KOÇ HOLDİNG

Zorlu bir yılın ardından yeniden fırsat sunuyor

27 Mart 2025

2024 Sonuçları: Koç Holding, 2024 yılında enflasyon ile düzeltilmiş olarak yıllık bazda %99'luk keskin bir düşüşle 1,3 milyar TL net kâr açıkladı. Söz konusu gerileme, ağırlıklı olarak Enerji ve Otomotiv segmentlerindeki zayıf operasyonel görünümden kaynaklandı. **Enerji** segmenti, önceki yıllarda kaydedilen olağanüstü rafineri marjlarının daha sürdürülebilir seviyelere normalleşmesiyle, yaklaşık 7,0 milyar TL net kâr elde etti (yıllık %81 düşüş). **Finansal Hizmetler** segmenti, yıl boyunca konsolide kârlılık üzerinde baskı oluşturmaya devam etti ve yaklaşık 15,7 milyar TL net zarar kaydetti. Performanstaki zayıflık, ağırlıklı olarak artmaya devam eden mevduat maliyetleri ve swap giderlerinin neden olduğu net faiz marjı baskısından kaynaklandı. **Otomotiv** segmentinde, önceki yıllarda gözlenen güçlü ivme yavaşladı. Pazar dinamiklerinin değişmesiyle birlikte; önceki yıllara kıyasla araç bulunabilirliğindeki artış ve iç pazarda artan rekabet, fiyatlama gücünü sınırladı. Sonuç olarak, segment yaklaşık 14,3 milyar TL net kâr elde ederken, yıllık bazda %72 daralma gerçekleşti. **Dayanıklı Tüketim** segmenti ise zayıf performans göstermeye devam etti; yaklaşık 0,7 milyar TL net kârla sınırlı katkı sağladı (yıllık %93 düşüş). Bu segmentteki zayıflığın temel nedenleri, uluslararası pazarlarda zayıf talep, artan hammadde maliyetleri ve özellikle pazarlama satış ve dağıtım tarafındaki operasyonel gider artışları oldu.

Nakit görünümü: Koç Holding'in solo net nakit pozisyonu 2024 yıl sonunda 911mn USD seviyesine ulaşarak, 2023 yıl sonundaki 795mn USD ve 2022 yılındaki 74mn USD'ye kıyasla anlamlı bir iyileşme kaydetti. TL bazında net nakit pozisyonu 32,1 milyar TL olarak gerçekleşti (2023: 23,4 milyar TL) ve bu durum yıl boyunca güçlü nakit yaratımı ve sermaye disiplini ile desteklendi. Şirket'in açıkladığı nakit köprüsüne göre, net nakit pozisyonundaki artışın ana kaynağı 38,5 milyar TL seviyesindeki iştirak temettü gelirleri olurken, nakit çıkışları tarafında 22,5 milyar TL seviyesinde temettü ödemeleri ve 7,4 milyar TL değerinde diğer kalemler (yönetim ücretleri, kur farkı etkileri, finansman giderleri ve operasyonel harcamalar gibi) yer aldı. Yıl sonu sonrasında, Koç Holding, Fenerbahçe Kalamış Yat Limanı özelleştirmesi kapsamında 40 yıllık işletme hakkı çerçevesinde Tek-Art'a 6,3 milyar TL (178mn USD) sermaye artışı gerçekleştirdi.

Net Aktif Değer iskontosu. Mayıs 2024'e kadar daralan NAD iskontosu, Ağustos 2024 itibarıyla yeniden genişlemeye başladı. Halihazırda, tüm iştirakler dahil edildiğinde yaklaşık %33; yalnızca halka açık iştirakler baz alındığında ise yaklaşık %26 seviyesinde bulunuyor. Bu oranlar, son 15 yılın ortalama NAD iskontosu olan ~%13'ün belirgin şekilde üzerinde kalmaya devam ediyor. Söz konusu seviye, piyasa fiyatlaması ile şirketin içsel değeri arasındaki kayda değer ayrışmaya işaret ediyor.

Koç Holding için 252,74TL/pay hedef değer ile "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi yineliyoruz. Bu hedef değer, mevcut seviyelere göre %53 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Koç Holding hisseleri, 2022 ve 2023 yıllarında BIST100 endeksine karşı sırasıyla %2 ve %28 pozitif ayrışma sağladıktan sonra, 2024'te %1 ve 2025 yılı başından günümüze %4 negatif ayrışma gösterdi. Mevcut NAD iskontosu ve hedef değerimizin sunduğu anlamlı yukarı yönlü potansiyel göz önüne alındığında - özellikle otomotiv segmentine yönelik temkinli varsayımlarımıza rağmen - son dönem hisse fiyatlarındaki zayıflığı yeniden bir alım fırsatı olarak değerlendiriyoruz.

KOÇ HOLDİNG

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

Şirket Raporu

Hisse Bilgileri	
Sektör	Finansal Hizmetler
Bloomberg / Reuters Kodu	KCHOL.TI / KCHOL.IS
Fiyat (TL/hisse)	165,50
Hedef Fiyat (TL/hisse)	252,74
Potansiyel Getiri	53%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	149,5-263,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	419.691
Firma Değeri (milyon TL)	2.475.486
Fiili Dolaşım PD (milyon TL)	92.332
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)	40.225	40.744	32.441	19.954
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	6.644.609	6.808.972	5.476.938	3.768.204
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	153,60-170,40	149,50-184,10	149,50-187,20	149,5-263,75

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%11	-%10	-%11	-%12
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%10	-%8	-%10	-%19

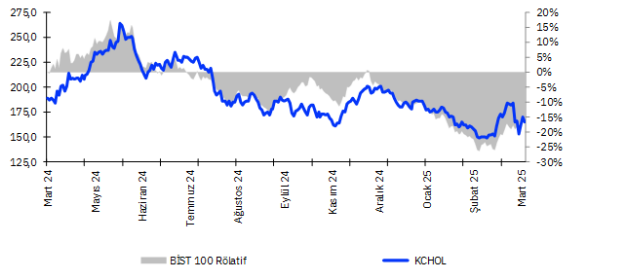
Ortaklık Yapısı	
Family Danismanlik Gayrimenkul ve Ticaret AS	%44
Koc Family	%19
Vehbi Koc Foundation	%7
Koc Holding Retirement Fund	%2
Rahmi Koc ve Mahdumlari Maden AS	%1
Other	%27

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), Otokar 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



** 26/03/2025 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

Mehmet Mumcu
Araştırma Müdür Yardımcısı
arastirma@gedik.com
+90 212 385 42 00

Değerleme – Net Aktif Değer Yaklaşımı

					Cari NAD			Hedef NAD	
Sektör/Şirket	İş Alanı	Değerleme Metodu	Hisse Fiyatı/ Değerleme Çarpanı	Toplam Değer mn TL	Holding Payı (%)	mn TL	NAD Ağırlığı (%)	Hedef Değer mn TL	Holding Payı mn TL
Otomotiv						**269.095**	**43,0**		**293.997**
Tofaş Fabrika	Üretim	İNA	174,50	87.250	37,6	32.797	5,2	119.695	44.993
Ford Otosan	Üretim	İNA	1.034,00	362.841	38,7	140.238	22,4	385.496	148.994
Otokar	Üretim	İNA	488,00	58.560	47,4	27.746	4,4	69.600	32.976
Türk Traktör	Traktör Üretimi	İNA	820,50	82.105	37,5	30.789	4,9	78.690	29.509
Otokoç	Ticaret	Defter Değeri	1,00	38.918	96,4	37.525	6,0	38.918	37.525
Dayanıklı Tüketim						**39.630**	**6,3**		**44.451**
Arçelik	Beyaz Eşya	İNA	141,20	95.413	41,4	39.530	6,3	107.049	44.350
Arçelik LG Klima	Klima	Defter Değeri	1,00	2.005	5,0	100	0,0	2.005	100
Gıda & Perakende						**1.087**	**0,2**		**1.087**
Koçtaş	Perakende	Defter Değeri	1,00	2.614	37,2	973	0,2	2.614	973
Düzey	Dağıtım	Defter Değeri	1,00	347	32,7	114	0,0	347	114
Finans						**117.742**	**18,8**		**217.049**
KFS	Finansal Hizmetler			85.785	86,6	74.307	11,9	158.806	137.558
	Bankacılık	*YKB Payı*	24,80	*209.487*	*41,0*	-	-	*387.804*	-
Koç Finans	Tüketici Finansmanı	Defter Değeri	1,00	2.154	50,0	1.077	0,2	2.154	1.077
Enerji						**140.970**	**22,5**		**214.610**
EYAS	%51 payı Tüpraş'ın	Tüpraş PD-ÖYŞ Net Borcu		127.400	85,7	109.220	17,4	198.154	169.877
		Tüpraş Payı	142,50	*274.568*	*46,4*	-	-	*427.055*	-
Aygaz	LPG Dağıtımı	İNA	160,10	35.190	40,7	14.315	2,3	*43.301*	17.615
Turizm						**7.124**	**1,1**		**7.124**
Altınyunus Çeşme	Turizm	Piyasa Değeri	440,00	11.000	30,0	3.300	0,5	11.000	3.300
Mares Altınyunus	Turizm	Piyasa Değeri	758,00	5.281	50,0	2.639	0,4	5.281	2.639
Setur	Turizm	Defter Değeri	1,00	4.914	24,1	1.184	0,2	4.914	1.184
Diğer						**15.875**			**15.875**
Koç Sistem	Sistem Entegratörü	Defter Değeri	1,00	3.818	48,4	1.848	0,3	3.818	1.848
Token Finansal Teknolojiler	Fintek	Defter Değeri	1,00	2.339	54,4	1.273	0,2	2.339	1.273
WAT	Elektrikli Araçlar	Defter Değeri	1,00	1.387	55,0	763	0,1	1.387	763
Diğer		Defter Değeri/Piyasa Çarpanı		9.227		9.227			9.227
Gayrimenkul		Defter Değeri				2.764			2.764
Toplam İştirakler						**591.522**	**94**		**794.191**
Halka Açık						534.675	85,4		738.608
Halka Açık Olmayan						56.848	9,1		56.085
Net Nakit (USD/TRY son kapanış paritesiyle)						34.553	5,5		34.553
Toplam Net Aktif Değer			**246,89**			**626.075**	**100,0**		**829.246**
Koç Holding			165,50			419.691	67,0		419.691
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)						**-26%**			**-46%**
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Toplam)						**-33%**			**-49%**
Hedef Fiyat (halka açık iştiraklerine göre S2Y ort. iskonto oranıyla: ~%24)									**252,74**
Cari Fiyat									165,50
Getiri Potansiyeli									**53%**

** Hedef Net Aktif Değer üzerinden S2Y ortalama holding iskontosu 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.