

Piyasa Görüşümüz:

NÖTR

TAVHL'yi ekliyoruz



Model Portföyümüz son güncellemeyi yaptığımız 6 Aralık 2018'den bu yana BIST100 endeksinin %2,3 üzerinde performans gösterdi.

TAV Havalimanları Holding'in i) büyüme potansiyeli yüksek gelişen pazarlara odaklı havalimanı portföyü, ii) hizmet şirketlerinin grup dışı büyüme hikâyesi ve iii) ana ortak ADP ile küresel ölçekte artan sinerjinin desteğiyle orta-uzun vadede güçlü büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz. Ancak bu potansiyelin, i) Atatürk Havalimanı'nın 3 Mart 2019'dan itibaren ticari yolcu trafiğine kapatılacak olmasının yarattığı belirsizlik ve ii) operasyonel olarak Avro uzun pozisyona sahip olması ve son dönemde TL'de yaşanan değerlenme kaynaklı riskler nedeniyle göz ardı edildiğini düşünüyoruz. Son üç ayda BIST100 endeksinin %20 negatif ayrışan Şirket hisseleri, 2019 yılına ilişkin tahmini 6,3x FD/FAVÖK ile benzer şirketlere göre %31, ana ortağı ADP'ye göre ise %46 iskontolu işlem görmektedir. Söz konusu iskontolu çarpanların, mevcut havalimanı portföyünün ve hizmet şirketlerinin değerini tam olarak yansıtmadığını ve hisseye giriş için cazip seviyede olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle, TAV Havalimanları Holding'i model portföyümüze ekliyoruz. 07.01.2019 tarihli TAV Havalimanları Holding raporumuza [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

Portföyümüzde banka ağırlığını %30 ile yüksek tutmaya devam ediyoruz (BIST 100'de banka ağırlığı %23). Model Portföyümüzün betası ise 1,1.

Model Portföyde Önerdiğimiz Hisseler

- Yüksek likidite, ihtiyatlı karşılık politikası ve yüksek verimlilik rasyolarına sahip olmasının yanı sıra planlanan sermaye artırımını ile sermaye yeterliliği daha da güçleneceği için **Akbank (AKBNK)**,
- Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu, diğer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığı, dengeli kredi portföyü, ihtiyatlı karşılık ayırma politikası nedeniyle **Garanti Bankası (GARAN)**,
- 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)**,
- Yolcu kompozisyonundaki iyileşme, coğrafi olarak dengeli gelir yapısına sahip olması, İstanbul Havalimanı ile uzun dönemli büyüme potansiyeli ve düşük akaryakıt fiyatlarının operasyonel kârlılığa destekleyici etkisiyle **THY (THYAO)**,
- Büyüme potansiyeli yüksek gelişen pazarlara odaklı havalimanı portföyü, hizmet şirketlerinin grup dışı büyüme hikâyesi ve ana ortak ADP ile küresel ölçekte artan sinerjinin desteğiyle orta-uzun vadede güçlü büyüme potansiyeli sunduğu için **TAV Havalimanları Holding (TAVHL)**,
- Yabancı para cinsinden satış gelirleri, tam kapasite üretim ve güçlü talep, yurtiçi pazara hassasiyetinin düşük olması, cam elyaf yatırımının devreye girmesiyle 2019 başından itibaren marjlarda iyileşme beklentisi nedeniyle **Soda Sanayi (SODA)**,
- Kipa birleşmesi sonrası artan sinerji ile verimlilik artışı, kira sözleşmelerinin TL'ye geçişinden olumlu etkilenmesi, € cinsi borç riskinden fazlasıyla olumsuz etkilenen hissenin TL'deki güçlenmeden olumlu etkileneneceği beklentisi ile **Migros (MGROS)**,
- 4Ç18'de başlayan BAE ve Bükreş sipariş teslimatları, bakiye siparişlerinde artan öngörülebilirlik, ihracatın payının artmasıyla daha dengeli gelir yapısına kavuşması nedeniyle **Otokar (OTKAR)**,
- Dengeli portföy yapısı, iştiraklerinde döviz riskinin olmaması, yüksek temettü geliri ile güçlü nakit pozisyonu nedeniyle **Koç Holding (KCHOL)**.

	Piyasa değeri (mn TL)	Ort. gün. işl. hacmi (mn TL)	BIST-100 ağırlık	Model Portföy ağırlık	12A Hedef fiyat (TL)	Mevcut fiyat (TL)	12Aylık Potansiyel	Beta
AKBNK	31.044	270	7,8%	16,0%	7,13	5,97	19%	1,55
GARAN	34.272	833	7,9%	14,0%	9,30	8,16	14%	1,53
ASELS	26.174	400	3,3%	11,0%	42,10	22,96	83%	0,90
THYAO	20.783	775	5,1%	11,0%	26,60	15,06	77%	1,05
TAVHL	8.232	40	1,6%	10,0%	38,00	22,66	68%	0,62
SODA	7.230	42	1,4%	10,0%	10,38	7,23	44%	0,46
MGROS	2.584	21	0,5%	10,0%	36,80	14,27	158%	1,29
OTKAR	2.256	6	0,3%	10,0%	96,80	94,00	3%	1,15
KCHOL	34.919	62	3,7%	8,0%	19,30	13,77	40%	0,84

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

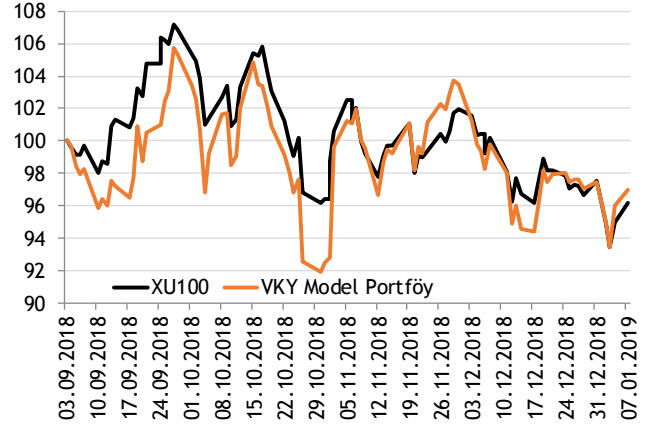
Bir Önceki Portföy Performansı (06.12.2018 - 07.01.2019 arası)

	Ağırlık (%)	Getiri (%)	BİST100 göreceli performans (%)
GARAN	15,0%	5,4%	9,3%
AKBNK	14,0%	2,7%	6,4%
ASELS	14,0%	-12,5%	-9,3%
THYAO	12,0%	-7,0%	-3,6%
OTKAR	12,0%	13,3%	17,5%
KCHOL	12,0%	-8,0%	-4,6%
SODA	11,0%	0,6%	4,3%
MGROS	10,0%	-5,9%	-2,5%
MODEL PORTFÖY		-1,3%	2,3%
XU100		-3,5%	

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

6 Aralık 2018 tarihli Model Portföy raporuna [buradan](#) ulaşabilirsiniz.

Model Portföy Performansı (03.09.2018'ten itibaren)



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 artırım 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 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 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, 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 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.