

1Y24 özeti: Koç Holding 1Y24 döneminde yıllık %96 reel küçülme ile 1,6 milyar TL net kâr açıklamıştır. **Enerji** segmenti kârlılığı yıllık %62'lik reel düşüşle 2,1 milyar TL olurken, rafineri marjlarındaki normalleşme bu düşüşün ana sebebi oldu. **Finans** segmentinin konsolide figürler üzerindeki olumsuz etkisi 2. çeyrekte de devam etti ve yılın ilk yarısında 6,3 milyar TL net zarar açıkladı (1Y23: +8,5 milyar TL). Bu zararın başlıca nedeni, daha yüksek mevduat faiz oranları ve swap maliyetlerinin net faiz marjı üzerinde yarattığı baskıydı. **Otomotiv** sektöründe ivmelenmenin yavaşlamasının ardından, segment performansındaki güçsüzlük 2Ç'de derinleşti; araç bulunurluğunda ve iç pazar rekabetinde artış nedeniyle fiyatlandırma kabiliyeti düştü, karlılık üzerinde baskı oluşturdu ve yıllık bazda %50 daralmayla 9,2 milyar TL net kâr elde edildi. **Dayanıklı tüketim** segmentinin konsolide kârlılığa katkısı 0,3 milyar TL ile oldukça sınırlı olurken, yıllık %84'lük reel düşüş gösterdi. Yükselen ham madde maliyetlerine ek olarak; iç ve dış pazarda talep koşullarındaki ivmenin azalması, operasyonel giderler tarafında lojistik, satış/pazarlama gibi giderlerdeki yüksek artış marjlar üzerinde de baskı yarattı.

Nakit görünümü: Koç Holding'in solo net nakit pozisyonu Haz24 itibariyle 712 milyon USD (Haz24 itibariyle TL karşılığı: ~TL23,4 milyar TL) oldu. (Ara23: 795 milyon USD/Ara24 itibariyle TL karşılığı: 23,4 milyar TL). Net nakdin yıl içindeki hareketinde iştiraklerden elde edilen temettü gelirleri (23,7 milyar TL) nakit görünümünü artıran faktör olurken; 22,5 milyar TL'lik temettü ödemesi ve 1,2 milyar TL'lik yönetim giderleri, finansman ve operasyonel giderler de nakit çıkışı yaratan faktörlerdi. EYAS ve Tüpraş'tan temettü gelirinin etkisini ise (4,8 milyar TL) gelecek çeyrekte göreceğiz.

Çeşitlendirilmiş iştirak portföyü: Otomotiv sektörü Koç Holding'in Net Aktif Değeri'nin (NAD) ~%39'unu oluştururken, enerji sektörü ise ~%25'ini oluşturmaktadır. Finans sektörünün NAD ağırlığı ise ~%23 seviyesindedir. Dayanıklı tüketim sektörünün ağırlığı ~%6 bandındadır. Koç Holding'in NAD iskontosu yıl başından Mayıs ayı sonuna kadar (Endeks Göreceli Getiri: ~+26%) önemli ölçüde daralırken, son satış yoğunlaşmasında şirket payları negatif ayrışma gösterdi (Mayıs Sonundan Günümüze: ~-20%) ve iskonto yeniden derinleşmeye başladı. Güncel "halka açık iştiraklerine göre iskonto" oranı ~%19 "toplam iskonto" ise ~%26 seviyesindedir. Son 15 yılın ortalaması ise %12 seviyesindedir. Mevcut makroekonomik konjonktür ve Türkiye makro veri setinde/ekonomi politikalarında yaşanan gelişmeler şirket paylarını genel olarak destekliyor; dolayısıyla Türkiye CDS'lerinde yaşanacak olası uzun vadeli istikrarlı görünüm, not artışları, katmadeğerli ve verimli büyüme gibi makroekonomik gelişmeler holding için uzun vadede daha dar bir iskontoya neden olabilir.

"Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi koruyor, hedef değerimizi 252.74TL/hisse olarak güncelliyoruz. Koç Holding hisseleri BIST-100 Endeksi'ne göreceli olarak 2022 yılında ~%2 oranında, 2023 yılında %28 ve yıl başından bugüne ~%6'lık pozitif getiri sağlamıştır. **Şirket payları, 2024 beklentilerimize ve adil değer hesaplamalarımıza göre 0.94x PD/DD rasyosu ile işlem görmektedir.** Hedef fiyatımıza göre nispeten daha güçlü bir yükseliş potansiyeli oluşmasına rağmen, anlamlı bir reel getiri için daha derin iskontoya ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz.

KOÇ HOLDİNG

ENDEKSE PARALEL GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	Finansal Hizmetler
Bloomberg / Reuters Kodu	KCHOL.TI / KCHOL.IS
Fiyat (TL/hisse)	194,50
Hedef Fiyat (TL/hisse)	252,74
Potansiyel Getiri	30%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	128,27-263,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	493.232
Firma Değeri (milyon TL)	2.350.819
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	108.511
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.536
Dolaşımdaki Paylar	%22
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%54,2
3 Ay Önce	%60,4

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	13.776	15.395	15.284	15.814
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	2.605.580	2.913.262	3.239.107	2.790.941
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	185,50-194,50	181,40-208,80	181,40-235,00	128,27-263,75

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%7	-%16	%22	%41
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%3	-%12	%11	%13

Ortaklık Yapısı

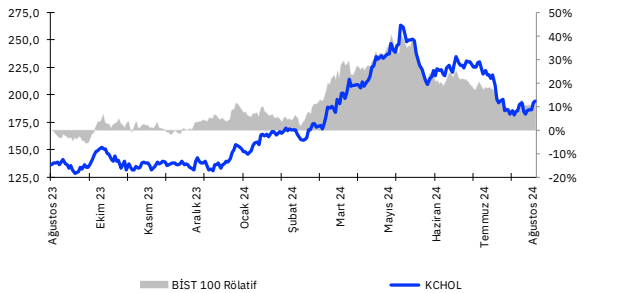
Family Danışmanlık Gayrimenkul ve Ticaret AS	%44
Koc Family	%19
Vehbi Koc Foundation	%7
Koc Holding Retirement Fund	%2
Rahmi Koc ve Mahdumları Maden AS	%1
Other	%27

Şirket Özeti

Koç Holding 1963 yılında kurulmuş olup; otomotiv, enerji, finans, dayanıklı tüketim ve turizm sektörlerinde faaliyet gösteren iştirakleriyle faaliyet göstermektedir. Otomotiv segmentindeki şirketleri Ford Otosan (Ford markaları), Tofaş (Stellantis markaları), Türk Traktör (New Holland&Case markaları), Otocar ve Otokoç'tur. Dayanıklı tüketim sektöründe faaliyet gösteren Arçelik; Beko, Arçelik, Grundig, Hotpoint, Indesit, Whirlpool, Hitachi, Voltbek, Arctic gibi birçok marka çatısında faaliyetlerini yürütmektedir. Finans şirketleri Yapı Kredi Bankası, KFS ve Koç Finans'tır. Grup, enerji alanında Enerji Yatırımları A.Ş., Tüpraş ve Aygaz aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Ticari/endüstriyel akaryakıt satışı yapan Opet, Tüpraş çatısı altında faaliyet göstermekte olup ve Türkiye'nin en bilinen akaryakıt istasyonlarından birisidir.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 03/09/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 212 385 42 00

Değerleme – Net Aktif Değer Yaklaşımı

Sektör/Şirket	İş Alanı	Değerleme Metodu	Hisse Fiyatı/ Değerleme Çarpanı	Toplam Değer milyon TL	Holding Payı (%)	Cari NAD		Hedef NAD	
						milyon TL	NAD Ağırlığı (%)	Hedef Değer milyon TL	Holding Payı milyon TL
Otomotiv									
Tofaş Fabrika	Üretim	Piyasa Değeri	233,70	116.850	37,6	43.924	6,6	154.635	58.127
Ford Otosan	Üretim	Piyasa Değeri	936,00	328.452	38,7	126.947	19,1	418.818	161.873
Otokar	Üretim	Piyasa Değeri	459,00	55.080	47,4	26.097	3,9	69.600	32.976
Türk Traktör	Traktör Üretimi	Piyasa Değeri	725,00	72.548	37,5	27.206	4,1	78.690	29.509
Otokoç	Ticaret	FD/FAVÖK	1,00	38.515	96,4	37.136	5,6	38.515	37.136
Toplam						261.309	39,3		319.622
Dayanıklı Tüketim									
Arçelik	Beyaz Eşya	Piyasa Değeri	147,80	99.873	41,4	41.377	6,2	136.105	56.388
Arçelik LG Klima	Klima	Defter Değeri	1,00	1.463	5,0	73	0,0	1.463	73
Toplam						41.450	6,2		56.462
Gıda & Perakende									
Koçtaş	Perakende	Piyasa Değeri/Satışlar	1,00	1.199	37,2	446	0,1	1.199	446
Düzye	Dağıtım	Defter Değeri	1,0	261	32,7	85	0,0	261	85
Toplam						532	0,1		532
Finans									
KFS	Finansal Hizmetler			112.558	86,6	97.498	14,7	141.822	122.846
	Bankacılık	YKB Payı	32,54	274.867	41,0	-	-	346.329	-
Koç Finans	Tüketici Finansmanı	Defter Değeri	1,00	1.624	50,0	812	0,1	1.624	812
Toplam						153.888	23,1		193.686
Enerji									
EYAS	%51 payı Tüpraş'ın	Tüpraş PD-ÖYŞ Net Borcu		149.393	85,7	128.075	19,3	219.932	188.548
		Tüpraş Payı	167,10	321.968	46,4	-	-	473.992	-
Aygaz	LPG Dağıtım	Piyasa Değeri	151,00	33.190	40,7	13.502	2,0	42.861	17.436
Toplam						162.021	24,4		236.082
Turizm									
Altinyunus Çeşme	Turizm	Piyasa Değeri	546,00	13.650	30,0	4.095	0,6	13.650	4.095
Mares Altinyunus	Turizm	Piyasa Değeri	983,50	6.852	50,0	3.425	0,5	6.852	3.425
Setur	Turizm	FD/FAVÖK	1,00	3.255	24,1	784	0,1	3.255	784
Toplam						8.304	1,2		8.304
Diğer									
Koç Sistem	Sistem Entegratörü	Defter Değeri	1,00	3.120	48,4	1.510	0,2	3.120	1.510
Token Finansal Teknolojiler	Fintek	İşlem Fiyatı		1.705	54,4	928	0,1	1.705	928
WAT	Elektrikli Araçlar	Defter Değeri		1.129	55,0	621	0,1	1.129	621
Diğer		Defter Değeri/Piyasa Çarpanı		7.150		7.150			7.150
Gayrimenkul		Defter Değeri		3.321		3.321			3.321
Toplam						13.530			13.530
Toplam İştirakler						641.035	96		828.217
Halka Açık						588.167	88,4		776.770
Halka Açık Olmayan						52.868	7,9		52.247
Net Nakit - Solo (Haz24)						24.128	3,6		24.128
Toplam Net Aktif Değer			262,30			665.162	100,0		853.144
Koç Holding			194,50			493.232	74,2		493.232
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)						-19,4%			-38,4%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Toplam)						-25,8%			-42,2%
Hedef Fiyat (TL)									252,74
Cari Fiyat (TL)									194,50
Yükseliş Potansiyeli (%)									30%

* Hedef Net Aktif Değer üzerinden S2Y ortalama holding iskontosunu uygulanmıştır.

Kaynak: Mali Tablolar, Bloomberg, Rasyonet, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü Tahminleri

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.