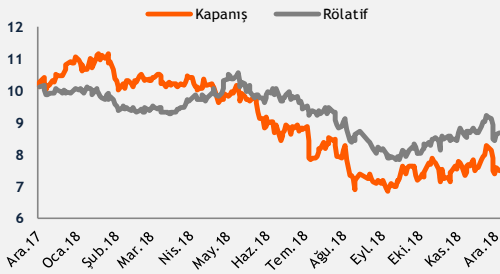


11 Aralık 2018 Salı

|                      |                          |
|----------------------|--------------------------|
| Sektör               | : Holding                |
| Şirket               | : Sabancı Holding        |
| Hisse Kodu           | : SAHOL                  |
| Fiyat (TL)           | : 7,49                   |
| Hedef Fiyatı (TL)    | : 10,30                  |
| Yükselme Potansiyeli | : 37,5%                  |
| Öneri / Kısa Vade    | : Endekse Paralel Getiri |
| Öneri / Uzun Vade    | : AL                     |
| Hisse Adedi (mn)     | : 2.040                  |
| HAO (%)              | : 25,7%                  |

1967 yılında kurulan Sabancı Holding'in ana faaliyeti konusu, ağırlıklı olarak finans, üretim ve ticaret gibi endüstri kollarında faaliyet gösteren şirketlerin idare ve koordinasyonunu sağlamaktır. Sabancı Holding'e bağlı şirketler 13 ülkede faaliyetlerini sürdürmektedir. Sabancı Holding'in uluslararası iş ortakları arasında konularında dünyanın önde gelen isimleri; Ageas, Aviva, Bridgestone, Carrefour, E.ON, Heidelberg Cement, Marubeni ve Philip Morris yer almaktadır.

## Hisse Performansı



| Performans     | 1Ay   | 3Ay  | 12Ay   |
|----------------|-------|------|--------|
| Mutlak %       | -1,45 | 8,08 | -26,98 |
| Rölatif %      | -0,79 | 7,46 | -14,55 |
| En Yüksek (TL) | 8,25  | 8,25 | 11,14  |
| En Düşük (TL)  | 7,34  | 6,85 | 6,85   |

## Yatırımcı Takvimi

4Ç18 Finansal Sonuçları Şubat'ın Son Haftası (Tahmini)

## Portföyde dengelenme NAD iskontosunu azaltacak...

Portföyü içinde bankacılık sektörünün ağırlığının yüksek olması ve enerji segmentindeki yüksek borçluluk nedeniyle Sabancı Holding'in, Net Aktif değerine göre %44 iskonto ile işlem gördüğü görüşündeyiz. Orta vadede portföydeki dengelenme, enerji segmentinde borcun düşmesi ve karlılığın artması, nakit akışında iyileşme ile birlikte holding hisselerinde olumlu performans görebileceğimizi düşünüyoruz. Kısa vadede ise Holding hisselerinin, portföydeki ağırlığının yüksek olması ve temettü gelirlerine etkisi nedeniyle bankacılık sektörüne yüksek duyarlılığının devam edeceğini öngörüyoruz. SAHOL için 12 aylık hedef fiyatımızı 10,30 TL olarak belirliyor, kısa vadeli önerimizi "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli önerimizi ise "AL" olarak başlatıyoruz.

| mn TL | Ciro   | FAVÖK  | Net Kâr | HBT (TL) | F/K (x) | FD/FAVÖK (x) |
|-------|--------|--------|---------|----------|---------|--------------|
| 2015  | 30.036 | 5.007  | 2.236   | 0,15     | 6,9     | 56,7         |
| 2016  | 34.986 | 6.930  | 2.660   | 0,20     | 5,8     | 40,9         |
| 2017  | 41.136 | 9.162  | 3.481   | 0,30     | 4,4     | 31,0         |
| 2018T | 50.904 | 10.644 | 4.296   | 0,22     | 3,6     | 26,6         |
| 2019T | 55.555 | 12.992 | 4.381   | 0,25     | 3,5     | 21,8         |
| 2020T | 59.217 | 14.414 | 4.980   | 0,29     | 3,1     | 19,7         |

■ **Portföyün sektör ağırlıklarında dengelenme** - Sabancı Holding'in toplam net aktif değerinin, %44,0'u finans sektörü (%40,4'ü Akbank), %18,2'si sanayi sektörü, %16,7'si enerji sektörü, %9,9'unu ise Holding'in sahip olduğu net nakit oluşturmaktadır. Holding'in önümüzdeki dönemde yeni stratejik adımlar atarak portföyde ve net karda finans sektörünün ağırlığını kademeli olarak azaltmasını bekliyoruz. Uzun vadede Holding'in yeni satınalmalar ve enerji segmentinde nakit akışının iyileşmesi gibi gelişmeler ile portföyde dengelenmeyi hızlandıracağı görüşündeyiz.

■ **Enerjisa Üretim'in halka arzı hedefleniyor** - Sabancı Holding ve E.ON tarafından, 2014-2017 döneminde enerji segmentinde planlanan kapasite hedefinin düşürülmesi, dağıtım-üretim faaliyetlerinin ayrılması gibi bir takım stratejik kararlar alınmasının ardından 2018 yılının ilk çeyreğinde Enerjisa Enerji'nin halka arzı tamamlanmıştı. Buradan elde edilen nakit Enerjisa Üretim şirketinin sermaye artışında kullanılmıştı. Enerjisa Üretim'in 2017 sonunda 1,7 mlr € olan net borcu 3Ç18 itibarıyla 1,07 mlr € düzeyine gerilerken, şirket son 3 yılda net pozitif serbest nakit elde etmeyi başarmıştır. 2020 yılında Enerjisa Üretim'in halka arza hazır hale getirilmesi hedeflenmektedir. Bu halka arzdan elde edilebilecek olası nakdin şirketin net borç pozisyonuna iyileşme getirebileceğini düşünüyoruz.

■ **Elde edilen temettü geliri azalabilir** - Akbank'ta 2019 yılının Şubat ayında tamamlanması planlanan bedelli sermaye artırımını Holding'den en az 1,2 mlr TL'lik nakit çıkışına neden olacak. Sabancı Holding'in 2018 Eylül sonu itibarıyla solo 2,7 mlr TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Sermaye artırımını nedeniyle çıkacak nakde ek olarak, genel trende paralel önümüzdeki dönemde bankacılıkta artan riskler nedeniyle Holding'in elde ettiği temettü gelirinin olumsuz etkilenebileceğini, dolayısıyla hissedarlara dağıtacağı temettü miktarının da bundan olumsuz etkilenebileceğini düşünüyoruz. Ne var ki, enerji segmentinden 2018 yılında elde edilmeye başlanan temettü gelirinin artarak devam etmesi kısmen bu etkiyi telafi edebilir. Holding'in elde ettiği temettü gelirinin yaklaşık %45'ini dağıtacağını öngörerek 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 444 mn TL ve 513 mn TL temettü dağıtacağını öngörüyoruz (sırasıyla %2,9 ve %3,4 temettü verimi).

■ **Riskler** - Sabancı Holding'in NAD'nın önemli bir bölümünü (%40,4) oluşturan bankacılık sektöründe oluşabilecek karlılık düşüşü ve artan riskler karşısında temettü ödemesi yapılmayabilir. Ayrıca hammadde maliyetlerindeki dalgalanmalar, enerji başta olmak üzere regülasyon değişiklikleri Holding'e olumsuz yansiyabilir. Ayrıca yönetimde olmayan hissedarların olası hisse satışları hisse performansını olumsuz etkileyebilir.

■ **Değerleme ve Öneri** - Sabancı Holding için Parçaların Toplamı Yöntemi ile yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 10,30 TL olarak belirliyor, 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](mailto:tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr)

## 11 Aralık 2018 Salı

| Gelir Tablosu (mn TL)            | 2015   | 2016   | 2017   | 2018T  | 2019T  | 2020T  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Satış Gelirleri (net)            | 30.036 | 34.986 | 41.136 | 50.904 | 55.555 | 59.217 |
| FVÖK                             | 4.441  | 6.355  | 8.441  | 9.941  | 12.232 | 13.575 |
| Amortisman Giderleri             | 565    | 575    | 721    | 703    | 760    | 838    |
| FAVÖK                            | 5.007  | 6.930  | 9.162  | 10.644 | 12.992 | 14.414 |
| Diğer Gelir ve Giderler (Net)    | 364    | 67     | 563    | 422    | 595    | 565    |
| Finansal Gelir ve Giderler (Net) | -225   | -323   | -456   | -479   | -302   | -323   |
| VÖK                              | 5.299  | 6.830  | 9.218  | 10.020 | 10.487 | 11.967 |
| Vergiler                         | -973   | -1.274 | -1.784 | -1.950 | -2.041 | -2.329 |
| Net Dönem Kârı                   | 2.236  | 2.660  | 3.481  | 4.296  | 4.381  | 4.980  |
| HBK (TL)                         | 1,1    | 1,3    | 1,7    | 2,1    | 2,1    | 2,4    |

| Bilanço (mn TL)                         | 2015    | 2016    | 2017    | 2018T   | 2019T   | 2020T   |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Nakit ve Benzerleri                     | 10.706  | 12.597  | 14.519  | 31.693  | 26.237  | 22.815  |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar            | 1.340   | 1.441   | 1.882   | 1.916   | 1.939   | 1.905   |
| Stoklar                                 | 2.022   | 1.995   | 2.312   | 7.185   | 7.440   | 7.715   |
| Duran Varlıklar                         | 142.313 | 162.789 | 190.587 | 200.171 | 220.773 | 236.060 |
| Uzun Vadeli Ticari Alacaklar            | 47      | 110     | 122     | 120     | 130     | 139     |
| Finansal Yatırımlar                     | 52.416  | 49.063  | 52.945  | 59.344  | 66.532  | 74.623  |
| Maddi Duran Varlıklar                   | 4.283   | 4.965   | 5.530   | 6.504   | 7.546   | 8.611   |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar           | 530     | 673     | 817     | 844     | 979     | 1.117   |
| Uzun vadeli ertelenmiş vergi varlıkları | 715     | 635     | 553     | 571     | 662     | 756     |
| Diğer Duran Varlıklar                   | 78.353  | 101.242 | 124.182 | 132.790 | 144.924 | 150.814 |
| Toplam Aktifler                         | 265.520 | 308.268 | 354.135 | 420.189 | 451.990 | 476.990 |
| Finansal Borçlar                        | 40.679  | 48.918  | 55.258  | 52.791  | 50.556  | 46.745  |
| Kısa Vadeli                             | 21.542  | 22.460  | 29.935  | 27.363  | 24.983  | 21.018  |
| Uzun Vadeli                             | 19.137  | 26.458  | 25.322  | 25.428  | 25.573  | 25.728  |
| Ticari Borçlar                          | 2.387   | 2.491   | 2.882   | 7.902   | 8.285   | 8.699   |
| Kısa Vadeli                             | 2.387   | 2.490   | 2.882   | 7.902   | 8.285   | 8.699   |
| Uzun Vadeli                             | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| Özkaynaklar                             | 39.971  | 44.807  | 51.998  | 57.565  | 63.630  | 70.304  |
| Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar           | 20.943  | 23.146  | 26.592  | 29.577  | 32.620  | 36.080  |
| Azınlık payları                         | 19.029  | 21.661  | 25.406  | 27.988  | 31.009  | 34.224  |
| Net Borç                                | 29.973  | 36.321  | 40.739  | 21.099  | 24.319  | 23.930  |

| Nakit Akım Tablosu (mn TL)  | 2015   | 2016    | 2017   | 2018T  | 2019T  | 2020T  |
|-----------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| VÖK                         | 5.299  | 6.830   | 9.218  | 10.020 | 10.487 | 11.967 |
| Amortisman                  | 565    | 575     | 721    | 703    | 760    | 838    |
| İşletme sermayesi ihtiyacı  | 68     | 29      | -366   | 113    | 104    | 174    |
| Vergi                       | -973   | -1.274  | -1.784 | -1.950 | -2.041 | -2.329 |
| Yatırım Harcamaları         | -736   | -1.206  | -1.238 | -1.677 | -1.802 | -1.903 |
| Temettü Ödemesi (Brüt)      | -707   | -792    | -1.063 | -1.311 | -1.337 | -1.520 |
| Bedelli Sermaye Artırımı    | 0      | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| ΔBorçlanma Değişimi         | 6.961  | 8.239   | 6.340  | -2.466 | -2.236 | -3.810 |
| Diğer Nakit Giriş/Çıkış     | -7.291 | -10.512 | -9.906 | 13.743 | -9.391 | -6.838 |
| Yıl Boyunca Yaratılan Nakit | 10.478 | 12.403  | 11.828 | 3.431  | 3.935  | 3.417  |
| Dönemsonu Nakit             | 10.706 | 12.597  | 14.519 | 31.693 | 26.237 | 22.815 |

| Büyüme (%)     | 2015  | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satış          | 10,0% | 16,5% | 17,6% | 23,7% | 9,1%  | 6,6%  |
| FAVÖK          | 3,6%  | 38,4% | 32,2% | 16,2% | 22,1% | 10,9% |
| Net Dönem Kârı | 7,6%  | 19,0% | 30,9% | 23,4% | 2,0%  | 13,7% |

| Çarpanlar (x) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|---------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| FD/Satışlar   | 9,4  | 8,1  | 6,9  | 5,6   | 5,1   | 4,8   |
| FD/FAVÖK      | 56,6 | 40,9 | 30,9 | 26,6  | 21,8  | 19,7  |
| F/K           | 6,8  | 5,7  | 4,4  | 3,6   | 3,5   | 3,1   |
| PD/DD         | 0,4  | 0,3  | 0,3  | 0,3   | 0,2   | 0,2   |

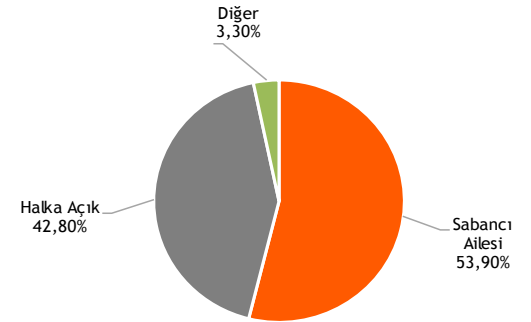
| Finansal Rasyolar                    | 2015   | 2016  | 2017   | 2018T  | 2019T | 2020T |
|--------------------------------------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Özsermaye Kârlılığı (%)              | 5,8%   | 6,3%  | 7,2%   | 7,8%   | 7,2%  | 7,4%  |
| FAVÖK Marjı (%)                      | 16,7%  | 19,8% | 22,3%  | 20,9%  | 23,4% | 24,3% |
| Net Kâr Marjı (%)                    | 7,4%   | 7,6%  | 8,5%   | 8,4%   | 7,9%  | 8,4%  |
| Net Borç/Özsermaye (x)               | 0,7    | 0,8   | 0,8    | 0,4    | 0,4   | 0,3   |
| Net Borç/FAVÖK (x)                   | 6,0    | 5,2   | 4,4    | 2,0    | 1,9   | 1,7   |
| KV Borç/UV Borç (%)                  | 112,6% | 84,9% | 118,2% | 107,6% | 97,7% | 81,7% |
| Özsermaye/Aktif Toplamı (%)          | 15,1%  | 14,5% | 14,7%  | 13,7%  | 14,1% | 14,7% |
| Cari Oran (x)                        | 0,6    | 0,7   | 0,7    | 0,7    | 0,7   | 0,7   |
| Brüt Nakit Temettü Dağıtım Oranı (%) | 13,7%  | 15,3% | 17,6%  | 10,4%  | 11,7% | 11,7% |

| Şirket                       | Sabancı Holding            |
|------------------------------|----------------------------|
| Hisse Kodu                   | SAHOL - SAHOL TI, SAHOL IS |
| Vakıf Yatırım Öneri          | AL                         |
| Kapanış (TL)                 | 7,5                        |
| Hedef Fiyat (TL)             | 10,3                       |
| Mevcut Piyasa Değeri (mn TL) | 15.283                     |
| Hedef Piyasa Değeri (mn TL)  | 21.016                     |
| Yükselme Potansiyeli         | 37,5%                      |

## Sabancı Holding Hakkında

1967 yılında kurulan Sabancı Holding'in ana faaliyeti konusu, ağırlıklı olarak finans, üretim ve ticaret gibi endüstri kollarında faaliyet gösteren şirketlerin idare ve koordinasyonunu sağlamaktır. Sabancı Holding'e bağlı şirketler 13 ülkede faaliyetlerini sürdürmektedir. Sabancı Holding'in uluslararası iş ortakları arasında konularında dünyanın önde gelen isimleri; Ageas, Aviva, Bridgestone, Carrefour, E.ON, Heidelberg Cement, Marubeni ve Philip Morris yer almaktadır.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

## Güçlü Yönler

- Ana faaliyetlerinde Pazar lideri
- Bankacılık sektöründen yüksek temettü geliri

## Zayıf Yönler

- Portföy dağılımında tek sektör payının yüksek olması
- Enerji segmentinde yüksek borçluluk

## Fırsatlar

- Yeni satınalma fırsatlarını değerlendirme potansiyeli
- Temettü dağıtım oranını artırma potansiyeli
- Enerji sektöründe yüksek büyüme potansiyeli

## Tehditler

- Makroekonomik koşullarda kötüleşme
- Enerji ve Bankacılık regülasyonlarında değişiklik
- Hammaddede maliyetlerinde dalgalanma

## Değerleme ve öneri

- Sabancı Holding için Parçaların Toplamı Yöntemine göre yaptığımız değerlendirme sonucunda 12 aylık hedef fiyatımızı 10,30 TL olarak belirliyor, uzun vadeli önerimizi “AL”, kısa vadeli önerimizi “Endekse Paralel Getiri” olarak başlatıyoruz.
- Sabancı 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 ile ya da benzer şirket çarpanları ile değerlendirip yansıttık.
- 12 aylık hedef fiyatı hesaplarken ise bulduğumuz net aktif değerine %36 holding iskontosu (son beş yılın ortalama NAD iskontosu kadar) uyguladık.

## Değerlememize ilişkin başlıca riskler;

- Holding’in NAD (%40,4) ve toplam karlılığının (toplam net karın %70,2’si) önemli bir bölümünü oluşturan bankacılık sektöründe olası risk artışı nedeniyle temettü ödemesi yapılmayabilir.
- 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.
- Akbank’ta gerçekleştirilmesi planlanan sermaye artışında satılamayan payların yüksek olması durumunda, almayı taahhüt eden Holding’den daha fazla nakit çıkışı yaşanabilir ve buna paralel pay sahiplik oranı da yükselebilir.
- Enerji sektöründe regülasyon değişiklikleri elektrik fiyatlarını olumsuz etkileyebilir, bu da enerji segmentinde karlılık üzerinde baskı oluşturabilir.
- Sanayi segmentinde hammadde maliyetlerindeki dalgalanmalar karlılığı olumsuz etkileyebilir.
- Sabancı Holding portföyündeki tüketime dayalı segmentler nedeniyle Türkiye ekonomisinin yavaşlamasından olumsuz etkilenebilir.
- Holding hissedarlarının olası hisse satışları piyasa algısını olumsuz etkileyerek NAD iskontosunun artmasına neden olabilir. Holding’in pay geri alım programı gibi hisse performansını olumlu etkileyebilecek kararlar alması ise NAD iskontosunun azalmasını sağlayabilir.

11 Aralık 2018 Salı

Tablo 1: Net Aktif Değer Hesaplaması

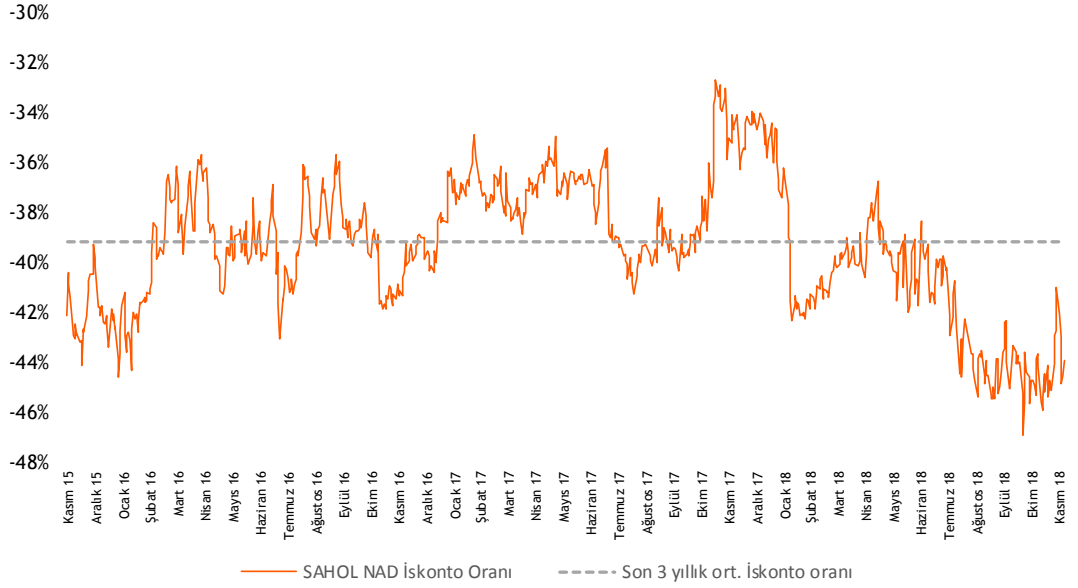
| Segment                            | Holding payı | Mevcut         |               | Değerleme                                      | Hedef         |               | Ağırlık    |
|------------------------------------|--------------|----------------|---------------|--|---------------|---------------|------------|
|                                    |              | değeri (mn TL) | NAD (mn TL)   |  | değer (mn TL) | NAD (mn TL)   |            |
| <b>Finans</b>                      |              |                | <b>11.976</b> | <b>44%</b>                                     |               | <b>16.304</b> | <b>49%</b> |
| Akbank (AKBNK)*                    | 40,8%        | 27.000         | 11.003        | Gordon Büyüme M.                               | 37.080        | 15.110        |            |
| Aksigorta (AKGRT)                  | 36,0%        | 1.083          | 390           | Bloomberg tahmin                               | 1.349         | 486           |            |
| Avivasa (AVISA)                    | 40,0%        | 1.460          | 584           | Bloomberg tahmin                               | 1.770         | 708           |            |
| <b>Enerji</b>                      |              |                | <b>4.552</b>  | <b>17%</b>                                     |               | <b>5.992</b>  | <b>18%</b> |
| Enerjisa Enerji (ENJSA)            | 40,0%        | 6.106          | 2.442         | Bloomberg tahmin                               | 8.421         | 3.368         |            |
| Enerjisa Üretim                    | 50,0%        | 4.220          | 2.110         | Benzer şirketler (2019T FD/FAVÖK, FD/Satışlar) | 5.248         | 2.624         |            |
| <b>Perakende</b>                   |              |                | <b>1.549</b>  | <b>6%</b>                                      |               | <b>785</b>    | <b>2%</b>  |
| Carrefoursa (CRFSA)                | 50,6%        | 2.646          | 1.339         | Benzer şirketler (2019T FD/FAVÖK, FD/Satışlar) | 870           | 441           |            |
| Teknosa (TKNSA)                    | 60,3%        | 349            | 210           | Bloomberg tahmin                               | 572           | 345           |            |
| <b>Çimento</b>                     |              |                | <b>1.093</b>  | <b>4%</b>                                      |               | <b>1.491</b>  | <b>5%</b>  |
| Çimsa (CİMSA)                      | 54,5%        | 998            | 544           | İNA  | 1.336         | 729           |            |
| Akçansa (AKCNS)                    | 39,7%        | 1.382          | 549           | İNA  | 1.918         | 762           |            |
| <b>Sanayi</b>                      |              |                | <b>4.961</b>  | <b>18%</b>                                     |               | <b>6.573</b>  | <b>20%</b> |
| Brisa (BRISA)                      | 43,6%        | 1.867          | 815           | Bloomberg tahmin                               | 2.407         | 1.050         |            |
| Kordsa (KORDS)                     | 71,1%        | 1.926          | 1.369         | Bloomberg tahmin                               | 2.330         | 1.657         |            |
| Yünsa (YUNSA)                      | 57,9%        | 136            | 79            | Piyasa Değeri                                  | 136           | 79            |            |
| Temsa                              | 48,7%        | 410            | 200           | Benzer şirketler (2019T FD/FAVÖK, FD/Satışlar) | 735           | 358           |            |
| Philsa                             | 25,0%        | 7.500          | 1.875         | Benzer şirketler (2019T F/K)                   | 10.199        | 2.550         |            |
| Philip Morrisa                     | 24,8%        | 2.520          | 624           | Benzer şirketler (2019T F/K)                   | 3.553         | 879           |            |
| <b>Diğerleri</b>                   |              | <b>456</b>     | <b>368</b>    | <b>1%</b>                                      | <b>456</b>    | <b>368</b>    | <b>1%</b>  |
| Halka açık iştirakler toplam       |              |                | 19.324        | 71%  |               | 24.734        | 75%        |
| Halka açık olmayanlar toplam       |              |                | 5.177         | 19%  |               | 6.779         | 21%        |
| Net nakit (holding)*               |              |                | 2.700         | 10%  |               | 1.478         | 4%         |
| <b>Toplam NAD</b>                  |              |                | <b>27.201</b> |  |               | <b>32.991</b> |            |
| Sabancı Holding piyasa değeri      |              |                | 15.283        |  |               | 15.283        |            |
| Prim / (İskonto)                   |              |                | -44%          |  |               | -54%          |            |
| Holding iskontosu                  |              |                |               |  |               | 36%           |            |
| Hedef Piyasa Değeri                |              |                |               |  |               | 21.114        |            |
| <b>12A Hedef Hisse Fiyatı (TL)</b> |              |                |               |  |               | <b>10,30</b>  |            |
| Kapanış (TL)                       |              |                |               |  |               | 7,49          |            |
| Yükseliş Potansiyeli               |              |                |               |  |               | 37,5%         |            |

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji

\* Hedef NAD hesaplanırken, Akbank'ta planlanan bedelli sermaye artırımını için Akbank'ın ve Holding net nakit değerlerinde düzeltme yapılmıştır.

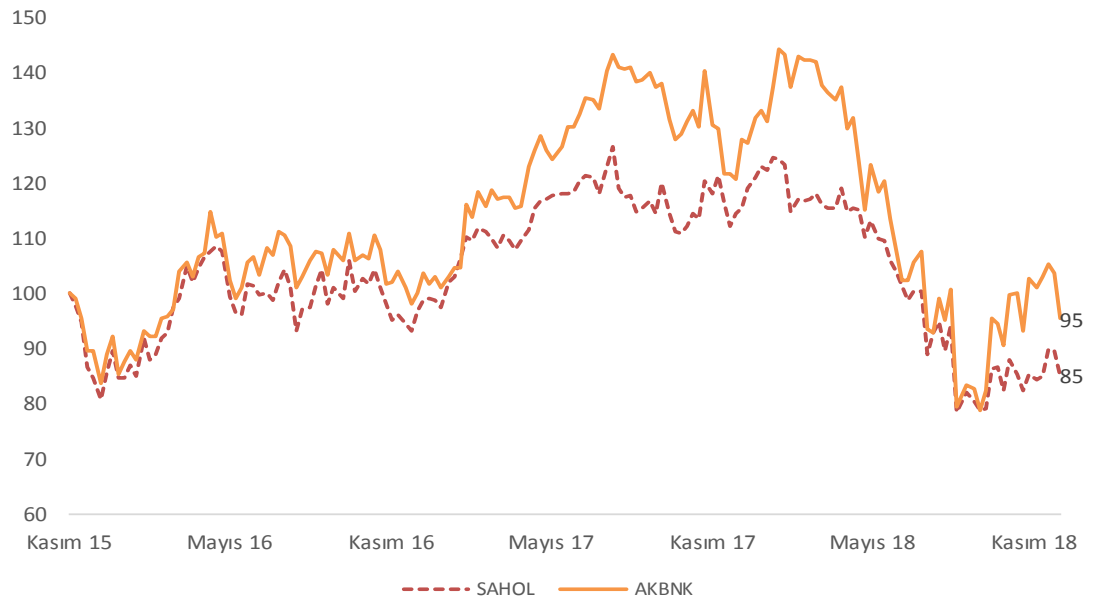
- Sabancı Holding'in kendi hisselerinin yanı sıra 12 iştirakinin hisseleri de Borsa İstanbul'da (BIST) işlem görmektedir. NAD hesaplamamızda holdingin halka açık iştirakleri, holding bazındaki toplam varlıklarının değerinin %71'ini oluşturmaktadır.

11 Aralık 2018 Salı

**Grafik 1: Net Aktif Değer İskonto/Prim Durumu**

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Rasyonel

- **NAD iskontosu tarihsel ortalamasının altında** - Sabancı Holding'in net aktif değerine göre iskontosu rapor tarihi itibarıyla %44 düzeyinde olup, tarihsel olarak yüksek seyreden iskonto oranının 2018 ikinci çeyreğinden itibaren özellikle bankacılık sektöründe artan satış baskısından dolayı daha da genişlediğini görüyoruz. Son 3 yıllık ortalamaya bakıldığında, Holding için iskonto oranının %39 olduğunu hesaplıyoruz.

**Grafik 2: Sabancı Holding - Akbank Fiyat Performansı (2015=100)**

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Rasyonel

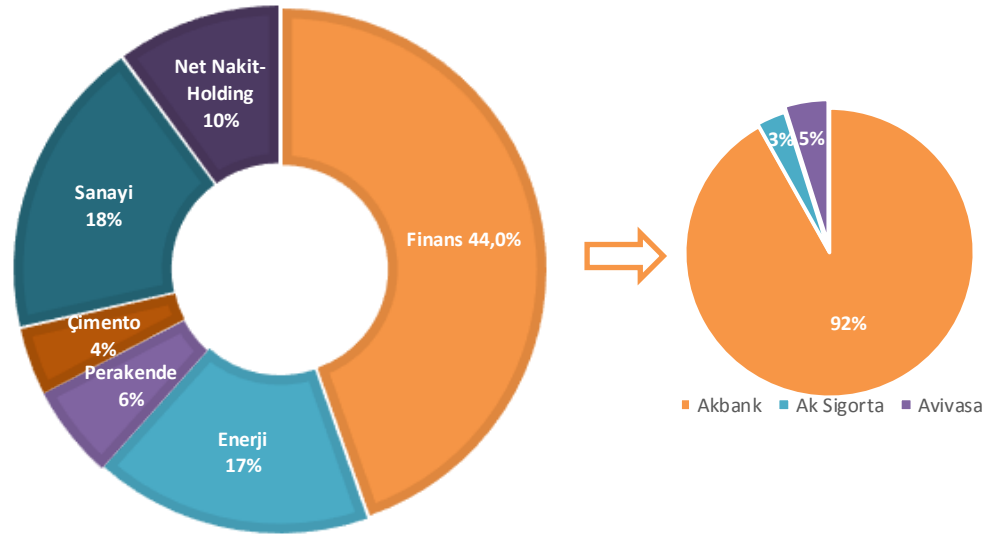
- Sabancı Holding'in hem konsolide net karında hem de NAD'daki yüksek orandaki ağırlığından dolayı Holding hisselerinin Akbank hisse performansı ile korelasyonun güçlü olduğu görülmektedir. Bloomberg verilerine göre, 1996'dan bu yana Akbank-Sabancı Holding için hesaplanan Beta değeri 0,91 düzeyindedir.

11 Aralık 2018 Salı

- Sabancı Holding'in halka açık iştiraklerinden Akbank'ı beğeniyoruz. Yüksek likidite, ihtiyatlı karşılık politikası ve yüksek verimlilik rasyolarına sahip olduğu için cazip bulduğumuz Akbank'ın gerçekleştirilmesi planlanan 3 mlr TL'lik bedelli sermaye artırımını sonrasında sermaye yeterliliğinin daha da güçleneceğini ve bunun da hem finansallara hem de hisse performansına olumlu yansıtacağını düşünüyoruz. Dijitalleşmede öncü bankalar arasında yer alan Akbank'ın benzerleri arasında en güçlü verimlilik rasyolarına sahip olmasının, orta-uzun vadede bankanın karlılığına olumlu yansıtacağını değerlendiriyoruz. Akbank için hedef fiyatımızı 8,52 TL olup, kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", uzun vadede "AL" önerisi veriyoruz.

## Portföy Özeti

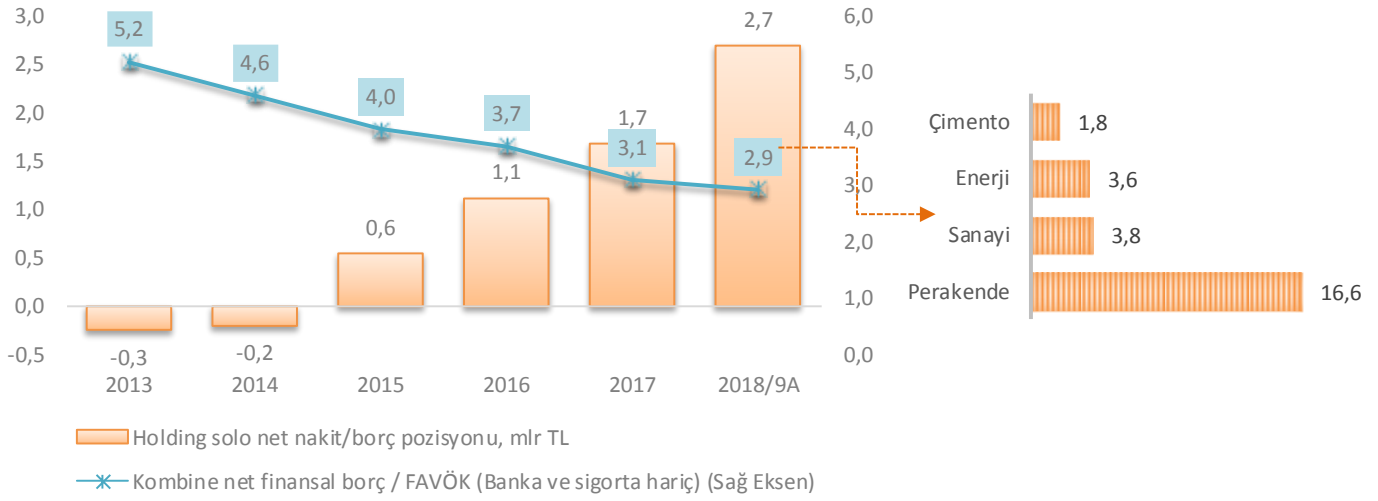
Grafik 3: Sektör Bazında NAD Kırılımı (%)



Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Sabancı Holding

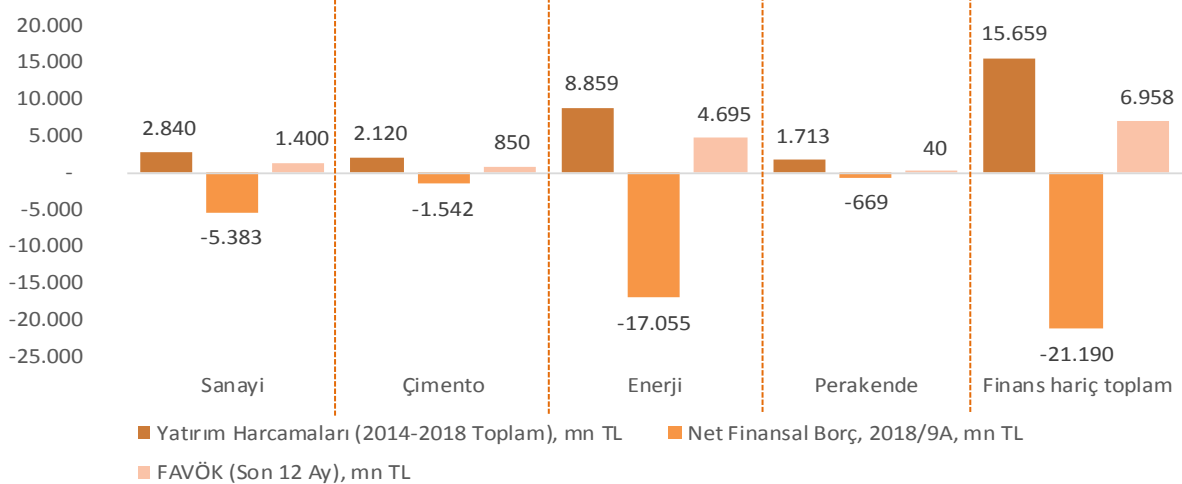
- Akbank'ın portföydeki ağırlığı %40,4 - Sabancı Holding'in toplam net aktif değerinin, %44,0'ü finans sektörü, %18,2'si sanayi sektörü, %16,7'si enerji, %9,9'unu ise Holding'in sahip olduğu net nakdi oluşturmaktadır. Şirket bazında bakıldığında ise NAD'ın %40,4'ü Akbank oluşturmaktadır.
- Sektör ağırlıklarında dengelenme bekliyoruz - Holding'in önümüzdeki dönemde stratejik adımlar atarak NAD ve kar dağılımında finans sektörünün ağırlığının kademeli olarak azaltılmasını bekliyoruz. Sanayi tarafında yeni satınalmalar, enerji tarafında karlılığın artırılması vb. kararların bu dengelenmede atılabilecek adımlar arasında görüyoruz.

11 Aralık 2018 Salı

**Grafik 4: Holding Solo Net Nakit Pozisyonu (mn \$) ve Net Finansal Borç/FAVÖK oranı (x)**

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Sabancı Holding

- **Akbank'ta sermaye artırımını nakit çıkışına neden olacak** - 2018 Eylül sonu itibariyle Sabancı Holding'in solo 2,7 mlr TL net nakit pozisyonu bulunmaktadır. Akbank'ın çıkarılmış sermayesinin %30 oranında bedelli artırılarak 4 mlr TL'den 5,2 mlr TL'ye çıkarılmasına karar verilmesi sonrasında, Holding'den nakit çıkışı gerçekleşecektir. Sermaye artırımında yeni pay alma hakkı için hisse başına 2,5 TL fiyat belirlenmesi sonrasında Akbank'ın sermaye artırımından beklenen fon büyüklüğü 3 mlr TL seviyesindedir. Sabancı Holding ise sahip olduğu pay oranında (%40,75) bu artırıma katılacağını, aynı zamanda da satılmayan paylar için de satınalma taahhütünde bulunmuştur. 2019 Şubat ayının ilk haftalarında tamamlanması beklenen sermaye artırım sürecinde, sermaye artırımına katılım oranının yüksek gerçekleştiği varsayımı ile Holding'den en az 1,22 mlr TL nakit çıkışı olacağı beklenmelidir.

**Grafik 5: Yatırım Harcamaları ve Finansal Borcun Sektörel Dağılımı (mn TL)**

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Sabancı Holding

- **Son dört yılda 8,8 mlr TL enerji yatırımı** - 2014 yılından bu yana Eylül 2018 itibariyle Sabancı Holding'in toplam 15,6 mlr TL tutarında yatırım harcaması (finans hariç) gerçekleştirdiği görülmektedir. Bu yatırımların %57'si enerji sektöründe gerçekleşirken, %18'i sanayi ve %14'ü ise çimento segmentlerinde gerçekleşmiştir.

11 Aralık 2018 Salı

Önümüzdeki dönemde enerji sektörü tarafında yatırım harcamalarında düşüş gerçekleşmesini öngörüyoruz.

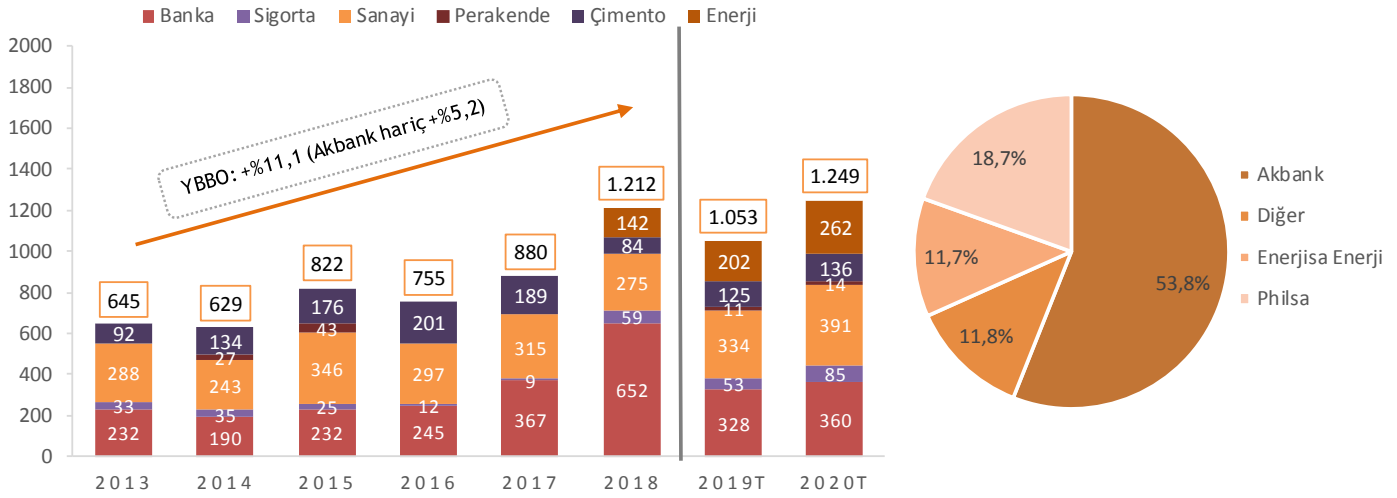
- **Enerji segmentini yeniden yapılandırdı** - Sabancı Holding ve E.ON, 2014-2017 döneminde enerji segmentinde bir takım stratejik kararlar aldı. Holding 2014 yılında büyüme yerine daha fazla operasyonel verimlilik ve karlılığa odaklanacağını ve bu doğrultuda 2020 yılında ulaşmayı hedeflediği toplam kapasiteyi 7,5 GW'den 3,5 GW'ye düşürdü. Ayrıca 2017'de Sabancı Holding ve E.ON, Enerjisa ve iştiraklerini yeniden yapılandırmaya giderek, dağıtım ve satış iş kolunu, üretim ve ticaret faaliyetlerinden ayırarak, iki ayrı şirket halinde yönetmeye karar verdi.
- **Enerjisa Enerji halka arzı Enerji Üretim'in borcunu düşürdü** - Sabancı Holding ve E.ON'un eşit ortak hisse satışı yoluyla gerçekleşen Enerjisa Enerji'nin halka arzı 2018 yılının ilk çeyreğinde tamamlandı. Enerjisa Enerji'nin halka arzından elde edilen nakit, 2018 yılı Mart ayında ortakların eşit katılımlarıyla Enerjisa Üretim şirketinin sermaye artışı (1,43 mlr TL) kullanılmıştır. Enerjisa Üretim'in 2017 sonunda 1,7 mlr € olan net borcu 2018 3Ç itibarıyla 1,07 mlr € düzeyine gerilerken, şirket son 3 yılda net pozitif serbest nakit yaratmayı başarmıştır. Enerji segmentinde dağıtım ve perakende bölümünün borçları TL bazlı (toplam 9,83 mn TL) olmakla birlikte, üretim tarafında borçların tümü Avro bazlıdır.
- **Enerjisa Üretim'in de halka arzı planlanıyor** - 2020 yılında Enerjisa Üretim'in halka arza hazır hale getirilmesi hedeflenmektedir. Olası halka arzdan elde edilebilecek gelir, Enerjisa Üretim'in net borç pozisyonuna iyileşme getirecektir. Borçluluk düzeyinin azalması ve operasyonel karlılığın iyileşmesi ile birlikte, şirketin temettü dağıtılabilir düzeye ulaşması, hem Holding'in temettü gelirlerini olumlu etkileyecek hem de Sabancı Holding hisse performansı açısından katalizör olacaktır.
- **YEKDEM 2020'de sona erecek** - 2011 yılında kurulan YEKDEM (Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması) enerji üretim tesisleri (su, rüzgar, güneş, jeotermal ve biyokütle) tarafından üretilen elektriğin devlet tarafından 10 yıl süreyle belli bir fiyattan (\$ bazında) alma garantisi sağlayan bir teşvik mekanizmasıdır. Enerjisa Üretim'in toplam FAVÖK'ünün 2/3'ü YEKDEM mekanizmasından gelmektedir. Üretim tarafında borcun Avro bazlı olması ve gelirlerin önemli bir kısmının dolar bazlı olması TL riskine karşı şirkete doğal bir hedge sağlamaktadır. Üretim tarafında, YEKDEM için belirlenen 10 yıllık sürenin 2023-2024 döneminde tamamlanacağını öngörüyoruz. Ayrıca, 2020'de YEKDEM mekanizmasına başvurular sona erecek olup, bu döneme kadar tesis açılışı yapılan kurumlar ise 10 yıl süreyle YEKDEM'e satış yapmaya devam edecek.
- **Kordsa'da satın alma iştahı devam ediyor** - Kordsa, Haziran ayında ABD'deki iştiraki vasıtasıyla, ticari havacılık sektörüne ileri kompozit malzemeler sağlayan "Fabric Development, Inc." (FDI) ve "Textile Products, Inc." (TPI) unvanlı iki ayrı şahıs şirketinin satın alınmasını gerçekleştirirken, Ekim ayında ise ticari havacılık sektörüne ileri kompozit malzemeler sağlayan "Advanced Honeycomb Technologies Corporation" ("AHT") unvanlı şahıs şirketinin satın alımını tamamladı. Bu 100 mn \$'lık yatırım ile ticari havacılık sektöründe büyümeyi hedefleyen Kordsa, Boeing ve Toray Composites Materials America Inc. gibi uzay ve sivil havacılık sektöründe faaliyet gösteren önemli şirketlerin stratejik tedarikçisi olmayı hedeflemektedir. Şirket gerçekleştirdiği FDI ve TPI satın almalarının etkisiyle birlikte 2018 yılı için satışlarında %30-40, FAVÖK'te %35-45 artış öngörüsünü Ağustos ayında satışlarda %45-55, FAVÖK'te ise %75-85 artış olarak yukarı yönlü revize etmiştir. Sanayi segmentinde operasyonel karlılığa katkısı en yüksek şirket olan Kordsa'ya ilişkin bu yöndeki haber akışları, holding hisse performansı için destekleyici olacaktır.



11 Aralık 2018 Salı

Grafik 6: Yıllara Göre Alınan Temettüleri (mn TL)

Grafik 7: Alınan Temettülerin Dağılımı, 2018 (%)



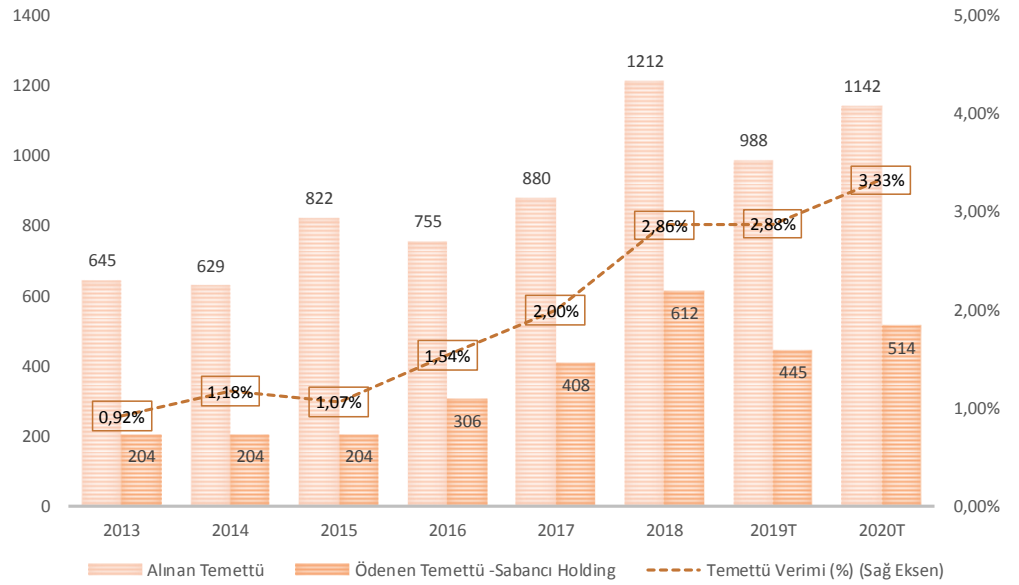
Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Sabancı Holding, Bloomberg

Not: İzleme listemizde olmayan Aksigorta, Avivasa, Kordsa, Enerjisa'nın temettü beklentileri Bloomberg konsensüs beklentilerini yansıtmaktadır.

- **Enerjisa'dan elde edilen temettü gelirinde artış potansiyeli** - Sabancı Holding sahip olduğu portföy varlıkları arasında en yüksek temettü gelirini Akbank'tan elde etmektedir. 2013-2018 döneminde toplam temettü gelirlerinin ortalama olarak %38,8'i Akbank'tan elde edilirken, bu gelirlerde yıllık bileşik büyüme %11,1 (Akbank hariç: %5,2) düzeyindedir. 2018 yılında halka arzı gerçekleştirilen Enerjisa Enerji aynı yıl içerisinde ilk temettü ödemesini de gerçekleştirdi. Holding 2018'de Enerjisa Enerji'den 142 mn TL temettü geliri elde etmiş olup, bunun önümüzdeki yıllarda Holding'in temettü gelirlerine olumlu katkısının devam edeceğini düşünüyoruz. Enerjisa Enerji TFRS konsolide net karının %60'ını temettü olarak dağıtmayı hedeflemektedir.
- **Bankacılıkta artan riskler Holding'in temettü gelirini düşürebilir** - 2018 yılında bankacılık sektöründe daralan net faiz marjları ve artan karşılık giderleri karlılıkları baskılarken, nispeten zorlaşan makro ortam nedeniyle hem otoriteler hem de bankaların daha ihtiyatlı davranarak özellikle sermaye yeterliliklerini güçlendirmek/güçlü tutmak için temettü dağıtım oranlarını azaltacaklarını ya da hiç dağıtım yapmayacaklarını düşünüyoruz. Nitekim, BDDK bankalarla paylaştığı yazıda, çekirdek SYR'si %12'nin altında olan bankaların temettü dağıtmamasını tavsiye etmektedir.
- **Akbank'tan elde edilen temettü geliri azalabilir** - Holding, 2017 yılı net dönem karının %26,5'ini temettü olarak dağıtan Akbank'tan 652 mn TL temettü geliri elde etmiştir. Bu da son yıllardaki en yüksek orana işaret etmektedir. %30 oranında bedelli sermaye artırımı ile sermayesini daha da güçlendirme kararı alan Akbank'ın 2019 yılında bankacılık sektöründeki genel seyre paralel olarak, ihtiyatlı davranarak temettü dağıtım oranını düşüreceğini düşünüyoruz. Akbank'ın 3Ç18 itibariyle konsolide birinci kuşak sermaye yeterlilik rasyosu %11,8 (BDDK düzenlemeleri hariç) Ekim sonunda TL'deki değer artışının etkisi ile %12,8 düzeyine çıkmıştır. Banka yönetimi, şubat ayında tamamlanması beklenen sermaye artırımı ardından bankanın konsolide birinci kuşak sermaye yeterlilik rasyosununun 80 bp artacağını tahmin etmektedir. Bizim öngörümüz, Akbank'ın 2018 yılı net dönem karının %12,5'ini dağıtacağı yönündedir. Bunun da SYR'ye yaklaşık 30 bp olumsuz etkisinin olacağını tahmin ediyoruz. Böylece Holding'in Akbank'tan 2019 yılında 328 mn TL temettü geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz.

11 Aralık 2018 Salı

- Temettü politikası değişti** - Sabancı Holding 2018 yılının ilk çeyreğinde kar dağıtım politikasını, “dağıtılabılır dönem net karının %5’inden az olmamak üzere dağıtılabılır dönem karının %20’sine kadar nakit veya bedelsiz hisse şeklinde dağıtılması” olarak değiştirdi. Önceki kar dağıtım politikası ise hesaplanan dağıtılabılır karın %20’sini geçmemek üzere çıkarılmış sermayenin %10’u kadar nakit/bedelsiz idi. Böylece Holding 2018 yılında 2017 yılı dönem karından dağıttığı temettü bir önceki yıla göre %50 oranında artarak 612 mn TL’ye ulaştı. Ayrıca 2013-2015 yıllarında yıl bazında 204 mn TL’lik temettü ödemesi gerçekleştiren Sabancı Holding 2016-2018 yıllarında son yıllarda ana ortaklık karının ortalama %15,5’ini temettü olarak dağıtmıştır. Sabancı Holding 2018 yılında elde ettiği temettü gelirinin de yaklaşık %50’sini temettü olarak dağıtmıştır. Akbank’ta planlanan bedelli sermaye artırımını nedeniyle oluşacak nakit çıkışı nedeniyle Holding’in 2019-2020 yıllarında ihtiyatlı yaklaşım ile bu oranın %45 düzeyine gerileyerek Holding’in 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 444 mn TL ve 513 mn TL nakit temettü dağıtacağını öngörmekteyiz. Bu da sırasıyla %2,9 ve %3,3 oranında temettü verimine işaret etmektedir.

**Grafik 8: Ödenen Temettüler (mn TL) ve Temettü Verimi (%)**

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Rasyonet

11 Aralık 2018 Salı

## Finansal Analiz

- **Enerji segmentinde gelir artışı %39** - 2018 yılı dokuz aylık dönemi itibarıyla, Holding'in kombine gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %33 artış ile 61,2 mlr TL düzeyine çıkmıştır. Yıllık bazda bakıldığında, toplam gelir içerisinde en yüksek paya sahip olan finans sektöründe %36 oranında yükseliş görülürken, enerji segmentinde ise %39'luk artış gerçekleşmiştir.

**Tablo 2: Holding'in Sektör Bazında Finansal Performansı, 9A18**

| mn TL                                    | Finans        | Enerji        | Sanayi       | Perakende    | Çimento      | Toplam*       |
|--|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Kombine Gelirler</b>                  | <b>29.772</b> | <b>16.077</b> | <b>6.210</b> | <b>6.404</b> | <b>2.624</b> | <b>61.229</b> |
| Yıllık Değişim (%)                       | 36%           | 39%           | 31%          | 11%          | 22%          | 33%           |
| <b>FAVÖK</b>                             | <b>6.343</b>  | <b>3.369</b>  | <b>1.066</b> | <b>131</b>   | <b>643</b>   | <b>11.513</b> |
| Yıllık Değişim (%)                       | 3%            | 57%           | 29%          | -29%         | 36%          | 18%           |
| <b>FAVÖK Marjı (%)</b>                   | <b>21,3%</b>  | <b>21,0%</b>  | <b>17,2%</b> | <b>2,0%</b>  | <b>24,5%</b> | <b>18,8%</b>  |
| Yıllık Değişim (bp)                      | -69           | 24            | -3           | -12          | 24           | -23           |
| <b>Konsolide Net Kar</b>                 | <b>1.921</b>  | <b>151</b>    | <b>348</b>   | <b>97</b>    | <b>137</b>   | <b>3.301</b>  |
| Yıllık Değişim (%)                       | -1%           | a.d.          | -1%          | a.d.         | 12%          | 40%           |
| <b>Konsolide Net Kar (düzeltilmiş)**</b> | <b>1.921</b>  | <b>107</b>    | <b>329</b>   | <b>- 139</b> | <b>155</b>   | <b>2.987</b>  |
| Yıllık Değişim (%)                       | -1%           | 320%          | 5%           | -88%         | 51%          | 26%           |

\* Holding'in elde ettiği temettü geliri hariç

\*\* operasyonel olmayan tek seferlik gelir/gider hariç

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Sabancı Holding

- **Enerji ve Sanayi segmenti FAVÖK artışını destekledi** - Holding'in kombine olarak hesaplanan FAVÖK'ü 2018 ilk dokuz aylık döneminde yıllık bazda %18 artış göstermiştir. Enerji segmentinde destekleyici otorite düzenlemeleri sonucu verimlilikteki artış ile FAVÖK yıllık bazda %57 yükselmiştir. Öte yandan çimento ve sanayi tarafında ise döviz bazlı gelirlerin karlılığı olumlu etkilemesi ile FAVÖK bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla %36 ve %29 oranlarında artış göstermiştir.

**Tablo 3: Finans Segmenti Finansal Performans**

| mn TL, Kombine             | 2015   | 2016   | 2017   | 2018/9A |
|----------------------------|--------|--------|--------|---------|
| Gelirler                   | 20.300 | 24.882 | 30.459 | 29.772  |
| Operasyonel Kar            | 4.531  | 6.604  | 8.752  | 6.343   |
| Net Kar                    | 3.420  | 5.089  | 6.766  | 4.734   |
| Konsolide Net Kar          | 3.384  | 4.991  | 6.592  | 4.553   |
| Operasyonel Kardaki Payı   | 55,6%  | 63,4%  | 61,9%  | 55,1%   |
| Konsolide Net Kardaki Payı | 76,4%  | 89,9%  | 88,6%  | 71,9%   |

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Sabancı Holding

- **Artan karşılık giderleri Finans segmentinin karlılığını baskıladı** - Holding'in faaliyet gösterdiği finans segmenti, 2015 yılından bu yana hem kombine karlılıkta hem de konsolide net karında en yüksek paya sahiptir. Bunun önemli bir bölümü ise Akbank'tan gelmektedir. Akbank'ın 2018 yılının ilk 9 ayında toplam bankacılık gelirleri yıllık bazda %45'lik artış gösterirken, enflasyonun altında artış gösteren faaliyet giderlerine karşın özellikle TFRS 9 standardı kapsamındaki değişiklikler ve artan intikaller nedeniyle karşılık giderlerinin neredeyse 3 kat artış göstermesi net kardaki artışı (yıllık bazda +%3) sınırlamıştır. Ayrıca bankanın 3Ç'deki zayıf kredi büyüme performansı ile birlikte kredi-mevduat oranı %93 düzeyine gerilemiştir.

**Tablo 4: Enerji Segmenti Finansal Performans**

| mn TL, Kombine             | 2015   | 2016   | 2017   | 2018/9A |
|----------------------------|--------|--------|--------|---------|
| Gelirler                   | 11.827 | 12.565 | 16.510 | 16.077  |
| FAVÖK                      | 1.826  | 2.482  | 3.468  | 3.369   |
| FAVÖK Marjı                | 15,4%  | 19,8%  | 21,0%  | 21,0%   |
| Net Kar                    | 284    | 294    | 214    | 455     |
| Konsolide Net Kar          | 142    | 147    | 107    | 151     |
| FAVÖK Payı                 | 22,4%  | 23,8%  | 24,5%  | 29,3%   |
| Konsolide Net Kardaki Payı | 3,2%   | 2,7%   | 1,4%   | 2,4%    |

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Sabancı Holding

- Son 5 yıllık döneme bakıldığında, Holding'in kombine FAVÖK'üne enerji sektörünün ortalama %25 seviyelerinde katkısı bulunmaktadır. Ancak enerji şirketleri tam konsolidasyona dahil olmadığı için Holding'in konsolide FAVÖK'üne dahil olmamakla beraber, net karındaki payı oldukça düşük düzeydedir. Ayrıca enerji tarafında yüksek borç nedeniyle finansman maliyetleri de net karı baskılamaktadır. Enerji tarafında 2018 yılının ilk dokuz ayında net kar marjı %2,2 düzeyinde gerçekleşmiştir.
- **Enerji'de regülasyon değişikliği karlılığı desteledi** - 2018 yılının ilk dokuz ayında enerji segmentinde destekleyici otorite düzenlemeleri sonucu verimlilikteki artış ile FAVÖK yıllık bazda %57 yükselmiştir. Dağıtım tarafında, Düzenlenmiş Varlık Tabanında artışın (Y/Y: +%35) yanı sıra RMGO'nun (Reel Makul Getiri Oranı) %11,91'den %13,61'e artmış olması faaliyet gelirlerini olumlu etkilemiştir. Ayrıca kaçak tahsilat mekanizmasının hesaplanmasında baz alınan taahhuk oranının %40'dan %55'ye çıkarılması ve 1 Ekim itibarıyla ortalama elektrik tarifelerinin %22,5 artışı sektördeki karlılığı desteklemiştir.

**Tablo 5: Sanayi Segmenti Finansal Performans**

| mn TL, Kombine             | 2015  | 2016  | 2017  | 2018/9A |
|----------------------------|-------|-------|-------|---------|
| Gelirler                   | 5.054 | 5.228 | 6.613 | 6.210   |
| FAVÖK                      | 1.017 | 951   | 1.162 | 1.066   |
| FAVÖK Marjı                | 20,1% | 18,2% | 17,6% | 17,2%   |
| Net Kar                    | 745   | 604   | 704   | 437     |
| Konsolide Net Kar          | 637   | 555   | 652   | 396     |
| FAVÖK Payı                 | 12,5% | 9,1%  | 8,2%  | 9,3%    |
| Konsolide Net Kardaki Payı | 14,4% | 10,0% | 8,8%  | 6,3%    |

Kaynak: VKY Araştırma &amp; Strateji, Sabancı Holding

- **Kordsa'nın karlılığa katkısı yüksek** - Holding'in faaliyet gösterdiği sanayi segmentinde kombine operasyonel karlılığa en yüksek katkı Brisa (%35,2) ve Kordsa (%46,2)'dan gelmektedir. 2018 yılı ilk dokuz ayında Kordsa ve Brisa'nın FAVÖK'leri sırasıyla yıllık bazda %57,3 ve %82,8 artış göstermiştir. 2018 yılının ilk dokuz aylık döneminde sanayi tarafında hammadde maliyetlerindeki yukarı yönlü seyre karşın, yükselen ihracat hacmi ve döviz bazlı gelirlerin yanı sıra TL'deki değer kaybı karlılığı olumlu etkilemiştir. 2018 Ocak-Eylül dönemi itibarıyla, Brisa'nın gelirlerinin %35,7'si ihracattan gelirken, Kordsa'nın satışlarının neredeyse tamamı döviz bazlıdır.

**Tablo 6: Çimento Segmenti Finansal Performans**

| mn TL, Kombine             | 2015  | 2016  | 2017  | 2018/9A |
|----------------------------|-------|-------|-------|---------|
| Gelirler                   | 2.640 | 2.631 | 3.010 | 2.624   |
| FAVÖK                      | 776   | 735   | 680   | 643     |
| FAVÖK Marjı                | 29,4% | 27,9% | 22,6% | 24,5%   |
| Net Kar                    | 497   | 493   | 361   | 339     |
| Konsolide Net Kar          | 335   | 330   | 281   | 239     |
| FAVÖK Payı                 | 9,5%  | 7,1%  | 4,8%  | 5,6%    |
| Konsolide Net Kardaki Payı | 7,6%  | 6,0%  | 3,8%  | 3,8%    |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Sabancı Holding

- **Çimento segmentinde artan ihracat gelirleri FAVÖK'e yükseliş getirdi** - Holding'in faaliyet gösterdiği çimento segmentinde 2015 yılından bu yana kombine FAVÖK'e katkısının azalan bir seyir izlediği görülmektedir. Segmentin, Holding'in operasyonel karlılığına katkısı %9,5'dan %5,6'ya gerilemiştir. Son yıllarda iç pazar talebinde görülen zayıflamanın yanı sıra, enerji ve yakıt giderlerindeki artışın sonucu sektörün karlılığında düşüş görülmektedir. 2018 yılının ilk 9 ayında yurt dışı satışlarında yaşanan artış, gelir ve operasyonel karlılığı desteklemiştir. 2017 yılının Ocak-Eylül döneminde 46,0 mn ton olan çimento satışı 2018 yılının aynı döneminde 45,3 mn tona gerilerken, sektörde yurt dışı satışları 10,1 mn ton'dan 10,2 mn tona çıkmıştır. Sabancı grubu çimento şirketlerinin ihracattaki payı %22,8'den %25,5'e düzeyine çıkmıştır.

**Tablo 7: Perakende Segmenti Finansal Performans**

| mn TL, Kombine             | 2015  | 2016   | 2017  | 2018/9A |
|----------------------------|-------|--------|-------|---------|
| Gelirler                   | 7.099 | 7.566  | 7.952 | 6.404   |
| FAVÖK                      | 33    | -333   | 95    | 131     |
| FAVÖK Marjı                | 0,5%  | -4,4%  | 1,2%  | 2,0%    |
| Konsolide Net Kar          | -127  | -591   | -403  | 195     |
| FAVÖK Payı                 | 0,4%  | -3,2%  | 0,7%  | 1,1%    |
| Konsolide Net Kardaki Payı | -2,9% | -10,6% | -5,4% | 3,1%    |

Kaynak: VKY Araştırma & Strateji, Sabancı Holding

- **Tek seferlik gelir konsolide karı olumlu etkiledi** - Perakende segmentinin Holding'in operasyonel karlılığına oldukça sınırlı etkisi bulunurken, temel olarak yüksek seyreden finansman giderleri konsolide net karı olumsuz etkilemektedir. 2018 yılı Ocak-Eylül döneminde yüksek seyreden enflasyon gelirlerindeki artışı desteklerken, 3Ç hem gıda hem de elektronik taraftaki hızlı FAVÖK artışına karşın ilk 9 aylık dönemde FAVÖK'te yıllık bazda %21 oranında gerileme görülmüştür. Carrefoursa'daki 466 mn TL'lik tek seferlik gelirin (aktif satışı vb. kaynaklı) etkisi 2018 Eylül itibarıyla konsolide net kar 195 mn TL olarak gerçekleşmiş olup, bu gelir hariç bakıldığında perakende segmentinde 272 mn TL net zarar oluşmuştur.

## 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.



VakıfBank Grubu İştirakidir.

[www.vakifyatirim.com.tr](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://www.vkyanaliz.com)

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