

10 Mayıs 2019 Cuma

Kısa Vadeli Öneri	Endeks Üzeri Getiri	Hedef Fiyat (TL)	19,50	FD/FAVÖK (Cari)	4,6x				
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	15,31	F/K (Cari)	7,5x				
UFRS Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan		Beklenti		Sapma %			
(mn TL)	1Ç19	4Ç18	Çeyrek %	1Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	34.095	39.621	-14%	24.414	40%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	4.389	5.835	-25%	3.506	25%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	1.994	3.325	-40%	1.737	15%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	779	1.710	-54%	1.141	-32%	890	855	-12%	-9%
Brüt Kar Marjı	12,9%	14,7%	-1,9 yp	14,4%	-1,5 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	5,8%	8,4%	-2,5 yp	7,1%	-1,3 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Net Kar Marjı	2,3%	4,3%	-2 yp	4,7%	-2,4 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Koç Holding (KCHOL) 1Ç19 Finansal Sonuçları: Beklentilerin altında net kar (=)

Koç Holding, 1Ç19 için bizim beklentimizin %12,0, piyasa beklentisi olan 855 mn TL'nin %9,0 altında 779 mn TL (Ç/Ç:-%54,5, Y/Y:-%31,7) net kar açıkladı. Temel olarak enerji segmentinde net karın tahminimizden daha düşük gerçekleşmesi net kar beklentimizde bir miktar aşağı yönlü sapmaya neden olmuştur. Holding'in 1Ç19 kombine gelirleri yıllık bazda %31,2 artış gösterirken, aynı dönemde kombine operasyonel karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %2,1 yükselmiştir. Ancak Holding'in konsolide net dönem karı, 1Ç19'da enerji ve otomotiv segmentinde karlılığın zayıflaması nedeniyle, yıllık bazda %31,7 gerilemiştir. Holding, 1Ç19'daki Yapı Kredi Bankası'nın AT1 ihracına (200 mn \$) katılımına karşın, net nakit pozisyonunu (418 mn \$) korumayı başarmıştır. Açıklanan 1Ç19 sonuçların hisse performansına nötr olarak yansıtılabileceğini düşünüyoruz. Koç Holding için 12 aylık hedef fiyatımızı 19,50 TL olarak koruyoruz. Yükselme potansiyelini göz önünde bulundurarak, hisse için kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri" önerimizi "Endeks Üzeri Getiri"ye, uzun vadeli "TUT" olan önerimizi ise "AL" olarak revize ediyoruz.

- **Enerji ve otomotiv segmenti net karı olumsuz etkiledi** - Koç Holding, 1Ç19 için bizim beklentimizin %12,0, piyasa beklentisi olan 855 mn TL'nin %9,0 altında 779 mn TL net kar açıkladı. Bu rakam bir önceki çeyreğe göre %54,5, yıllık bazda %31,7 oranında düşüşe işaret etmektedir. Holding'in konsolide net dönem karı 1Ç19'da enerji ve otomotiv segmentinde karın zayıflaması nedeniyle yıllık bazda %31,7 gerilemiştir.
- **Holding'in kombine gelirleri 75,4 mlr TL oldu** - Koç Holding'in 1Ç19'da kombine gelirleri bir önceki çeyreğe göre %12,4 düşüş, yıllık bazda ise %31,2 artış göstererek 75,4 mlr TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde çeyrek bazda otomotiv segmentinde gelirler %16,0 gerilerken, özellikle toplam gelir içerisindeki payı yüksek olan enerji segmentinde gelirlerin bir önceki çeyreğe göre %14,5 daralması, toplam kombine gelirleri olumsuz etkiledi.
- **Operasyonel karlılık çeyrek bazda %23,8 azaldı** - Holding'in 2019 yılı ilk çeyrekte kombine operasyonel karı bir önceki çeyreğe göre %23,8 oranında gerileme göstermiştir. Holding'in 1Ç19'da çeyrek bazda bakıldığında finans segmenti haricinde diğer tüm segmentlerin operasyonel karlılığında düşüş görülmüştür. Temel olarak enerji tarafında görülen düşüş, ilk çeyrekte Tüpraş'ın maliyetlerdeki artış ve fuel oil dönüşüm ünitesinin bakımı nedeniyle operasyonel karlılığının azalmasından kaynaklanmaktadır.
- **Net nakit pozisyonunu korudu** - Holding'in 2018 sonunda 427 mn \$ olan solo net nakit pozisyonu 1Ç19 itibarıyla 418 mn \$ olarak gerçekleşmiştir. 1Ç19'da Holding, Yapı Kredi Bankası'nın AT1 ihracına katılım (200 mn \$) gerçekleştirmesine karşın, Ford Otosan ve Koç Holding'in temettü ödeme etkisi (-132 mn \$) dahil net nakit pozisyonunu korumayı başarmıştır. Holding iştiraklerinden şu ana kadar yapılan duyurulara göre, 2019 yılında toplam 2,34 mlr TL temettü geliri elde edecek. Ayrıca Holding 1 Nisan 2019'da yaklaşık 1 mlr TL'lik temettü ödemesi gerçekleştirmişti.
- **Koç Holding hisseleri %7,5 iskontolu işlem görüyor** - Son kapanış itibarıyla, Koç Holding'in net aktif değerine göre iskontosu %7,5 düzeyinde olup, son 3 yıllık ortalama iskonto düzeyinin üzerinde seyretmektedir. Holding hisseleri son 1 ayda endekse göre %1,0 negatif ayrılmıştır. Koç Holding için 12 aylık hedef fiyatımızı 19,50 TL olarak koruyoruz. Yükselme potansiyelini göz önünde bulundurarak, hisse için kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri" önerimizi "Endeks Üzeri Getiri"ye, uzun vadeli "TUT" olan önerimizi ise "AL" olarak revize ediyoruz.

Analist: Tuğba SAYGIN
e-posta: tugba.saygin@vakifyatirim.com.tr
Tel: +90 212 403 41 31

10 Mayıs 2019 Cuma

Sektörlere Göre Finansal Sonuçlar

mn TL	1Ç19	4Ç18	Çeyreksel %	1Ç18	Yıllık %
Kombine Gelirler					
Enerji	35.506	41.546	-14,5%	25.753	37,9%
Otomotiv	16.272	19.361	-16,0%	14.501	12,2%
Dayanıklı Tüketim	7.886	8.118	-2,9%	6.174	27,7%
Finans	12.150	12.803	-5,1%	8.405	44,6%
Diğer	3.580	4.282	-16,4%	2.645	35,3%
Toplam	75.395	86.111	-12,4%	57.478	31,2%
Kombine Gelirlere Katkı					
Enerji	47,1%	48,2%	-1,2 yp	44,8%	2,3 yp
Otomotiv	21,6%	22,5%	-0,9 yp	25,2%	-3,6 yp
Dayanıklı Tüketim	10,5%	9,4%	1 yp	10,7%	-0,3 yp
Finans	16,1%	14,9%	1,2 yp	14,6%	1,5 yp
Diğer	4,7%	5,0%	-0,2 yp	4,6%	0,1 yp
Kombine Operasyonel Kar					
Enerji	1.060	1.501	-29,3%	1.099	-3,5%
Otomotiv	1.191	1.660	-28,2%	1.014	17,5%
Dayanıklı Tüketim	449	727	-38,3%	395	13,5%
Finans	1.584	1.461	8,5%	1.619	-2,2%
Diğer	-121	115	-205,6%	-51	138,8%
Toplam	4.163	5.463	-23,8%	4.077	2,1%
Kombine Operasyonel Kara Katkı					
Enerji	25,5%	27,5%	-2 yp	27,0%	-1,5 yp
Otomotiv	28,6%	30,4%	-1,8 yp	24,9%	3,7 yp
Dayanıklı Tüketim	10,8%	13,3%	-2,5 yp	9,7%	1,1 yp
Finans	38,1%	26,7%	11,3 yp	39,7%	-1,7 yp
Diğer	-2,9%	2,1%	-5 yp	-1,2%	-1,7 yp
Konsolide Net Kar					
Enerji	-131	558	-123,6%	160	-182,1%
Otomotiv	310	484	-36,0%	429	-27,7%
Dayanıklı Tüketim	101	120	-16,0%	72	39,3%
Finans	458	393	16,6%	459	0,0%
Diğer	42	156	-73,3%	21	95,5%
Toplam	779	1.711	-54,5%	1.141	-31,7%

Kaynak: Şirket, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

10 Mayıs 2019 Cuma

Gelir Tablosu (m n TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	1Ç19	4Ç18	Çeyrekse %	1Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	34.095	39.621	-14%	24.414	40%	-	-	m.d.	m.d.
SMM	-29.706	-33.786	-12%	-20.909	42%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	4.389	5.835	-25%	3.506	25%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-3.039	-3.082	-1%	-2.215	37%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	1.350	2.753	-51%	1.291	5%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	1.994	3.325	-40%	1.737	15%	-	-	m.d.	m.d.
Op. Olmayan Gelir/Gider	-445	-1.182	-62%	-64	591%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	905	1.570	-42%	1.226	-26%	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	779	1.710	-54%	1.141	-32%	890	855	-12%	-9%
Brüt Kar Marjı	13%	15%	-1,9 yp	14%	-1,5 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	6%	8%	-2,5 yp	7%	-1,3 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Net Kar Marjı	2%	4%	-2 yp	5%	-2,4 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Bilanço (m n TL)	3A19	12A18		3A18					
Dönen Varlıklar	81.545	64.766	26%	56.725	44%				
Hazır Değerler	37.767	24.577	54%	21.005	80%				
Menkul Kıymetler	0	54	-100%	0	a.d.				
KV Ticari Alacaklar	19.443	17.518	11%	15.677	24%				
Stoklar	16.368	14.248	15%	13.167	24%				
Diğer Dönen Varlıklar	7.967	8.367	-5%	6.876	16%				
Duran Varlıklar	63.167	60.510	4%	53.783	17%				
Aktif Toplamı	144.712	125.276	16%	110.508	31%				
KV Borçlar	54.044	40.578	33%	41.356	31%				
KV Finansal Borçlar	18.819	15.614	21%	15.478	22%				
KV Ticari Borçlar	22.248	15.597	43%	15.074	48%				
Diğer KV Borçlar	12.977	9.368	39%	10.804	20%				
UV Borçlar	46.638	37.739	24%	28.850	62%				
UV Finansal Borçlar	43.170	34.200	26%	25.609	69%				
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.				
Diğer UV Borçlar	3.469	3.539	-2%	3.241	7%				
Öz Sermaye	44.030	46.958	-6%	40.302	9%				
Pasif Toplamı	144.712	125.276	16%	110.508	31%				
Net Borç	24.222	25.182	-4%	20.083	21%				
Alacak Tahsilat Süresi	45	46		53					
Stok İşleme Süresi - Yıllık	43	43		46					
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	56	56		63					
Nakit Döndürme Süresi	41	42		46					

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - 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	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE EKINCEM.EKE@vakifyatirim.com.tr	Analist	Veri Tabanı

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.