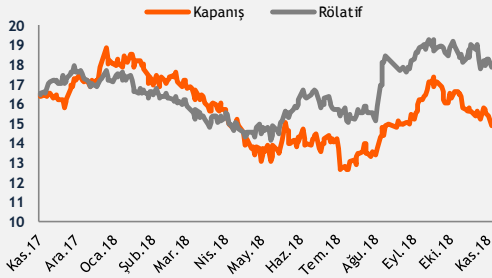


16 Kasım 2018 Cuma

| | |
|----------------------|--------------------------|
| Sektör | : Holding |
| Şirket | : Koç Holding |
| Hisse Kodu | : KCHOL |
| Fiyat (TL) | : 15,02 |
| Hedef Fiyatı (TL) | : 19,3 |
| Yükselme Potansiyeli | : 28,5% |
| Öneri / Kısa Vade | : Endekse Paralel Getiri |
| Öneri / Uzun Vade | : AL |
| Hisse Adedi (mn) | : 2.536 |
| HAO (%) | : 26,5% |

1926 yılında kurulan Koç Holding dört ana segmentte faaliyet göstermektedir; finans, enerji, otomotiv, dayanıklı tüketim. Holding'in Türkiye çapında güçlü bayi ve satış ağı bulunmakta ve yurtdışında da birçok faaliyeti vardır. Koç Holding'in kendisi dışında 10 tane iştirakinin de hisseleri borsada işlem görmektedir. Koç Holding uluslararası şirketlerle iş ortaklığı bulunmaktadır; UniCredit, Ford Motor Co., Fiat Chrysler Automobiles, LG Electronics, CNH Global NV vb.

Hisse Performansı



| Performans | 1Ay | 3Ay | 12Ay |
|----------------|--------|-------|-------|
| Mutlak % | -10,83 | 8,25 | -9,34 |
| Rölatif % | -5,75 | 12,39 | 8,01 |
| En Yüksek (TL) | 16,62 | 17,35 | 18,83 |
| En Düşük (TL) | 14,82 | 13,69 | 12,59 |

Yatırımcı Takvimi

2018 Finansal Sonuçları 15 Şubat (Tahmini)

Dengeli portföy yapısı ile risklere karşı dayanıklı...

Koç Holding'in dengeli portföy yapısı sektörlere bağımlılığı azaltırken, toplam gelirler içerisinde ihracatın payının ve döviz endekslı gelirlerinin (~%55) yüksek olması ve iştiraklerinin bilançolarında döviz riskinin olmaması finansallarda dalgalanmaları azaltarak sürdürülebilir karlılığı desteklemektedir. Ayrıca Koç Holding'in solo 330 mn \$ net nakit pozisyonu ve artan temettü gelirleri sayesinde cazip satın-alma fırsatlarını değerlendirebileceğini veya temettü dağıtma oranını arttırabileceğini düşünüyoruz. Net aktif değerine göre %7 iskonto ile işlem görmekte olan Koç Holding'i 19,30 TL hedef fiyat ile araştırma kapsamına alıyoruz. Hisse için kısa vade önerimizi "Endekse Paralel Getiri", uzun vade önerimizi ise "AL" olarak belirliyoruz.

| mn TL | Ciro | FAVÖK | Net Kâr | HBT (TL) | F/K (x) | FD/FAVÖK (x) |
|-------|---------|--------|---------|----------|---------|--------------|
| 2015 | 69.110 | 6.393 | 3.568 | 0,39 | 10,5 | 9,0 |
| 2016 | 70.432 | 6.198 | 3.460 | 0,85 | 10,9 | 9,3 |
| 2017 | 98.273 | 9.046 | 4.909 | 0,91 | 7,7 | 6,4 |
| 2018T | 135.092 | 10.573 | 5.817 | 1,07 | 6,5 | 5,5 |
| 2019T | 163.168 | 12.048 | 6.705 | 1,24 | 5,6 | 4,8 |
| 2020T | 167.791 | 13.276 | 7.506 | 1,39 | 5,0 | 4,3 |

- **Dengeli portföy yapısı dayanıklı kılıyor** - Çeşitlendirilmiş portföy yapısı Koç Holding'in sektörel dalgalanmalardan daha az etkilenmesini sağlıyor. Öte yandan konsolide gelirlerinin yaklaşık yarısının ihracat ve döviz endekslı gelirden oluşmasının yanı sıra iştiraklerinin bilançosunda kur riskinin olmaması Koç Holding'in konsolide finansalları üzerindeki dalgalanmaları azaltarak sürdürülebilir karlılık sağlamakta ve yurtiçi pazarın daralmasına karşı da korunaklı kılmaktadır.
- **İhracat gelirlerinde artış daralan yurtiçi pazarlarını telafi edecek** - İhracatta maliyet+prim ihracat anlaşmaları ile Ford Otosan ve al-ya da-öde anlaşmaları da dahil olmak üzere Tofaş, ihracat gücü ile Arçelik, döviz endekslı gelirleri ile Tüpraş sayesinde TL'nin değer kaybettiği ve yurtiçi pazarın olumsuz etkilendiği bu dönemde Türkiye'nin en büyük ihracatçı gruplarından olan Koç Holding'in güçlü kalacağını düşünüyoruz. Her ne kadar hala Avrupa pazarı Koç Holding şirketlerinin en önemli ihracat pazarı olsa da, coğrafi olarak dünyanın birçok yerine yayılmış faaliyetleri ile holding, bölge riskini azaltmaya çalışmakta ve yurtdışı satışlarının payını artırmakta.
- **Yüksek ve dengeli temettü gelirleri holdinge sürdürülebilir nakit akışı sağlıyor** - İştiraklerinden elde ettiği yüksek oranlı temettü geliri Holding'in nakit pozisyonunu olumlu etkilemektedir. Grup bazında yüklü yatırım döneminin tamamlanması ile Holding'in iştiraklerinden elde ettiği temettü gelirleri 2018 yılının ilk dokuz ayında 2,48 mlr TL düzeyine çıkmıştır (2017'de 1,29 mlr TL idi). Bu dönemde en yüksek temettü geliri %54 pay ile Tüpraş'tan elde edilirken, bunu %12'şerlik oran ile Ford Otosan ve Tofaş izlemektedir. Holding'in elde ettiği temettü gelirlerinin 2019'da 2,7 mlr TL, 2020'de ise 3,1 mlr TL düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz.
- **Güçlü nakit pozisyonu** - 2018 Eylül sonu itibarıyla Holding'in solo 330 mn \$ net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Artan temettü gelirleri ile birlikte yüksek nakit varlığı, Holding'in cazip satın alma fırsatlarını değerlendirebilecek durumda olmasının yanı sıra daha yüksek temettü dağıtma potansiyeline işaret etmektedir. Bu gelişmelerin hisse performansı açısından katalizör olacağını düşünüyoruz.
- **Riskler** - Portföyündeki tüketime dayalı segmentler nedeniyle Türkiye ekonomisinin yavaşlamasından olumsuz etkilenebilir. Bankacılıkta düşen net faiz marjları ve aktif kalitesinde bozulma, rafineri marjlarındaki gerileme, otomotiv ve tüketim eşyaları talebinde zayıflama, Koç Holding'i olumsuz etkileyebilir.
- **Değerleme ve Öneri** - Koç Holding için Parçaların Toplamı Yöntemi ile yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 19,30 TL olarak belirliyoruz, kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli önerimizi ise "AL" olarak başlatıyoruz.

Analist: Tuğba SAYGIN
İletişim: 0212 403 41 31
tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr

16 Kasım 2018 Cuma

| Gelir Tablosu (mn TL) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|----------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Satış Gelirleri (net) | 69.110 | 70.432 | 98.273 | 135.092 | 163.168 | 167.791 |
| FVÖK | 5.127 | 4.770 | 7.466 | 9.035 | 10.382 | 11.528 |
| Amortisman Giderleri | 1.266 | 1.428 | 1.579 | 1.538 | 1.666 | 1.749 |
| FAVÖK | 6.393 | 6.198 | 9.046 | 10.573 | 12.048 | 13.276 |
| Diğer Gelir ve Giderler (Net) | -261 | -57 | 269 | 170 | 307 | 269 |
| Finansal Gelir ve Giderler (Net) | -1.401 | -1.591 | -1.852 | -2.187 | -2.557 | -2.967 |
| VÖK | 5.557 | 5.443 | 8.659 | 10.297 | 11.869 | 13.287 |
| Vergiler | 272 | -166 | -762 | -938 | -1.081 | -1.210 |
| Net Dönem Kârı | 3.568 | 3.460 | 4.909 | 5.817 | 6.705 | 7.506 |
| HBK (TL) | 1,4 | 1,4 | 1,9 | 2,3 | 2,6 | 3,0 |

| Bilanço (mn TL) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|---|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Nakit ve Benzerleri | 10.553 | 16.997 | 20.850 | 29.419 | 29.620 | 32.746 |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar | 9.712 | 11.418 | 15.313 | 18.003 | 21.298 | 21.441 |
| Stoklar | 5.680 | 8.096 | 11.038 | 13.687 | 16.150 | 16.138 |
| Duran Varlıklar | 42.992 | 46.994 | 51.114 | 45.079 | 50.915 | 53.710 |
| Uzun Vadeli Ticari Alacaklar | 328 | 50 | 41 | 368 | 444 | 457 |
| Finansal Yatırımlar | 136 | 139 | 156 | 12 | 1 | 0 |
| Maddi Duran Varlıklar | 19.128 | 19.840 | 21.486 | 23.901 | 26.170 | 27.949 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 1.876 | 2.725 | 3.000 | 3.310 | 3.624 | 3.871 |
| Uzun vadeli ertelenmiş vergi varlıkları | 3.244 | 3.504 | 3.596 | 3.968 | 4.344 | 4.640 |
| Diğer Duran Varlıklar | 6.234 | 7.049 | 7.006 | 13.521 | 16.330 | 16.793 |
| Toplam Aktifler | 72.985 | 88.071 | 104.064 | 114.090 | 127.526 | 133.849 |
| Finansal Borçlar | 24.539 | 30.191 | 36.381 | 41.026 | 43.969 | 43.817 |
| Kısa Vadeli | 7.379 | 7.483 | 13.195 | 17.648 | 20.359 | 19.976 |
| Uzun Vadeli | 17.160 | 22.708 | 23.186 | 23.378 | 23.610 | 23.841 |
| Ticari Borçlar | 7.864 | 12.550 | 14.931 | 16.416 | 19.827 | 20.290 |
| Kısa Vadeli | 7.864 | 12.550 | 14.931 | 16.416 | 19.827 | 20.290 |
| Uzun Vadeli | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Özkaynaklar | 33.676 | 36.866 | 42.931 | 47.287 | 52.424 | 58.114 |
| Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar | 23.135 | 25.826 | 29.973 | 33.065 | 36.630 | 40.621 |
| Azınlık payları | 10.541 | 11.040 | 12.958 | 14.221 | 15.794 | 17.494 |
| Net Borç | 13.986 | 13.194 | 15.530 | 11.607 | 14.349 | 11.071 |

| Nakit Akım Tablosu (mn TL) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| VÖK | 5.557 | 5.443 | 8.659 | 10.297 | 11.869 | 13.287 |
| Amortisman | 1.266 | 1.428 | 1.579 | 1.538 | 1.666 | 1.749 |
| İşletme sermayesi ihtiyacı | -4.409 | 565 | -4.457 | -3.854 | -2.347 | 332 |
| Vergi | 272 | -166 | -762 | -938 | -1.081 | -1.210 |
| Yatırım Harcamaları | -2.545 | -2.430 | -3.274 | -3.953 | -3.935 | -3.528 |
| Temettü Ödemesi (Brüt) | -991 | -2.151 | -2.299 | -2.725 | -3.140 | -3.515 |
| Bedelli Sermaye Artırımı | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ΔBorçlanma Değişimi | 4.718 | 5.651 | 6.190 | 4.645 | 2.943 | -152 |
| Diğer Nakit Giriş/Çıkış | -3.224 | -1.897 | -1.783 | 3.558 | -5.774 | -3.836 |
| Yıl Boyunca Yaratılan Nakit | 3.870 | 8.340 | 5.636 | 5.011 | 5.974 | 6.962 |
| Dönemsonu Nakit | 10.553 | 16.997 | 20.850 | 29.420 | 29.620 | 32.746 |

| Büyüme (%) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satış | 1,1% | 1,9% | 39,5% | 37,5% | 20,8% | 2,8% |
| FAVÖK | 118,8% | -3,0% | 45,9% | 16,9% | 13,9% | 10,2% |
| Net Dönem Kârı | 31,6% | -3,0% | 41,9% | 18,5% | 15,3% | 11,9% |

| Çarpanlar (x) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| FD/Satışlar | 0,8 | 0,8 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| FD/FAVÖK | 9,0 | 9,3 | 6,4 | 5,5 | 4,8 | 4,3 |
| F/K | 10,5 | 10,9 | 7,7 | 6,5 | 5,6 | 5,0 |
| PD/DD | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,6 |

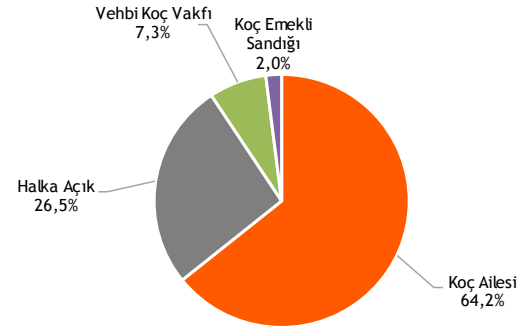
| Finansal Rasyolar | 2015 | 2016 | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Kârlılığı (%) | 11,3% | 9,8% | 12,3% | 12,9% | 13,4% | 13,6% |
| FAVÖK Marjı (%) | 9,3% | 8,8% | 9,2% | 7,8% | 7,4% | 7,9% |
| Net Kâr Marjı (%) | 5,2% | 4,9% | 5,0% | 4,3% | 4,1% | 4,5% |
| Net Borç/Özsermaye (x) | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,2 |
| Net Borç/FAVÖK (x) | 2,2 | 2,1 | 1,7 | 1,1 | 1,2 | 0,8 |
| KV Borç/UV Borç (%) | 43,0% | 33,0% | 56,9% | 75,5% | 86,2% | 83,8% |
| Özsermaye/Aktif Toplamı (%) | 46,1% | 41,9% | 41,3% | 41,4% | 41,1% | 43,4% |
| Cari Oran (x) | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 1,7 | 1,6 | 1,7 |
| Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%) | 27,8% | 62,2% | 46,8% | 46,8% | 46,8% | 46,8% |

| Şirket | Koç Holding |
|------------------------------|----------------------------|
| Hisse Kodu | KCHOL - KCHOL TI, KCHOL IS |
| Vakıf Yatırım Öneri | AL |
| Kapanış (TL) | 15,0 |
| Hedef Fiyat (TL) | 19,3 |
| Mevcut Piyasa Değeri (mn TL) | 38.089 |
| Hedef Piyasa Değeri (mn TL) | 48.975 |
| Yükselme Potansiyeli | 28,5% |

Koç Holding Hakkında

1926 yılında kurulan Koç Holding dört ana segmentte faaliyet göstermektedir; finans, enerji, otomotiv, dayanıklı tüketim. Holding'in Türkiye çapında güçlü bayi ve satış ağı bulunmakta ve yurtdışında da birçok faaliyeti vardır. Koç Holding'in kendisi dışında 10 tane iştirakinin de hisseleri borsada işlem görmektedir. Koç Holding uluslararası şirketlerle iş ortaklığı bulunmaktadır; UniCredit, Ford Motor Co., Fiat Chrysler Automobiles, LG Electronics, CNH Global NV vb.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Portföyünün dağılımı iyi çeşitlendirilmiş durumda
- Ana iş kollarında pazarın lideri ya da en büyük oyuncularından biri
- Geniş dağıtım ağına sahip olması
- Geniş müşteri veritabanına sahip olması
- Güçlü nakit pozisyonu ve nakit elde etme potansiyeli
- Güçlü bilanço ve risk yönetimi

Zayıf Yönler

- Ekonomik büyümeye hassasiyetinin olması

Fırsatlar

- Yeni satınalma fırsatlarını değerlendirme potansiyeli
- Temettü dağıtım oranını artırma potansiyeli
- Dalgalanmalara karşı dayanıklılık

Tehditler

- Makroekonomik koşullarında kötüleşme
- Tüketici güveninde zayıflama
- İhracat pazarlarında zayıflama

Değerleme ve öneri

- Koç Holding için Parçaların Toplamı Yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 19,30 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi “AL”, kısa vadeli önerimizi “Endekse Paralel Getiri” olarak başlatıyoruz.
- Koç Holding mevcut NAD hesaplamasında halka açık iştiraklerin her biri için hedef piyasa değerlerini kullandık. Halka açık olup araştırma kapsamımızda olmayan iştiraklerin değerlemesinde ise Bloomberg’de bulunan analist hedef fiyatlarının ortalamasını kullandık. Değerlememizde, halka açık olmayan varlıkları ise defter değeri, benzer şirket ve işlem değeri ile yansıttık.
- 12 aylık hedef fiyatı hesaplarken ise bulduğumuz net aktif değerine %7,5 holding iskontosu (son beş yılın ortalama NAD iskontosu kadar) uyguladık.

Değerlememize ilişkin başlıca riskler;

- Koç Holding portföyündeki tüketime dayalı segmentler nedeniyle Türkiye ekonomisinin yavaşlamasından olumsuz etkilenebilir.
- Bankacılık sektöründe gerileyen net faiz marjları karlılığı olumsuz etkileyebilir. Genel ekonomik göstergelerin kötüleşmesi ve/veya sektör bazında risklerin artması bankacılık sektörünün aktif kalitesinde kötüleşmeye yol açabilir. Otoriteler tarafından düzenleme değişikliğine gidilmesi, TL’deki değer kaybı bankaların sermaye yeterlilik rasyosunu olumsuz etkileyebilir.
- Tüpraş’ta, ham petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların yanı sıra, ürün fiyatlarındaki değişim sonucu ürün kar marjlarında oluşan dalgalanmalar karlılık üzerinde risk oluşturabilir.

16 Kasım 2018 Cuma

Tablo 1: Net Aktif Değer Hesaplaması

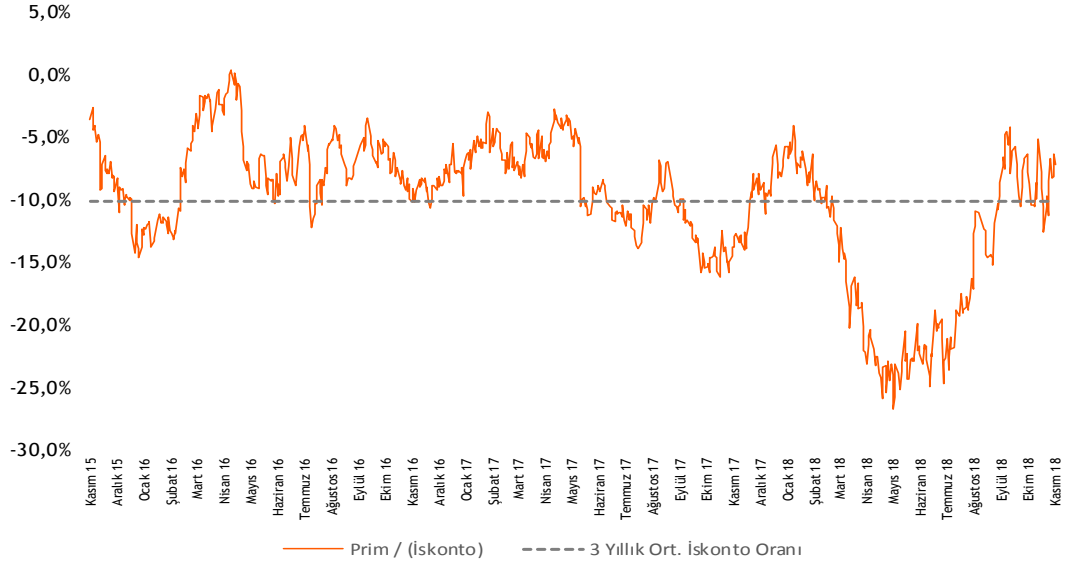
| Segment | Holding payı | Mevcut Mevcut | | Değerleme Yöntemi | Hedef Hedef | | Ağırlık | |
|------------------------------------|--------------|----------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|------------|-----------|
| | | değeri (mn TL) | NAD (mn TL) | | değer (mn TL) | NAD (mn TL) | | |
| Finans | | | 4.874 | 12% | | 7.434 | 14% | |
| KFS | 42,0% | | 4.742 | | | 7.302 | | |
| Yapı Kredi Bank (YKBNK) | 82,0% | 13.769 | | Gordon Büyüme M. | 21.202 | | | |
| Koç Tüketici Finans | 44,5% | 297 | 132 | Defter Değeri | 297 | 132 | | |
| Otomotiv | | | 14.427 | 35% | | 20.215 | 38% | |
| Ford Otosan (FROTO) | 38,5% | 18.897 | 7.275 | İNA | 22.662 | 8.725 | | |
| Tofaş (TOASO) | 37,6% | 8.610 | 3.237 | İNA | 18.675 | 7.022 | | |
| Otokar (OTKAR) | 44,7% | 1.879 | 840 | İNA | 2.323 | 1.038 | | |
| Türk Traktör (TTRAK) | 37,5% | 1.855 | 696 | Bloomberg tahmin | 2.802 | 1.051 | | |
| Otokoç | 96,3% | 2.470 | 2.379 | Benzer şirketler | 2.470 | 2.379 | | |
| Dayanıklı Tüketim Malları | | | 4.380 | 11% | | 4.404 | 8% | |
| Arçelik (ARCLK) | 40,5% | 10.778 | 4.365 | İNA | 10.839 | 4.390 | | |
| Arçelik-LG Klima | 5,0% | 296 | 15 | Defter Değeri | 296 | 15 | | |
| Enerji | | | 13.976 | 34% | | 17.484 | 33% | |
| Enerji Yatırımları (TUPRS) | 39,3% | 30.501 | 11.978 | Bloomberg tahmin | 38.314 | 15.046 | | |
| Aygaz (AYGAZ) | 40,7% | 3.444 | 1.402 | Bloomberg tahmin | 4.524 | 1.841 | | |
| Entek | 49,6% | 1.202 | 597 | İşlem Değeri | 1.202 | 597 | | |
| Gıda-Perakende | | | 469 | 1% | | 529 | 1% | |
| Tat Gıda (TATGD) | 43,7% | 514 | 225 | Bloomberg tahmin | 650 | 284 | | |
| Koçtaş | 37,1% | 659 | 245 | Benzer şirketler | 659 | 245 | | |
| Turizm | | | 330 | 1% | | 330 | 1% | |
| Tek-Art Kalamış Marina | 75,9% | 193 | 147 | Defter Değeri | 193 | 147 | | |
| Marmaris Altinyunus (MAALT) | 38,6% | 104 | 40 | Piyasa Değeri | 104 | 40 | | |
| Altinyunus Çeşme (AYCES) | 30,0% | 65 | 20 | Piyasa Değeri | 65 | 20 | | |
| Setur | 24,1% | 513 | 124 | Benzer şirketler | 513 | 124 | | |
| Diğerleri | | 1.866 | 763 | 2% | Defter Değeri | 1.866 | 763 | 1% |
| Halka açık iştirakler toplam | | | 34.819 | 85% | | 46.758 | 88% | |
| Halka açık olmayanlar toplam | | | 4.400 | 11% | | 4.400 | 8% | |
| Net nakit (holding) | | | 1.788 | 4% | | 1.788 | 3% | |
| Toplam NAD | | | 41.007 | | | 52.946 | | |
| Koç Holding piyasa değeri | | | 38.089 | | | 38.089 | | |
| Prim / İskonto) | | | -7% | | | -28% | | |
| Holding iskontosu | | | | | | 8% | | |
| Hedef Piyasa Değeri | | | | | | 48.975 | | |
| 12A Hedef Hisse Fiyatı (TL) | | | | | | 19,30 | | |
| Kapanış (TL) | | | | | | 15,02 | | |
| Yükseliş Potansiyeli | | | | | | 28,5% | | |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji

- NAD hesaplamamızda holdingin halka açık iştirakleri, holding bazındaki nakit hariç toplam varlıklarının değerinin %90'nını oluşturmaktadır, dolayısıyla Koç Holding'in şeffaf bir portföye sahip olduğunu düşünüyoruz.

16 Kasım 2018 Cuma

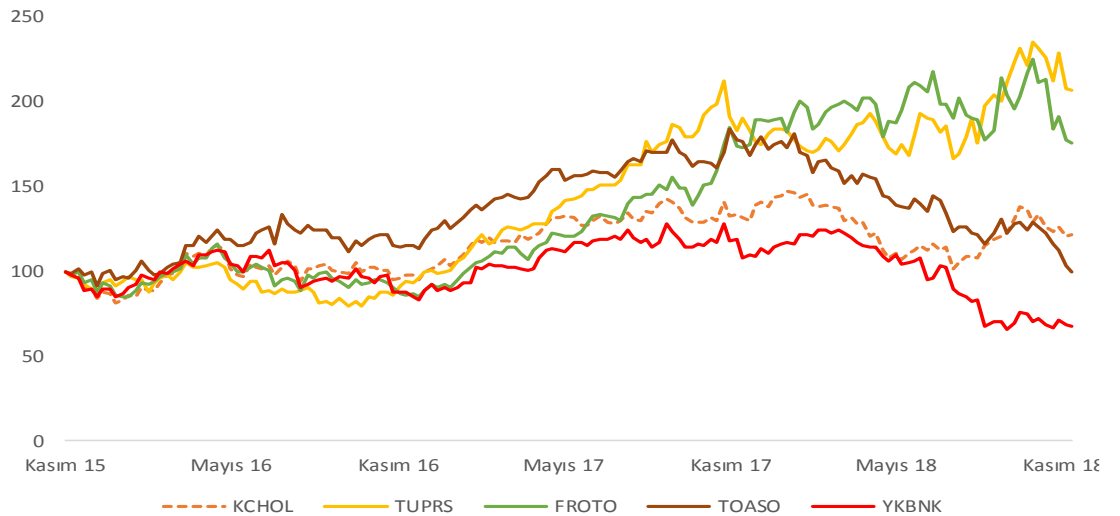
Grafik 1: Net Aktif Değer İskonto/Prim Durumu



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Rasyonet

- **NAD iskontosunu tarihsel ortalamasının üzerinde** - Koç Holding'in net aktif değerine göre iskontosunu 2018 yılının ilk yarısında %25 ile tarihi en yüksek iskonto seviyelerine ulaştı. Yurtdışı piyasalarda gözlenen dalgalı seyirler, ticaret savaşı endişeleri, not indirimleri ve erken seçim fiyatlamaları, yılın ilk yarısında Borsa İstanbul'a yönelik risk iştahında azalışa neden olurken, hisse değerlemelerinde de ciddi geri çekilmeleri beraberinde getirmiştir. Bu fiyatlamaların etkisiyle şirket Piyasa Değerinin, Holding Net Aktif Değerine göre iskontosunda artış görmüştük. İhracatta maliyet+prim ihracat anlaşmaları ile Ford Otosan ve al-ya da-öde anlaşmaları da dahil olmak üzere Tofaş, ihracat gücü ile Arçelik, dövizde endekli gelirleri ile Tüpraş sayesinde TL'nin değer kaybettiği ve yurtiçi pazarın olumsuz etkilendiği bu dönemde Koç Holding'in olumlu ayrıştığı ve bu iskontonun gerilediği görülmektedir. Mevcut durumda Holding'in iskonto oranı %7 düzeyinde seyrederken, son 3 yıllık ortalama iskonto %10, 5 yıllık iskonto ise %7,5 seviyesinde görülmektedir.

Grafik 2: Portföydeki Şirketlerin Fiyat Performansı (2015=100)



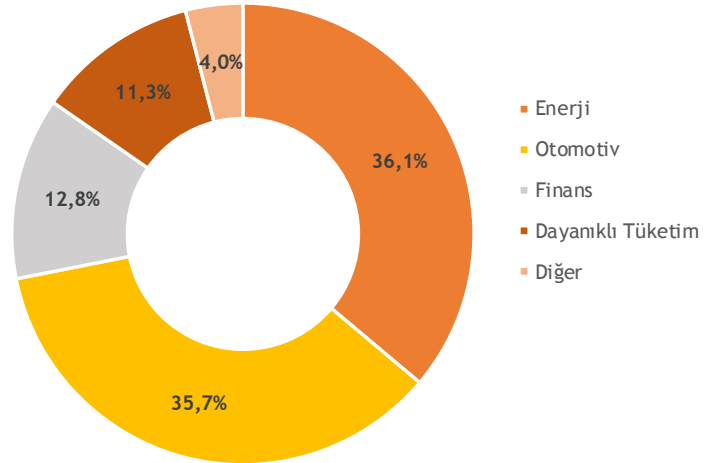
Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Rasyonet

16 Kasım 2018 Cuma

- Koç Holding hisselerine kıyasla son üç yılda iştirak şirketlerinden Tüpraş ve Ford Otosan'ın hisse performanslarının olumlu ayrıştığı görülmektedir. 2018 yılının ilk yarısında sermaye artırımına giden Yapı Kredi Bankası'nın ise hisse performansındaki zayıflık dikkat çekicidir. Banka'nın strateji planı çerçevesinde uygulama kararı aldığı önlemlerle beraber önümüzdeki yıllarda karlılığının iyileşmesi ve bunun paralelinde temettü dağıtma potansiyelinin artması banka hisse performansına olumlu yansiyebilir, bu gelişme Holding hisseleri için de katalizör olabileceğini düşünüyoruz.
- Koç Holding'in halka açık iştiraklerinden Ford Otosan ve Otokar'ı beğeniyoruz. Gelirlerinin yaklaşık %80'ini oluşturan ihracatta maliyet+prim mekanizmasıyla korunaklı kar marjları, yurt içinde ticari araçlarda KDV indiriminin satışlara destek olacağı beklentisi ve sürdürülebilir temettü politikası nedeniyle Ford Otosan'ı cazip bulurken, son çeyrekte başlamasını beklediğimiz BAE ve Bükreş sipariş teslimatları, bakiye siparişlerinde artan öngörülebilirlik, ihracatın payının artmasıyla daha dengeli gelir yapısına kavuşması nedeniyle de Otokar'ı beğeniyoruz. Ford Otosan için hedef fiyatımız 64,6 TL olup, önerimiz ise kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", uzun vadede ise "TUT" şeklindedir. Otokar için ise hedef fiyatımız 96,8 TL olup, kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", uzun vadede "AL" önerisi veriyoruz.

Portföy Özeti

Grafik 3: Sektör Bazında NAD (Net nakit hariç) Kırılımı (%)



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding

- Dengeli portföy yapısı avantajlı - Holding'in net nakit hariç net aktif değerinin, %36,1'ini enerji sektörü, %35,7'sini otomotiv sektörü, %12,8'ini finans, %11,3'ünü ise dayanıklı tüketim yatırımları oluşturmaktadır. Ayrıca Koç Holding'in portföyünde yer alan varlıkların %57'si yüksek temettü beklentisi olan şirketlerden oluşurken, %43'ü ise büyüme beklentisi yüksek olan şirketlerdir. Defansif varlıklar %60 düzeyinde veya daha fazla temettü dağıtım oranına işaret ederken, GSYH'nin 1,5 katı ve üzerinde büyüme potansiyeli ise büyüyen varlıkları tanımlamaktadır.

Tablo 3: Portföy Dağılımı (%)

| Defansif Varlıklar | Büyüyen Varlıklar | |
|--------------------|-------------------|-----------|
| 57% | 43% | |
| Aygaz | Arçelik | Koçfinans |
| Ford Otosan | Yapı Kredi | Otokoç |
| Koçtaş | Divan | Otokar |
| Opet | Düzye | Marinas |
| Tüpraş | Entek | Setur |
| Tofaş | KoçSistem | Tat Gıda |
| Türk Traktör | | |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding

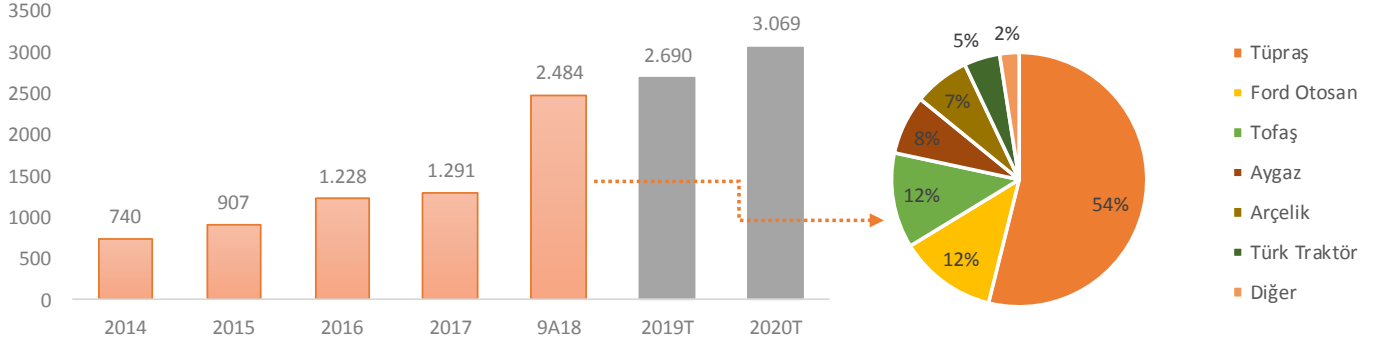
- Sektörel dalgalanmalardan daha az etkilenmek adına Holding portföyünü çeşitlendirme stratejisine gitmektedir. Böylece sektörlerin net aktif değer bazında toplam içerisindeki ağırlığı dengeli bir dağılıma sahiptir. Bu da sektörel bazda yaşanabilecek dalgalanmalara karşı Holding'in dayanıklılığını arttırmaktadır.
- Holding'in toplam satışlarındaki yurt dışı ağırlığının yüksek olması yurt içindeki dalgalanmalara karşı duyarlılığı azaltarak dengeli bir portföy sağlamaktadır. Holding'in 2018 ilk dokuz aylık dönemi itibarıyla konsolide satış gelirlerinin Tüpraş dahil olmak üzere %55'i (Tüpraş hariç %30) ihracat oluşturmaktadır. Grup, yurt dışı gelirlerinin %70'ini Avrupa ülkelerinden sağlamaktadır. Ford Otosan %81, Tofaş %79 ve Arçelik %66 ile grubun ihracat oranı en yüksek şirketlerdir.
- Ayrıca Holding'in bünyesinde faaliyet gösteren şirketlerin önemli bir kısmının kendi sektöründe pazar payının yüksek olması fiyatlandırmada yetkinliklerini arttırarak holdingi avantajlı konuma getirmektedir.
- Portföy içerisinde varlıkların hedge uygulamaları sonucunda döviz açık pozisyonlarının özkaynaklarına oranla sınırlı olması finansallar üzerindeki dalgalanmaları azaltarak sürdürülebilir karlılık sağlamaktadır. Holding şirketlerinin ortalama gelirlerinin ve maliyetlerinin yaklaşık %55-60'ı döviz cinsi ya da döviz endekslidir ve kur riskine karşı holding doğal bir korumaya sahiptir. Holding'in 2018 Eylül sonu itibarıyla 14 m\$ solo döviz fazlası pozisyonu, doğal hedge sonrası konsolide 104 m\$ düzeyinde döviz açık pozisyonu bulunmaktadır.
- Grubun yüklü yatırım döneminin sona ermesi ile alınan temettü gelirleri arttı - Holding'in solo bazda iki gelir kaynağı bulunmaktadır. Bunlar portföyde yer alan şirketlerden elde edilen yönetim ücreti ve temettü gelirleridir. Özellikle defansif varlıklardan elde edilen yüksek oranlı temettü dağıtımı Holding'in nakit pozisyonunu olumlu etkilemektedir. Grubun yüklü yatırımlarının tamamlanması ile artış gösteren serbest nakit akımı sonucunda holding iştiraklerinden son iki yıldır yüksek temettü elde etmekte. Holding'in artan temettü gelirlerini ile büyümeye yönelik yeni yatırımlar ya da satınalma fırsatlarını değerlendirebileceğini düşünüyoruz.
- 2017 yılında Holding'in 1,29 m\$ TL düzeyinde olan temettü gelirleri 2018 yılının ilk dokuz aylık dönemi itibarıyla 2,48 m\$ TL düzeyine çıkmıştır. Bu artış temel olarak grubun yüklü yatırım dönemlerinin tamamlanmasının ardından hem karlılık tarafında görülen iyileşme hem de artan serbest nakit akımı sonucunda özellikle enerji ve otomotiv sektörü şirketlerinde temettü ödeme miktarlarının yükselmesinden

16 Kasım 2018 Cuma

kaynaklanmaktadır. 2018 yılının ilk dokuz aylık dönemi itibarıyla, en yüksek temettü geliri %54 pay ile Tüpraş'tan elde edilirken, bunu %12'şerlik oran ile Ford Otosan ve Tofaş izlemektedir.

Grafik 4: Yıllara Göre Alınan Temettüler (milyon TL)

Grafik 5: Alınan Temettülerin Dağılımı, 2018 (%)

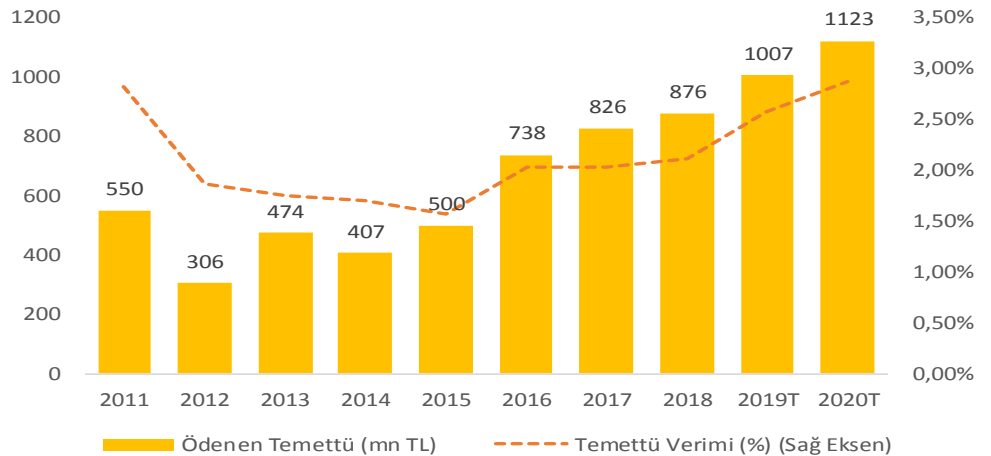


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding, Bloomberg

Not: İzleme listemizde olmayan Tüpraş, Aygaz, Türk Traktör'ün temettü beklentileri Bloomberg konsensüs beklentilerini yansıtmaktadır.

- Son olarak Ford Otosan, 2018 yılının dördüncü çeyreğinde 403 milyon TL'lik temettü dağıtma kararı aldığını açıklamıştı. Böylece Koç Holding 4Ç'de Ford Otosan'dan ilave 155 milyon TL temettü geliri elde edecek. Bu tutarla birlikte yıl genelinde Holding'in temettü gelirlerinin 2,6 milyar TL'ye ulaşacağını hesaplıyoruz.
- Son 5 yılda 35 milyar TL'nin üzerinde özellikle enerji ve otomotiv tarafında ağırlıklı olmak üzere grup şirketlerindeki yatırım dönemlerinin tamamlanmasının ardından Holding'in elde ettiği temettü gelirlerinin 2019'da 2,7 milyar TL, 2020'de ise 3,1 milyar TL düzeyinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grafik 6: Ödenen Temettüler (milyon TL) ve Temettü Verimi (%)

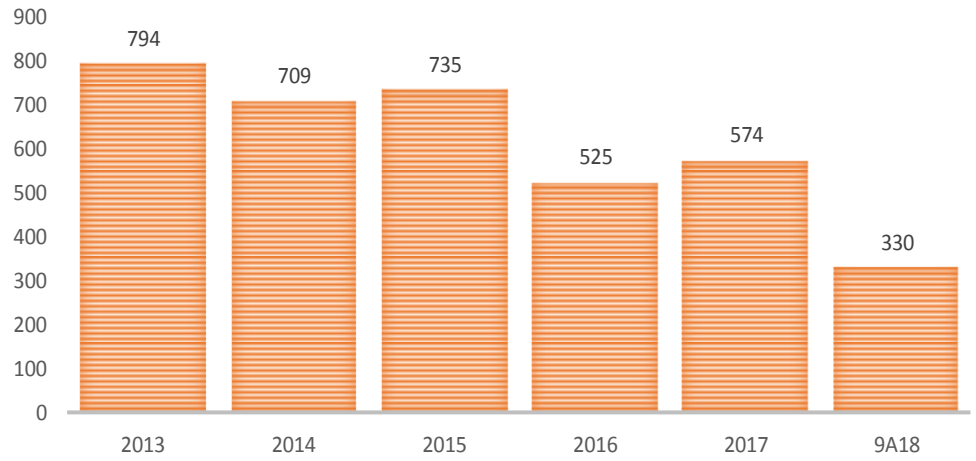


Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Rasyonet

- Ortalama temettü verimi %2,0 - Koç Holding son yıllarda konsolide karının ortalama %17'sini temettü olarak dağıtırken, bu politikasının %15-20 aralığında devam edebileceğini öngörüyoruz. Holding'in 2019 ve 2020 yıllarında 1,0 milyar ve 1,1 milyar TL seviyesinde temettü dağıtacağını ve bunun sırasıyla %2,6 ve %2,9 oranında temettü verimine işaret edeceğini hesaplıyoruz.

16 Kasım 2018 Cuma

- **Sürdürülebilir kaldıraç** - 2018 yılı ilk dokuz ayı itibarıyla, Holding'in konsolide olarak net finansal borç / FAVÖK oranı 1,8x düzeyindedir. Yapı Kredi Bankası'ndaki sermaye artırımını ve temettü ödemelerinden kaynaklı olarak 1,8 düzeyine çıkan bu çarpan için sürdürülebilir seviyeleri ise 1,4-1,5 aralığında olduğu görüşündeyiz. Ayrıca 2013 ve 2016 yıllarında 2 eurobond ihracı gerçekleştiren Holding'in 2020'ye kadar geri ödemesi bulunmamaktadır. Bu da kısa ve orta vadede fonlama ve likidite tarafında risk taşımadığını göstermektedir.
- **330 mn \$ net nakit pozisyonu var** - 2018 Eylül sonu itibarıyla Holding'in solo 330 mn \$ net nakit pozisyonu bulunmaktadır. İştiraklerden elde ettiği temettü gelirlerinin de artacağı hesaba katıldığında bu nakit varlığı ile Holding'in cazip satınalma fırsatlarını değerlendirebilecek durumda olmasının yanı sıra temettü dağıtım oranını artırma potansiyeli olduğunu düşünüyoruz. Bu gelişmelerin de hisse performansı açısından katalizör olacağını düşünüyoruz.

Grafik 7: Holding Solo Net Nakit Pozisyonu (mn \$)

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding

Finansal Analiz

- **Enerji sektörü büyümede öncü** - 2018 yılı dokuz aylık dönemi itibarıyla, Holding'in kombine gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %41 artış göstermiştir. Yıllık bazda bakıldığında, toplam gelir içerisinde en yüksek paya sahip olan enerji sektöründe %57 oranında büyüme görülürken, bunu %41 ile finans sektörü izlemektedir.

Tablo 4: Holding'in Sektör Bazında Finansal Performansı, 9A18

| mn TL | Dayanıklı | | | | | Toplam |
|--|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| | Enerji | Otomotiv | Tüketim | Finans | Diğer | |
| Kombine Gelirler | 111.704 | 46.355 | 22.126 | 30.424 | 9.555 | 220.164 |
| Yıllık Değişim % | 57% | 21% | 30% | 41% | 21% | 41% |
| Kombine Operasyonel Kar | 8.119 | 3.954 | 1.484 | 4.578 | 4 | 18.139 |
| Yıllık Değişim % | 63% | 46% | 26% | 34% | -96% | 46% |
| Kombine Operasyonel Kar Marjı (%) | 7% | 9% | 7% | 15% | 0% | 8% |
| Kombine Net Kar | 2.498 | 2.702 | 620 | 3.636 | 334 | 9.790 |
| Yıllık Değişim % | -34% | 22% | -17% | 31% | 52% | 0% |
| Konsolide Net Kar | 875 | 1.160 | 246 | 1.309 | 236 | 3.826 |
| Yıllık Değişim % | -41% | 28% | -20% | 31% | 81% | 0% |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding

- **Enerji ve Otomotiv’de operasyonel kar marjlarında artış** - Holding’in kombine olarak hesaplanan operasyonel karı enerji, finans ve otomotiv sektörünün desteği ile 2018 ilk dokuz aylık döneminde yıllık bazda %46 artış göstermiştir. Toplam operasyonel kar içerisinde en yüksek paya sahip olan enerji sektöründe %63 oranında yükseliş kaydedilirken, bunu %46 ile otomotiv sektörü izlemektedir.

Tablo 5: Enerji Segmenti Finansal Performans

| mn TL, Kombine | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018/9A |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gelirler | 68.343 | 62.397 | 67.273 | 97.574 | 111.704 |
| Operasyonel Kar | 647 | 3.842 | 3.811 | 6.322 | 8.119 |
| Vergi Öncesi Kar | 186 | 2.378 | 2.480 | 5.321 | 2.827 |
| Konsolide Net Kar | 592 | 1.060 | 823 | 1.709 | 875 |
| <i>Operasyonel Kardaki Payı</i> | <i>10,0%</i> | <i>35,0%</i> | <i>31,0%</i> | <i>39,0%</i> | <i>45,0%</i> |
| <i>Net Kardaki Payı</i> | <i>22,0%</i> | <i>30,0%</i> | <i>24,0%</i> | <i>35,0%</i> | <i>23,0%</i> |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding

- Holding’in faaliyet gösterdiği enerji segmentinde 2014 yılından bu yana operasyonel karlılığın arttığı görülmektedir. Enerji segmentinde operasyonel kar marjı %0,9’dan %7,3 düzeyine yükselmiştir. Tüpraş’ın yatırım döneminin sona ermesinin ardından verimlilikte artış ve rafineri marjlarındaki olumlu seyrin, enerji segmentinde karlılığı desteklediğini düşünüyoruz. Akdeniz rafineri marjı 9A18’de ortalama 4,5 \$/varil düzeyindeyken, stok etkisi ve kur farkının etkisiyle Tüpraş’ın net rafineri marjı aynı dönemde 10,7 \$/varil seviyesinde gerçekleşmiştir. Tüpraş yönetimi tarafından yapılan açıklamaya göre, 2018 sonu için net rafineri marjının yıllık ortalama 9,5-10,5 \$/varil olması beklenmektedir.
- ABD’nin, İran yaptırımında Türkiye’ye geçici muafiyet tanınmasını Tüpraş için olumlu değerlendiriyoruz. EPDK verilerine göre, Tüpraş, 2017 yılında ham petrolün yaklaşık %40’ını İran’dan temin etmiştir.
- Uluslararası Denizcilik Örgütü(IMO)’nün, 2020’den itibaren gemilere %3 daha düşük kükürtlü akaryakıt kullanma zorunluluğu getirmesinin motorin fiyatlarına artış getireceğini ve bunu da Tüpraş için bir pozitif gelişme olarak değerlendiriyoruz.

Tablo 6: Otomotiv Segmenti Finansal Performans

| mn TL, Kombine | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018/9A |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gelirler | 26.829 | 35.868 | 42.704 | 55.557 | 46.355 |
| Operasyonel Kar | 1.683 | 2.455 | 2.876 | 3.975 | 3.954 |
| Vergi Öncesi Kar | 1.310 | 1.966 | 2.355 | 3.325 | 2.944 |
| Konsolide Net Kar | 647 | 857 | 1.003 | 1.338 | 1.160 |
| <i>Operasyonel Kardaki Payı</i> | <i>26,0%</i> | <i>22,0%</i> | <i>24,0%</i> | <i>25,0%</i> | <i>22,0%</i> |
| <i>Net Kardaki Payı</i> | <i>24,0%</i> | <i>24,0%</i> | <i>29,0%</i> | <i>27,0%</i> | <i>30,0%</i> |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding

- Son 5 yıllık döneme bakıldığında, Holding’in operasyonel karlılığına otomotiv sektörünün ortalama %24 seviyelerinde katkısı bulunmaktadır. Sektörde faaliyet gösteren iştirakler, ihracat paylarının yüksek olması nedeniyle özellikle avronun yükselişinden olumlu etkilenmektedir. 2017 yılında otomotiv segmentinde kombine gelirler yıllık bazda %30,1 artarak 55,6 mlr TL’ye ulaşırken, operasyonel kar ise aynı dönemde %38 artış ile 3,98 mlr TL düzeyinde gerçekleşmiştir.
- 2018 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren hızla yükselen döviz kuru ve faiz oranlarının etkisi ile yurt içi otomotiv talebinde düşüş görülmektedir. Ancak ihracat payı yüksek

16 Kasım 2018 Cuma

olan şirketler yurt içi pazardaki kırılganlıklara karşı daha az duyarlı olmaları nedeniyle avantajlı görünmektedir.

- Ford Otosan'ın gelirlerinin yaklaşık %81'ini ihracat oluşturmaktadır. 2018 yılının ilk dokuz aylık döneminde, iç pazardaki daralma ve hammadde maliyetlerindeki artışa rağmen, güçlü ihracat performansı, yükselen €/TL sonucunda Ford Otosan'ın gelirleri ve operasyonel marjları olumlu etkilenmiştir. Yılın geri kalanında yurt içi pazardaki zayıflığın devam edeceğini ancak ihracat tarafında talebin güçlü kalacağını öngörüyoruz.
- Tofaş'ın gelirlerinin ihracatın payı yaklaşık %79 düzeyindedir. Genel olarak 2018'de yurt içi pazarda binek segmentte gerileme beklentimiz olmakla birlikte, ihracattaki artışın gelirleri ve karlılığı destekleyeceğini öngörüyoruz. Böylece Tofaş'ın 2018'de, gelirlerinin %72'sini ihraç pazarlarından elde edeceğini ve bunu al-ya da-öde mekanizması sayesinde güçlü marjlarla gerçekleştireceğini, yurt içinde güçlenen konumunu da devam ettireceğini düşünüyoruz.
- Otokar'ın 2017 yılında Birleşik Arap Emirlikleri'nde (BAE) aldığı 8x8 zırhlı araç tedarikine yönelik 6 yıllık uzun vadeli proje ile bölgedeki etkinliğinin, Bükreş'te kazandığı 400 adetlik otobüs ve 8 yıllık satış sonrası hizmetleri kapsayan toplu taşıma ihalesi ile de Avrupa otobüs pazarındaki payının artmasını bekliyoruz. Böylece Şirketin, kâr marjı yüksek ihracat gelirlerinin toplam ciro içerisindeki payının artmasıyla operasyonel kârlılığın olumlu etkileneceğini öngörüyoruz. Yılın son çeyreğinden itibaren finansal tablolarında iyileşmenin görülmeye başlayacağını ve bu iyileşmenin 2019 yılından itibaren daha da belirginleşeceğini tahmin ediyoruz.

Tablo 7: Dayanıklı Tüketim Segmenti Finansal Performans

| Dayanıklı Tüketim Segmenti | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| milyar TL, Kombine | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018/9A |
| Gelirler | 12.942 | 14.652 | 17.997 | 23.361 | 22.126 |
| Operasyonel Kar | 1.005 | 1.157 | 1.385 | 1.471 | 1.484 |
| Vergi Öncesi Kar | 695 | 770 | 909 | 821 | 733 |
| Konsolide Net Kar | 236 | 351 | 369 | 342 | 246 |
| Operasyonel Kardaki Payı | 16,0% | 10,0% | 11,0% | 9,0% | 8,0% |
| Net Kardaki Payı | 9,0% | 10,0% | 11,0% | 7,0% | 6,0% |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding

- Holding'in faaliyet gösterdiği dayanıklı tüketim segmentinde 2014 yılından bu yana operasyonel karlılığın azalan bir seyir izlediği görülmektedir. Segmentin, Holding'in operasyonel karlılığına katkısı %16'dan %8'e gerilemiştir.
- Arçelik'in gelirlerinin yaklaşık %66'sı ihracattan gelmektedir. 2018 yılında iç pazardaki daralmaya karşın, ihracat gelirleri toplam gelirlerdeki artışı desteklemektedir. 2018 yılı üçüncü çeyrekte Şirket'in net satış gelirleri kur kaynaklı pozitif etki ve fiyat artışlarının yardımıyla yıllık bazda %41 artışla 7,7 milyar TL olurken, FAVÖK marjı da yıllık bazda 0,2 puan artışla %10,2'ye yükseldi. Plastik ve metal fiyatları yatay seyretmeye devam ederken, şirketin maliyet ve kur artışlarına karşılık Türkiye, MENA ve Pakistan'da fiyat ayarlamaları yapması ve bazı ülkelerde promosyon faaliyetleri azaltması karlılığı olumlu etkiledi. Ayrıca yüksek faiz ortamı, şirketin net kar rakamını baskılamaya devam etmektedir.

Tablo 8: Finans Segmenti Finansal Performans

| mn TL, Kombine | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018/9A |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Operasyonel Kar | 3.049 | 3.382 | 3.985 | 4.236 | 4.578 |
| Vergi Öncesi Kar | 3.087 | 3.431 | 4.086 | 4.363 | 4.656 |
| Konsolide Net Kar | 823 | 917 | 1.133 | 1.262 | 1.309 |
| Operasyonel Kardaki Payı | 47,0% | 31,0% | 33,0% | 26,0% | 25,0% |
| Net Kardaki Payı | 30,0% | 26,0% | 33,0% | 26,0% | 34,0% |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Koç Holding

- 2018 yılının ilk dokuz ayında Yapı Kredi Bankası'nda gelir/gider oranında iyileşme görülmesi ve aktif kalitesi yönetiminden olumlu sonuçlar elde edilmesi ile karlılıkta artış gözlemlenmiştir. Yılın ilk yarısında gerçekleştirilen 4,1 mlr TL'lik bedelli sermaye artırımının ardından %15,1 düzeyine çıkan bankanın solo Sermaye Yeterlilik Rasyosu 3Ç'de TL'deki değer kaybına karşın BDDK'nın geçici regülasyonlarından kaynaklanan katkılarla birlikte %17,4 düzeyine (BDDK düzenlemesi hariç: %14,4) ulaşmıştır. Yılın geri kalanında ise bankacılık sektörü genelindeki beklentimize paralel olarak risk maliyetlerinde artış ve kredi-mevduat makasında daralma sonucunda karlılık oranlarında gerileme bekliyoruz. Ayrıca ekonomideki genel konjonktürü değerlendirerek, bankanın aktif kalitesinde bozulma görülebileceğini düşünüyoruz.

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

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 düşünülmüyorsa 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 önerinin 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 amacıyla 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.

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Mehmet Emin ZÜMRÜT, CIFE

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Mehtap İLBİ

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon

Tuğba SAYGIN

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

Nazlıcan ŞAHAN

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Umut Deniz PAK

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan 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.