

4Ç18 Kâr Beklentileri

4Ç18 de varlıklarda kalite riski ve ekonomik yavaşlama belirleyiciydi

AK Yatırım Araştırma
research@akyatirim.com.tr

Yılın son çeyreği TL'nin güçlenmeye devam ettiği, ancak bozulan tüketici güveni ve ekonomik beklentilerdeki zayıflama nedeniyle kredilerdeki daralmanın devam ettiği, bankacılık sektöründe sermayeye yeterliliğine ilişkin kaygıların azaldığı buna karşılık aktif kalitesindeki bozulmanın yakından takip edildiği bir dönem oldu. Eylül başından itibaren kura karşı korunaklı hisselerden banka hisselerine geçiş 2019'a ilişkin risk algısının değişmeye başladığını ve 2018 yatırım temasının artık rağbet görmediğini ortaya koydu. Sanayi şirketlerinde bir önceki çeyrekte farklı olarak döviz borçlusu şirketlerin kur farkı zararlarında azalma görülürken, bankalarda karşılık giderleri ve operasyonel giderlerin artacağını, TÜFE'ye endeksli tahvil faiz gelirindeki artışının bu maliyetleri karşılayamadığı için kârların 3.çeyreğin altında kalacağını öngörüyoruz.

Finans dışı şirketlerin 4Ç18 net kârlarında yıllık bazda %81,2 büyüme ancak çeyrek bazda %23,0 daralma öngörüyoruz. TL'nin yılsonu ve Eylül sonu arasına baktığımızda dolara karşı %11,7 ve avroya karşı %13,1 değer kazandığını görüyoruz. Bundan dolayı bir çok finans dışı şirket FX açık pozisyonu taşıdığı için 4Ç18 de kur farkı geliri kaydetti ve yıllık bazda büyüdü. Finans dışı şirketlerin esas faaliyetlerine baktığımızda toplamda cironun yıllık %38,2 büyüdüğünü ancak çeyrek bazda %8,4 küçüldüğünü ve FAVÖK'ün yıllık %37,0 büyüdüğünü ancak çeyrek bazda %39,4 daraldığını görüyoruz. Ciro ve FAVÖK'teki bu volatilité kur hareketlerinden kaynaklanıyor. Büyük finans dışı şirketlerin çoğunda önemli oranda döviz bazlı ciro olduğu için TL'nin yıllık bazda dolara karşı %32,9 ve avroya karşı %0,7 değer kaybetmesiyle ciro ve FAVÖK'te büyümeler desteklendi. Buna karşın çeyrek bazda TL'nin dövizlere karşı değer kazanmasıyla ciro ve FAVÖK'te daralmalar söz konusu.

Artan karşılık yükü ve faaliyet giderleri ile birlikte kredilerdeki daralma 4Ç18 banka finansalları üzerinde hissedildi. Ekim ayında yıllık enflasyonun %25 ile zirveyi görmesi bankaların TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerden çok yüksek gelir yazmasına imkân sağladı. Ancak karşılık ve faaliyet giderleri nedeniyle sektörün 4Ç18 kârının önceki çeyreğin %6 altında kalacağını hesaplıyoruz.

Şirketlerde 4Ç18 finansal sonuç açıklamaları 30 Ocak Çarşamba günü Arçelik ve Türk Telekom ile başlayıp ardından 31 Ocak'ta Akbank ve Garanti Bankası ile devam edecek. Solo ve konsolide finansal tabloların açıklanması için son tarihler ise 1 Mart ve 11 Mart olarak belirlendi. Bankalarda da sonuçların açıklanmasının 1Mart'a kadar tamamlanmış olacağını tahmin ediyoruz. Yaptığımız tahminlere dayanarak, araştırma kapsamımızdaki şirketlerin 4Ç18'de yıllık %36,9'luk kâr büyümesi, ancak önceki çeyreğe göre %13,1'lik kâr düşüşü ile toplam 14,8 milyar TL net kâr açıklamasını bekliyoruz. Finans dışı şirketlerin kârlarında yıllık bazda büyüme ancak çeyrek bazda daralama yaşanırken, finans şirketlerinde tam tersi yaşandı.

Ak Yatırım Araştırma Kapsamındaki Hisseler İçin Toplam Rakamlar*

(milyon TL)	4Ç18T	4Ç17	% değ.	3Ç18	% değ.	2018T	2017	% değ.
Net Kâr	14,830	10,831	36.9%	17,076	-13.1%	59,716	49,113	21.6%
Mali Kesim*	6,008	5,963	0.8%	5,621	6.9%	27,113	25,484	6.4%
Mali Kesim Dışı	8,823	4,868	81.2%	11,455	-23.0%	32,603	23,629	38.0%
Mali Kesim Dışı								
Satış Gelirleri	125,174	90,554	38.2%	136,715	-8.4%	457,256	328,101	39.4%
FAVÖK	15,984	11,665	37.0%	26,395	-39.4%	70,441	47,685	47.7%
FAVÖK marjı	12.8%	12.9%	-11 bps	19.3%	-654 bps	15.4%	14.5%	87 bps
Net kâr marjı	7.0%	5.4%	167 bps	8.4%	-133. bps	7.1%	7.2%	-7 bps

Bir defaya mahsus gelir-giderler ayrılanmıştır. * Mali kesim grubuna bankalar ve GYO'lar dâhil edilmiştir.

Bankacılık Sektörü

4Ç18 tahminlerimiz banka kârlarında %6 daralmaya işaret ediyor. Buna göre bankaların 2018 yılı net kârında ortalama %7 artış hesaplıyoruz. Bankaların 4Ç18 net kârlarında öngördüğümüz daralma makro varsayımlardaki iyileşmenin olumlu etkisine rağmen sorunlu kredi girişlerine ve yakın izlemeye alınan kredilere bağlı olarak ayrılan karşılık yükünün artmasından kaynaklanmaktadır. Hesaplamamıza göre, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirinin çeyresel bazda yaklaşık %70 artarak 12 milyar TL'ye gelmesi kredi-mevduat getiri makasındaki daralmanın net faiz marjına olumsuz etkisini bir ölçüde telafi edecektir. Bu nedenle NIM hesaplamamız önceki çeyreğe göre TÜFE etkisi olmadan 90 baz puan ve TÜFE etkisiyle 20 baz puan daralma öngörmektedir. Sektörde komisyon gelirlerinde sağlanan güçlü ivme, son çeyrekte de kredi kartı üye işyeri komisyonlarının faize bağlı olarak artmasıyla güçlü seyrini korudu. Son olarak mevsimsel etkiler ve kura bağlı faktörler nedeniyle faaliyet gider artışının hem son çeyrekte hem de yılın genelinde %17 düzeyinde olacağını hesaplıyoruz. Tahminlerimiz bankaların öz kaynak kârlılığının 2018'de %13,5 düzeyinde olacağını ortaya koyuyor. 4Ç18 kâr beklentilerimizi bankalardan aldığımız öngörüler çerçevesinde %13 düzeyinde azalttık. Ancak İş Bankası'ndan gelen olumlu öngörüler çerçevesinde bu bankaya ilişkin kâr tahminimizi arttırdık. Diğer taraftan Vakıfbank ve Yapı Kredi Bankası'nda yaptığımız eksi düzeltmeler rakiplerine göre daha düşük ölçekte kaldı.

4Ç18'de, **İşbank**'ın net kârında (rakiplere göre daha düşük düzeyli TÜFE katkısına rağmen) %48'lik kuvvetli çeyresel artış öngörüyoruz. Beklentimiz 3Ç18'de çok yüksek seviyede olan provizyon giderlerinden makro varsayımlar çerçevesinde kısmi iptaller olacağı varsayımını da içeriyor. **Halkbank**'ın 4Ç18 net kârına ilişkin %11 oranındaki artış beklentimiz ise baz düşük olduğu için kuvvetli bir kâr seviyesine işaret etmiyor. Kârın faiz marjı ve karşılık gider baskısı altında kalmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz. Küçük bankalar arasında **TSKB**'nin net kârında öngördüğümüz tek haneli çeyresel artış kurdaki olumlu değişim sonrası provizyon yükünün azalmasından ve TÜFE'ye endeksli menkul kıymetlerden kaynaklanıyor. **Vakıfbank** için rakiplerinin çoğuna kıyasla TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelir artışını daha düşük düzeyde hesaplıyoruz. Bununla birlikte bankanın kredi-mevduat makasında daralma, karşılıklarda büyüme ve güçlü komisyon geliri ile yataya yakın bir net kâr açıklayacağını tahmin ediyoruz. **Garanti Bankası**, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerindeki artışı en çok hissedecek banka konumunda. Ancak 4Ç18 net kârının karşılık gider artışı nedeniyle önceki çeyreğe göre gerileyeceğini hesap ediyoruz. Öte yandan, **Yapı Kredi Bankası**'nın da (TÜFE gelirlerine rağmen), kredi – mevduat getiri makasında daralma ve faaliyet gideri maliyetlerindeki artıştan dolayı 4Ç18 net kârı önceki çeyreğin altında kalabilir. Son olarak, **Albaraka Türk**'te net zarar tahmininde bulunduk. Bankanın, TL'deki zayıflama sonucunda 205 milyar dolar tutarındaki çekirdek sermaye benzeri borçlanmasından kaynaklanan kur zararları olacağını hesaplıyoruz.

Özetle, 4Ç18'de bankalar için öngördüğümüz ortalama %6,2 kâr gerilemesi **(i)** net faiz gelirinde (yüksek enflasyon nedeniyle TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirinde 5,0 milyar TL artışa rağmen) kredi-mevduat getiri makasındaki daralma nedeniyle %40 düşüş, **(ii)** net ücret ve komisyonlarda özellikle kredi kartı üye işyeri gelirleri ile birlikte %7 düzeyinde büyüme, **(iii)** özellikle makro varsayımlardaki iyileşmelerin sağladığı rahatlamaya rağmen takibe dönüşümler ve yakın izleme girişleri nedeniyle bir miktar daha artış ve **(iv)** bazı mevsimsel faktörler ve kur etkisi sonucunda faaliyet giderlerinde %17 tahminlerini içeriyor.

Bankacılık dışı şirketlerle ilgili öne çıkanlar

Mevsimselliği göz önünde bulundurarak geçen yıla göre bir karşılaştırma yaptığımızda, araştırma kapsamımızdaki bankacılık dışı şirketlerin cironun yıllık %38,2 büyüme ancak çeyrek bazda %8,4 daralma ile toplam 125,2 milyar TL olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Yıllık ve çeyreklik değişimlerdeki farklılık kur hareketlerinden kaynaklandı. Bankacılık dışı şirketlerin faaliyet karı (FAVÖK) toplamının yıllık %37,0 büyüdüğünü ancak çeyrek bazda %39,4 düştüğünü tahmin ediyoruz. Toplam FAVÖK marjının yıllık 11 baz puan ve çeyreklik olarak 654 baz puan ile %12,8'e daralmasını öngörüyoruz. **AEFES, COLA ARCLK, BIZIM, KRDM, KOZAL, MGROS, MPARK, KOZAL ve TKFEN'in** net kârında geçen yıla göre ciddi iyileşme bekliyoruz.

- **Anadolu Efes ve Coca Cola İçecek'in** 4Ç17'de kaydettikleri net zarar rakamlarından farklı olarak, 4Ç18'de kur farkı gelirlerine bağlı olarak net kar açıklayacaklarını tahmin ediyoruz.
- Güçlü ana kategori satışları **Bizim Toptan'ın** ciro büyümesine katkı sağlarken, yönetimin stratejik olarak kârlı segmentlere yoğunlaşması karlılığı 4Ç'de olumlu etkiledi.
- Kur farkı gelirlerin FAVÖK'ün üzerine gelmesi ile **Kardemir** de yıllık yüksek net kar büyümesi bekliyoruz
- 4Ç18'de TL'nin Avro'ya karşı değer kazanması sonucunda **Migros** ve **MLP Sağlık** Avro açık pozisyonlarından dolayı elde ettikleri kur farkı gelirleri net karlarına olumlu yansıdı.
- Üretim artışı, TL'deki değer kaybı, 2,5 milyar TL seviyesindeki nakit pozisyonu üzerinden yaratılacak olan faiz geliri ve düşük nakit maliyetler sayesinde güçlü faaliyet kâr marjı **Koza Altın'ın** net karını desteklerken kur farkı gideri 4. Çeyrek karını destekleyecektir.
- **Tekfen Holding'in** taahhüt segmentinin devam eden projelerin kademeli olarak tamamlanmasıyla 4Ç18'de ciroya yüksek katkı yapmasını beklerken, faaliyet kârının hem tarım hem de taahhüt segmentlerinin devam eden yüksek karlılıklarından 4Ç18 FAVÖK marjı olumlu etkilendi.

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 petrokim maliyetleri marjlar üzerinde baskı yarattı. 4Ç18'de **Pegasus Havayolları'nın** negatif FAVÖK açıklayacağını öngörüyoruz, ancak şirketin iç hat uçuşlardan dış hat uçuşlara kapasite kaydırması sonrası karlılıkta görülebilecek beklentilerin üzerinde bir artışa bağlı olarak burada bir yukarı potansiyelden bahsedilebilir. **Şişe Cam** grubu şirketlerinin 4Ç18'de faaliyet karlılıklarında yüksek girdi maliyetlerine bağlı olarak (özellikle 3Ç'de Türkiye'de yapılan doğal gaz fiyat artışlarının 4Ç18'de tüm çeyreğe etki edecek olması nedeniyle) bir önceki çeyreğe göre gerileme görüleceğini, ayrıca net kar rakamlarında da kur farkı giderleri nedeniyle baskı oluşacağını düşünüyoruz. İki ay süren bakım durumu sebebiyle **Petkim** için dördüncü çeyreğin yılın en zayıf çeyreği olmasını bekliyoruz.

Net Kâr Beklentileri (milyon TL)

Hisse	Tahmini Açıklama Tar.	Öz Sermaye			Net Faiz Gel.			NET KAR		
		4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.	4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.	4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.
ALBRK	11-15 Şubat	3,428	2,482	%38	322	262	%23	-72	96	-
GARAN	31 Ocak	47,597	41,331	%15	6,370	3,617	%76	1,124	1,699	-%34
HALKB	11-15 Şubat	28,630	25,377	%13	1,984	1,553	%28	335	715	-%53
ISCTR	4-8 Şubat	47,908	42,984	%11	4,186	3,220	%30	1,827	751	%143
TSKB	1 Şubat	4,079	3,535	%15	497	263	%89	174	143	%21
VAKBN	11-15 Şubat	27,112	23,258	%17	3,011	1,804	%67	990	901	%10
YKBNK	1 Şubat	40,793	30,098	%36	3,818	2,212	%73	964	880	%10
Bankalar		199,546	169,064	%18	20,186	12,932	%56	5,342	5,185	%3

Hisse	Tahmini Açıklama Tar.	Satış			VAFÖK			NET KAR		
		4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.	4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.	4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.
EKGYO	11 Mart	1,240	1,098	%13	682	627	%9	421	691	-%39
ISGYO	28 Ocak - 1 Şub	110	70	%57	33	28	%16	245	87	%182
GYO		1,350	1,168	%16	715	656	%9	666	777	-%14

Net Kâr Beklentileri (milyon TL)

Hisse	Tahmini Açıklama Tar.	Satış			VAFÖK			NET KAR		
		4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.	4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.	4Ç18T	4Ç17	Yıl. Dğ.
AEFES	28 Şubat	4,516	2,758	%64	522	353	%48	360	-194	-
AKSA	14 Şubat	827	811	%2	81	150	-%46	117	71	65%
ANACM	11-15 Şubat	924	645	%43	192	169	%14	56	14	299%
ARCLK	30 Ocak	7,550	5,706	%32	831	429	%94	283	90	215%
ASELS	26 Şubat	3,815	1,909	%100	750	371	%102	763	636	20%
BIMAS	11 Mart	8,895	6,597	%35	454	324	%40	289	222	30%
BIZIM	28 Şubat	990	830	%19	40	22	%80	6	0	2762%
BOLUC	1 Mart	120	147	-%19	24	44	-%46	0	36	-
BRSAN	25 Şub - 1 Mart	1,202	821	%46	160	81	%98	58	60	-2%
CCOLA	27 Şubat	2,145	1,656	%29	210	165	%27	109	-149	-
DGKLB	4-11 Mart	155	141	%10	11	16	-%31	13	-5	-
EREGL	4-8 Şubat	7,382	5,339	%38	2,020	1,633	%24	1,389	1,192	16%
FROTO	12 Şubat	9,565	8,203	%17	861	595	%45	673	510	32%
INDES	4-8 Mart	848	1,696	-%50	28	44	-%36	12	114	-89%
KARDM	4-8 Mart	1,574	1,154	%36	391	304	%28	378	71	432%
KOZAL	4-8 Mart	513	237	%117	308	105	%194	235	149	58%
LOGO	11-15 Şubat	115	83	%39	29	20	%45	19	13	54%
MAVI	14 Mart	570	431	%32	50	44	%13	4	7	-45%
MGROS	5 Mart	4,970	4,022	%24	278	217	%28	473	-206	-
MPARK	7 Mart	850	703	%21	128	93	%38	52	-55	-
PETKM	28 Şubat	2,500	1,962	%27	241	449	-%46	95	365	-74%
PGSUS	5 Mart	1,738	1,186	%46	-23	-15	-	-148	8	-
SELEC	25 Şubat	3,660	2,833	%29	68	58	%16	58	57	2%
SISE	11-15 Şubat	4,516	3,203	%41	927	624	%49	143	358	-60%
SODA	11-15 Şubat	939	655	%43	208	158	%32	19	238	-92%
TAVHL	13 Şubat	1,764	1,292	%36	701	573	%22	173	66	163%
TCELL	20 Şubat	5,784	4,666	%24	2,323	1,739	%34	877	216	306%
THYAO	4-8 Mart	16,120	10,447	%54	1,970	1,053	%87	60	-184	-
TKFEN	21 Şubat	3,610	2,417	%49	466	322	%45	361	255	42%
TOASO	7 Şubat	4,988	5,067	-%2	521	656	-%21	408	424	-4%
TRKCM	11-15 Şubat	1,705	1,289	%32	327	219	%49	143	193	-26%
TUPRS	13 Şubat	24,337	14,604	%67	1,567	1,190	%32	1,547	501	209%
ULKER	5 Mart	1,702	1,288	%32	255	170	%50	125	93	35%
Finans dışı		125,174	90,554	%38	15,984	11,665	%37	8,823	4,868	%81

Albaraka – ALBRK

Albaraka Türk için 4Ç18'de 72 milyon TL net zarar hesaplıyoruz. Buna göre şirketin 2018 yılı net kârının %9,5 civarında bir özkaynak kârlılığı ile 300 milyon TL düzeyinde kalacağını tahmin ediyoruz (öz kaynak kârlılığı 2017'de %10,0 olmuştu). 4Ç18'na ilişkin beklentimizin zayıf kalması bankanın Şubat ayında sağladığı 205 milyon dolar tutarındaki birincil sermaye benzeri borcun TL'deki değerlenme nedeniyle bu çeyrekte yaratacağını tahmin ettiğimiz kur giderlerinden kaynaklanıyor. Bu arada, bankanın net kâr payı marjının çeyreksele ve yıllık bazda 40 baz puan kadar daralacağını öngörüyoruz.

(TRYmn)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık Değ	3Ç18	Çeyrek Değ
Varlıklar	40.661	36.229	12%	44.712	-9%
Özserm.	3.428	2.482	38%	3.500	-2%
Net Kâr	-72	96	-175%	176	-141%
NFM	3,1	4,3	-113bps	3,5	-39bps
Aktif Karl.	-0,7	1,1	-183bps	1,7	-242bps
Özserm.Karl.	-8,3	15,8	n.m.	20,7	n.m.

Garanti Bankası – GARAN

Garanti Bankası'nın 4Ç18'de 1,1 milyar TL net kâr açıklayacağını tahmin ediyoruz. Bankanın her iki çeyrek için öngördüğümüz 7000 milyon TL ve 400 milyon TL tutarındaki serbest karşılıkları dikkate alındığında bu çeyreksele bazda %35 gerileme ifade ediyor. TÜFE'ye endeksli menkul kıymet getirisindeki kuvvetli artışa rağmen, bankanın net kârındaki çeyreksele gerileme beklentimiz yakın izlemedeki ve takipteki krediler için ayrılacak karşılıklardan kaynaklanıyor. Ayrıca bankanın faaliyet giderlerinin 4Ç18'de önceki çeyreğe göre %20 artarak 2018 yılı için yıllık artışı %13,5'e getireceğini tahmin ediyoruz.

(TRYmn)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık Değ	3Ç18	Çeyrek Değ
Varlıklar	367.200	325.232	13%	410.777	-11%
Özserm.	47.597	41.331	15%	46.473	2%
Net Kâr	1.124	1.699	-34%	1.673	-33%
NFM	7,1	5,6	148bps	5,5	158bps
Aktif Karl.	1,3	2,3	-102bps	1,9	-66bps
Özserm.Karl.	9,6	16,8	-725bps	14,8	-519bps

Halkbank – HALKB

Halkbank'ın 4Ç18' net kârının zayıf kalacağını önceki çeyreğe göre %11 artışa rağmen 335 milyon TL olacağını öngörüyoruz. Buna göre bankanın 2018 yılı net kârı önceki yıla göre %32 gerileyerek 2,5 milyar TL düzeyinde kalabilir. Bankanın zayıf beklediğimiz son çeyrek kârlılığının (TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirindeki artışa rağmen), (i) TL'nin yüksek fonlama maliyeti ve kredi getirisindeki çok sınırlı artış nedeniyle net faiz marjının %2,2 civarında kalacak olmasından, ve (ii) karşılık giderlerinin oransal olarak takibe yeni girişlerle birlikte nispeten yüksek seviyesinde kalmasından etkileneceğini düşünüyoruz. Son olarak, faaliyet giderlerinin son çeyrekte öncekine göre %15 ve 2018 yılında önceki yıla göre %18 artacağını öngörüyoruz.

(TRYmn)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık Değ	3Ç18	Çeyrek Değ
Varlıklar	372.913	305.351	22%	387.323	-4%
Özserm.	28.630	25.377	13%	28.295	1%
Net Kâr	335	715	-53%	303	11%
NFM	2,2	2,9	-71bps	2,3	-9bps
Aktif Karl.	0,4	1,0	-64bps	0,3	2bps
Özserm.Karl.	4,7	11,5	-682bps	4,3	43bps

İş Bankası (C) – ISCTR

İş Bankası'nın 3Ç18'deki çok zayıf bazın ardından, 4Ç18'de net kârında çeyrek bazda %48 artış yakalamasını bekliyoruz. Buna göre bankanın 2018 yılı net kârını %21 artışla 6,4 milyar TL ve öz kaynak kârlılığını %14,1 olarak hesaplıyoruz. Muhasebe farklılığı nedeniyle İş Bankası'nın TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirinde kuvvetli artış öngörmüyoruz. Ancak kârın kuvvetli kalması (i) önceki çeyreklerde yüksek ayrılan karşılıklardan kısmi çözümler ve (ii) komisyon gelirlerindeki artışın çeyrek bazda 4Ç18'de %17 ve yıllık bazda 2018'in tamamında %31 gibi yüksek bir seviyede kalmasından kaynaklanıyor.

(TRYmn)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık Değ	3Ç18	Çeyrek Değ
Varlıklar	411.363	362.244	14%	444.334	-7%
Özserm.	47.908	42.984	11%	46.591	3%
Net Kâr	1.827	1.912	-4%	1.238	48%
NFM	4,3	4,3	-2bps	5,2	-93bps
Aktif Karl.	1,9	2,3	-45bps	1,3	59bps
Özserm.Karl.	15,5	18,2	-276bps	10,8	466bps

TSKB – TSKB

TSKB'nin 4Ç18'de net kârının hafif bir artışla 174 milyon TL olacağını öngörüyoruz. Buna göre bankanın 2018 yılı net kârı 665 milyon TL'ye ulaşmakta ve öz kaynak kârlılığı sektörün en yüksek oranlarından biri kabul edebileceğimiz %17,4 olmaktadır. Güçlü 4Ç18 net kârı, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerinden kaynaklanmaktadır. Bu arada, bankanın karşılık gider yükünün yakın izleme kategorisi için ayrılacak ek karşılıklar ve bir miktar serbest karşılık nedeniyle yatay kalacağını düşünüyoruz.

(TRYmn)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık Değ	3Ç18	Çeyrek Değ
Varlıklar	37.033	28.910	28%	43.553	-15%
Özserm.	4.079	3.535	15%	3.905	4%
Net Kâr	174	143	21%	167	4%
NFM	5,3	4,6	65bps	5,3	-1bps
Aktif Karl.	1,9	2,1	-27bps	1,8	3bps
Özserm.Karl.	17,4	16,6	86bps	17,5	-3bps

Vakıfbank – VAKBN

Vakıfbank için 990 milyon TL olan 4Ç18 net kâr tahminimiz yaklaşık bir önceki çeyrek düzeyinde bulunuyor. Buna göre bankanın 2018 net kârını 4,1 milyar TL düzeyinde ve öz kaynak kârlılığını %15,9 olarak (sektörde en yüksek ikinci rakam) hesaplıyoruz. Vakıfbank'a ilişkin güçlü net kâr tahminimiz (i) TÜFE'ye endeksli menkul kıymet gelirlerinde ılımlı artış, (banka ilk dokuz ay için rakiplerine göre daha yüksek enflasyon oranı değerlemesi yaptığından) ve kredi mevduat makasında bir miktar bozulma, (ii) net komisyonlarda yıllık büyümeyi %70'e çıkararak güçlü bir çeyrek katkı, ve (iii) daha olumlu makro varsayımlar nedeniyle Yakın İzlemedeki Krediler için ayrılmış karşılıklardan bir miktar çözümler gibi varsayımları içeriyor.

(TRYmn)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık Değ	3Ç18	Çeyrek Değ
Varlıklar	331.460	270.572	23%	353.410	-6%
Özserm.	27.112	23.258	17%	26.692	2%
Net Kâr	990	901	10%	985	1%
NFM	3,8	3,8	-1bps	4,4	-63bps
Aktif Karl.	1,2	1,5	-23bps	1,3	-4bps
Özserm.Karl.	14,7	15,9	-113bps	14,9	-20bps

Yapı Kredi – YKBNK

Yapı Kredi'nin 4Ç18 net kârını % 14 düşüş ile 964 milyon TL olarak hesaplıyoruz. Bu nedenle bankanın 2018 yılı net kârının %26 civarı artışla 4,55 milyar TL olacağını öngörüyoruz. 4. çeyrek net kârındaki gerileme öngörümüz (enflasyona bağlı olarak TÜFE'ye endeksli menkul kıymet faiz gelirlerinde güçlü artış beklentisine rağmen) öncelikle kredi – mevduat getiri makasının daralmasından ve faaliyet giderlerindeki artıştan kaynaklanıyor. Öte yandan, makro varsayımların katkısı nedeniyle yakın izlemedeki krediler için ayrılan karşılıklarda çeyrek bazda gerileme bekliyoruz.

(TRYmn)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık Değ	3Ç18	Çeyrek Değ
Varlıklar	366.047	297.810	23%	390.163	-6%
Özserm.	40.793	30.098	36%	40.302	1%
Net Kâr	964	880	10%	1.115	-14%
NFM	4,6	4,0	62bps	5,1	-45bps
Aktif Karl.	1,2	1,3	-16bps	1,4	-20bps
Özserm.Karl.	9,5	11,9	-240bps	11,4	-191bps

Aksa Akrilik – AKSA

Ağustos başı ve Eylül ortası olmak üzere Aksa Akrilik iki kez üretim kapasitesini %20 indireceğini açıkladı. Böylece, toplam da üretim kapasitesini %40 indirmiş oldu. Kur volatilitesinden kaynaklanan talep zayıflığı ile şirket bu kararları almıştı. Dolar bazında hammadde ve satış fiyatlarında fazla bir değişiklik olmadı ancak üretim azalınca satış hacminde ve ciroda çeyrek ve dolar bazında yavaşlama öngörüyoruz. 4Ç18 ciroda TL bazında yıllık %2 büyüme (dolar bazında yıllık %30 daralma). Üretimin azalmasıyla ayrıca FAVÖK marjında büyük bir düşüş bekliyoruz. Ancak FX bazlı borçlarla TL'nin deper kazancıyla kur farkı gelirleri ile net karda yıllık bazda büyüme bekliyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	827	811	%2	1.014	-%18
FAVÖK	81	150	-%46	193	-%58
Net Kar	117	71	%65	-66	-%277
FAVÖK marjı	%9,8	%18,5		%19,0	
Net kar marjı	14.2%	%8,7		-%6,5	

Anadolu Efes – AEFES

Anadolu Efes'in 4Ç'de yurtiçi bira hacimleri yıllık bazda %3 daralırken (2018 kümülatif %2 düşüş), yurtdışı bira hacimleri yıllık %5 artış gösterdi (2018 kümülatif %2 artış). Anadolu Efes ve ABI'nin Rusya ve Ukrayna faaliyetlerinin birleşmesinden sonra Anadolu Efes'in yeni operasyonu 2Ç18 itibarıyla tam konsolide etmeye başlaması yıllık bazdaki karşılaştırmaları anlamsız kılmaktadır. Şirketin 4Ç'de Rusya satış hacimlerinin yüksek tek haneli oranda büyüme göstermiş olmasını birleşme sonrası entegrasyon sürecinin hızlı ilerliyor olduğuna dar bir sinyal olarak görüyor ve olumlu değerlendiriyoruz. Efes'in 4Ç'de kur farkı gelirleri sayesinde net kar açıklayacağını düşünüyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	4,516	2,758	64%	5,450	-17%
FAVÖK	522	353	48%	927	-44%
Net Kar	360	-194	u.d.	91	296%
FAVÖK marjı	11.6%	12.8%		17.0%	
Net kar marjı	8.0%	-7.0%		1.7%	

Anadolu Cam – ANACM

Anadolu Cam 9A18'de ciroda yıllık %30 artış ve FAVÖK marjında 3 puanlık yükseliş ile kuvvetli bir performans göstermişti. 4Ç18'de yeni üretim hattının katkısı ve yıllık basda yüksek kur seviyeleri nedeniyle ciroda %43 artış tahmin ediyoruz. Artan doğalgaz ve diğer girdi maliyetleri nedeniyle FAVÖK marjında bir önceki çeyreğe göre düşüş gerçekleşmiş olduğunu düşünüyoruz. Net kar rakamında ise yıllık bazda belirgin artış bekliyoruz – 4Ç17'de net kar yüksek ertelenmiş vergi gideri nedeniyle baskı altında kalmıştı.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	924	645	43%	913	1%
FAVÖK	192	169	14%	230	-17%
Net Kar	56	14	299%	147	-62%
FAVÖK marjı	20.8%	26.3%		25.3%	
Net kar marjı	6.1%	2.2%		16.1%	

Arçelik – ARCLK

Arçelik'in 4Ç18 finansallarını yıllık kıyasladığımızda 4Ç17'nin düşük baz etkisi sebebiyle güçlü büyümeler mevcut. Arçelik'in 4Ç18'de cirosunu yıllık bazda %32 artıracığını öngörüyoruz. Marjların yurtiçi piyasada yapılan yüksek fiyat artışları ve nispeten yatay seyreden hammadde (çelik) fiyatlarından dolayı artmasını öngörüyoruz. Dolayısıyla, 4Ç18 FAVÖK'ünün yıllık bazda %94 (çeyrek bazda %6) artmasını ve FAVÖK marjının %11 olmasını bekliyoruz. 4Ç18 net karının (283 milyon TL; yıllık %215 artış) artan finansman giderlerine rağmen, güçlü ciro ve marj büyümelerinin olumlu etkilemesini bekliyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	7.550	5.706	%32	7.696	-%2
FAVÖK	831	429	%94	781	%6
Net Kar	283	90	%215	251	%13
FAVÖK marjı	%11.0	%7.5		%10.2	
Net kar marjı	%3.7	%1.6		%3.3	

Aselsan – ASELS							
<p>Haziran seçimlerinin ardından Savunma Bakanlığında personel değişimlerin yapılmasıyla iş akışlarında gecikmeler yaşandı. Dolayısıyla Aselsan projelerin bir kısmını teslim edemedi. Bu projelerle birlikte 4.ncü çeyrekteki işlerle ciroda yıllık %100 büyümeye öngörüyoruz. Projelerin karlılığı da şirketin öngördüğü %19 - %21 FAVÖK marjı bandında kalmasını bekliyoruz. Şirketin uzun döviz pozisyonu olması dolayısıyla daha düşük finansal gelir öngörüyoruz çünkü TL değer kazandı. Ancak elindeki nakit pozisyonu ile faiz geliri elde ettiğini düşünüyoruz.</p>		(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
		Satışlar	3.815	1.909	%100	1.934	%97
		FAVÖK	750	371	%102	380	%97
		Net Kar	763	636	%20	794	-%4
		FAVÖK marjı	%19,7	%19,4		%19,7	
		Net kar marjı	%20,0	%33,3		%41,0	

Bim – BIMAS							
<p>Bim'in 4Ç18 cirosunun yüksek enflasyon ve yeni mağaza açılışlarının etkisiyle yıllık bazda %35 büyümesini öngörüyoruz. FAVÖK marjı yıllık bazda yüksek ciro büyümesinin etkisiyle elde ettiği faaliyet kaldırıcıyla 4Ç18'de %5,1' yükseldi. Ancak çeyrek bazda FAVÖK marjı hükümetin başlattığı "Enflasyonla Mücadele Programı" ve asgari ücret yardımının 4Ç18'de olmaması sebebiyle geriledi. 4Ç18 net karının, güçlü ciro ve FAVÖK'ten olumlu etkilenerek yıllık %30 artmasını ve 289 milyon TL'ye yükselmesini bekliyoruz.</p>		(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
		Satışlar	8.895	6.597	%35	8.460	%5
		FAVÖK	454	324	%40	562	-%19
		Net Kar	289	222	%30	364	-%21
		FAVÖK marjı	%5,1	%4,9		%6,6	
		Net kar marjı	%3,2	%3,4		%4,3	

Bizim Toptan – BIZIM							
<p>Bizim Toptan'ın cirosunun yıllık bazda %19 artış göstermesini bekliyoruz. Bu artışın altında, sigara dışı güçlü büyüyen ana kategori büyümesi etkili oldu. 4Ç18'de operasyonel kaldırıcın da etkisiyle Bizim Toptan'ın 40 milyon TL FAVÖK ve %4 FAVÖK marjı elde etmesini öngörüyoruz. Yükselen faiz oranları, 4Ç18'de elden edilen güçlü operasyonel performansın net kara yansımaları sınırladı.</p>		(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
		Satışlar	990	830	%19	1.005	-%2
		FAVÖK	40	22	%80	43	-%7
		Net Kar	6	0	a.d.	9	-%33
		FAVÖK marjı	4,0%	2,7%		4,3%	
		Net kar marjı	0,6%	0,0%		0,9%	

Bolu Çimento – BOLUC							
<p>Yıllık bazda artan yurtiçi çimento fiyatlarına rağmen, Bolu Çimento'nun cirosu inşaat sektöründe yaşanan ciddi yavaşlama sonrası gerileyen satış hacimlerinden olumsuz etkilendi. Dolayısıyla, Bolu Çimento'nun cirosunun 4Ç18'de yıllık bazda sadece %19 gerilemesini bekliyoruz. Maliyet tarafında, artan elektrik ve petrokok fiyatlarından dolayı, FAVÖK marjının hem yıllık bazda hem de çeyrek bazda düşerek %20 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Net kar yükselen faizler sebebiyle, artan finansal giderlerden olumsuz etkilendi.</p>		(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
		Satışlar	120	147	-%19	141	-%15
		FAVÖK	24	44	-%46	30	-%21
		Net Kar	0	36	-%100	9	-%100
		FAVÖK marjı	%20,0	%29,9		%21,5	
		Net kar marjı	%0,0	%24,1		%6,6	

Borusan Boru – BRSAN

Düşen demir çelik satış fiyatları ile 4Ç18 de ciro büyümenin dolar bazında yıllık %1'de kalmasını bekliyoruz ki satış hacminde yıllık %20 büyüme öngörüyoruz. Ancak 4Ç18 de ortalamada TL 4Ç17'ye göre dolara karşı %45 değer kaybetmesiyle TL bazda cironun %46 büyüyeceğini hesaplıyoruz. 4Ç18 de düşen demir çelik satış fiyatları karlılığı da olumsuz etkileyeceğini düşünüyoruz; FAVÖK marjını %13,3 bekliyoruz ki bu 3Ç18 de %15,7 idi. Ancak 4Ç17 deki %9,8 marjının üstünde çünkü o dönemde satış fiyatlar hammadde fiyatları makası daha dardı. Borcu üzerinde faiz giderlerinin de artmasını bekliyoruz dolayısıyla net karda yıllık %2 daralma tahmin ediyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	1.202	821	%46	1.240	-%3
FAVÖK	160	81	%98	194	-%18
Net Kar	58	60	-%2	82	-%29
FAVÖK marjı	%13,3	%9,8		%15,7	
Net kar marjı	%4,8	%7,3		%6,6	

Coca Cola İçecek – CCOLA

CCİ 4Ç18'de satış hacimlerinde %0,6 artış sağladı: Türkiye hacimleri yatay seyredirken ve uluslararası satış hacimleri %1,5 arttı. 12 ay toplamında ise hacimlerde %6'lık artış sözkonusudur (Türkiye %5, yurtdışı %8). 2018'deki önemli bir gelişme Türkiye'de yüksek kar marjlı küçük paketlerin satış hacminin toplam hacimler içindeki payının 1 puan artış göstermesi olmuştur, bu gelişme karlılık açısından olumludur. CCİ FAVÖK marjında yıllık 2 puan artış kaydetmişti, 4Ç18'de kabaca yıllık yatay bir performans öngörüyoruz. Şirketin 4Ç'de kur farkı gelirleri sayesinde net kar açıklayacağını düşünüyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	2,145	1,656	29%	3,715	-42%
FAVÖK	210	165	27%	793	-74%
Net Kar	109	-149	-173%	37	192%
FAVÖK marjı	9.8%	10.0%		21.4%	
Net kar marjı	5.1%	-9.0%		1.0%	

Emlak GYO – EKGYO

4Ç18 cirosu yıllık bazda daha fazla yapılan teslimatlardan dolayı %13 artış göstermesini bekliyoruz. Emlak GYO 4Ç18'de 3 gelir paylaşım projesi ve 3 anahtar teslim projesinin teslimatını gerçekleştirdi. FAVÖK marjı yüksek kar marjı olan gelir paylaşımı projelerin teslimatından olumlu etkilendi. Buna göre, Emlak GYO'nun 4Ç18 FAVÖK marjının %55 olmasını ve FAVÖK'ünün yıllık bazda %9 artarak 682 milyon TL olmasını bekliyoruz. Ancak, net kar büyümesi artan faiz oranlarından dolayı yüksek finansman giderlerden olumsuz etkilendi.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	1.240	1.098	%13	353	%251
FAVÖK	682	627	%9	-1	a.d.
Net Kar	421	691	-%39	-32	a.d.
FAVÖK marjı	%55,0	%57,1		-%0,2	
Net kar marjı	%34,0	%62,9		-%9,0	

Ereğli Demir Çelik – EREGL

4Ç18 de demir çelik satış fiyatları düşüş trendindeydi ve zayıflayan talep ile satış hacmi de yavaşladı. Ancak ciroda kur etkisi ile TL bazda yıllık %38 büyüme bekliyoruz. Düşen demir çelik satış fiyatları ile hammadde fiyatları ile olan makasta daralma yaşandı. Dolayısıyla FAVÖK marjının 3Ç18 deki %32,9 ve 4Ç17 deki %30,6'dan 4Ç18 de %27,4'e daralmasını bekliyoruz. TL'nin dövizlere göre değer kazanmasıyla şirketin finansal gelirlerinde düşüş öngörüyoruz. Böylece net kardaki yıllık büyümenin FAVÖK deki büyümenin altında kalacağını düşünüyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	7.382	5.339	%38	7.792	-%5
FAVÖK	2,020	1.633	%24	2.567	-%21
Net Kar	1.389	1.192	%16	1.338	%4
FAVÖK marjı	%27,4	%30,6		%32,9	
Net kar marjı	%18,8	%22,3		%17,2	

Ford Otosan – FROTO							
<p>Sektör verilerine dayanarak Ford Otosan'ın toplam satış hacimlerinde 4Ç'de yıllık %17 düşüş açıklamasını bekliyoruz (9A'daki %2 büyümenin ardından). Yurt içi binek oto ve hafif ticari araç pazarının %52 daraldığı bu çeyrekte şirketin yurtiçi satışlarının %60'ın üzerinde gerilemiş olduğunu hesaplıyoruz. Diğer yandan, Ford Otosan'ın ihracat hacimlerinin ise 9A'deki %13 artışın ardından 4Ç'de %5 büyümüş olduğunu tahmin ediyoruz. Ford Otosan'ın 4Ç18'de satış gelirlerinde özellikle Euro/TL kurundaki artışın da yardımıyla yıllık bazda %17 büyüme bekliyoruz. FAVÖK marjında ise 3Ç'deki olumsuz sürprizin ardından 4Ç'de daha iyi bir performans öngörüyoruz.</p>		(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
		Satışlar	9,565	8,203	17%	7,772	23%
		FAVÖK	861	595	45%	667	29%
		Net Kar	673	510	32%	354	90%
		FAVÖK marjı	9.0%	7.2%		8.6%	
		Net kar marjı	7.0%	6.2%		4.6%	
İndeks Bilgisayar – INDES							
<p>Şirketin bağlı ortaklığı Datagate yılın ilk çeyreğinde müşterisi Türk Telekom'un getirdiği satış kısıtlamaları ile olumsuz etkilendi. Böylece İndeks Bilgisayar'ın konsolide cirosunda da bir yavaşlama söz konusu. Artan kur ile gerek Datagate'in sattığı ürünler (akıllı telefonlar vs.) gerekse İndeks Bilgisayar'ın sattığı ürünler, (masaüstü ve dizüstü bilgisayarlar, vs.) ciddi talep daralması yaşadılar. Yıllık ve TL bazda İndeks Bilgisayar'ın cirosunun %50 daralma gösterdiğini düşünüyoruz. Tedarikçelere ödeme şartlarında iyileşme sağlayan şirketin marjlarda biraz genişleme bekliyoruz.</p>		(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
		Satışlar	848	1.696	-%50	799	%6
		FAVÖK	28	44	-%36	21	%33
		Net Kar	12	114	-%89	16	-%26
		FAVÖK marjı	%3,4	%2,6		%2,7	
		Net kar marjı	%1,4	%6,7		%2,0	
İş GYO – ISGYO							
<p>İş GYO'nun 4Ç18'de cirosunun yıllık bazda %57 artarak 110 milyon TL'ye çıkmasını bekliyoruz. Bu artışın sebebi "In-Istanbul" ve "Manzara Adalar" projelerinin teslimatlarının bu çeyrek ciroya daha fazla katkısından kaynaklanmaktadır. Ancak karlılığın, düşük marjlı teslim edilen projelerin cirodaki payının artmasından dolayı yıllık bazda gerilemesini bekliyoruz. Buna göre, FAVÖK 4Ç18'de %30'a düşmesini öngörüyoruz. Net kar her yıl bir defa yapılan gayrimenkullerin yeniden değerlendirilmesi sebebiyle elde edilen gayrimenkul değerlendirme karından (245 milyon TL) olumlu etkilendi.</p>		(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
		Satışlar	110	70	%57	237	-%54
		FAVÖK	33	28	%16	58	-%43
		Net Kar	245	87	%182	-3	a.d.
		FAVÖK marjı	%30,0	%40,5		%24,4	
		Net kar marjı	%223	%124		-%1,3	
Kardemir (D) – KRMD*							
<p>Yıllık kur değişimlerle Kardemir için TL bazda yıllık %36 büyüme öngörüyoruz. Zira satış hacminde ve satış fiyatlarında daralmalar söz konusu. Zaten 3Ç18'e göre büyümede yavaşlama var; 3Ç18 de ciro %47 büyüme göstermişti. Düşen demir çelik satış fiyatları ile karlılıkta daralma da bekliyoruz; 3Ç18 deki %37,9 ve 4Ç17 deki %26,3 FAVÖK marjların ardından 4Ç18 de FAVÖK marjının %24,8'e düşmesini bekliyoruz. Ancak TL'nin değer kazanmasıyla şirketin kur farkı geliri kaydetmesini ve yükskek net kar açıklamasını bekliyoruz.</p>		(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
		Satışlar	1.574	1.154	%36	1.403	%12
		FAVÖK	391	304	%28	532	-%26
		Net Kar	378	71	%432	48	%694
		FAVÖK marjı	%24,8	%26,3		%37,9	
		Net kar marjı	%24,0	%6,2		%3,4	
		* Rakamlar tüm Kardemir hisseleri içindir					

Koza Altın – KOZAL						
Altın üretiminin önceki çeyreklere göre hızlanarak 75bin ons seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Buna rağmen, şirket yılı daha önce paylaştıkları 280-300bin ons hedef aralığının alt bandının altında tamamlayacaktır. Güçlü Dolar sayesinde nakit maliyetlerin düşmesi FAVÖK marjını destekleyecektir. Kur farkı giderlerinin net karda yaratacağı baskıya rağmen net karın geçen yıla göre %58 artacağını öngörüyoruz.	(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
	Satışlar	513	237	117%	461	11%
	FAVÖK	308	105	194%	271	14%
	Net Kar	235	149	58%	484	-51%
	FAVÖK marjı	60.0%	44.3%		58.7%	
	Net kar marjı	45.8%	63.0%		105.0%	

Logo Yazılım – LOGO						
3ncü çeyrek sonuçlarını açıklayınca şirket 2018 tüm yıl beklentilerinde revize yapma ihtimali olduğunu belirtmişti. Ancak bir revize yapılmadı. Biz de bunu 4Ç18 de Pazarda talebin çok fazla düşmediği şeklinde yorumluyoruz. 4Ç18 cironun yıllık TL bazda %39 büyüdüğünü tahmin ediyoruz. Yurtiçi satışların iyi bir büyüme gösterdiğini ve Romanya da satışların Avro bazda yatay kaldığını düşünüyoruz. Tüm yıl beklentilere paralel 4Ç18 de FAVÖK marjının %25,5 olarak gerçekleştiğini ki bu 4Ç17 deki marjın biraz üzerinde ancak artan faaliyet giderleri ve Hindistan faaliyetlerin başlangıç maliyelerinin yer almasıyla 3Ç18 deki marjın altında kaldığını düşünüyoruz.	(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
	Satışlar	115	83	%39	77	%49
	FAVÖK	29	20	%45	27	%8
	Net Kar	19	13	%54	18	%11
	FAVÖK marjı	%25,5	%24,5		%35,1	
	Net kar marjı	%16,9	%15,4		%22,7	

Mavi – MAVI						
Mavi'nin 4Ç18 sonuçlarının mevsimsel etkilerden dolayı zayıf gelmesini bekliyoruz. 4Ç18'de cironun yıllık %32 büyümesini öngörüyoruz. Finansalları çeyrek bazda kıyaslamak mevsimsellikten dolayı doğru değil. 4Ç18'de TL'nin değer kaybından dolayı artan hammadde maliyetleri sebebiyle marjın yıllık bazda gerilemesini bekliyoruz. Ayrıca, net kar 4Ç18'de 8 milyon TL'lik finansal riskten korunma gideri sebebiyle baskı altında kaldı.	(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
	Satışlar	570	431	%32	715	-%20
	FAVÖK	50	44	%13	148	-%66
	Net Kar	4	7	-%45	43	-%91
	FAVÖK marjı	%8,8	%10,3		%20,6	
	Net kar marjı	%0,7	%1,7		%6,0	

Migros – MGROS						
Migros'un 4Ç18'de cirosunun yıllık bazda %24 artış göstermesini bekliyoruz. 4Ç18 ciro büyümesi yüksek seyreden gıda enflasyonundan olumlu etkilendi. FAVÖK marjı yıllık bazda operasyonel karlılığından olumlu etkilenirken, çeyrek bazda kıyasladığımızda 4Ç18 FAVÖK marjının düşerek %5,6 olmasını bekliyoruz. Çeyrek bazda FAVÖK marjı hükümetin başlattığı "Enflasyonla Mücadele Programı" ve asgari ücret yardımının 4Ç18'de olmaması sebebiyle geriledi. Şirketin sahip olduğu yaklaşık 600 milyon Avro finansal borcundan, TL'nin 4Ç18'de güçlü seyrinden dolayı, 473 milyon TL net kar açıklamasını bekliyoruz.	(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
	Satışlar	4.970	4.022	%24	5.331	-%7
	FAVÖK	278	217	%28	378	-%26
	Net Kar	473	-206	-%329	-667	-%171
	FAVÖK marjı	%5,6	%5,4		%7,1	
	Net kar marjı	%9,5	-%5,1		-%12,5	

MLP Sağlık – MPARK

MLP Sağlık'ın 4Ç18 cirosunun yıllık ve çeyrek bazda sırasıyla %21 ve %9 artmasını bekliyoruz. 2018 yılından açılan 2 yeni hastanenin (Mersin ve Pendik) karlılığı olumsuz etkilemesine rağmen, özellikle karlı olan segmentlerin (örn; yabancı hasta sağlık turizmi gibi) iyi performansı sonu FAVÖK marjının 4Ç18'de %15 olmasını bekliyoruz. Net kar şirketin sahip olduğu Avro finansal borcundan, TL'nin 4Ç18'de güçlü seyrinden dolayı olumlu etkilenmesini bekliyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	850	703	%21	782	%9
FAVÖK	128	93	%38	95	%35
Net Kar	52	-55	-%195	-135	-%139
FAVÖK marjı	%15,1	%13,2		%12,1	
Net kar marjı	%6,1	-%7,8		-%17,3	

Pegasus – PGSUS

Pegasus'un yolcu sayısı 9A'daki %11 büyümenin ardından özellikle iç talepteki gerilemenin etkisiyle 4Ç18'de yıllık %2 daralma gösterdi. Şirket iç talepteki yavaşlamaya paralel olarak şirketin bir miktar kapasiteyi iç hattan dış hatta kaydırmış olması da (2Ç18'de 2 uçak, 4Ç18'de 5 uçak), yolcu sayısındaki yıllık karşılaştırmaya olumsuz etki etmiştir. Pegasus'un cirosunun 4Ç'de yıllık %46 artış göstereceğini öngörüyoruz. FAVÖK seviyesinde negatif bir rakam öngörmekle birlikte bu tahminde iç hat-dış hat kırılımında dış hattın artan ağırlığının karlılığa beklentimizin üzerinde olumlu katkı yapmasına bağlı olarak bir yukarı risk öngörüyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	1,738	1,186	46%	3,351	-48%
FAVÖK	-23	-15	u.d.	1,150	u.d.
Net Kar	-148	8	u.d.	742	u.d.
FAVÖK marjı	-1.3%	-1.2%		34.3%	
Net kar	-8.5%	0.7%		22.2%	

Petkim – PETKM

Ekim ve Kasım aylarında yürütülen planlı bakım çalışmaları nedeniyle 4. çeyrek karının zayıf gelmesini bekliyoruz. Satış hacminde %35'lik daralma beklentimize rağmen zayıf TL sayesinde satış gelirlerinin geçen yılın aynı çeyreğine göre aynı seviyelerde kalmasını bekliyoruz. Düşük üretim ve bakım durumu sebebiyle oluşan ek maliyetler FAVÖK marjını baskılayacaktır. İlk dokuz ayda %19 olarak gerçekleşen FAVÖK marjının dördüncü çeyrekte %9'a düşmesini bekliyoruz. Yılın son çeyreğinde TL'nin görece değer kazanması ve hammadde/ürün fiyatlarının gerilemesi nedeniyle oluşabilecek olası stok zararı net karı zayıflatan diğer etkenlerdendir. Geçen yılın aynı dönemdeki 365mn TL kara karşılık, 2018'in dördüncü çeyreğinde 40mn TL net kar bekliyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	1,957	1,962	0%	3,051	-36%
FAVÖK	172	449	-62%	744	-77%
Net Kar	40	365	-89%	413	-90%
FAVÖK marjı	8.8%	22.9%		24.4%	
Net kar marjı	2.0%	18.6%		13.5%	

Şişe Cam – SISE

Şişe Cam'ın halka açık iştirakleri Anadolu Cam, Soda Sanayi ve Trakya Cam, doğalgaz maliyetlerindeki artışa rağmen 9A18'de kuvvetli finansal performans göstermişlerdi. 4Ç18 ise Türkiye'de doğalgaz fiyatlarına Ağustos ve Eylül'de yapılan zamların tüm çeyreğe yayılan etkisi nedeniyle Şişe Cam grubu için daha zorlu geçti – Türkiye faaliyetlerindeki doğalgaz giderleri toplam giderlerin %10'unu oluşturmaktadır. Ayrıca TL'nin yabancı para birimleri karşısında 3Ç'ye göre daha kuvvetli seyrin izlemesi de karlılıkta baskı yaratmıştır. Bu nedenle Şişe Cam'ın FAVÖK marjında önceki çeyreğe göre bir gerileme öngörüyoruz. Net kar rakamı da kur farkı giderleri nedeniyle ayrıca baskı altında kalabilir.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	4,516	3,203	41%	4,302	5%
FAVÖK	927	624	49%	1,007	-8%
Net Kar	143	358	-60%	998	-86%
FAVÖK marjı	20.5%	19.5%		23.4%	
Net kar marjı	3.2%	11.2%		23.2%	

Soda Sanayi – SODA

Soda Sanayi 3Ç18'de ilk beklentilerin hayli üzerinde bir operasyonel karlılık performansı göstermiş ve %34,8 seviyesinde bir FAVÖK marjıyla yıllık bazda 10 puanlık bir artış yakalamıştı. Ancak, 3Ç'de doğalgaz fiyatlarına yapılan zamların 4Ç'de tüm çeyreğe etki etmiş olması, artan diğer girdi maliyetleri ve TL'nin yabancı para birimleri karşısında 3Ç'ye göre daha kuvvetli seyir izlemesi neticesinde Soda Sanayi'nin 4Ç rakamlarında belirgin bir baskı oluştuğunu düşünüyoruz. Bu nedenle şirketin FAVÖK marjında önceki çeyreğe göre bir gerileme öngörüyoruz. Net kar rakamı da kur farkı giderlerinin de eklenmesiyle belirgin şekilde baskı altında kalabilir.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	939	655	43%	958	-2%
FAVÖK	208	158	32%	333	-38%
Net Kar	19	238	-92%	818	-98%
FAVÖK marjı	22.1%	24.1%		34.8%	
Net kar marjı	2.1%	36.4%		85.4%	

TAV Havalimanları – TAVHL

TAV Havalimanları'nın toplam yolcu sayısı 4Ç'de yıllık bazda %2 geriledi (faaliyet portföyüne yeni katılan Antalya Havalimanı hariç tutulduğunda). 9A18'de toplam yolcu sayısında %4 artış kaydedilmişti; 4Ç'deki yavaşlamanın sebebi Türkiye'de iç hat yolcu talebinde görülün zayıflamadır. Şirketin ana operasyonu İstanbul Atatürk Havalimanı'nda ise yolcu sayısı 4Ç'de yıllık yatay seyretmiştir (9A'daki %8 artıştan sonra). TAV'ın 4Ç'de cirosunda Euro bazında %4 düşüş, FAVÖK marjında da gerileme öngörüyoruz. Buna rağmen net kar yıllık bazda artış gösterecektir: 4Ç17'de 25 milyon Euro'luk bir kereye mahsus gider nedeniyle net kar rakamı düşük kalmıştı.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	1,764	1,292	36%	2,232	-21%
FAVÖK	701	573	22%	1,471	-52%
Net Kar	173	66	163%	671	-74%
FAVÖK marjı	39.8%	44.4%		65.9%	
Net kar marjı	9.8%	5.1%		30.1%	

Tekfen Holding – TKFEN

Taahhüt segmentinin proje tamamlamaların etkisiyle ciroya katkısı 4Ç18'de güçlü kalmaya devam etti. Bu sebeple, Tekfen'in 4Ç18 cirosunun yıllık %49 artmasını bekliyoruz. Hem taahhüt hem de gübre segmentlerinin devam eden yüksek karlıkları 4Ç18 FAVÖK marjına (%12,9) olumlu yansıdı. Güçlü ciro ve FAVÖK artışı net karı destekledi. 4Ç18'de Tekfen Holding'in net karının yıllık %42 artarak 361 milyon TL olmasını bekliyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	3.610	2.417	%49	3.256	%11
FAVÖK	466	322	%45	298	%56
Net Kar	361	255	%42	448	-%19
FAVÖK marjı	%12,9	%13,3		%9,2	
Net kar marjı	%10,0	%10,5		%13,8	

Tofaş Oto – TOASO

Sektör verilerine dayanarak Tofaş Oto'nun toplam satış hacimlerinde 4Ç'de %33 daralma açıklamasını bekliyoruz (9A'daki %17 daralmanın ardından). Bu çeyrekte şirketin yurt içi satışlarının pazardaki daralmaya paralel %50 civarında gerilemiş olduğunu tahmin ediyoruz. Diğer yandan, Tofaş'ın ihracat hacimlerinin ise 9A'daki %7 gerilemenin ardından 4Ç'de %21 düşüş gösterdiğini tahmin ediyoruz. Şirketin satış gelirlerinde, yıllık bazda ortalama Euro/TL kurundaki %40 artışa rağmen, muhafazakar birim satış fiyatı tahminlerimize bağlı olarak hafif gerileme tahmin ediyoruz. Aynı şekilde FAVÖK marjında da 4Ç'de yıllık bazda gerileme, ancak 12 ay toplamında yine de yıllık bazda belirgin artış tahmin ediyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	4,988	5,067	-2%	4,333	15%
FAVÖK	521	656	-21%	731	-29%
Net Kar	408	424	-4%	311	31%
FAVÖK marjı	10.5%	13.0%		16.9%	
Net kar marjı	8.2%	8.4%		7.2%	

Trakya Cam – TRKCM

Trakya Cam'in satış gelirleri 3Ç'de yıllık %65 ve 9A'da yıllık %38 artış göstermişti. Ürün fiyatlarına yapılan zamlar, kuvvetli pazar koşulları ve yurtdışındaki operasyonların TL çevrim farklarının yanında Hindistan operasyonunun ilk kez tam konsolide edilerek ciroya yaklaşık 90 milyon TL (3Ç toplam cironun %5'i) katkı yapması satış gelirlerindeki artışın temel sebepleri idi. Aynı dinamiklerle düşük satış hacmi beklentimize rağmen 4Ç18'de %32 ciro artışı öngörüyoruz. 3Ç18'de şirket FAVÖK marjında yıllık 6 puanlık bir düşüş kaydetmişti, ancak bunun bir kısmı bir kereye mahsus giderlerden kaynaklanmıştı. 4Ç218'de daha iyi bir karlılık tahmin ediyoruz. Net kar rakamı kur farkı giderlerinin de eklenmesiyle baskı altında kalabilir.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	1,705	1,289	32%	1,667	2%
FAVÖK	327	219	49%	292	12%
Net Kar	143	193	-26%	276	-48%
FAVÖK marjı	19.2%	17.0%		17.5%	
Net kar marjı	8.4%	15.0%		16.5%	

Tüpraş – TUPRS

Geçen yılın aynı dönemine göre %5 hacim artışı, daha yüksek ürün fiyatları, kur farkı ve vergi gelirleri sayesinde Tüpraş'ın net karının üç kattan fazla artışla 1,55milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Petrol fiyatlarındaki düşüş ve TL'deki değer artışı sebebiyle oluşabilecek stok zararı sonucunda FAVÖK marjının %6'ya düşmesini bekliyoruz. Buna rağmen, 2017'nin son çeyreğiyle karşılaştırıldığında, 2018'in son çeyreğinde gelirlerin %67 ve FAVÖK'ün %32 büyümesini bekliyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	24,337	14,60	67%	30,247	-20%
FAVÖK	1,567	1,190	32%	3,741	-58%
Net Kar	1,553	501	210%	542	187%
FAVÖK marjı	6.4%	8.1%		12.4	
Net kar marjı	6.4%	3.4%		1.8%	

Türk Hava Yolları – THYAO

THY'nin yolcu sayısı 9A'daki %12 büyümenin ardından 4Ç18'de yıllık %3 artış gösterdi; bu yavaşlamada özellikle iç talepteki zayıflamanın etkisi olmuştur. Yolcu doluluk oranı ise 4Ç'de yıllık 1 puan arttı. Ortalama bilet fiyatlarındaki olumlu trendin 4Ç18'de de korunmuş olduğu öngörüsünden hareketle (THY'nin dolar bazında birim geliri 9A'da %8 artmıştı) şirketin cirosunun 4Ç'de yıllık %54 artış göstereceğini öngörüyoruz (9A18'deki %58 büyümenin ardından). 9A'da FAVÖK marjında 2 puanlık artış görülmüştü, bu trendin düşük yakıt maliyetlerinin desteği sayesinde 4Ç'de de devam etmiş olduğunu düşünüyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	3Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	16,120	10,44	54%	21,992	-27%
FAVÖK	1,970	1,053	87%	6,482	-70%
Net Kar	60	-184	-133%	3,956	-98%
FAVÖK marjı	12.2%	10.1%		29.5	
Net kar marjı	0.4%	-1.8%		18.0%	

Turkcell – TCELL

Turkcell'in 4. çeyrek gelir büyümesinin %24 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. Bu sayede, şirketin yılı %22 gelir büyümesi ile daha önce paylaşılan %22-24 hedefinin üst bandında tamamlamasını bekliyoruz. FAVÖK marjının %40 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Güçlü FAVÖK marjının yanında kur farkı gelirlerinin katkısı ile net karın geçen yılın aynı dönemine göre dört kattan fazla artışla 877mn TL'ye yükselmesini bekliyoruz.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	4Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	5,763	4,666	24%	5,799	-1%
FAVÖK	2,316	1,739	33%	2,393	-3%
Net Kar	871	216	303%	242	260%
FAVÖK marjı	40.2%	37.3%		41.3%	
Net kar marjı	15.1%	4.6%		4.2%	

Ülker – ULKER

Ülker'in 4Ç18 cirosunun yıllık bazda %32 artarak 1,7 milyar TL'ye yükselmesini öngörüyoruz. Hem yurtiçi hem de uluslararası operasyonların güçlü performansı ciro büyümesini (hacim artışı ve yapılan fiyat artışları) destekledi. 4Ç18 FAVÖK marjının %15 olmasını bekliyoruz. Ülker'in yüksek marjlı Orta Doğu operasyonları ve McVities ürünleri karlılığı destekledi. Ayrıca, net kar güçlü operasyonel performanstan (ciro ve FAVÖK) 4Ç18'de olumlu etkilendi.

(mn TL)	4Ç18T	4Ç17	Yıllık değ.	4Ç18	Çeyrek değ.
Satışlar	1.702	1.288	%32	1.463	%16
FAVÖK	255	170	%50	235	%8
Net Kar	125	93	%35	222	-%44
FAVÖK marjı	%15,0	%13,2		%16,1	
Net kar marjı	%7,3	%7,2		%15,2	

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 İnternet 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