

# 1Ç19 Kâr Beklentileri

## Ekonomik faaliyetteki yavaşlama şirket kârlarını baskılıyor

AK Yatırım Araştırma  
research@akyatirim.com.tr

2019'un ilk çeyreği ekonomik aktivitenin, reel sektör ve tüketici güven endekslerinin zayıf kaldığı, yeniden devreye sokulan KGF paketleri ile kredi görünümünün dip seviyelerden toparlandığı, Mart'ın ikinci yarısına kadar kurun dengeli seyir izlediği, kredi ve mevduat faizlerinin düştüğü bir dönem oldu. Ancak Mart'ın ikinci yarısında gözlenen kur hareketliliği sıkı para politikasının önemine işaret ederken, faizlerdeki indirim beklentilerinin de ertelenmesine yol açtı. Banka dışı tarafta zayıflayan tüketici güveni nedeniyle yurtiçi tüketime dönük gıda, perakende, gibi sektörlerde zayıflık devam etti. Vergi teşviklerinin olumlu etkisi otomotiv, beyaz eşya ve mobilya sektörlerinde sınırlı kaldı.

Finans dışı şirketlerin toplam net kârının 1Ç19'da önceki yılın aynı dönemine göre %10,5, bir önceki çeyreğe göre %57,4 daralmasını öngörüyoruz. Finans dışı şirketlerin FAVÖK rakamlarında önceki yıla göre %9,4 ve bir önceki çeyreğe göre %24,0 olmasını beklediğimiz daralma zayıf kâr beklentilerini açıklıyor. Buna ek olarak, faaliyet dışı giderlerin de net kârı baskılayacağını düşünüyoruz. Şirketlerde ciro artışının nominal bazda yıllık %27,9 arttığını (çeyreğin yıllık enflasyon artışı olan %20) ancak çeyreksel bazda %11,8 azaldığını öngörüyoruz. Çeyrek bazlı karşılaştırma mevsimsellikten etkileniyor olsa da genel eğilimin zayıflama yönünde olduğunu saptıyoruz.

Bankalarda 1Ç19 sonuçlarının, kamu bankalarındaki nisbi farklılaşma dışında, genel olarak sene başındaki beklentilerden iyi geleceğini tahmin ediyoruz. Bununla birlikte TÜFE'ye endeksli tahvil getirilerinin bir önceki çeyrekteki çok yüksek seviyeden gerilemesi kârlarda baskı yaratacaktır. Bankalara ilişkin 1Ç19 kâr tahminlerimiz 2019 yılı tahminlerimize ilişkin olarak Yapı Kredi Bankası için yukarı yönlü potansiyele; İş Bankası, Halkbank, Vakıfbank ve Albaraka Türk'te ise aşağı yönlü risklere işaret ediyor. Garanti Bankası ve TSKB'ye ilişkin 1Ç19 beklentilerimiz ise yılsonu projeksiyonlarımız ile paralellik arz ediyor.

Şirketlerde 1Ç19 finansal sonuçlarının açıklanma dönemi 25 Nisan Perşembe günü Tekfen ile başlayıp ardından 26 Nisan'da Akbank ve 29 Nisan'da Garanti Bankası ile devam edecek. Solo ve konsolide finansal tabloların açıklanması için son tarihler ise 30 Nisan ve 10 Mayıs olarak belirlendi. Yaptığımız tahminlere dayanarak, araştırma kapsamımızdaki şirketlerin 1Ç19'da yıllık %23,3, önceki çeyreğe göre %40,1'lik kâr düşüşü ile toplam 8,78 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz.

### Ak Yatırım Araştırma Kapsamındaki Hisseler İçin Toplam Rakamlar\*

(milyon TL)	1Ç19T	1Ç18	% değ.	4Ç18	% değ.	2019T	2018	% değ.
<b>Net Kâr</b>	8,779	11,441	-23.3%	14,660	-40.1%	63,006	58,430	7.8%
Mali Kesim*	4,935	7,145	-30.9%	5,631	-12.4%	26,540	25,546	3.9%
Mali Kesim Dışı	3,844	4,296	-10.5%	9,028	-57.4%	36,466	32,884	10.9%
<b>Mali Kesim Dışı</b>								
Satış Gelirleri	111,831	87,419	27.9%	126,732	-11.8%	544,279	460,784	18.1%
FAVÖK	12,545	11,465	9.4%	16,508	-24.0%	75,752	71,730	5.6%
FAVÖK marjı	11.2%	13.1%	-190 bps	13.0%	-181 bps	13.9%	15.6%	-165 bps
Net kâr marjı	3.4%	4.9%	-148 bps	7.1%	-368.7 bps	6.7%	7.1%	-44 bps

## Bankacılık Sektörü

**1Ç19 kârlarının gerilemesinde TÜFE'ye endeksli tahviller belirleyici oldu.** Bankalara ilişkin tahminlerimiz yedi bankadan oluşan sektör kapsamımızda net kârın ortalama önceki çeyreğe göre %12,4 ve yıllık %30,9 gerileyeceğini ortaya koyuyor. Çeyreksele gerilemede TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirinin 11 milyar TL'den 3,8 milyar TL'ye düşmesi etkili olmuş görünüyor. Ancak olumlu seyreden kredi – mevduat getiri makası (kamu bankaları hariç), beklentinin altında seyreden provizyon giderleri, artış ivmesini koruyan komisyon gelirleri ve güçlü tahsilatlar sayesinde bankaların bu olumsuz etkiyi bir miktar dengeleyeceğini düşünüyoruz. Detaylara bakıldığında kârların çeyreksele bazda azalmasında İş Bankasının (artan karşılık giderleri) ve Vakıfbank'ın (artan karşılık giderleri ve daralan faiz marjı) öne çıktığı görülüyor.

BDDK verilerine göre, kamu bankaları 1Ç19'da TL kredi artışının ¾'ünü gerçekleştirirken, TL mevduatlarında daha sınırlı bir gerileme kaydettiler ve swap kullanımlarını önemli ölçüde arttırdılar (BDDK verileri bilanço dışı döviz pozisyonunun çeyreksele ortalama olarak kamu bankalarında bir önceki çeyrekte 4,3 milyar dolar düzeyinden 9,6 milyar dolara yükseldiğini, özel bankalarda ise 28 milyar dolardan 30 milyar dolara çıktığını gösteriyor). Bunlara bağlı olarak kamu bankalarının net faiz marjının özel bankalara göre daha fazla zayıfladığını tahmin ediyoruz. 1Ç19'da ayrıca komisyon gelirlerindeki kuvvetli artış eğilimi devam etti, sorunlu krediler hacmindeki artış ise kamu bankalarında önceki çeyreğin altında kalırken, özel bankalarda önceki çeyreğe yakın düzeyde seyretti. Özellikle yakın izlemedeki krediler için ayrılan karşılıkların önceki çeyreğe göre artış gösterdiğini tahmin ediyoruz. Son olarak bankaların faaliyet giderlerinin 1Ç19'da önceki yıla göre %19 düzeyinde artmış olduğunu hesaplıyoruz.

Tahminlerimize dayanarak **Garanti Bankası'nın** 1Ç19 net kârının önceki çeyreğe göre %55 artış (önceki yıla göre %17 gerileme) göstereceğini öngörüyoruz. Çeyreksele bazda net kâr artışı provizyon gider baskısındaki rahatlama ve kredi – mevduat getiri makasındaki genişlemenin TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirlerindeki azalmayı telafi etmesi sayesinde gerçekleşecek gibi görünüyor. **Yapı Kredi Bankası'nda** ise (TÜFE'ye endeksli menkul kıymet getirisindeki düşüş ve emekli sandığı için ek karşılık ayrılmasına rağmen) net kârın önceki çeyreğe göre %4,1 artmasını bekliyoruz. Yapı Kredi'de de çeyreksele bazda artan kâr daha çok karşılık giderlerinde azalma ve artan kredi-mevduat getiri makası sayesinde sağlanacaktır. **TSKB** için de net kârın karşılık giderlerinde rahatlama ve temettü geliri sayesinde önceki çeyreğe göre tek haneli rakamlarda artmasını bekliyoruz. **Halkbank'ın** 1Ç19 net kârının önceki çeyreğe göre %26 artmasını bekliyoruz. Ancak bankanın bir önceki çeyrekte net kâr çok düşük baza sahip olduğu için bankanın 1Ç19 net kârında yıllık bazda %49 düşüş bekliyoruz ve öz kaynak kârlılığının da %5,5'te kalacağını tahmin ediyoruz. Diğer taraftan **Vakıfbank** ve **İş Bankası'nın** 1Ç19 net kârlarında gerek yıllık gerekse çeyreksele bazda %40 - %60 aralığında daralmalar bekliyoruz. **İş Bankası'nın** TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirinin 1Ç19'da diğer bankalara kıyasla çok daha düşük oranda gerilemesini bekliyoruz. Ancak bu bankalara ilişkin muhafazakar beklentilerimiz de artan karşılık gideri ve/veya kredi – mevduat getiri makasındaki görece zayıflığı yansıtıyor. Son olarak **Albaraka Türk'ün** bir önceki çeyrekteki zararın ardından 1Ç19'da kâr açıklamasını bekliyoruz. Ancak bu durum daha çok kurdaki hareketlenmeye bağlı olarak bankanın 205 milyon dolar tutarındaki ana sermaye benzeri borçlanmasının sağlayacağı pozitif kur farkından kaynaklanıyor.

Banka kârlarının toplamda bir önceki çeyreğe göre %12,4 gerilemesini bekliyoruz. Bu beklentimiz **(i)** TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirleri hariç net faiz gelirinde %70 artış beklentisini (kamu bankalarının bir miktar ayrışacağını düşünüyoruz) yansıtıyor. Buna karşılık TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirinin araştırma kapsamımızdaki bankaların tümü için 11 milyar TL seviyesinden 3,8 milyar TL'ye gerilemesini öngörüyoruz, **(ii)** kredi kartı komisyonlarının desteği ile ücret ve komisyonlarda ortalama %5 çeyreksele büyümeye işaret ediyor; **(iii)** özellikle yakın izlemedeki krediler için ayrılan karşılık maliyetlerinin yükselmesi varsayımını içeriyor ve son olarak **(iv)** Vakıfbank ve Albaraka Türk'ün 4Ç18'de eksi aktif değerlemesi sonrası faaliyet giderlerine kaydettikleri tutarlar düştükten sonra toplam faaliyet giderlerinin yaklaşık yatay kalacağı öngörüsünü içeriyor.

## Bankacılık dışı şirketlerle ilgili öne çıkanlar

Mevsimselliği göz önünde bulundurarak geçen yıla göre bir karşılaştırma yaptığımızda, araştırma kapsamımızdaki bankacılık dışı şirketlerin cironun yıllık %28 büyüme ancak çeyrek bazda %12 daralma ile toplam 111,8 milyar TL olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Yıllık ve çeyreksel değişimlerdeki farklılık kur hareketlerinden kaynaklandı. Bankacılık dışı şirketlerin faaliyet karı (FAVÖK) toplamının yıllık %9 büyüdüğünü ancak çeyrek bazda %24 düştüğünü tahmin ediyoruz. Toplam FAVÖK marjının geçen yılın aynı çeyreğindeki %13,1'den %11,2'ye gerilemesini öngörüyoruz.

**BİZİM TOPTAN, TEKFEN HOLDİNG, ÜLKER, ve YATAŞ'ın** net kârında geçen yıla göre ciddi iyileşme bekliyoruz.

- Güçlü ana kategori satışları **Bizim Toptan'ın** ciro büyümesine katkı sağlarken, yönetimin stratejik olarak kârlı segmentlere yoğunlaşması karlılığı 1Ç'de olumlu etkiledi.
- **Tekfen Holding'in** taahhüt segmentinin devam eden projelerin kademeli olarak tamamlanmasıyla 1Ç19'da ciroya yüksek katkı yapmasını beklerken, tahakkuk eden maliyetlerin tazmin edilmesinden alınan 500 milyon TL ilave gelirin etkisiyle hem ciro hem de karlılık 1Ç19'da olumlu etkilendi.
- **Ülker'in** 1Ç19 finansalları Türkiye'de yapılan fiyat artışları ve uluslararası operasyonlarda elde edilen güçlü trendin devam etmesinden olumlu etkilendi.
- **Yataş'ın** 1Ç19 cirosu yıllık bazda hem hacim hem de fiyat artışıyla büyüme gösterirken, karlılığı faaliyet kaldırıcı ile artış gösterdi.

Diğer yandan, zayıflayan talep ile **İndeks Bilgisayar** da düşük faaliyet performansı beklentimiz var. **Bolu Çimento** zayıf seyreden inşaat aktivitesi sonucu sert düşen çimento satış hacimleri ciroyu olumsuz etkilerken artan elektrik ve petrokok maliyetleri marjlar üzerinde baskı yarattı. **Şişe Cam** grubu şirketlerinin 1Ç19'da yüksek girdi maliyetlerine bağlı olarak (özellikle 2018'de Türkiye'de yapılan doğal gaz fiyat artışları nedeniyle) faaliyet karlılıklarının yıllık belirgin gerileme göstereceğini tahmin ediyoruz. **Türk Hava Yolları'nın** karlılığında yakıt dışı maliyet kalemlerindeki artışlar nedeniyle yıllık bazda gerileme bekliyoruz. Bu bağlamda şirketin net zarar rakamı geçen yıla göre artış gösterebilir. Diğer yandan, 1Ç'nin havacılık sanayii açısından düşük sezon olduğunu da hatırlatırız.

## Net Kâr Beklentileri (milyon TL)

Hisse	Açıklama Tarihi	NET KAR			Yorumlar
		1Ç19T	4Ç18	Çeyreklik Değişim	
ALBRK	2-3 May	35	-238	n.m.	Albaraka için 1Ç19 net kâr tahminimiz 35 milyon TL düzeyindedir. Bir önceki çeyrekte 238 milyon TL zarar açıklayan şirketin bu çeyrekte kâra geçmesi, büyük ölçüde 205 milyon dolar tutarındaki ana sermaye niteliğindeki borcun kur değerlemesinden kaynaklanmaktadır. (hatırlanacağı gibi bir önceki çeyrekte TL'nin değerlenmesi bu kaynak üzerinden kur farkı zararı oluşturmuştu). Ayrıca yakın izlemedeki kredilerin karşılıklarından iptaller net kârı destekleyeceği öngörülmektedir.
GARAN	29- Nis	1,650	1,062	55%	TÜFE tahvillerin dönemsel getirisinde 2,5 milyar TL azalma öngörümüze rağmen Garanti'nin 1Ç19 net kârında %55 artış (yıllık bazda %17 daralma ifade ediyor) hesaplıyoruz. Kârın çeyrek bazda artışının karşılık gider baskısının hafiflemesi ve kredi – mevduat getiri makasının önceki çeyreğe göre genişlemesinden kaynaklanacağını düşünüyoruz. Garanti Bankası krediler tarafında özel bankalar ortalamasına yakın büyüme sağlarken, komisyon gelirlerindeki artışında %20'ye yaklaşarak yılsonu hedefinin üzerine çıkacağını tahmin ediyoruz.
HALKB	6-10 May	400	317	26%	Halkbank'ın TÜFE tahvil gelirlerinde 1 milyar TL'ye yakın düşüş öngörüyoruz. Buna karşın net kârın %26 artacağı beklentisi düşük baz etkisini ve hafifleyen provizyon gider baskısı ile güçlenen tahsilat performansını yansıtıyor. Ancak banka için yıllık bazda halen %49 kâr düşüşü hesaplıyoruz. Bu da yılsonu için 2,75 milyar TL'lik kâr hedefimizin düşme olasılığına işaret ediyor. Banka için 2019 öz kaynak kârlılık tahminimiz %9 olması rağmen bu oran 1Ç19'da %5,5 seviyesinde kalacak gibi görünüyor.
ISCTR	2 -3 May	950	2,196	-57%	Muhasebe uygulamasındaki farklılık nedeniyle İş Bankası'nın TÜFE tahvil gelirlerinde önceki çeyreğe göre azalmanın 0,4 milyar TL'de kalmasını ve bankaya rakiplerine göre avantaj sağlamasını bekliyoruz. Hatırlanacağı üzere önceki çeyreğin net kârı yakın izlemedeki krediler için ayrılan karşılıkların kısmen iptali ile kuvvetli gelmişti. Bankanın 1Ç19 net kârında ise karşılık giderlerinin artışı nedeniyle önceki çeyreğe göre %57 daralma öngörüyoruz. Bu durum banka için 2019'a yılına ait 7,2 milyar TL net kâr beklentimizde aşağı yönlü riske işaret ediyor.
TSKB	30 Nis – 3 May	185	170	9%	TSKB için 1Ç19 net kâr tahminimiz önceki çeyreğe göre %9, önceki yıla göre %16 artışa işaret ediyor. Bankanın TÜFE tahvil gelirinde 180 milyon TL düzeyinde gerileme ve karşılıklarda bir miktar artış öngörmemize karşın, net kârın artışa geçmesi kredi – fonlama getiri makasının açılması ve temettü gelirlerinin bu çeyreğe dahil edilmesinden kaynaklanıyor.
VAKBN	10 May	590	1,044	-43%	Vakıfbank 1Ç19 net kârında TÜFE tahvil gelirindeki 1,0 milyar TL'lik azalmaya bağlı olarak çeyrek bazda %43 daralma öngörüyoruz. Vakıfbank'ın bazı bankaların aksine kredi – mevduat makasında bir miktar daralma ve karşılık giderlerinde artış gözleyebileceğini düşünüyoruz. Bankanın yıllık bazda net kârında %44 daralma beklentimiz ise özellikle net faiz marjı üzerindeki baskıya işaret ediyor. Vakıfbank'ın 1Ç19 sonuçlarının 4,2 milyar TL düzeyindeki 2019 net kâr beklentimiz üzerinde aşağı yönlü risk oluşturabileceğini düşünüyoruz.
YKBNK	2 – 3 May	1,125	1,081	4%	Yapı Kredi'nin 1Ç19 sonuçlarında TÜFE tahvil gelirinin önceki çeyreğe göre 2 milyar TL azalmasını ve bankanın emekli sandığı için ek 0,2 milyar TL karşılık ayırmasını bekliyoruz. Buna karşılık bankanın net kârının önceki çeyreğe göre artış sağlaması karşılık giderlerinin azalacağı ve kredi-mevduat getiri makasının açılacağı öngörümüzü yansıtıyor. 2019'un ilk çeyreğinde kredi artışında, fonlama maliyetlerinde, komisyon gelirlerinde ve karşılık maliyetlerinde sağlanan gelişimin yılbaşı hedeflerine göre güçlü kalması banka için 4,35 milyar TL olan 2019 kâr tahminimizde yukarı yönlü potansiyele işaret ediyor.
<b>Toplam</b>		<b>4,935</b>	<b>5,631</b>	<b>-12%</b>	

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	
AEFES	8 Mayıs	3,842	2,764	39%	339	287	18%	-131	-106	n.m.	1Ç içecek sanayii açısından düşük sezon olduğundan toplam yıllık rakamlar içerisinde kısıtlı yer tutmaktadır. Anadolu Efes'in 1Ç'de bira faaliyetlerinde zayıf bir satış hacmi performansı gösterdiğini düşünüyoruz. Ürün fiyatlarındaki artış satış gelirlerini destekleyebilir ancak yüksek girdi maliyetlerinin karlılığı olumsuz etkileyeceğini tahmin ediyoruz.
AKSA	6 Mayıs	916	789	16%	141	115	23%	44	52	-15%	Kapasite kullanım oranı 4Ç18'deki %55-60 seviyelerden 1Ç19'da %80-85 seviyelere yükseldi ancak 1Ç18'deki %95-100 seviyelerin altında. Bu durumda VAFÖK marjı çeyrek bazda genişlemiş ancak yıllık bazda daralmış olacağını düşünüyoruz. Ciroda ihracat tarafı yurtdışı satışlardan daha iyi olduğunu düşünüyoruz.
ANACM	29 Nisan -3 Mayıs	737	545	35%	172	136	26%	111	64	74%	1Ç'de yurtdışı satış hacimlerinin düşük seyrettiğini ancak yüksek ürün satış fiyatlarının ciroya katkı sağlamış olduğunu düşünüyoruz. Ancak soda külü ve doğal gaz gibi girdilerin maliyetlerindeki artış Türkiye faaliyetlerinin karlılığında baskı yaratacaktır. Yurtdışı segmentinin performansının daha iyi olacağını düşünüyoruz, ancak konsolide FAVÖK marjında gerileme öngörüyoruz.
ARCLK	29 Nisan	6,870	5,282	30%	690	517	33%	192	177	9%	Uluslararası gelirlerdeki artış (döviz kuru etkisi ve organik büyüme) sayesinde, 1Ç19'da yıllık bazda %30 ciro büyümesi öngörüyoruz. Bununla birlikte, FAVÖK marjı, yıllık bazda çelik fiyatlarındaki düşüşe rağmen, artan personel giderleri (asgari ücrette %26 artıştan kaynaklanan) nedeniyle baskı altında kaldı.
ASELS	6-10 Mayıs	1,024	1,365	-25%	209	283	-26%	315	351	-10%	Yılın ilk çeyreğinde sipariş teslimatlarında yavaş bir trend izlendiğini tahmin ediyoruz. Ancak bu olgunun şirketin tüm yıl beklentileri olan ciroda yıllık %40-50 büyüme ve %19-21 FAVÖK marjına revize gerektirmeyeceğini düşünüyoruz. Hızlı büyüyen ciro işletme sermaye ihtiyacını da büyüttüğünü düşünüyoruz.
BIMAS	10 Mayıs	9,060	6,970	30%	439	364	21%	281	234	20%	Yüksek gıda enflasyonu ve yeni mağaza açılışlarının katkısı ile 1Ç19'da yıllık bazda %30 büyümesi öngörüyoruz. Bim'in FAVÖK marjının 1Ç19'da personel giderlerinin yükselmesi nedeniyle (asgari ücrette %26 artıştan kaynaklanan) zayıflamasını bekliyoruz. Dolayısıyla, 1Ç19'da %4,85 FAVÖK marjı tahmin ediyoruz (normal trend olan %5'in hafif altında).
BIZIM	30 Nisan	985	777	27%	43	24	80%	6	1	461%	Cironun, güçlü temel kategori büyümesiyle yıllık bazda %27 artmasını, karlılığın işletme kaldırıcı etkisiyle 1Ç19'da iyileşme göstermesini bekliyoruz (1Ç19'da %4.4 FAVÖK marjı tahmin ediyoruz). Ancak, artan faiz oranları, güçlü operasyonel performansın tam yansımalarını gölgeledi.

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	
BOLUC	30 Nisan	75	142	-47%	4	45	-92%	-21	30	-	1Ç19 finansallarının genel anlamda zayıf gelmesini bekliyoruz. Yıllık bazda düşen çimento satışları ve zayıf fiyatlama eğilimi sonucunda hem satışların hem de marjların yıllık bazda gerileme göstertmesini bekliyoruz. Ayrıca, artan faiz oranları sebebiyle yüksek finansal giderler nedeniyle Bolu'nun 1Ç19'da 21 milyon TL zarar etmesini bekliyoruz.
BRSAN	6-10 Mayıs	1,133	769	47%	99	73	36%	15	13	15%	Projeli işlerle yüksek satış hacmi ile faaliyetlerde büyüme öngörüyoruz. Yıllık bazda düşen çelik fiyatları ile faaliyet karlılığındaki büyümenin cirodaki büyümeden yavaş olacağını bekliyoruz. Finansal borçlardan kaynaklanan faiz giderlerinin arttığını düşünüyoruz bu da ne kardaki büyümeyi yavaşlatacaktır.
CCOLA	2 Mayıs	2,228	1,866	19%	300	267	12%	-24	-46	n.m.	1Ç içecek sanayii açısından düşük sezon olduğundan toplam yıllık rakamlar içerisinde kısıtlı yer tutmaktadır. CCI'nin 1Ç sonuçlarında takip edilecek konular Türkiye'de yüksek kar marjlı küçük paketlerin satış trendi ve Kazakistan ile Pakistan'da tüketici talebinin yönü olacaktır. CCI'nin 1Ç19'da geçen yıl olduğu gibi zarar açıklamasını bekliyoruz.
EREGL	22-26 Nisan	7,004	5,420	29%	1,607	1,710	-6%	909	1,063	-14%	Satış hacmini yıllık %4 düşüşle 2,1 milyon ton olarak tahmin ediyoruz. Çelik satış fiyatlarında da dolar ve yıllık bazda %8 daralma bekliyoruz. Dolayısıyla dolar bazında ciroda düşüş ve VAFÖK marjında daralma öngörüyoruz. 1Ç19 da ayrıca vergi yükümlülüklerde kur farkı zararların oluşacağı ve net karın gerileme göstereceğini düşünüyoruz.
FROTO	29 Nisan	9,351	7,282	28%	763	594	28%	506	432	17%	Sektör verilerine dayanarak Ford Otosan'ın toplam satış hacimlerinde 1Ç'de yıllık %2 düşüş açıklamasını bekliyoruz (yurtiçi %-40, ihracat %+7). Ford Otosan'ın 1Ç19'de satış gelirlerinde özellikle Euro/TL kurundaki artışın da yardımıyla yıllık bazda %28 büyüme bekliyoruz. FAVÖK marjında ise yıllık bazda yatay seyir öngörüyoruz.
INDES	6-10 Mayıs	991	1,239	-20%	25	33	-23%	11	17	-34%	1Ç18'de Türk Telekom Datagate aleyhine satış şartlarını değiştirince Datagate'in cirosunda yavaşlama gerçekleşti. İndeks Bilgisayar'ın grup şirketi olan Datagate sayesinde şirketin konsolide cirosu olumsuz etkilendi. Ayrıca, İndeks Bilgisayar diğer faaliyetlerindeki zayıf talepten olumsuz etkilendi.
ISGYO	29 Nisan-3 Mayıs	75	61	24%	41	28	46%	-11	16	-	1Ç19'da cironun yıllık bazda %24 artış göstermesini bekliyoruz. 1Ç19'da düşük marjlı konut teslimatlarının olmaması sebebiyle, FAVÖK büyümesi ciro büyümesinden fazla oldu. Ancak yüksek faiz ortamı ile artan finansman giderleri sebebiyle şirketin 1Ç19'da 11 milyon TL zarar etmesini bekliyoruz.

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	
<b>KARDM</b>	29 Nisan – 3 Mayıs	1,596	1,289	24%	188	375	-50%	-30	235	-	Satış hacminin geçen yılın aynı dönemindeki 600 bin ton civarında olmasını bekliyoruz. Ancak fiyatların yıllık bazda düşmesi ile cironun dolar bazında %12 daraldığını düşünüyoruz. Düşük fiyatların FAVÖK'ü de olumsuz etkilemesini bekliyoruz. Şirketin 2018 yılsonunda 2,8 milyar TL açık döviz pozisyonu ile kur farkı giderleri ile net zarar olmasını bekliyoruz.
<b>KOZAL</b>	6-10 May	488	204	139%	277	101	174%	321	142	127%	Koza Altın için güçlü kar artışı beklentimiz 1) üretimdeki %50 civarındaki artış, 2) TL'deki değer kaybı, 3) şirketin 2,56milyar TL değerindeki nakdi dolayısıyla sağlanan faiz geliri ve kur farkı geliri, 4) düşen nakit maliyetler dolayısıyla güçlü faaliyet karı beklentimize dayanmaktadır.
<b>LOGO</b>	7 Mayıs	77	67	14%	25	24	5%	14	18	-22%	Türkiye bazlı cironun TL olarak geçen yılın aynı dönemin seviyesinde kalmasını bekliyoruz. Buna karşın Romanya da işlerin daha iyi gittiğini düşünüyoruz; konsolide ciro büyümesi buradan geliyor. Marjların şirketin 2019 tüm yıl beklentisi olan VAFÖK marjı için %33 ve Vergi Öncesi Kar Marjı için de %19 seviyelerinde kalmasını bekliyoruz.
<b>MAVI</b>	30 Mayıs	645	536	20%	74	72	3%	16	23	-31%	Nisan ayında tüketici güveninde yaşanan düşüşle birlikte 1Ç19 satışları olumsuz etkilendi. Marjlar yıllık bazda yüksek girdi maliyetleri nedeniyle (TL'nin Dolara karşı zayıf seyri nedeniyle) yıllık bazda düşüş gösterdi.
<b>MGROS</b>	8 Mayıs	4,807	3,940	22%	248	184	34%	-130	-238	-	Yüksek enflasyon ortamı ciro büyümesine katkı sağlarken, marjlar artan personel giderleri (asgari ücrete yapılan %262lik artış) sebebiyle baskı altında kaldı. Yüksek faiz ve artan finansal giderler sebebiyle 1Ç19'da Migros'un 130 milyon TL zarar etmesini bekliyoruz.
<b>MPARK</b>	8 Mayıs	920	749	23%	147	122	20%	2	-8	-	MLP Sağlık'ın cirosunun 1Ç19'da yıllık bazda %23 artış göstermesini bekliyoruz (enflasyona paralel). Aynı dönemde FAVÖK marjı hafif geriledi. Artan finansman giderleri ve ertelenmiş vergi gelirinin bu çeyrek olmaması sonucunda 1Ç19'da sadece 2 milyon TL net kar elde etmesini bekliyoruz.
<b>PETKM</b>	3-6 May	2,287	1,879	22%	308	218	42%	126	131	-4%	Ürün fiyatlarındaki düşüş ve marjlardaki daralma ilk çeyrek sonuçları üzerindeki en önemli baskı olacaktır. Dördüncü çeyrekteki bakım duruşlarının sona ermesinin ardından Petkim'in tekrar tam kapasiteye ulaşmış olduğunu düşünüyoruz. Petkim için 126mn TL net kar beklentimiz geçen seneye göre aynı seviyede bulunmaktadır.

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	
PGSUS*	10 May	1,704	1,195	43%	-52	-52	n.m.	-191	-113	n.m.	Pegasus'un yolcu sayısı iç talepte devam eden gerilemeye paralel 1Ç'de %1,4 daralma gösterdi. Şirket 2018'den sonra 1Ç19'da da iç hattan dış hatta kapasite kaydırmaya devam etmiştir. Şirketin çeyreklik satış gelirlerinde yabancı para birimlerinin TL karşısındaki kuvvetli seyriyle %43 artış bekliyoruz. Ancak FAVÖK seviyesinde şirketin zarar açıklaması beklenebilir.
SELEC	10 Mayıs	4,170	3,284	27%	225	170	33%	204	152	34%	İlaç fiyatlarındaki artış (Şubat ortasındaki +26%) ile birlikte ciroda yıllık %27 büyüme öngörüyoruz. Fiyat artışına paralel stoklardan elde ettiği bir seferlik gelirin marjlara olumlu yansımaları öngörüyoruz. Buna göre, FAVÖK'ün 1Ç19'de yıllık %33 artmasını ve FAVÖK marjının %5,4 olmasını bekliyoruz.
SISE	29 Nisan - 3 Mayıs	3,866	3,086	25%	720	677	6%	377	393	-4%	Şişe Çam grubu şirketleri açısından 1Ç19 özellikle yüksek girdi maliyetleri nedeniyle zorlu geçti; özellikle Türkiye'de 2018'de yapılan zamlar sonrası artan doğal gaz fiyatları karlılık üzerinde baskı yarattı. Türkiye faaliyetlerindeki doğalgaz giderleri toplam giderlerin %10'unu oluşturmaktadır. Bu nedenle Şişe Cam'ın 1Ç19 FAVÖK marjında yıllık bazda bir gerileme öngörüyoruz.
SODA	29 Nisan - 3 Mayıs	931	701	33%	186	185	1%	237	239	-1%	Zayıf satış hacmi performansına rağmen yüksek soda külü fiyatları ve kur etkisi ile Soda Sanayi'nin cirosununun 1Ç19 yüksek büyüme gösterdiğini tahmin ediyoruz. Ancak, doğalgaz maliyetlerindeki artış nedeniyle şirketin FAVÖK marjında yıllık bazda belirgin bir gerileme öngörüyoruz.
TAVHL	25 Nisan	1,504	1,163	29%	585	453	29%	55	34	63%	Kur etkisi nedeniyle TAV Havalimanları'nın K/Z tablosu rakamlarında yıllık bazda belirgin artış öngörüyoruz. 1Ç19 şirketin ana operasyonu olan İstanbul Atatürk Havalimanı'nın faaliyette olduğu son çeyrek olduğundan gelecek çeyreklerde TAV Havalimanları'nın mali tablo büyüklüğü gerileme gösterecektir.
TCELL	30 Nisan	5,782	4,762	21%	2,462	2,013	22%	675	501	35%	Turkcell'in gelir büyümesinin 2018'deki %21'den 2019'un ilk çeyreğinde %18'e gerilemesini bekliyoruz. FAVÖK marjı beklentimiz olan %41 geçen yıla göre bir miktar düşüşe işaret etse de Şirket'in 2019 yılı için %37-40 beklenti aralığının üstünde bulunmaktadır. Fintur Holding hisselerinin satışından 1. Çeyrek net karına 770mn TL katkı gelecektir.
THYAO*	10 Mayıs	14,959	10,532	42%	685	1,037	-34%	-799	-314	n.m.	THY'nin yolcu trafiği 1Ç19'da yatay seyrederken doluluk oranı hafif geriledi. Ciroda kur etkisi ve bilet fiyatlarındaki hafif olumlu seyir ile %42 artış öngörüyoruz. Ancak yakıt dışı maliyet kalemlerindeki artışların karlılıkta gerilemeye yol açmasını bekliyoruz. Bu nedenle şirketin net zarar rakamı geçen yıla göre artış gösterebilir. 1Ç'nin havacılık sanayii açısından düşük sezon olduğunu hatırlatırız.



Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	1Ç19T	1Ç18	Yıllık Değişim	
TKFEN	25 Nisan	4,502	2,266	99%	968	279	247%	788	241	227%	1Ç19 finansallarında yıllık bazda ciddi artış bekliyoruz. Bu artışın temelinde taahhüt segmentinden tamamlanan projelerin katkısı ve maliyetlerin tazmin edilmesinden alınan 500 milyon TL ilave gelirin etkisinden kaynaklanmaktadır. Taahhüt segmentinin devam eden güçlü karlılığı birinci çeyrekte marjları destekledi.
TOASO	29 Nisan	3,787	4,441	-15%	492	515	-4%	270	325	-17%	Sektör verilerine dayanarak Tofaş Oto'nun toplam satış hacimlerinde 1Ç'de %33 daralma açıklamasını bekliyoruz (iç binek oto pazarında pazar payı kazanımına rağmen). Şirketin 1Ç19'da, 4Ç18'de olduğu gibi satış gelirlerinde yıllık bazda gerileme olacağını düşünüyoruz. Ancak vergi öncesi kar marjının yıllık yatay kalacağını tahmin ediyoruz.
TRKCM	29 Nisan - 3 Mayıs	1,428	1,222	17%	235	262	-10%	141	207	-32%	Trakya'nın 1Ç19 sonuçları Türkiye düzcam satışlarında bir gerilemeye işaret edecektir, ancak yüksek ürün fiyatları ve artan ihracat satışları ciroya katkı sağlayabilir. Uluslararası faaliyetlerde ise ana Avrupa pazarında hacimlerin ve fiyatların yatay seyrettiğini öngörüyoruz. Ancak, şirketin FAVÖK marjında artan girdi maliyetleri nedeniyle yıllık bazda belirgin bir gerileme öngörüyoruz.
TUPRS	9 May	17,284	13,421	29%	456	957	-52%	-259	378	-	Tüpraş'ın son dönemin en zayıf çeyreklerinden birini açıklamasını bekliyoruz. Ağır ham petrol fiyatlarındaki artış ile Tüpraş'ın ham petrol maliyetinin artması, fuel oil dönüşüm tesisindeki bakım duruşunun etkisi ve zayıf TL'nin yarattığı kur farkı giderleri sebebiyle 259mn TL net zarar bekliyoruz.
ULKER	9 Mayıs	1,885	1,428	32%	302	222	36%	273	105	162%	Hem yurtiçi hem de uluslararası operasyonlarda daha iyi ürün karması ve optimizasyonu ile desteklenen fiyat artışlarından ciro ve karlılık olumlu etkilendi. 1Ç19'da cironun ve FAVÖK'ün yıllık bazda sırasıyla %32 ve %36 artış göstermesini bekliyoruz. Şirketin 1Ç19 net karının geçen yılın düşük baz etkisi ve vadeli sözleşmelerden elde ettiği kar ile yıllık %162 artmasını bekliyoruz.
YATAS	10 Mayıs	242	199	21%	34	26	32%	17	11	53%	Düşük mevsimselliğe rağmen, 1Ç19'da fiyat ve hacim artışları ile cironun yıllık bazda %21 artmasını bekliyoruz. 1Ç19'da FAVÖK'ün operasyonel karlılık ile yıllık bazda %32 artmasını bekliyoruz. Yataş için 1Ç19'da 17 milyon TL net kar bekliyoruz.

- THYAO ve PGSUS tahminleri UFRS 16 etkisi hariç tutularak hesaplanmıştır.

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.