

Piyasa Görüşümüz:

NÖTR

MGROS'u ekliyor, EREGL ve EKGYO'yu çıkarıyoruz



Model Portföyümüzü son güncellemeyi yaptığımız 24 Eylül'den bu yana BIST100 endeksinin %0,4 altında performans gösterdi. Bankacılık sektörüne yönelik olumsuz beklentilerin sektör hisselerinde fazlasıyla fiyatlandığını düşünüyor, sektöre ilişkin risk algısının iyileşmesi ile bankacılık endeksinin sanayi endeksinde göre daha iyi performans göstermesini bekliyoruz. Benzerlerine göre sermaye yeterliliği ve özkaynak karlılığı yüksek bankaları tercih ediyoruz. Sektöründe konumu güçlü, büyüme potansiyeli taşıyan, turizmde olumlu etkilenen, güçlü ihracat gelirleri ile korunaklı ve cari açığa olumlu etkisi olan şirketleri önermeye devam ediyoruz.

Kipa birleşmesi ile artan sinerji, döviz cinsi kira sözleşmelerinin TL'ye geçişi, € cinsi borç riskinden kaynaklanan olumsuz etkilerin TL'de yaşanan güçlenmeyle tersine döneceği beklentisi ile MGROS'u model portföye ekliyoruz.

Öte yandan, 3Ç operasyonel sonuçlarının beklentilerin altında kalması ve hisse için olumlu ayrışma sağlayacak katalizör kalmamış olması nedeniyle EKGYO'yu; yurt içi talepte daralma, ihracat payının zayıf kalması ve üretim marjlarının normalleşmesi nedeniyle EREGL'yi model portföyden çıkarıyoruz.

Son değişikliklerle Model Portföyümüzde banka ağırlığını %31'den %34'e yükseltiyoruz (BIST 100'de banka ağırlığı %22). Model Portföyümüzün betası 1,1.

Beklentilerin üzerinde açıklanan eylül ayı enflasyon verisinin ardından enflasyonla mücadele için atılan adımlar, cari dengedeki olumlu seyir ve ABD ile ilişkilerdeki normalleşme, ekim ayında TL'de pozitif ayrışmaya neden oldu (TL ekim ayında \$'a karşı yaklaşık %10 değer kazandı). BIST100 endeksi ise Ekim ayı içinde %10 düşse de kur ve faizler tarafında görülen dengelenme eğiliminin de katkısıyla diğer gelişmekte olan ülke borsalarına göre \$ bazında yaklaşık %11 daha iyi performans sergiledi. Küresel piyasalarda ticaret savaşlarına yönelik tedirginlik, Avrupa'da İtalya kaynaklı endişeler, ABD ekonomisindeki olumlu seyre bağlı olarak Fed'in faiz artırımlarına devam edeceği beklentisi ile \$ endeksindeki yukarı yönlü seyir, küresel risk iştahını düşürerek piyasalarda karışık hareketler görmemize neden oldu.

Eylül ayından bu yana bankaların sendikasyon kredilerinin çevirim oranlarının yüksek olması hem bankacılık sektörüne hem ülkemize yönelik fon akımlarının devam ettiğinin güçlü bir göstergesi olurken, bankaları ve likidite sıkıntısı yaşayan şirketleri rahatlatmak amacıyla otoriteler tarafından alınan önlemlerin etkileri önümüzdeki dönemde yakından takip edilecek. Yurt içinde ekonomik aktivitede beklenen yavaşlama ile ilgili alınan tedbirlerin sonuçları ve TL'nin seyri, yurt dışında ise ABD kaynaklı ticaret savaşı endişeleri, ABD'deki seçimler ve Avrupa'daki siyasi gelişmeler BIST'ın kısa vadede dalgalı seyrini sürdüreceğine işaret ediyor. Aktif kalitesi ve sermaye yeterliliği başta olmak üzere bankacılık sektörüne yönelik olumsuz beklentilerin fiyatlandığını, cazip seviyelere gerileyen değerlemeler nedeniyle de bankacılık sektörünün önümüzdeki dönemde yukarı hareketlerle BIST'e destek vermesini bekliyoruz, Model Portföyümüzde bankaların ağırlığını 3 puan artışla %34'e yükseltiyoruz.

### Model Portföyde Önerdiğimiz Hisseler

- Güçlü büyüme ve yolcu kompozisyonundaki iyileşme, coğrafi olarak dengeli gelir yapısına sahip olması, İstanbul Havalimanı ile uzun dönemli büyüme potansiyeli sunması nedeniyle **THY (THYAO)**,
- Operasyonel olarak kur riskine karşı doğal koruma sunan iş yapısı, hem savunma hem de savunma dışı alanlarda güçlü büyüme potansiyeli, hükümetin savunma sanayiini destekleyici politikalarına devam etmesi, güçlü nakit pozisyonu ile sağlam finansal yapısı nedeniyle **Aselsan (ASELS)**,
- Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu, diğer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığı, dengeli kredi portföyü, ihtiyatlı karşılık ayırma politikası nedeniyle **Garanti Bankası (GARAN)**,
- Benzerleri arasında en düşük gider/gelir oranına sahip olması ve verimliliğini artırmaya devam ederek karlılık rasyolarının olumlu etkilenen olması nedeniyle **Akbank (AKBNK)**,
- Kipa birleşmesi sonrası artan sinerji ile verimlilik artışı, kira sözleşmelerinin TL'ye geçişinden olumlu etkilenmesi, € cinsi borç riskinden fazlasıyla olumsuz etkilenen hisselerin TL'deki güçlenmeden olumlu etkileneceği beklentisi ile **Migros (MGROS)**,
- Gelirlerinin %70'ini oluşturan ihracatta maliyet+prim mekanizmasıyla korunaklı kar marjları, yurt içinde ticari araçlarda KDV ve ÖTV indiriminin satışlara destek olacağı beklentisi ve sürdürülebilir temettü politikası nedeniyle **Ford Otosan (FROTO)**.

|       | Piyasa değeri<br>(mn TL) | Ort. gün. işl.<br>hacmi (mn TL) | BIST-100<br>ağırlık | Model Portföy<br>ağırlık | 12A Hedef<br>fiyat (TL) | Mevcut<br>fiyat (TL) | 12Aylık<br>Potansiyel | Beta |
|-------|--------------------------|---------------------------------|---------------------|--------------------------|-------------------------|----------------------|-----------------------|------|
| THYAO | 19.389                   | 1.069                           | 4,9%                | 20,0%                    | 26,60                   | 14,05                | 89%                   | 1,00 |
| ASELS | 28.796                   | 699                             | 3,6%                | 19,0%                    | 42,10                   | 25,26                | 67%                   | 0,85 |
| GARAN | 29.358                   | 1.035                           | 7,1%                | 18,0%                    | 9,30                    | 6,99                 | 33%                   | 1,49 |
| AKBNK | 26.440                   | 345                             | 6,7%                | 16,0%                    | 8,52                    | 6,61                 | 29%                   | 1,41 |
| MGROS | 2.647                    | 25                              | 0,5%                | 14,0%                    | 36,50                   | 14,62                | 150%                  | 1,25 |
| FROTO | 21.055                   | 33                              | 1,7%                | 13,0%                    | 64,58                   | 60,00                | 8%                    | 0,63 |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

## Uzak Durulmasını Önerdiğimiz Hisseler

Uzun vadede aktif kalitesi ve sermaye yeterliliği açısından sektör ortalamasının altında kalan Albaraka Türk'ün 3Ç'de net karında güçlü artış beklentimiz nedeniyle ALBRK'yi uzak durulması gereken hisseler listesinden çıkarıyoruz.

3Ç'de artan finansman giderleri nedeniyle zarar açıklayan İş GYO (ISGYO) için olumsuz beklentilerin hisse performansına yansımaları düşünüyoruz ve ISGYO'yu uzak durulması gereken hisseler listesinden çıkarıyoruz.

2018'de ciddi daralan yurt içi otomotiv pazarına fazla bağımlı olan ve ithalatçı Doğu Oto'nun satışlarının son KDV ve ÖTV indirimi nedeniyle önümüzdeki dönemde olumlu etkilenmesini beklediğimiz için DOAS'ı uzak durulması gereken hisseler listesinden çıkarıyoruz.

Son değişikliklerin ardından Araştırma kapsamımızda olan şirketler arasında önümüzdeki dönemde uzak durulmasını önereceğimiz hisse bulunmuyor.

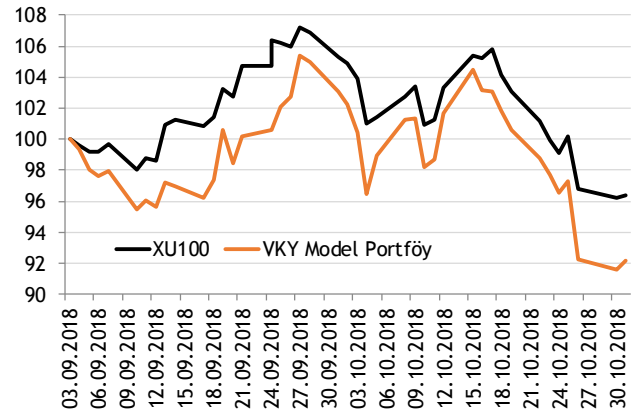
## Son Model Portföy Performansı (24.09.2018 - 31.10.2018 arası)

|                      | Ağırlık (%) | Getiri (%)   | BİST100 göreceli performans (%) |
|----------------------|-------------|--------------|---------------------------------|
| THYAO                | 17,0%       | -24,3%       | -17,6%                          |
| GARAN                | 16,0%       | 3,6%         | 12,6%                           |
| EREGL                | 15,0%       | -19,7%       | -12,6%                          |
| AKBNK                | 15,0%       | 1,8%         | 10,8%                           |
| ASELS                | 14,0%       | -6,0%        | 2,2%                            |
| FROTO                | 14,0%       | -3,4%        | 5,1%                            |
| EKGYO                | 9,0%        | -9,7%        | -1,8%                           |
| <b>MODEL PORTFÖY</b> |             | <b>-8,4%</b> | <b>-0,4%</b>                    |
| XU100                |             | -8,1%        |                                 |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

24 Eylül 2018 tarihli Model Portföy raporuna [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

## Model Portföy Performansı (03.09.2018'ten itibaren)



## THY (HF: 26,60 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

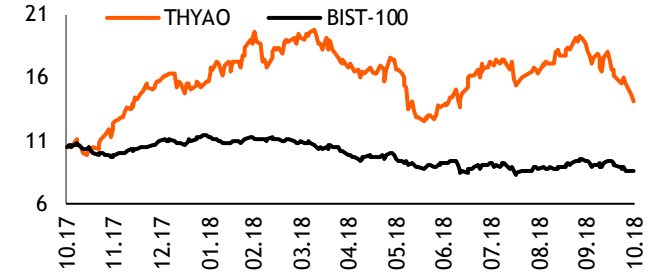
| Türk Hava Yolları - THYAO                |              |
|--|--------------|
| Piyasa değeri (milyon TL)                | 19.389       |
| Günlük ort. işlem hacmi (milyon TL)      | 1.069        |
| Hisse fiyatı (TL)                        | 14,05        |
| 52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL) | 9,79 - 19,77 |
| Halka açıklık oranı                      | 50,0%        |

|                                | 1 ay   | 3 ay   | 1 yıl |
|--------------------------------|--------|--------|-------|
| Hisse performansı              | -26,4% | -18,7% | 35,4% |
| BİST-100'e göreceli performans | -18,4% | -12,6% | 65,3% |

| milyon TL          | 2017   | 2018 T  | 2019 T  | 2020 T  |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|
| Ciro               | 39.982 | 63.388  | 75.070  | 84.671  |
| FAVÖK              | 6.787  | 10.047  | 12.076  | 13.435  |
| Net kar            | 814    | 2.717   | 3.436   | 3.721   |
| FAVÖK marjı (%)    | 17,0   | 15,9    | 16,1    | 15,9    |
| Net kar marjı (%)  | 2,0    | 4,3     | 4,6     | 4,4     |
| Net borç / (nakit) | 27.066 | 48.311  | 62.628  | 76.583  |
| Defter Değeri      | 20.171 | 39.631  | 46.861  | 54.778  |
| Toplam Aktifler    | 68.647 | 134.022 | 156.926 | 183.160 |

|                     |      |      |      |      |
|---------------------|------|------|------|------|
| F/K (x)             | 33,9 | 7,1  | 5,6  | 5,2  |
| PD/DD (x)           | 1,1  | 0,5  | 0,4  | 0,4  |
| FD/FAVÖK (x)        | 7,3  | 6,7  | 6,8  | 7,1  |
| FD/Satışlar (x)     | 1,2  | 1,1  | 1,1  | 1,1  |
| Özsermaye karlılığı | 3,2% | 9,1% | 7,9% | 7,3% |
| Temettü verimi      | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji



- ✓ THY, 2018 yılının ilk yarısında birim giderlerinde yaşanan ve beklentiler dâhilinde olan artışa rağmen, güçlü talep ve yolcu kompozisyonundaki iyileşmenin desteğiyle operasyonel kârlılıkta güçlü bir büyüme kaydetti.
- ✓ Coğrafi olarak dengeli gelir yapısına sahip olan THY'nin, bölgesel talep ve kur kaynaklı risklere görece daha dayanıklı olduğunu düşünüyoruz.
- ✓ Şirketin İstanbul Havalimanı ile birlikte uzun vadeli büyüme potansiyeline odaklanması gerektiğine inanıyoruz.

Şirketle ilgili son rapora [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

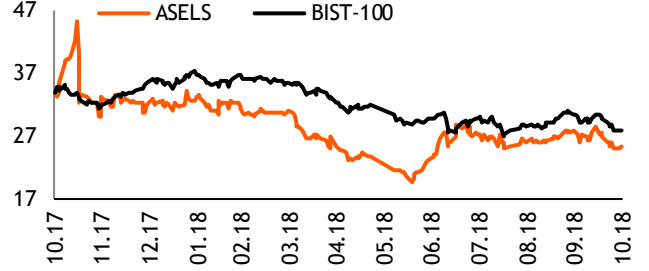
01 Kasım 2018 Perşembe

## Aselsan (HF: 42,10 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

| Aselsan - ASELS                          |                                      |       |        |
|--|--------------------------------------|-------|--------|
| Piyasa değeri (milyon TL)                | 28.796                               |       |        |
| Günlük ort. işlem hacmi (milyon TL)      | 699                                  |       |        |
| Hisse fiyatı (TL)                        | 25,26                                |       |        |
| 52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL) | 19,51 - 45,12                        |       |        |
| Halka açıklık oranı                      | 26,0%                                |       |        |
|  | <b>1 ay</b> <b>3 ay</b> <b>1 yıl</b> |       |        |
| Hisse performansı                        | -8,4%                                | -6,8% | -25,4% |
| BIST-100'e göreceli performans           | 1,5%                                 | 0,1%  | -8,8%  |

| milyon TL           | 2017   | 2018 T | 2019 T | 2020 T |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ciro                | 5.360  | 7.631  | 9.987  | 12.070 |
| FAVÖK               | 1.048  | 1.526  | 1.957  | 2.352  |
| Net kar             | 1.388  | 2.069  | 2.256  | 2.701  |
| FAVÖK marjı (%)     | 19,6   | 20,0   | 19,6   | 19,5   |
| Net kar marjı (%)   | 25,9   | 27,1   | 22,6   | 22,4   |
| Net borç / (nakit)  | -729   | -3.509 | -4.134 | -5.114 |
| Defter Değeri       | 4.768  | 8.822  | 11.055 | 13.709 |
| Toplam Aktifler     | 11.639 | 16.814 | 21.519 | 26.356 |
| F/K (x)             | 22,9   | 13,9   | 12,8   | 10,7   |
| PD/DD (x)           | 6,7    | 3,3    | 2,6    | 2,1    |
| FD/FAVÖK (x)        | 29,6   | 16,6   | 12,6   | 10,1   |
| FD/Satışlar (x)     | 5,8    | 3,3    | 2,5    | 2,0    |
| Özsermaye karlılığı | 29,1%  | 30,4%  | 22,7%  | 21,8%  |
| Temettü verimi      | 0,3%   | 0,4%   | 0,4%   | 0,5%   |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji



- ✓ Hükümetin savunma sanayiinde yerli tedarik oranını artırma politikasının devamı ile Aselsan'ın yurt içindeki büyüme hikâyesinin devamını bekliyoruz.
- ✓ Şirket için yurt içi ve ihracat pazarlarında savunma dışı alanlarda da güçlü büyüme potansiyeli görüyoruz.
- ✓ Şirketi, 3Ç18 sonu itibarıyla 2,2 mlr TL seviyesindeki net nakit pozisyonunun desteklediği güçlü finansal yapıyla da beğeniyoruz.

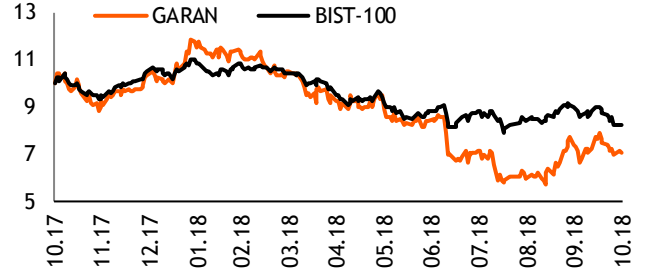
Şirketle ilgili son rapora [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

## Garanti (HF: 9,30 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

| Garanti Bankası - GARAN                  |                                      |       |        |
|--|--------------------------------------|-------|--------|
| Piyasa değeri (milyon TL)                | 29.358                               |       |        |
| Günlük ort. işlem hacmi (milyon TL)      | 1.035                                |       |        |
| Hisse fiyatı (TL)                        | 6,99                                 |       |        |
| 52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL) | 5,72 - 11,85                         |       |        |
| Halka açıklık oranı                      | 48,0%                                |       |        |
|  | <b>1 ay</b> <b>3 ay</b> <b>1 yıl</b> |       |        |
| Hisse performansı                        | -9,3%                                | -1,7% | -30,1% |
| BIST-100'e göreceli performans           | 0,5%                                 | 5,7%  | -14,6% |

| milyon TL                 | 2017    | 2018 T  | 2019 T  | 2020 T  |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Toplam bankacılık geliri  | 17.214  | 21.760  | 23.155  | 25.179  |
| Net faiz geliri           | 14.468  | 15.825  | 17.480  | 18.849  |
| Net kar                   | 6.344   | 7.283   | 8.170   | 9.135   |
| Mevduat                   | 181.116 | 207.025 | 232.686 | 258.860 |
| Defter Değeri             | 41.331  | 47.625  | 53.611  | 60.213  |
| Toplam Aktifler           | 325.232 | 363.380 | 408.044 | 455.732 |
| Net faiz marjı (%)        | 4,8     | 4,7     | 4,6     | 4,4     |
| Kredi/Mevduat oranı (%)   | 116     | 114     | 114     | 115     |
| Takipteki kredi oranı (%) | 2,5     | 4,0     | 4,6     | 5,1     |
| Sermaye yeterlilik (%)    | 18,7    |         |         |         |
| F/K (x)                   | 7,1     | 4,0     | 3,6     | 3,2     |
| PD/DD (x)                 | 1,1     | 0,6     | 0,5     | 0,5     |
| Özsermaye karlılığı       | 15,3%   | 16,4%   | 16,1%   | 16,1%   |
| Temettü verimi            | 3,1%    | 5,2%    | 5,8%    | 6,6%    |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji



- ✓ Sektördeki güçlü konumunun yanı sıra yüksek sermaye yeterliliği ve ihtiyatlı karşılık politikaları ile ön plana çıkan Garanti Bankası'nın işlem gördüğü çarpanları cazip bulmaya devam ediyoruz.
- ✓ 3Ç'de bankanın artan TÜFEX gelirleri net faiz marjını desteklerken, artan karşılık giderlerine karşın özkaynak karlılık oranı %17,3 ile sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir.
- ✓ Piyasalarda iyimserliğin devam etmesi durumunda Garanti Bankası'nın yükselişe öncülük edeceğini düşünüyoruz.

Şirketle ilgili son rapora [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

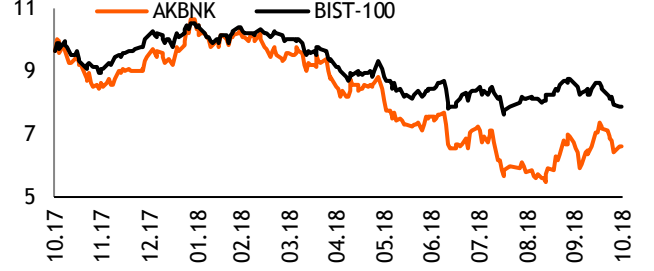
01 Kasım 2018 Perşembe

## Akbank (HF: 8,52 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

| Akbank - AKBNK                           |                                      |
|--|--------------------------------------|
| Piyasa değeri (m TL)                     | 26.440                               |
| Günlük ort. işlem hacmi (m TL)           | 345                                  |
| Hisse fiyatı (TL)                        | 6,61                                 |
| 52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL) | 5,44 - 10,62                         |
| Halka açıklık oranı                      | 52,0%                                |
|  | <b>1 ay</b> <b>3 ay</b> <b>1 yıl</b> |
| Hisse performansı                        | -4,5%                                |
| BIST-100'e göreceli performans           | 5,9%                                 |

| m TL                      | 2017    | 2018 T  | 2019 T  | 2020 T  |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Toplam bankacılık geliri  | 14.125  | 16.915  | 17.918  | 19.799  |
| Net faiz geliri           | 10.545  | 13.083  | 14.269  | 15.693  |
| Net kar                   | 6.039   | 6.436   | 7.372   | 8.417   |
| Mevduat                   | 184.904 | 218.817 | 246.014 | 275.666 |
| Defter Değeri             | 40.425  | 45.012  | 50.775  | 57.349  |
| Toplam Aktifler           | 316.031 | 360.002 | 401.540 | 445.371 |
| Net faiz marjı (%)        | 3,6     | 3,9     | 3,8     | 3,7     |
| Kredi/Mevduat oranı (%)   | 103     | 96      | 95      | 95      |
| Takipteki kredi oranı (%) | 2,3     | 2,9     | 3,4     | 3,8     |
| Sermaye yeterlilik (%)    | 17,0    |         |         |         |
| F/K (x)                   | 6,5     | 4,1     | 3,6     | 3,1     |
| PD/DD (x)                 | 1,0     | 0,6     | 0,5     | 0,5     |
| Özsermaye karlılığı       | 14,9%   | 15,1%   | 15,4%   | 15,6%   |
| Temettü verimi            | 2,4%    | 4,7%    | 5,5%    | 6,4%    |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji



- ✓ Güçlü sermaye tabanı, yüksek likiditeye sahip Akbank'ı cazip bulmaya devam ediyoruz.
- ✓ 3Ç'de bankanın artan karşılık giderleri nedeniyle karlılık rasyolarında görülen gerilemeye karşın, sahip olduğu ihtiyatlı karşılık politikası ve düşük kredi-mevduat oranını olumlu karşılıyoruz.
- ✓ Dijitalleşmede öncü bankalar arasında yer alan Akbank'ın benzerleri arasında en güçlü verimlilik rasyolarına sahip olduğunu düşünüyoruz. Bunun da orta-uzun vadede bankanın karlılığına olumlu yansıtacağını değerlendiriyoruz.

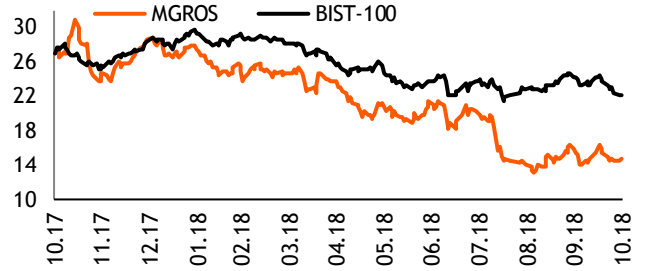
Şirketle ilgili son rapora [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

## Migros (HF: 36,5 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: AL)

| Migros - MGROS                           |                                      |
|--|--------------------------------------|
| Piyasa değeri (m TL)                     | 2.647                                |
| Günlük ort. işlem hacmi (m TL)           | 25                                   |
| Hisse fiyatı (TL)                        | 14,62                                |
| 52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL) | 13,01 - 30,8                         |
| Halka açıklık oranı                      | 36,0%                                |
|  | <b>1 ay</b> <b>3 ay</b> <b>1 yıl</b> |
| Hisse performansı                        | -9,6%                                |
| BIST-100'e göreceli performans           | 0,1%                                 |

| m TL                | 2017   | 2018 T | 2019 T | 2020 T |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ciro                | 15.344 | 18.649 | 21.775 | 24.595 |
| FAVÖK               | 798    | 1.015  | 1.172  | 1.363  |
| Net kar             | 513    | -1.524 | 6      | 248    |
| FAVÖK marjı (%)     | 5,2    | 5,4    | 5,4    | 5,5    |
| Net kar marjı (%)   | 3,3    | a.d.   | 0,0    | 1,0    |
| Net borç / (nakit)  | 2.295  | 3.758  | 3.897  | 3.781  |
| Defter Değeri       | 1.527  | 17     | 23     | 271    |
| Toplam Aktifler     | 10.303 | 9.832  | 10.653 | 11.439 |
| F/K (x)             | 9,6    | -1,7   | 419,7  | 10,7   |
| PD/DD (x)           | 3,3    | 158,3  | 114,9  | 9,8    |
| FD/FAVÖK (x)        | 9,0    | 6,3    | 5,6    | 4,7    |
| FD/Satışlar (x)     | 0,5    | 0,3    | 0,3    | 0,3    |
| Özsermaye karlılığı | 34,9%  | a.d.   | 31,7%  | a.d.   |
| Temettü verimi      | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji



- ✓ Kipa ile yasal birleşme sürecinin Eylül ayında tamamlanmasıyla birlikte artan sinerjinin de desteğiyle operasyonel verimlilikteki artışın önümüzdeki dönemde daha da belirginleşeceğini tahmin ediyoruz.
- ✓ Kira sözleşmelerinde TL'ye geçiş düzenlemesinin operasyonel giderleri üzerinde kur kaynaklı baskıyı azaltarak kâr marjlarını destekleyeceğini öngörüyoruz (Migros'un kira kontratlarının yaklaşık %25'i döviz cinsindedir).
- ✓ € cinsi finansal borçları (2Ç18 sonu itibarıyla 608 m TL) önemli bir risk olmakla birlikte, bunun yeterince hisse fiyatına yansımını düşünüyoruz. Ayrıca, son dönemde TL'de yaşanan değerlenme eğilimini hisse performansı açısından destekleyici buluyoruz.

Şirketle ilgili son rapora [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

01 Kasım 2018 Perşembe

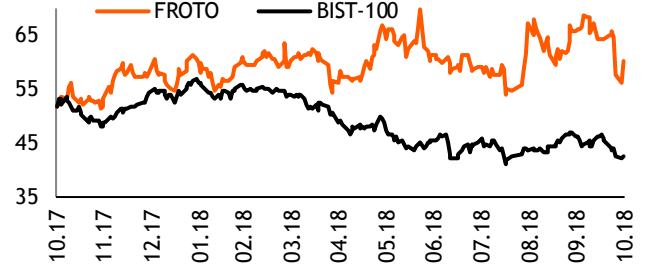
## Ford Otosan (HF: 64,58 TL, KVÖ: EÜG, UVÖ: TUT)

## Ford Otosan - FROTO

|  |                                      |
|--|--------------------------------------|
| Piyasa değeri (m TL)                     | 21.055                               |
| Günlük ort. işlem hacmi (m TL)           | 33                                   |
| Hisse fiyatı (TL)                        | 60,00                                |
| 52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL) | 51,4 - 69,75                         |
| Halka açıklık oranı                      | 18,0%                                |
|  | <b>1 ay</b> <b>3 ay</b> <b>1 yıl</b> |
| Hisse performansı                        | -8,8%    1,7%    16,3%               |
| BIST-100'e göreceli performans           | 1,0%    9,3%    42,0%                |

| m TL                | 2017   | 2018 T | 2019 T | 2020 T |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Ciro                | 25.341 | 35.037 | 39.813 | 44.795 |
| FAVÖK               | 2.000  | 3.106  | 3.454  | 3.938  |
| Net kar             | 1.490  | 1.868  | 2.169  | 2.759  |
| FAVÖK marjı (%)     | 7,9    | 8,9    | 8,7    | 8,8    |
| Net kar marjı (%)   | 5,9    | 5,3    | 5,4    | 6,2    |
| Net borç / (nakit)  | 1.798  | 2.196  | 2.135  | 1.710  |
| Defter Değeri       | 3.696  | 4.221  | 5.234  | 6.692  |
| Toplam Aktifler     | 12.012 | 14.207 | 16.742 | 19.758 |
| F/K (x)             | 14,2   | 11,3   | 9,7    | 7,6    |
| PD/DD (x)           | 5,7    | 5,0    | 4,0    | 3,1    |
| FD/FAVÖK (x)        | 11,5   | 7,5    | 6,7    | 5,8    |
| FD/Satışlar (x)     | 0,9    | 0,7    | 0,6    | 0,5    |
| Özsermaye karlılığı | 40,3%  | 47,2%  | 45,9%  | 46,3%  |
| Temettü verimi      | 5,1%   | 5,3%   | 5,3%   | 6,2%   |

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji



- ✓ Yılın ilk 9 ayında yurt içi satışlarındaki zayıflamayı, güçlü ihracat performansı ile telafi eden Şirketin, ticari araçlarda KDV oranının %18'den %1'e indirilmesiyle iç talepte beklediğimiz canlanmadan olumlu etkileneceğini tahmin ediyoruz.
- ✓ Şirketin i) iç pazarda karlılık odaklı stratejisi, ii) ihracat karlılığında korunma sağlayan maliyet + prim mekanizması ve iii) sürdürülebilir temettü politikasının hissedeki cazibeyi korumaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Şirketle ilgili son rapora [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

## Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Hisse Senedi Portföy Önerisi Metodolojisi

Model Portföy, ilk olarak belli bir miktar birikimin 3 Eylül 2018 tarihinde yayınlanan raporda belirtilen ağırlıklarla, listedeki hisseler tahsis edilmesi ve o tarihte oluşan ortalama hisse fiyatlarıyla bu hisselerin satın alınması sonucunda oluşturulmuştur. Sonraki tarihlerde yayınlanan güncelleme raporlarla listedeki hisseler ve ağırlıkları değiştirilebilmektedir.

Model Portföy'e dahil edilen hisseler, Araştırma Bölümü analistlerinin AL ya da TUT önerisi verdiği hisseler arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin uzun döneme ilişkin finansal tahminlere dayalı olarak yapılan temel analizler ve kısa vadede beklentilerine göre yapılmaktadır. Aynı şekilde uzak durulması önerilen hisseler de Araştırma Bölümü analistlerinin TUT ya da SAT önerisi verdiği hisseler arasından seçilmektedir.

Model Portföy en geç ayda bir güncellenir ve uygun şekilde yatırımcılara duyurulmak üzere web sitesinde ilan edilir. Model Portföy güncelleme notunda hisselerin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi yazılır. Bununla birlikte bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli önerimizde bir değişiklik olduğu anlamına gelmemektedir.

Model Portföy'e dahil edildiği açıklanan bir hisse duyuru yapıldıktan sonraki ilk seansın ağırlıklı ortalama fiyatından alınmış sayılarak, ve Model Portföy'den çıkartılan bir hisse de duyuru yapıldıktan sonraki ilk seansın ağırlıklı ortalama fiyatından satılmış sayılarak performans hesaplaması yapılır.

Dönem içinde portföyde bulunan hisselerden nakit temettü dağıtan olursa nakit temettü alındığı günün ilk seansının ağırlıklı ortalama fiyatından aynı miktar kadar o hisseden satın alındığı varsayılır. Bedelli sermaye artırımını olduğu durumda ise gerekli nakit tutar kadar bedelli sermaye artışı günü ilk seansta oluşan ağırlıklı ortalama hisse fiyatından gerekli miktarda hisse satıldığı ve sermaye artışına iştirak edildiği varsayılır.

Model Portföyü oluşturan hisseler ağırlıklandırılarak kümülatif olarak performans ölçülür ve BİST100 performansı ile karşılaştırmalı olarak değerlendirme yapılır. Model Portföyümüz sanal bir portföy olup her bir yatırımcının risk ve getiri önceliklerini tam olarak yansıtmayabilir.

## 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 düşünülüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek 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 fiyatlamaya ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması 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**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT**

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Selahattin AYDIN**

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

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

**Mehtap İLBİ**

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

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

**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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.