

3Ç19 Kâr Beklentileri

Hafif toparlanmaya rağmen karlar halen zayıf

AK Yatırım Araştırma
research@akyatirim.com.tr

Zayıf ekonomik aktivite, üçüncü çeyrekte toparlanma belirtileri gösterdi. Önceki çeyreğe kıyasla, üçüncü çeyrekte kredi faaliyeti bir miktar gelişme kaydetti. Ancak bu durum büyük ölçüde kamu bankalarından kaynaklandı. Öte yandan, takibe dönüşen kredi hacminin artışı özellikle BDDK'nın 46 milyar TL'lik enerji ve inşaat sektörü kredilerinin yeniden sınıflandırılması konusundaki açıklamalarının ardından gerçekleşti ve bankaların 3. Çeyrek kârlarını bir miktar aşağı çekti. Üçüncü çeyrekte iktisadi faaliyette görülen hafif toparlanma, finans dışı şirketlerin operasyonel performansında da ılımlı bir iyileşmeye kapı açtı. Finans dışı kategoride kârların hafif artışı ise özellikle Türk Hava Yolları'nın iyileşen işletme performansından kaynaklandı.

Bankaların üçüncü çeyrek kârları karşılık baskısı altında kalacak. Faiz oranlarının gerilemesine rağmen 3.çeyrekte bankaların kredi-mevduat getiri makasındaki artış sınırlı kaldı ve TÜFE'ye endeksli tahvillerin getirisindeki düşüş ve artan karşılık maliyet baskısını dengelemekte zayıf kaldı. Bu nedenle, bankalara ilişkin net kâr tahminlerimiz önceki çeyreğe göre ortalama %16 gerileme gösteriyor. Önceki çeyreğe kıyasla Garanti Bankası'nın %32, Yapı Kredi'nin %16 ve TSKB'nin %16 daha az kâr açıklamasını bekliyoruz. Diğer taraftan düşük baz nedeniyle Vakıfbank'ın 3Ç19 net kârında önceki çeyreğe göre %21 artış bekliyoruz. Diğer bankalarda ise kârların önceki çeyrek seviyelerine çok yakın olacağını tahmin ediyoruz. Bankaların BDDK'nın işaret ettiği kredilerin takibe atılması konusunda farklı yaklaşımlar benimsemesi ve TÜFE'ye endeksli tahvillerin değerlemesindeki yaklaşım farkları net kârın doğrudan karşılaştırılmasını zorlaştırıyor. Değerlememizde karşılık ayırma konusunda oldukça muhafazakâr davranacağını düşündüğümüz Garanti ve TSKB ile net faiz marjında olumlu artış görmeyi umduğumuz İş Bankası'nın net kâr sonuçlarından bağımsız olarak öne çıkacağını düşünüyoruz.

Finans dışı şirketlerin üçüncü çeyrekte önceki çeyreğe göre %43 ve önceki yıla göre %7 kâr artışı sağlamasını bekliyoruz. Araştırma kapsamımızdaki şirketler için 3Ç19 FAVÖK çeyrekse bazda %14 artarken, yıllık bazda -%15 daralıyor. Ciro artışı açısından sektörün yıllık %3 artış gösterdiği, bunun ise reel bir daralmaya işaret ettiği görülüyor. Toplam ciro önceki çeyreğe göre de %4 artmış görünüyor.

3Ç19 bilanço dönemi 24 Ekim'de Ereğli Demir Çelik, TAV ve Tekfen'in sonuçlarını açıklamasıyla başlayacak. Banka dışı ve konsolide olmayan finansal tabloların açıklanması için son tarihler 30 Ekim ve 11 Kasım olarak belirlendi. Araştırma kapsamımız için, toplam sektör net kârının 15.5 milyar TL düzeyinde olmasını ve bunun önceki çeyreğe göre %21 artış ve önceki yıla göre %5 daralmaya işaret ettiğini görüyoruz. Finans dışı kesimde net kâr artışı büyük oranda THY'deki kar değişiminden kaynaklanmaktadır.

Ak Yatırım Araştırma Kapsamındaki Hisseler İçin Toplam Rakamlar*

(milyon TL)	3Ç19T	3Ç18	% değ.	2Ç19	% değ.	2019T	2018	% değ.
Net Kâr	15,525	16,296	-4.7%	12,843	20.9%	57,432	59,872	-4.1%
Mali Kesim*	4,114	5,656	-27.3%	4,877	-15.6%	20,514	25,546	-19.7%
Mali Kesim Dışı	11,411	10,640	7.3%	7,966	43.3%	36,918	34,326	7.5%
Mali Kesim Dışı								
Satış Gelirleri	143,170	138,655	3.3%	137,756	3.9%	551,397	469,682	17.4%
FAVÖK	22,361	26,241	-14.8%	19,562	14.3%	77,827	72,438	7.4%
FAVÖK marjı	15.6%	18.9%	-331 bps	14.2%	142 bps	14.1%	15.4%	-131 bps
Net kâr marjı	8.0%	7.7%	30 bps	5.8%	218.8 bps	6.7%	7.3%	-61 bps

Bankacılık Sektörü

3Ç19 kârlarındaki azalma öncelikle artan karşılık giderinden kaynaklanıyor. Bankalar için net kâr tahminlerimiz 3Ç19'da önceki çeyreğe göre %16 gerilemeye ve 2019/9 döneminde ise önceki yıla göre %27 daralmaya işaret ediyor. Araştırma kapsamımızdaki bankalar arasında 3Ç19 döneminde net kârı artan tek banka olarak Vakıfbank öne çıkarken, bir önceki çeyrekte net kâr bazı düşük kalan İş Bankası ve Halkbank'ın yine benzer sonuç açıklayacağı ve diğer bankalarda net kârların bir önceki çeyreğe göre azalacağı anlaşıyor. Bu üç banka aynı zamanda toplam fonlama içerisinde TL enstrümanlar daha ağırlıklı bir yere sahip olduğu için net faiz marjında daha hızlı toparlanma beklediğimiz bankalar arasında yer alıyor.

Karşılık ayırma yaklaşımı ve farklı TÜFE oranı kullanımı sonuçları etkiliyor. BDDK'nın üçüncü kategori olarak sınıflandırılması gerektiği tespitinde bulunduğu 46 milyar TL tutarındaki enerji ve inşaat sektörü kredisine ilişkin uygulama farklılıkları ve TÜFE'ye endeksli tahvillerin üçüncü çeyrek getirilerinin hesaplanmasında kullanılan TÜFE oranındaki farklılaşma bankaların 3Ç19 sonuçlarını ayırıştırıyor. Bu çerçevede Garanti Bankası'nın 3Ç19 net kârının önceki çeyreğe göre %32 daralması bankanın karşılık ayırma ve TÜFE düzeltmesi konusundaki muhafazakâr yaklaşımının bir sonucu olarak ortaya çıkıyor. Diğer taraftan bu yaklaşımın takip eden dönemlerde bankanın kârlılığını olumlu etkilemesi beklenebilir.

Takibe dönüşümler 3Ç19'un sonuna doğru hızlandı. Bankaların takipteki alacaklar hesabındaki net artış (takibe dönüşen krediler - tahsilâtlar ve iptal edilen krediler), 3. Çeyrekte 16.0 milyar TL civarında gerçekleşti. Bu tutar yılın ilk yarısında her bir çeyrek dönem için 11.0 milyar TL düzeyindeydi. Takibe dönüşlerin artması nedeniyle karşılık giderlerinin önceki çeyreğe göre daha yüksek olmasını bekliyoruz. Bankalardan aldığımız bilgi de bunu teyit ediyor. Ayrıca, çoğu bankanın 4Ç19'da daha yüksek karşılık ayırmasını bekliyoruz.

Marj artışı 4Ç19'da belirginleşecek. Swap ve diğer TL fonlama maliyetlerinin düşmesi kredi-mevduat getiri makasının açılmasına yardımcı oldu. Ancak bu genişleme 3Ç19'da ılımlıydı. Bankalar faizdeki düşüşün asıl etkisinin 4Ç19'da görüleceğini belirtiyorlar. Bu gelişmeye paralel olarak fonlama bileşiminde TL'nin daha yüksek paya sahip olduğu İş Bankası, Halkbank ve Vakıfbank'ta net faiz marjının önceki çeyreğe göre daha kuvvetli toparlanacağını düşünüyoruz. Ayrıca, Halkbank TÜFE'ye endeksli tahvillerin değerlemesinde enflasyon oranının %16 olarak korunacağını belirtti. Bu nedenle Halkbank'ta, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerinde düşüş beklediğimiz diğer bankaların aksine daha kuvvetli bir sonuç bekliyoruz. Ancak, bu, gelecek çeyreklerde bankanın TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerden sağlayacağı faiz gelirini önemli ölçüde sınırlayabilir.

Özel bankalarda kredi iştahı zayıf kalmaya devam etti. 3. Çeyrekte sektörde gözlediğimiz kredi artışı büyük ölçüde bireysel krediler ve kısa vadeli ticari TL krediler ile sağlandı. Gerek kamu gerekse özel sektör bankalarında YP krediler ise dolar bazında %4-5 oranında daralma gösterdi. TL taraftaki kredi büyümesi ise büyük ölçüde %8,0'in üzerinde kredi büyümesi gösteren kamu bankalarından geldi (2Ç19'da %1,4). Özel bankalar ise bu dönemde yaklaşık %1,0 civarında kredi artışı kaydetti (2Ç19'da -%0,8).

Menkul kıymet portföylerinde hafif büyüme. Bir önceki çeyreğe kıyasla, kamu bankalarının elindeki menkul kıymetlerdeki büyüme daha sınırlı düzeyde kaldı. Bu arada, özel bankalarda daha yüksek bir TL ve YP menkul kıymet artışı gözlemledik. Bankalar ayrıca TÜFE'ye endeksli devlet tahvillerine yatırım yapmaya devam etti.

Merkez Bankası rezervlerinin sisteme aktarımı mevduat artışını destekledi. Merkez Bankası'nın birikmiş kârından Temmuz ve Ağustos aylarında finansal sisteme yapılan aktarım bankaların TL mevduat artışını destekledi. TL mevduat kamu bankalarında çift haneli, özel bankalarda ise %4-5 seviyelerinde arttı. Toplam swap kullanımının büyüklüğü ise sabit kaldı.

Ücret ve komisyonlarda olumlu ivme devam ediyor. Bankaların ücret komisyon gelirleri, optimizasyon politikaları, etkin fiyatlandırma ve canlılık kazanan kredi kartı komisyon gelirleri özellikle üçüncü çeyrekte bireysel kredilerin bir miktar canlanmasıyla artışını sürdürdü. Banka projeksiyonlarımız komisyon gelirlerinin 3Ç19'da önceki çeyreğe göre %5 ve 2019/9 döneminde önceki yıla göre %36 arttığını ortaya koyuyor. Tahminlerimiz ayrıca faaliyet giderlerinin de 3Ç19'da önceki çeyreğe göre %4 ve 2019/9 döneminde önceki yıla göre %18 artacağını ortaya koyuyor.

Bankacılık dışı şirketlerle ilgili öne çıkanlar

Banka dışı şirketlerde hafif toparlanma var. Araştırma kapsamımızdaki bankacılık dışı şirketlerin cirosunun yıllık %3,3 ve çeyreklik %3,9 artış ile toplam 143,2 milyar TL olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Bankacılık dışı şirketlerin faaliyet karı (FAVÖK) toplamının yıllık %15 düşerken çeyreklik bazda %14 arttığını tahmin ediyoruz. Toplam FAVÖK marjının geçen yılın aynı çeyreğindeki %19'dan %16'ya gerilemesini öngörüyoruz.

ANADOLU EFES, COCA COLA İÇECEK, MİGROS, PEGASUS, SELÇUK ECZA, TURKCELL, TORUNLAR GYO ve YATAŞ'ın net kârında geçen yıla göre ciddi iyileşme bekliyoruz.

- Kur farkı giderlerinin 3Ç18 net karında yarattığı düşük baz sayesinde **Anadolu Efes** ve **Coca Cola İçecek**'in net karının 3Ç19'da yıllık bazda önemli derecede yükseliş kaydetmesini bekliyoruz.
- **Pegasus'un** karlılığı güçlü ciro verimi ortamdan destek görüyor.
- **Migros** ve **Torunlar GYO** TL'nin Avro ve Dolar karşısında 3Ç19'da güçlü seyri ile elde ettikleri kur farkı gelirleri net karlarına olumlu yansıdı.
- **Selçuk Ecza** Şubat ayında yapılan ilaç zamları faaliyetleri olumlu etkilemeye devam ediyor.
- **Yataş'ta** artan FAVÖK ve geçen yılın düşük baz etkisi ile yıllık net kar büyümesinin güçlü olmasını bekliyoruz.

Diğer yandan, **Ereğli Demir Çelik'te** satış fiyatların düşmesi ve hammadde fiyatların artması ile maliyetler de baskı yarattı. **Soda Sanayi** ve **Trakya Cam**'in zayıflayan operasyonel performansının yanında geçtiğimiz yıl elde edilen kur farkı gelirlerinin yarattığı yüksek baz nedeniyle net karlarında beklediğimiz geri çekilmenin **Şişe Cam**'in net karına olumsuz yansımaları öngörüyoruz. **Tekfen Holding**'in net karında finansal gelirlerdeki düşüşün baskı yaratmasını bekliyoruz. **Petkim'de** ürün marjlarının daralması ve stok zararları ile zayıf operasyonel performans bekliyoruz.

Net Kâr Beklentileri (milyon TL)

Hisse	Açıklama Tarihi	NET KAR			Yorumlar
		3Ç19T	2Ç19	Çeyreklik Değişim	
ALBRK	11-19 Kas	15	23	-%34	Albaraka Türk'ün net kârının öncekine göre %34 düşüşle 3Ç19'da 15 milyon TL olmasını bekliyoruz. Öncekinin aksine, 205 milyon ABD Doları tutarındaki ikincil sermaye niteliğindeki borcun (TL'deki değerlenme nedeniyle) net kâra negatif değerlendirme farkı sağlayacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte, muhafazakâr 3Ç19 net kâr tahminimiz, daha çok BDDK incelemesi paralelinde bankalardan istenen 46 milyar TL tutarındaki enerji ve inşaat sektörü kredisinin III. Gruba alınması sonucu doğacak karşılık gideri yükünü yansıtmaktadır.
GARAN	30 – Eki	1,300	1,911	-%32	Garanti Bankası'nın 3Ç19 net kârı için önceki çeyreğe göre %32 azalma beklentimiz bankanın enerji ve inşaat sektörü kredileri için BDDK'nın önerdiği karşılıkların ayrılmasında muhafazakâr yaklaşımından kaynaklanıyor. Banka böylece son çeyrekte karşılık maliyet baskısı açısından daha rahat geçireceğini tahmin ediyoruz. Garanti Bankası ayrıca TÜFE'ye endeksli menkul kıymet değerlemesinde düşen enflasyon beklentisini de dikkate aldığı için TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirinde 300 mn TL kadar azalma hesaplıyoruz.
HALKB	11-19 Kas	305	310	-%2	Halkbank'ın 3Ç19 net kârının önceki çeyrek seviyesini korumasını, ancak kârın ilk dokuz ay sonunda %58 düşmesini bekliyoruz. Banka ikinci çeyrekte net kârını önceden ayrılan karşılıkların iptal edilmesi ile desteklemişti. Üçüncü çeyreğin kârını da düşen TL faizleri nedeniyle genişleyen net faiz marjı, daha da düşen karşılık oranları nedeniyle dönemin karşılık giderlerinin sınırlı kalması ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymet giderlerinin ilk altı ayda olduğu gibi %16 enflasyon verisi üzerinden hesaplanmaya devam etmesi destekledi.
ISCTR	4-8 Kas	945	951	-%1	Sektör gelişmelerine paralel olarak karşılık maliyetlerinin (yeniden sınıflandırılan enerji ve inşaat kredileri nedeniyle) artmasını ancak gerileyen TL swap maliyetleri sayesinde İş Bankası'nın 3Ç19 net kârının bir önceki çeyreğe yakın olmasını bekliyoruz. Önceki çeyrekte yazılan bir defaya mahsus karşılık iptal gelirleri nedeniyle ayrıca bankanın diğer gelirlerinde gerileme bekliyor ve ilk iki çeyrekte farklı olarak kârı azaltıcı yönde vergi karşılığı ayrılmasını öngörüyoruz.
TSKB	4 Kas	165	195	-%16	TSKB'nin ihtiyatlılık ilkesi gereğince ileride çıkabilecek riskleri de dahil ederek yüklü karşılık ayıracağını bu nedenle net kârının 3Ç19'da önceki çeyreğe göre %16 gerileyeceğini, bununla ilk dokuz ay itibarıyla önceki yılın %11 üzerinde olacağını ve TSKB'nin sektör ortalamasının üzerinde %15 düzeyinde öz kaynak kârlılığı sağlayacağını düşünüyoruz. Net faiz marjı tarafında ise düşen TL kuru nedeniyle hafif bir gerileme öngörüyoruz.
VAKBN	11-19 Kas	445	368	%21	TL ağırlıklı bilanço yapısı nedeniyle Vakıfbank'ın net faiz marjında bir önceki çeyreğe göre kayda değer artış öngörüyoruz ancak BDDK önerisi doğrultusunda üçüncü kategoriye alınan inşaat ve enerji kredilerinin ek karşılık yükü nedeniyle bankanın net kârında %21 düzeyinde artış öngörüyoruz. Vakıfbank'ın dokuz aylık net kârı ise yıllık %53 daralmaya işaret ediyor ve öz kaynak kârlılık oranının %7 düzeyinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
YKBNK	4 Kas.	940	1,120	-%16	Yapı Kredi Bankası'nın 3Ç19'da BDDK tarafından iletilen enerji ve inşaat kredilerinden payına düşen kısmın sınırlı bir tutarını üçüncü kategoriye alacağını ve dolayısıyla karşılık maliyetinde önceki çeyreğe göre çok az artış olacağını tahmin ediyoruz. Karşılık gider artışı ve bilançoda hafif daralma sonucu net faiz gelirlerindeki sınırlı gerileme nedeniyle net kârın önceki çeyreğe göre %16 düşeceğini öngörüyoruz. Bankanın karşılık maliyetlerinin 4Ç19'da artabileceğini düşünüyoruz.
Toplam		4,114	4,877	-%16	

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	
AEFES	5 Kasım	7,158	6,430	11%	1,270	1,232	3%	502	-36	n.m.	Yurt içi pazarda zayıf talep ortamı nedeniyle Türkiye operasyonlarında bir miktar hacim düşüşü bekliyoruz. Rusya tarafında ise, güçlü taleple artan hacim ve birleşme sonrası operasyonel sinerjiler sayesinde daha iyi bir karlılık öngörüyoruz. Konsolide bazda, hafif FAVÖK artışına karşın, geçtiğimiz yıl yazılan kur farkı giderlerinin yarattığı düşük baz sayesinde net karda gözle görülür iyileşme hesaplıyoruz.
AKSA	5 Kasım	883	1,014	-13%	172	193	-11%	85	-66	n.m.	2Ç19'da ana hammadde, akrilonitril tedarikinde sıkıntı vardı. 3Ç19'da buna bağlı olarak akrilik elyaf satış hacmi ve cirosunda yavaşlama yaşandı. Şirket 4Ç19'da tedarik sıkıntısının kısmi olarak bertaraf edildiğini ancak bir üreticinin halen devre dışı olduğunu belirtti.
ANACM	1-5 Kasım	1,186	913	30%	281	230	22%	150	147	2%	Yurt dışı pazarlardaki güçlü talebin, yurt içindeki zayıf talebi telafi etmesini bekliyoruz. Bu sayede operasyonel performans yıllık bazda artış gösterirken, geçtiğimiz yılın aynı döneminde elde edilen 103 milyon TL'lik yatırım karının yarattığı yüksek baz nedeniyle yatay net kar öngörüyoruz.
ARCLK	31 Ekim	8,466	7,696	10%	931	781	19%	246	251	-2%	Yakın zamanda satın alınan Bangladeş operasyonlarının katkısına rağmen, geçen yılın 3. Çeyreğinin yüksek baz etkisi sebebiyle cironun yıllık bazda %10 büyümesini öngörüyoruz. 3Ç19'da% 11 FAVÖK marjı bekliyoruz.
ASELS	5 Kasım	2,998	1,934	55%	597	380	57%	593	794	-25%	Şirketin 3Ç19 ciro ve VAFÖK marjı güçlü olmaya devam ediyor. Geç ödenen bir alacak nedeniyle şirketin Eylül sonu net borç pozisyonu arttı. Şirketin uzun dönem pozisyonu ise 3Ç19'da TL'nin değer kazanması ile kur farkı gideri oluşturdu. Buna bağlı olarak net karın zayıf gelmesini bekliyoruz.
AYGAZ		3,184	2,906	10%	111	161	-31%	47	112	-57%	Aygaz'ın net karının %57 düşüşle 47mn TL olmasını bekliyoruz. Tüpraş için bu çeyrekte net zarar beklentimiz ve geçen yılın aynı dönemine göre marjlardaki zayıflık net kardaki düşüş beklentimizin sebepleri olarak gösterilebilir.
BIMAS	8 Kasım	10,660	8,460	26%	901	562	60%	370	364	2%	3. çeyrekte gıda enflasyonunda yaşanan düşüşle ciro büyümesi normal seviyelerine geriledi. Bin'in 3. çeyrekte cironun yıllık bazda %26 büyümesini bekliyoruz. Marj tarafında, Bin'in FAVÖK marjının 3. Çeyrek'te %8,5 olmasını bekliyoruz.

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	
BIZIM	22 Ekim	1,150	1,005	14%	69	43	60%	9	9	2%	Yıllık bazda, ciro artışı ana kategori büyümesi ve sigaraya gelen zamlardan olumlu etkilendi. Ana kategori segmentindeki yüksek kar marjı sayesinde 3Ç19'da %6 FAVÖK marjını tahmin ediyoruz.
BOLUC	30 Ekim	120	141	-15%	20	30	-34%	-3	9	n.m.	3Ç19 çimento şirketleri için oldukça zorlayıcıydı. Bolu'nun finansalları bir önceki yıla göre, satış hacimlerinde yaşanan düşüş nedeniyle zayıftı. Marjlar, maliyet baskısı ve zayıf fiyatlamadan olumsuz etkilendi. Yüksek finansal giderler sebebiyle Bolu'nun 3Ç19'da 3 milyon TL zarar etmesini bekliyoruz.
CCOLA	4 Kasım	3,974	3,715	7%	817	772	6%	491	37	1219%	Pakistan'daki olumsuz piyasa koşulları nedeniyle, yurt dışı operasyonlardan zayıf katkı bekliyoruz. Diğer taraftan, Türkiye'deki fiyat artışları ve satış bileşenlerindeki iyileştirmeler sayesinde, konsolide ciroda hafif büyüme ve marjların güçlü kalmaya devam etmesini öngörüyoruz. Net karın ise geçtiğimiz yılın aynı döneminde yazılan kur farkı zararlarının olmaması sayesinde ciddi bir sıçrama yapacağını düşünüyoruz.
EREGL	24 Ekim	6,599	7,792	-15%	1,256	2,567	-51%	804	1,338	-40%	Zayıf satış fiyatları nedeniyle ciroda yıllık %15 daralma ön görüyoruz. Hammadde fiyatlarının göreceli olarak daha güçlü kalması ile FAVÖK'ün de daha hızlı, yıllık yaklaşık %51 düşmesini öngörüyoruz. Şirketin mali tablo raporlaması dolar bazlı olduğundan 3Ç19 da TL'nin değer kazanması ile kur farkı gideri oluşmasını bekliyoruz.
FROTO	30 Ekim	9,143	7,772	18%	779	667	17%	469	354	33%	Toplam satışlarda çok hafif geri çekilmeye rağmen, cironun fiyat artışları sayesinde desteklenmesini bekliyoruz. Yine de geçtiğimiz yıl, kur hareketleri nedeniyle şişen marjların normalleşmesi nedeniyle yatay FAVÖK gerçekleşmesi öngörüyoruz.
INDES	4-11 Kasım	983	799	23%	25	21	14%	15	16	-9%	3Ç18 de yaşanan zayıf talep nedeniyle 3Ç19 ciroda göreceli daha güçlü, yıllık %23 büyüme bekliyoruz. Talebin halen tam toparlanamadığı görülüyor, bu nedenle ürünlerde döviz kaynaklı maliyet artışları tam olarak satış fiyatlara yansıtılmıyor. Dolayısıyla, FAVÖK marjının daraldığını düşünüyoruz.
ISGYO	30-31 Ekim	140	237	-41%	50	58	-14%	-15	-3	n.m.	Konut teslimatlarının geçen yılın aynı dönemine göre düşük olması nedeniyle, 3. Çeyrek'te 140 milyon TL ciro (yıllık bazda %41 düşüş) tahmin ediyoruz. 3. Çeyrek'te konut teslimatlarından 80 milyon TL ciro katkısı bekliyoruz. Ancak, yüksek finansal giderler sebebiyle İŞ GYO'nun 3. Çeyrekte 15 milyon TL zarar edeceğini tahmin ediyoruz.

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	
KARDM	1-4 Kasım	1,304	1,403	-7%	119	532	-78%	50	48	5%	Zayıf seyreden birim satış fiyatları nedeniyle cironun yıllık %7 daralmasını bekliyoruz. Hammaddede fiyatları göreceli daha güçlü kalması nedeniyle FAVÖK'ün daha hızlı, yıllık %78 düşmesini, öngörüyoruz. Açık döviz pozisyonu ile 3Ç19 da kur farkı gelirlerin oluşmasını bekliyoruz, bu da net karı hafif destekliyor.
KLMSN		180	115	57%	23	14	61%	18	14	26%	Yılın ilk yarısındaki güçlü büyüme trendinin üçüncü çeyrekte de devam etmesini bekliyoruz. Satış gelirlerinin %57 büyümeyle 180mn TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Finansal yatırımların değer artışının net kara hafif katkı yapmasını ve net karın %26 artışla 18mn TL'ye yükselmesini bekliyoruz.
KOZAL	30-31 Ekim	706	461	53%	486	271	79%	443	484	-8%	Üçüncü çeyreğin faaliyet sonuçları açısından rekor olmasını bekliyoruz. Üretimin 85bin ons seviyesine çıkmasını beklediğimiz üçüncü çeyrekte gelirlerin %53 artışla 706mn TL olarak hesaplıyoruz. Altın fiyatının ortalama 1.470 Dolara yükselmesi ile FAVÖK'te %79 büyüme bekliyoruz. Geçen yılın aynı döneminde kur farkı gelirleri net karı 484mn TL'ye taşımıştı. Kur farkı geliri katkısının olmadığı bu çeyrekte net kar beklentimiz 443mn TL seviyesindedir.
LOGO	6 Kasım	92	77	19%	32	27	17%	18	18	0%	3Ç mevsimsel olarak en yavaş çeyrekler arasında. Bu çeyrek ayrıca bayram tatili de vardı. Cironun yıllık %19 büyümesini bekliyoruz. Şirketin Türkiye cirosundaki büyümeyle yıllık %22 beklerken, Romanya'da satışların %14 büyümesini öngörüyoruz. FAVÖK marjının da %35 ile geçen yılın aynı dönemine paralel gerçekleşmesini bekliyoruz. Yükselen finansal giderler ile net karda büyümenin sıfır olmasını bekliyoruz.
MGROS	5 Kasım	6,488	5,331	22%	616	388	59%	160	-667	n.m.	Ciro büyümesinin 3Ç19'da yıllık %22 olmasını bekliyoruz. Marj tarafında, Migros'un FAVÖK marjının 3. Çeyrek'te %9,5 olmasını bekliyoruz. TL'nin Avro karşısında güçlü seyri ile 3. Çeyrekte şirketin kur farkı geliri elde etmesini bekliyoruz. Migros'un 3. Çeyrekte 160 milyon TL kar etmesini bekliyoruz.
MPARK	7 Kasım	900	782	15%	180	95	90%	-18	-135	n.m.	MLP Sağlık'ın cirosunun güçlü medikal turizm ve yan hizmet gelirlerinin etkisiyle 3Ç19'da yıllık %15 büyümesini bekliyoruz. FAVÖK marjı bir önceki çeyreğe göre düşük mevsimselliğin etkisiyle daha zayıf. Şirketin yüksek faiz giderleri dolayı 3Ç19'da zarar etmesini bekliyoruz.
PETKM	7 Kasım	2,749	3,051	-10%	371	720	-48%	139	413	-66%	Ürün marjlarındaki zayıflığın devam etmesi ve stok zararı sebebiyle zayıf bir çeyrek bekliyoruz. Star Rafinerisi'nden alınan naftadan sağlanan maliyet avantajına rağmen, Şirket'in FAVÖK marjının bir önceki çeyrekteki %17 seviyesinden %13,5'ye gerilemesini bekliyoruz.

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	
PGSUS	11 Kasım	3,915	3,351	17%	1,867	1,343	39%	1,055	742	42%	Pegasus'un güçlü seyreden birim gelirler, yükselen yan gelirler ve yurt içi kapasitesinin bir kısmının yurt dışına aktarılmasıyla sağlanan verimlilik artışlarından faydalanmaya devam etmesini bekliyoruz.
SELEC	9 Kasım	4,283	3,346	28%	170	71	139%	138	62	122%	İlaç fiyatlarında Şubat ayında yapılan %26'lık zam ve Selçuk Ecza'nın artan pazar payı ile cirosunun yıllık %28 büyümesini bekliyoruz. FAVÖK marjı ve net kar artan fiyatlardan dolayı olumlu etkilendi.
SISE	1-5 Kasım	4,518	4,302	5%	884	1,007	-12%	408	998	-59%	TL'nin güçlenmesine bağlı olarak Soda Sanayii ve Trakya Cam'ın daha zayıf katkısı nedeniyle Şişe Cam'ın konsolide operasyonel karının bir miktar geri çekileceğini öngörüyoruz. Net karın ise geçtiğimiz yıl yazılan kur farkı gelirlerinin yarattığı yüksek baz nedeniyle önemli ölçüde düşeceğini hesaplıyoruz.
SODA	1-5 Kasım	977	958	2%	211	333	-37%	144	818	-82%	Maliyet artışları ve krom fiyatlarındaki geri çekilme nedeniyle 3Ç18'e göre daha zayıf bir operasyonel performans bekliyoruz. Net karın ise geçtiğimiz yıl yazılan kur farkı gelirlerinin yarattığı yüksek baz nedeniyle önemli ölçüde düşeceğini hesaplıyoruz.
TAVHL	24 Ekim	1,489	1,570	-5%	957	961	0%	544	732	-26%	TL'nin EUR'a karşı değer kazanması nedeniyle yolcu sayısındaki artışın operasyonel sonuçlara yansımaları beklemiyoruz. Net karın ise İstanbul Havalimanı'nın portföyden çıkması nedeniyle düşmesini öngörüyoruz.
TCELL	31 Ekim	6,619	5,799	14%	2,814	2,231	26%	794	241	229%	Enflasyonun gerilemesiyle ilk yarıda %20 seviyelerinde gerçekleşen gelir büyümesinin %14'e gerilemesini bekliyoruz. Mevsimsel olarak güçlü olan 3. Çeyrekte FAVÖK marjında hem geçen yılın aynı dönemine hem de bir önceki çeyreğe göre iyileşme bekliyoruz. Düşen finansman maliyetleri sayesinde net karın 794m TL seviyesinde oluşmasını bekliyoruz.
THYAO	11 Kasım	23,000	21,992	5%	5,561	6,482	-14%	3,748	3,956	-5%	Doluluk oranındaki geri çekilme, artan maliyet baskısı ve 3Ç18'in yüksek bazı nedeniyle yıllık bazda daha zayıf bir operasyonel karlılık öngörüyoruz.

Hisse	Açıklama Tarihi	Satışlar			FAVÖK			Net Kar			Yorumlar
		3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	3Ç19T	3Ç18	Yıllık Değişim	
TKFEN	24 Ekim	3,223	3,256	-1%	347	387	-10%	216	448	-52%	İnşaat tarafının yatay performansına rağmen, gübre fiyatlarındaki geri çekilme sonrası Toros Tarım'ın konsolide rakamlara geçtiğimiz yıla göre daha düşük bir katkı yapacağını öngörüyoruz.
TOASO	30 Ekim	4,177	4,460	-6%	513	731	-30%	290	311	-7%	Tofaş'ın operasyonel karlılığı geçtiğimiz yıl yaşanan kur hareketleri nedeni ile normal seviyelerin üzerine çıkmıştı. Marjların normalleşmesi nedeniyle 3Ç19'da FAVÖK'te de düşüş öngörüyoruz. Ancak, geçtiğimiz yıldan daha düşük finansal giderler sayesinde faaliyet karındaki zayıflamanın net kara sınırlı yansıtacağını düşünüyoruz.
TRGYO	8-11 Kasım	265	341	-22%	165	125	32%	142	-974	n.m.	3. çeyrekte 265 milyon TL gelir bekliyoruz. Konut projelerinden yapılan teslimatlar (çoğunlukla 5. Levent) ciroya 61 milyon TL katkıda sağladı. 3. Çeyrekte TL'nin Dolara karşı güçlü seyri ile şirketin 142 milyon TL net kar elde etmesini bekliyoruz.
TRKCM	1-5 Kasım	1,667	1,667	0%	274	292	-6%	190	276	-31%	Zor piyasa koşulları nedeniyle satış hacimlerinde bir miktar zayıflama öngörüyoruz. Buna rağmen, fiyat revizyonları sayesinde cironun yatay kalacağını, FAVÖK'te ise maliyetlerdeki artış nedeniyle hafif geri çekilme bekliyoruz.
TTRAK	25 Ekim	997	876	14%	94	142	-34%	17	29	-41%	Eylül'de satışların ivme kazanması ile geçen yılın aynı ayına göre toparlanma var; ciroda yıllık %14 büyümeye bekliyoruz. Yurtiçi satışların toplam satışlar içinde daha düşük paya sahip olması ile FAVÖK'ün yıllık %34 daralmasını öngörüyoruz.
TUPRS	7 Kasım	24,710	30,247	-18%	631	3,741	-83%	-110	542	n.m.	Güçlü ürün marjlarının olumlu katkısına rağmen artan ham petrol maliyetleri sebebiyle, Tüpraş'ın üçüncü çeyrek sonuçlarının zayıf gelmesini bekliyoruz. Dizel ve jet yakıtı marjları bir önceki çeyrekte gördüğü dip seviyelerden toparlanma gösterdi. Seyahat dönemi olması dolayısıyla benzin marjları da yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Söz konusu etkenler ortalama ürün marjlarını varil başına yaklaşık 3\$ yukarı çekti. Ancak, negatif stok etkisi ve ağır ham petrol fiyatlarındaki artışın 3. çeyrekte zarara yol açmasını bekliyoruz.
ULKER	5 Kasım	1,802	1,463	23%	306	235	30%	210	222	-5%	Hem yurtiçi hem de uluslararası operasyonlarda daha iyi ürün karması ve optimizasyonu ile desteklenen fiyat artışlarından ciro ve karlılık olumlu etkilendi. 3Ç19'da cironun yıllık bazda %23 artış göstermesini bekliyoruz. Ancak, şirketin 3Ç19 net karının geçen yılın yüksek baz etkisi ve vadeli sözleşmelerden elde ettiği düşük kar ile yıllık %5 gerilemesini bekliyoruz.
YATAS	11 Kasım	270	245	10%	46	40	15%	28	15	83%	3Ç19'da geçen yılın aynı döneminin yüksek baz etkisi sebebiyle Yataş'ın cirosunun yıllık %10 FAVÖK'ünün yıllık %15 artmasını bekliyoruz. Net kar ise bu yıl TL'nin dolar karşısında güçlü seyrinden olumlu etkilenecek yıllık %83 artışla 28 milyon TL'ye çıkmasını öngörüyoruz.

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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2019