

9/11/2015

Akenerji (OLUMSUZ; Öneri: Endeksin Altında Getiri; 12 Aylık Hedef Fiyat: 0,98 TL) 3Ç15'de 251 milyon TL net zarar açıkladı. Konsensüs beklentisi 234 milyon TL net zarar, bizim beklentimiz ise 331 milyon TL net zarardı. Sapmanın temel nedeni beklentimizin üzerinde gerçekleşen ertelenmiş vergi geliri ve beklentimizin altında gerçekleşen kur farkı gideri. Şirketin 3Ç15 FAVÖK'ü (47 milyon TL) Konsensüs tahmininin (74 milyon TL) ve bizim tahminimizin (54 milyon TL) altında gerçekleşti. Şirket hisseleri son 3 ayda BIST100 getiri endeksinin %2 üzerinde performans gösterdi. 3Ç15 sonuçlarının hisse performansı üzerinde kısa vadeli olumsuz etkisi olabileceğini düşünüyoruz. 3Ç15 sonuçları sonrasında 2015 FAVÖK tahminimizi 281mn TL'ye (Önceki 289mn TL), net kar tahminimizi ise 353milyon TL net zarara (Önceki: 386 milyon TL net zarar) revize ediyoruz. Şirket için "Endeksin Altında Getiri" önerimizi ve 12 aylık hedef fiyatı hisse başına 0,98 TL olarak koruyoruz.

Akfen Holding (OLUMSUZ; Öneri Yok; 12 Aylık Hedef Fiyat: 7,85 TL) – 3Ç15'te 203mn TL net zarar açıkladı. Bizim tahminimiz 195mn TL net zarar, konsensüs tahmini ise 125mn TL net zarardı. Ayrıca şirketin 3Ç15 düzeltilmiş FAVÖK'ü (159mn TL) beklentimizle (161mn TL) uyumlu. 2015 FAVÖK tahminimizi 565mn TL ve net zarar tahminimizi 218mn TL olarak koruyoruz. Holding iskontosunu %20'den %15'e düşürerek şirket için 12 aylık hedef fiyatı hisse başına 7,85 TL (Önceki: 7,39 TL) olarak revize ediyoruz.

Alarko Holding (NÖTR; Öneri: Endeksin Üzerinde Getiri; 12 Aylık Hedef Fiyat: 4,09 TL) – bugün 3Ç15 finansal sonuçlarını açıklayacak. Biz 11 milyon TL net zarar beklerken konsensüs tahmini 1 milyon TL net kar.

Anel Elektrik (NÖTR; Öneri: Endeksin Altında Getiri; 12 Aylık Hedef Fiyat: 1,23 TL) – bugün 3Ç15 finansal sonuçlarını açıklayacak. Biz 4 milyon TL net zarar bekliyoruz. Konsensüs tahmini yok.

Aselsan (NÖTR; Öneri: Endekse Paralel; 12 Aylık Hedef Fiyat: 15,40TL) – 3Ç15'de 42 milyon TL net zarar açıkladı; konsensüs tahmini olan 42 milyon TL net zarar ve bizim tahmini olan 38 milyon TL net zarar'dan kötü geldi. Bu sapma beklenenden düşük gelen ciro ve yüksek gelen kur farkı giderlerden oluştu. 3Ç15'de ciro 549 milyon TL olarak gerçekleşti ve yıllık bazda %17 düştü ve konsensüs tahmini olan 810 milyon TL ve bizim tahmin olan 787 milyon TL'nin altında gerçekleşti. VAFÖK 106 milyon TL ile yıllık bazda %14 düştü ve konsensüs tahmini olan 161 milyon TL ve bizim tahmin olan 159 milyon TL'nin altında gerçekleşti. Şirket 2015 tüm yıl beklentilerini değiştirmede, bizde kendi tahmin ve değerlememizi koruyoruz.

Aygaz (OLUMLU; Öneri: Endeksin Üzerinde Getiri; 12 aylık Hedef Fiyat: 14,25 TL) 3Ç15'de 113 milyon TL net kar açıkladı. Konsensüs tahmini 93 milyon TL net kar bizim tahminimiz ise 78 milyon TL net kardı. Sapmanın temel nedeni, EYAŞ'ın finansallara beklenenin üzerinde katkısı. Aygaz, EYAŞ'taki %20 sahipliği dolayısıyla Tüpraş'da %10,2 hisseye sahip. Tüpraş'ın beklentilerin üzerinde sonuçları Aygaz'a olumlu yansıdı. Ayrıca şirketin 3Ç15 FAVÖK'ü (92 milyon TL) Konsensüs beklentisinin (84 milyon TL) ve bizim beklentimizin (86 milyon TL) üzerinde gerçekleşti. Son 3 ayda şirket hisseleri endeksin %2 üzerinde performans sergiledi. 3Ç15 sonuçlarının kısa vadede olumlu etkisi olabileceğini düşünüyoruz. 3Ç15 sonuçları ardından 2015 FAVÖK tahminimizi 241 milyon TL'den 280mn TL'ye, net kar tahminimizi 310milyon TL'den 342 milyon TL'ye yükseltiyoruz. Şirket için "Endeksin Üzerinde Getiri" önerimizi korurken 12 aylık hedef fiyatı 14,25 TL'ye (Önceki: 13,10 TL) yükseltiyoruz. Şirketin 2016 yılında 250 milyon TL temettü dağıtabileceğini tahmin ediyoruz (temettü verimi: %7,6).

Bim (BIMAS – OLUMLU; Öneri: Endekse Paralel Getiri; 12 Aylık Hedef Fiyat: 62,00TL) 3Ç15'de 169 milyon TL net kar açıkladı, rakam piyasa (154 milyon TL) ve bizim beklentimizin (155 milyon TL) üzerinde gerçekleşti. Beklentilerin üzerinde gelen net karın temel sebebi VAFÖK marjının 3Ç15'te 5.2% gelmesi (bizim beklentimiz 5.0% idi) ve beklentinin üzerinde gelen net finansal gelirden kaynaklanmaktadır. 3Ç15'de ciro yıllık bazda %19'luk artışa, çeyrek bazda %2 arttı; artışın kaynağı yeni açılan mağazalar ve yüksek gıda enflasyonu. Sonuçların beklentilerin üzerinde gelmesinden dolayı piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz. Bim VAFÖK marjının son iki çeyrek eski trendi olan 5% seviyesine doğru yaklaştırdığını görüyoruz, dolayısıyla değerlememizde 2018 sonuna kadar VAFÖK marjı tahminimizi %4.8'den %5.0'a yükselttik. Bu değişiklikler sonrasında 12 aylık hedef fiyatımızı hisse başı 58 TL'den 62 TL'ye yükselttik, ancak sınırlı yukarı potansiyel sebebiyle hisse için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Borusan Boru (OLUMLU; Öneri: Endekse Paralel; 12 Aylık Hedef Fiyat: 6,95TL) – 3Ç15'de 27 milyon TL net kar açıkladı; bizim tahmin olan 21 milyon TL'nin üzerinde – konsensüs tahmini bulunmamaktadır. 3Ç15 net kar yıllık bazda %148 büyüdü. Net kardaki bizim sapma beklenenden iyi gelen VAFÖK'den kaynaklandı. 3Ç15'de Şirket'in VAFÖK marjı %12,8 olarak gerçekleşti (Ak Yatırım tahmin: %8,7). Düşen hammadde (yassı çelik) fiyatları ve iyileşen satış portföyü ile karlılıktaki iyileşme yaşandı. Ciro %31 büyüme ile 523 milyon TL olarak gerçekleşti ve bizim tahmin olan 508 milyon TL'ye paralel oldu. Net finansal giderler cironun %3'ünü oluşturdu ve bu bizim beklentimize paralel. Tahminlerimizi ve önerimizi koruyoruz.

Gübretaş (NÖTR; Öneri: Endekse Paralel Getiri; 12 Aylık Hedef Fiyat: 7,07TL) 3Ç15'te 12 milyon TL net kar açıkladı; rakam piyasa beklentisi olan 23 milyon TL'nin altında. Gübretaş'ın 3Ç15 cirosu (745 milyon TL) olarak beklentilerin (679 milyon TL) üzerinde gerçekleşti. Genel yönetim ve pazarlama giderleri beklentimize paralel şekilde 83 milyon TL olarak gerçekleşirken, şirketin yurtiçi operasyonlarındaki zayıflık devam etti ve yıllık bazda operasyonel karlılık marjı (%0.4) 3 puan düşüş gösterdi. RAZI tesislerinin - amonyak fiyatlarındaki zayıflıktan - ötürü operasyonel kar marjı (düzeltilmiş) yıllık bazda 5 puan düşüş gösterdi. 3Ç15'te FAVÖK, beklentilerin ötesinde gerçekleşen cirodan ötürü 79 milyon TL olarak gerçekleşti; rakam, piyasa beklentisi olan 77 milyon TL ile paralel. Şirket 3Ç15'te 444 milyon TL'lik döviz açık pozisyonundan ötürü 38 milyon TL finansal gider yazdı. 3Ç15'te Türkiye operasyonları zarar eden şirketin 10 milyon TL'lik ertelenmiş vergi geliri bunun yanı sıra kontrol gücü olmayan pay giderleri ise 54 milyon TL oldu. Operasyonel olarak beklentilere paralel sonuç açıklayan şirketin, kar rakamının hisse üzerindeki etkisinin nötr olmasını bekliyoruz.

Hürriyet (NÖTR; Öneri: Endeksin Altında; 12 Aylık Hedef Fiyat: 0,45TL) – 3Ç15'de 4 milyon TL net zarar açıkladı; konsensüs tahmini olan 13 milyon TL net zarar ve bizim tahmin olan 7 milyon TL'den biraz daha iyi bir sonuç. 3Ç15 ciro yıllık bazda %19 daralma ile 133 milyon TL olarak gerçekleşti ve konsensüs tahmini olan 166 milyon TL ve bizim tahmin olan 171 milyon TL'nin altında gerçekleşti. Hürriyet'in 3Ç15 VAFÖK marjı %7,7 ile bizim tahmin olan %16,4 ve konsensüs tahmin olan %12,0'nın altında geldi. 9 aylık sonuçlara göre tüm yıl tahminlerimizi değiştirmiyoruz.

Kardemir (OLUMSUZ; Öneri: Endeksin Altında; 12 Aylık Hedef Fiyat: 1,40TL) – 3Ç15'de 117 milyon TL net zarar geldi; konsensüs tahmini olan 76 milyon TL net zarar ve bizim tahmin olan 70 milyon TL net zararın altında. Sapma cirodan ve kur farkı giderlerden oluşuyor. Şirketin satış hacmi beklentilerin altında gerçekleşti; ciro yıllık bazda %6 düşüşle 529 milyon TL olarak gerçekleşti; konsensüs tahmini olan 634 milyon TL ve bizim tahmin olan 724 milyon TL'nin altında. Net finansal giderler cironun %34'üne yükseldi (Ak Yatırım tahmin %17); 3Ç14'de %5 ve 2Ç15'de %8 olarak gerçekleşmişti. 3Ç15 VAFÖK marjı %14,9 ile konsensüs tahmin olan %14,3 ile paralel ancak bizim tahmin olan %11,8'in üstünde. 9 aylık 2015 sonuçlara göre 2015 tüm yıl VAFÖK marj tahmini %11,8'den %13,5'e yükseltiyoruz ancak 2015 net zarar rakamı (artan kur farkı giderleri ile) 195 milyon TL'den 225 milyon TL'ye yükseltiyoruz. BU revizeler 12 aylık hedef fiyatımızı değiştirmiyor ancak mevcut seviyede önerimizi Endekse Paralel'den Endeksin Altında'ya çekiyoruz.

Koç Holding (OLUMLU; Öneri: Endekse Paralel; 12 Aylık Hedef Fiyat: 14,60TL) – 3Ç15'de 892 milyon TL net kar ile konsensüs tahmini olan 729 milyon TL'nin üstünde gerçekleşti; yıllık bazda %31 büyüme gösterdi. 3Ç15 ciro yıllık bazda %1 büyüme ile 19.048 milyon TL ile yıllık bazda büyüme göstermedi ve konsensüs tahmini olan 18.567 milyon TL'ye paralel gerçekleşti. VAFÖK marjı %9,8 ile 3Ç14'deki %5,7 ve 2Ç15'deki %8,8'den iyi geldi. Tüpraş'da RUP yatırımın tamamlanması ile operasyonel karlılığa olumlu katkı yaptı.

Migros (OLUMLU; Öneri: Endeksin Üzerinde Getiri; Hedef Fiyat: 23.0TL) 3Ç15'de 342 milyon TL net zarar açıkladı. Açıklanan net zarar bizim (-280 milyon TL) ve piyasa beklentisinin (-262 milyon TL)'nin üzerinde gerçekleşti. Bunun sebebi, Migros'un süpermarket segmentinde faaliyet gösteren Tansaş mağazalarını Migros ve Mjet mağazalarına dönüştürmesinden dolayı bu çeyrek yazdığı bir defaya mahsus Tansaş marka değer düşüklüğünden (111.5 milyon TL) kaynaklanmaktadır. Bu gideri düzelttiğimizde net zararın beklentilerin altında gerçekleştiğini görüyoruz. Bunun en önemli sebebi, 3Ç15'te VAFÖK marjının beklentilerin oldukça üzerinde %6.6 (piyasa beklentisi %6.0) gelmesinden kaynaklanmaktadır. Ciro (2.64 milyar TL) yıllık bazda %15'lik artışa ve VAFÖK (175 milyon TL) ise yıllık olarak %16 arttı. Ciro beklentilere paralel gerçekleşirken, hızlı mağaza açılışı ve yüksek seyreden enflasyon ciroyu olumlu etkiledi. VAFÖK marjı ise artan döviz bazlı kira giderlerine rağmen beklentilerin üzerinde 6.6% olarak gerçekleşti (piyasa beklentisi 6.0% VAFÖK marjı). Net kar yüksek borcundan dolayı kambiyo zararı ve Tansaş marka değer düşüklüğünden olumsuz etkilendi. Her ne kadar net zarar beklentilerin üzerinde gerçekleşmiş olsa da,

3Ç15 sonuçlarına piyasa reaksiyonunun güçlü operasyonel performansı sebebiyle olumlu olmasını bekliyoruz.

Pegasus Havayolları'nın (NÖTR; Öneri: Nötr; 12 aylık Hedef Fiyat: 21.95 TL) 3Ç15 mali sonuçlarını bugün açıklaması bekleniyor. 3Ç için piyasa ortalama beklentisi 256 milyon TL net kar, Ak Yatırım tahmini 206 milyon TL net kar yönündedir.

Sabancı Holding (NÖTR; Öneri Yok; 12 Aylık Hedef Fiyat: 12,90 TL) piyasa beklentisine (444 milyon TL) paralel olarak 3Ç15'te 468 milyon TL net kar açıkladı; bizim beklentimiz (397 milyon TL). Sapmanın temel sebebi, enerji segmentinin konsolide net kâra beklentimizin üzerinde katkısı. 2015 yılı net kar tahminimizi, enerji segmentindeki yukarı yönlü revizyona rağmen finans ve perakende segmentlerinin katkılarındaki düşüş nedeniyle 2.2 milyar TL'ye revize ediyoruz (Önceki 2.3 milyar TL). Diğer taraftan 2.3 milyar TL olan 2016 net kar tahminimizi ve hisse başına 12,90 TL olan 12 aylık hedef fiyat tahminimizi koruyoruz. Sabancı Holding hisseleri son 3 ayda BIST 100 getiri endeksinin %3 altında performans gösterdi. 3Ç15 sonuçlarının hisse performansına ciddi bir etkisi olmayacağını düşünüyoruz. Şirket hisseleri, net aktif değere göre %34 iskontoda işlem görüyor. 2010 yılı başından bu yana ortalama net aktif değer iskontosu %28 düzeyinde bulunuyor.

Selçuk Ecza (NÖTR; Öneri: Endeksin Altında Getiri; 12 aylık Hedef Fiyat: 2,40 TL) bugün 3Ç15 finansal sonuçlarını açıklayacak. Biz ve konsensüs net kar beklentisi 49 milyon TL.

Şişe Cam (NÖTR; Öneri: Nötr; 12 aylık Hedef Fiyat: 3.56 TL) grubu şirketlerinin bugün 3Ç15 mali tablolarını açıklamaları bekleniyor. Çeyrekssel bazda net kar için piyasa ortalama tahminleri (POT) ve Ak yatırım beklentileri şu şekildedir: i) **Şişe Cam** - POT: 204 milyon TL, Ak: 149 milyon TL ii) **Trakya Cam** – POT: 33 milyon TL, AK: 23 milyon TL iii) **Anadolu Cam** – POT: 19 milyon TL, AK: 21 milyon TL iv) **Soda Sanayi** – POT: 140 milyon TL, AK: 139 milyon TL

TAV Havalimanları (HAFİF OLUMLU; Öneri: Nötr; 12 aylık Hedef Fiyat: 26.70) 3Ç15 mali tablolarında 80 milyon Euro net kar açıkladı. 3Ç15 için piyasa ortalama beklentisi (şirket anketi) 90 milyon Euro net kar, Ak Yatırım tahmini 81 milyon Euro net kar yönündeydi. Satış gelirleri beklentilere paralel %10 artışla 314 milyon Euro olarak açıklanırken operasyonel karlılık göstergesi olan FAVKÖK marjı %66.2 ile beklentileri fazlasıyla aştı. Ancak 34 milyon Euro'luk net finansal giderler ve %30 gibi yüksek bir seviyede oluşan efektif vergi oranı (geçen yılki %16'nın hayli üzerinde) yüksek operasyonel performansın net kara yansımaları engelledi (TAV'ın 3Ç net karı yıllık bazda %14 daraldı). TAV'ın 3Ç15 sonuçlarına piyasada ilk tepki olumsuz olabilir ancak yüksek operasyonel performansın kısa sürede bu tepkileri dengeleyebileceğini düşünüyoruz. Uzun vadeli hisse performansının ise haber akışlarına bağlı bir seyir izlemesi beklenebilir. TAV hisselerinin getirisi son 5 haftada endeksin %11 gerisinde kaldı – ondan önceki 3 ayda ise endeksin %18 üzerinde bir performans söz konusuydu. TAV için 26.70 TL 12 aylık hedef fiyat ile "Nötr" görüşümüzü sürdürüyoruz.

Tüpraş (NÖTR; Öneri: Endekse Paralel Getiri; 12 Aylık Hedef Fiyat: 80,60 TL) 3Ç15'te 750 milyon TL net kar açıkladı; rakam bizim (468 milyon TL) ve konsensüs tahmininin (652 milyon TL) üzerinde gerçekleşti. Kar rakamındaki sapmanın temel nedeni bir defaya mahsus kaydedilen 259 milyon TL'lik ertelenmiş vergi geliri. Şirketin 3Ç15'te FAVÖK'ü 1,12 milyar TL ile konsensüs (1.14 milyar TL) ve bizim (1.11 milyar TL) beklentimize paralel gerçekleşti. 4Ç15'te Akdeniz bölgesi rafineri marjındaki zayıflamayı göz önünde bulundurarak 2015 FAVÖK tahminimizi 3,29 milyar TL'ye (Önceki: 3,50 milyar TL), net kar tahminimizi ise 2,27 milyar TL'ye (Önceki: 2,22 milyar TL) revize ediyoruz. Diğer taraftan 2016 FAVÖK tahminimiz 3,68 milyar TL (Önceki: 3,65 milyar TL), net kar tahminimiz ise 1,95 milyar TL (Önceki: 1,84 milyar TL). Şirket hisseleri son 3 ayda BIST100 getiri endeksinin %5 üzerinde performans gösterdi. 3Ç15 sonuçlarının kısa vadede önemli bir etkisi olmasını beklemiyoruz. Tüpraş için "Endekse Paralel Getiri" önerimizi ve hisse başına 80,60 TL olan 12 aylık hedef fiyatı koruyoruz. Sonuçlardan sonra şirket ara dönem kar payı dağıtmama kararı aldı. 2016 için şirketin 1.3 milyar TL temettü (%6.6 temettü verimi) dağıtmasını bekliyoruz.

Torunlar GYO (NÖTR; Öneri: Endeksin Üzerinde Getiri; 12 aylık Hedef Fiyat: 4,15 TL) bugün 3Ç15 finansal sonuçlarını açıklayacak. Biz 215 milyon TL net zarar beklerken konsensüs tahmini 217 milyon TL net zarar.

Türk Hava Yolları (OLUMLU; Öneri: Endeksin Üzerinde Getiri; 12 aylık Hedef Fiyat: 11.45 TL) 3Ç15'de ortalama piyasa beklentisine paralel 1.34 milyar TL net kar açıkladı. Şirketin operasyonel

performansı beklentilerin hayli üzerinde gerçekleşirken (%28'lik FAVÖK marjı son yıllardaki en yüksek gerçekleştirmelerden biri olarak göze çarptı ve ortalama beklentinin 4 puana yakın üzerinde geldi – 2Ç15'te FAVÖK marjı yıllık bazda yatay kalmıştı), yüksek kur farkı giderleri ve türev kontratlarından kaydedilen zararlar net karın üzerinde baskı yarattı. THY'nin 3Ç15 finansal sonuçlarına piyasada olumlu bir tepki öngörüyoruz. Sonuçlar sonrasında THY için 2015 ve 2016 FAVÖK beklentilerimizi sırasıyla %12 ve %7, net kar beklentilerimizi ise %7 ve %13 yukarı revize ettik. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı 11.45 TL olarak güncelliyor (önceki 9.90 TL) ve görüşümüzü "Endeksin Üzerinde Getiri" 'ye yükseltiyoruz.

HAVACILIK SEKTÖRÜ – NÖTR: DHMİ'nin açıkladığı verilere göre Türkiye'de havalimanlarını kullanan toplam yolcu sayısı Ekim 2015'de %8.9 büyüme kaydetti (iç hat +%14.0, dış hat +%4.1). Buna göre Ocak-Ekim dönemi için toplam büyüme oranı %9.3 oldu. Ocak-Eylül döneminde toplam yolcu sayısı büyümesi %9.4 seviyesindeydi (iç hat %14.0, dış hat %4.7). TAV Havalimanları'nın ana operasyonu olan ve Türk Hava Yolları tarafından hub olarak kullanılan İstanbul Atatürk Havalimanı'nda (AHL) yolcu sayısı Ekim ayında %7 artış gösterdi. 10 aylık toplamda ise AHL'nin yolcu sayısı 52.1 milyona ulaştı (yıllık %9.2 artış). Pegasus Havayolları tarafından hub olarak, THY tarafından ise ikinci üs olarak kullanılan Sabiha Gökçen Havalimanı'nda (SGH) ise yolcu sayısı Ekim ayında %19, Ocak-Ekim döneminde toplam %19.3 arttı. Kısaca baktığımızda, sektörün süregelen büyüme trendini olumsuz baz etkisine rağmen Ekim ayında korumuş olduğunu görüyoruz (geçen yıl Ekim ayında yer alan uzun bayram tatili 2015 yılında Eylül ayına kaymıştır). Bu nedenle Ekim ayı hava yolcusu rakamlarını sektör oyuncuları için nötr olarak değerlendiriyoruz. Diğer yandan DHMİ toplam yolcu sayısının yılsonunda %9.3 büyüme ile 181 milyon seviyesine ulaşacağını öngördüklerini açıkladı – bu rakam bizim mevcut tahminimizin hafif gerisindedir. TAV Havalimanları ise ayrı bir açıklamayla yurtdışı faaliyetleri dahil toplam yolcu sayısının Ekim 2015'de %6.7, Ocak-Ekim 2015 döneminde ise %8.8 artış gösterdiğini belirtti.