerimizden daha iyi sonuçlar açıklamasına rağmen, faaliyet karlılığındaki zayıf performans nedeniyle şirketin net karı 510 mn TL ile beklentilerimize paralel gerçekleşti. Şirketin 4Ç17'de FAVÖK'ü 595 mn TL ile tahminlerin %9 altında gerçekleşirken FAVÖK marjı ise %7,2 ile beklentilerin 0,8 puan gerisinde oluştu. Marjların daralmasında Euro/TL kurunun etkisiyle artan hammadde fiyatlarının yurt içi pazarda satış fiyatlarına aynı oranda yansıtılmaması etkili oldu.

Ağır ticaride 2018'de sınırlı büyümenin ihracattan gelmesini bekliyoruz - Yurtiçi kamyon pazarı 2016'daki sert düşüşü sonrası 2017'de sınırlı yükseliş gösterdi. Ford pazar payı Aralık ayında yaşanan sert rekabet nedeniyle 2016'ya göre 0,5 puan gerilese de hala 2015 seviyesinin 4,5 puan üzerinde %27,7 seviyesinde bulunmaktadır. Şirketin kamyon satışlarındaki büyümenin ihracat tarafından gelmesini bekliyoruz.

Kapasite artışı Eylül 2018'de tamamlanacak - Ford Otosan Transit ve Custom modellerinin üretildiği Gölcük Fabrikasında 2016 sonu itibarıyla 290.000 adet olan kapasitesini Eylül 2018 itibarıyla 330.000 adete (Eylül 2017: 315.000) yükseltecektir. 52 mn \$ yatırımla tamamlanması planlanan kapasite artış çalışmaları bittiğinde sahip olunan üç fabrikadaki toplam araç üretim kapasitesi 455.000 adede yükselecektir. Ford Otosan'ın artan kapasitenin sağlayacağı ölçek ekonomisinin yanında, Custom modeline artan ihracat talebini karşılama gücünün yükselmesini bekliyoruz.

Tablo 1: Projeksiyon Revizyonları

mn TL	2017	2018					2019				
		eski	yeni	değişim	konsensus	sapma	eski	yeni	değişim	konsensus	sapma
Satış Gelirleri	25.341	23.875	29.732	24,5%	29.207	1,8%	25.680	32.260	25,6%	32.226	0,1%
FAVÖK	2.000	1.922	2.359	22,7%	2.411	-2,2%	2.089	2.594	24,2%	2.686	-3,4%
FAVÖK Marjı (%)	7,9%	8,1%	7,9%	-0,1 yp	8,3%	-0,3 yp	8,1%	8,0%	-0,1 yp	8,3%	-0,3 yp
Net Kar	1.490	1.148	1.613	40,5%	1.544	4,5%	1.148	1.941	69,1%	1.689	14,9%

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji, Bloomberg

Değerleme ve Öneri

Ford Otosan hedef fiyatımızı 59,51 TL'ye yükseltiyoruz.

- TL bazlı İNA analizimizde kullandığımız risksiz faiz oranını %11,0'den %12,0'ye yükselttik.
- Ford Otosan satış hacmi beklentimizi önceki raporumuza göre projeksiyon döneminde ortalama %7 artırdık, ortalama euro beklentimizdeki yukarı revizyon sayesinde gelirlerde çok daha yüksek seviyeler bekliyoruz. İhracat hacminin toplam içindeki payını yükseltmemiz nedeniyle (bilindiği üzere Şirket, ihraç edilen ürün fiyatlarını maliyete ek araç başı Euro bazlı prim olarak belirlemekte ve bu strateji özellikle hammadde maliyetindeki yükseliş dönemlerinde mutlak katma değeri etkilemese de paydayı büyüttüğü için kar marjlarına olumsuz yansıyabilmektedir) brüt kar marjını aşağı yönlü güncelledik.
- İşçi maliyetlerindeki artış beklentimize karşın garanti giderlerinde beklentilerimizin altında gerçekleşmeler nedeniyle projeksiyon dönemindeki tahminlerimizi düşürdük. Böylece faaliyet giderlerinin satışlara oranında daha düşük seviyeler öngördük.
- Yaptığımız güncellemeler ortalama FAVÖK marjı tahminlerimizi %8,9'dan %8,1'e düşürmemize neden oldu. Terminal periyod için FAVÖK marjımızı %8,8'den %8,2'ye indirdik. Marjlardaki aşağı yönlü düzeltmeye rağmen gelirlerdeki kuvvetli büyüme değerlememizi yukarıya taşıdı.
- Büyük yatırımların tamamlanması sonrası Şirket nakit akımlarında artışın devam edeceği beklentisini sürdürüyoruz. Şirketin 2021 yılına kadar daha çok yapısal harcamalar yapacağını, ürün yenileme yatırımları dönemine 2021-2023 yılları arasında gireceğini öngörüyoruz. Şirketin büyük yatırım dönemlerinde dağıttığı temettü miktarını azaltsa dahi, düzenli temettü ödemeye devam etmesini bekliyoruz.

27 Şubat 2018 Salı

Tablo 2: Ford Otosan - İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (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%	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%
Beta		1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Özsermaye Maliyeti		17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	16,5%
Borçlanma Maliyeti		13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,5%
Vergi Oranı		7,7%	7,8%	8,0%	7,8%	8,3%	8,4%	7,7%	8,9%	8,4%	9,3%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti		12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	11,9%	11,9%	12,0%	11,8%	11,9%	11,8%	10,0%
Özsermaye Oranı		34,1%	30,8%	32,6%	33,7%	34,4%	34,8%	34,6%	34,7%	35,3%	35,7%	36,3%
Ağırlıklı Sermaye Maliyeti		13,9%	13,7%	13,8%	13,8%	13,8%	13,9%	13,9%	13,8%	13,9%	13,8%	12,4%

İNA Yöntemi ile değerlendirme

(mn TL)	2017	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T (TD)
Satış Gelirleri	25.341	29.732	32.260	35.021	37.818	40.958	44.400	47.976	49.170	53.149	56.186	58.995
Büyüme		17,3%	8,5%	8,6%	8,0%	8,3%	8,4%	8,1%	2,5%	8,1%	5,7%	5,0%
FVÖK	1.526	1.858	2.055	2.240	2.428	2.525	2.721	2.918	2.899	3.204	3.333	3.446
Operasyonel Kar Marjı	6,0%	6,2%	6,4%	6,4%	6,4%	6,2%	6,1%	6,1%	5,9%	6,0%	5,9%	5,8%
Vergi Oranı (%)		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	8%	9%	20%
Vergi		-134	-151	-169	-178	-196	-215	-213	-242	-254	-291	-689
Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z		1.724	1.904	2.070	2.250	2.329	2.506	2.705	2.657	2.950	3.041	2.757
+ Amortisman	474	501	539	582	629	759	899	1.048	1.117	1.196	1.331	1.391
FAVÖK	2.000	2.359	2.594	2.821	3.057	3.284	3.620	3.966	4.016	4.400	4.663	4.838
FAVÖK Marjı	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,0%	8,2%	8,3%	8,2%	8,3%	8,3%	8,2%
Yatırım Harcamaları / Amortisman		-182%	-177%	-173%	-291%	-254%	-225%	-116%	-115%	-113%	-106%	-103,0%
+/- Çalışma sermayesindeki değişimi		-489	-99	-110	-111	-130	-138	-144	-50	-156	-123	-177
Satışlardaki değişim		4.391	2.527	2.762	2.796	3.140	3.443	3.576	1.193	3.979	3.038	2.809
Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim		-11%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-6%
- Yatırım Harcamaları		911	956	1.004	1.834	1.925	2.022	1.221	1.282	1.346	1.413	1.433
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları		825	1.388	1.538	935	1.033	1.245	2.389	2.442	2.645	2.836	2.538

Sonsuz Büyüme Oranı												5,0%
Sonsuza Giden Değer												36.218
İskonto Faktörü		1,00	0,88	0,77	0,68	0,60	0,52	0,46	0,40	0,35	0,31	0,28
İskonto edilmiş Nakit Akımları - 31.12.2017		825	1.221	1.189	635	616	652	1.099	987	939	884	10.051
Firma Değeri - 31.12.2017		19.100										
Net Borç		1.798										
Özsermaye Değeri - 31.12.2017		17.302										
Öz Sermaye Maliyeti		18%					11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	
12A Hedef Özsermaye Değeri		20.883					3,0%	56,58	53,56	50,83	48,35	46,09
							4,0%	61,55	57,90	54,65	51,73	49,09
							5,0%	68,06	63,51	59,51	55,97	52,81
							6,0%	76,95	71,02	65,92	61,48	57,58
							7,0%	89,83	81,60	74,72	68,89	63,89

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

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.