

Finans dışı şirketler net karda baskı hissedecek

Yurtiçi talepteki hafif toparlanmaya rağmen finans dışı şirketlerin toplam net karlarının geçen seneye göre %32, geçen çeyreğe göre de %27 daralmasını bekliyoruz. Bunda yüksek baz etkisinin yanı sıra, zayıflayan TL'nin ve düşen emtia fiyatlarının da etkisinin olacağını tahmin ediyoruz. TL'nin çeyrek bazda dolar ve euro karşısında sırasıyla %5 ve %8'lik değer kaybı kısa döviz pozisyonu olan şirketlerin yükünü arttırsa da borçlanma maliyetlerindeki düşüş, yüksek kısa vadeli borcu olan şirketler için bir miktar rahatlama sağladı. **Aselsan, Brisa, Dogus Otomotiv, Emlak Konut REIT, Enerjisa, Koza Gold, Soda, Sabanci Holding, Sisecam ve TAV Holding**'in yıllık bazda en yüksek kar büyümesi yakalayacak şirketler olmalarını bekliyoruz. Öte yandan, kısa döviz pozisyonu olan şirketlerin (**Anadolu Efes, Coca Cola İçecek, Migros, Torunlar GYO ve Türk Telekom**) ve emtia bazlı oyuncuların (**Aksa Akrilik, Ereğli, İsdemir, Kardemir ve Tüpraş**) net karda en zayıf yıllık büyüme gösteren şirketler olmalarını bekliyoruz.

Kar dönemi 28 Ocak'ta Arçelik ile başlayacak ve 30 Ocak'ta Garanti, 31 Ocak'ta da Akbank ile devam edecek. Şirketlerin konsolide olmayan sonuçları için son tarih 2 Mart, konsolide sonuçları için de 10 Mart olarak belirlendi.

Kredi mevduat makasındaki iyileşme ve TL kredi büyümesinde hızlanmanın 4Ç19'da %17 net kar artışı getirmesini bekliyoruz.

Takibimizdeki 6 banka için 4Ç19'da çeyrek bazda %17 net kar artışı öngörmekteyiz. 3Ç19'da %9.2 seviyesinde olan özsermaye karlılığının ise 4Ç19'da %10.5 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. TL kredi mevduat makasındaki önemli toparlanmaya rağmen, TÜFE'ye endeksli tahvillerdeki aşağı yönlü yeniden değerlemeler ve kredi risk maliyetindeki yüksek seyir, makasın net kar üzerindeki olumlu etkisini sınırlandırıyor. Swap maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz gelirinde çeyrek bazda %32'lik artış öngörürken, düzeltilmiş net faiz marjında ise 85 baz puanlık iyileşme bekliyoruz. Net ücret ve komisyon gelirlerindeki momentum ve ticari zararlardaki beklenen düşüş net karlılığı olumlu yönde etkileyen diğer faktörler olacaktır.

Aktif kalitesi tarafında ise, takibimizdeki 6 bankanın 4Ç19 itibarıyla takipteki alacaklar oranının %6.4 seviyesine ulaşmasını beklemekteyiz (3Ç19: %6.0). Net kredi risk maliyetinin ise %3.1 seviyesinde gerçekleşeceğini hesaplamaktayız (2Ç19: %2.2). Buna göre beklenen kredi zarar karşılıkları giderlerinde %33 çeyrek bazda artış öngörmekteyiz.

Takibimizdeki bankalar arasından, **Vakıfbank**, yüksek net kar artışı ile ön plana çıkarken, **Halkbank** ve **İş Bankası**'nın da yüksek TL fonlama payının getirdiği maliyet avantajı ve TL kredi mevduat makasındaki güçlü iyileşme ile ortalamaların üzerinde net kar artışı göstermesini beklemekteyiz. Diğer taraftan kredi zarar karşılıkları giderlerinde beklenen artışın etkisiyle **Yapı Kredi**'nin çeyrek bazda özsermaye karlılığının %1.3 seviyesine gerilemesini öngörmekteyiz (3Ç19: %9.7).

Gelir artışında zayıflama

Takibimizdeki banka dışı şirketlere ilişkin tahminlerimizde 4Ç19'da yıllık bazda ciro büyüme beklentimiz %5'tir. Bu sınırlı artışta etkili olan unsurlar emtia bazlı gelir yapısı (Ereğli, İsdemir, Kardemir, Petkim ve Tüpraş) ve güçlü baz ya da tek seferlik etki içeren finansallar (Enerjisa, Enka İnşaat, Otokar, TAV Havalimanları ve Tekfen Holding) olarak özetlenebilir. Buna karşılık yıllık bazda güçlü ciro büyümesi beklediğimiz şirketler iç talepteki toparlanma sayesinde Doğu Otomotiv, Emlak Konut, Ford Otosan, Tofas, Turkcell, Türk Telekom, Türk Traktör ve Yataş ve güçlü operasyonel performanslarıyla Anadolu Cam, Aksa Akrilik, Aselsan, Hektaş, Koza Gold, Logo ve Pegasus'tur.

Operasyonel marjların daralması bekleniyor

Araştırma kapsamımızda yer alan banka dışı şirketler için 4. çeyrekte pozitif gelir büyümesi beklememize rağmen, FAVÖK marjında %1 daralma bekliyoruz. **Aksa** (yüksek kapasite kullanım oranı ve düşük baz etkisi), **Anadolu Cam** (fiyat artışları ve kapasite kullanım oranında iyileşme), **Aselsan** (düşük baz etkisi ve yüksek gelir büyümesi), **BİM, Medical Park ve Migros** (IFRS16 etkisi), **Doğu Otomotiv** (satış hacminde toparlanma), **Hektaş** (satış hacmi büyümesi ve fiyat artışı), **Koza Altın** (güçlü üretim beklentisi ve uygun nakit giderler), **Logo** (güçlü Türkiye operasyonları), **Odaş** (Çan termik santralinden pozitif katkı), **Petkim** (zayıf baz etkisi), **Turkcell & Türk Telekom** (güçlü fiyatlamaya, abone sayısındaki artış ve yüksek data kullanımı) ve **Zorlu Enerji'nin** (gaz ve elektrik dağıtımından kaynaklanan güçlü performans) yıllık bazda dikkat çekici FAVÖK büyümesi gerçekleştirmesini bekliyoruz. Öte yandan, **Enka İnşaat, Gübre Fabrikaları, Otokar, çelik üreticileri (Ereğli, İsdemir, Kardemir), TAV Havalimanları, Tekfen ve Tüpraş'ın 4Ç19'da zayıf FAVÖK rakamları açıklamasını bekliyoruz.**

Takibimizdeki Hisseler için 4Ç19 Finansalları Beklentileri

Banka						Net Kar									
						4Ç19T	4Ç18	3Ç19	yıllık değ.	çeyrek sel					
AKBNK						1,318	1,051	1,397	25%	-6%					
GARAN						1,248	1,062	1,304	17%	-4%					
ISCTR						2,272	2,196	1,348	3%	69%					
YKBNK						136	1,081	976	-87%	-86%					
HALKB						788	317	308	149%	156%					
VAKBN						1,092	1,044	503	5%	117%					
Banka Dışı	Satış Gelirleri					FAVÖK*					Net Kar				
	4Ç19T	4Ç18	3Ç19	yıllık değ.	çeyrek sel deę.	4Ç19T	4Ç18	3Ç19	yıllık değ.	çeyrek sel deę.	4Ç19T	4Ç18	3Ç19	yıllık değ.	çeyrek sel
ADANA	140	132	136	6%	3%	16	14	16	13%	-3%	14	340	12	-96%	17%
AEFES	5,075	4,326	7,098	17%	-28%	644	569	1,415	13%	-55%	69	148	585	-53%	-88%
AKCNS	490	397	488	24%	0%	80	44	82	81%	-3%	26	8	28	216%	-7%
AKSA	1,022	831	874	23%	17%	176	75	165	135%	7%	77	191	84	-60%	-9%
ANACM	1,182	936	1,259	26%	-6%	286	200	320	43%	-11%	99	74	171	33%	-42%
ARCLK	8,367	7,414	8,246	13%	1%	879	881	696	0%	26%	205	280	237	-27%	-13%
ASELS	5,123	3,795	3,023	35%	69%	1,076	813	610	32%	76%	1,133	583	642	94%	76%
AYGAZ	2,543	2,363	2,549	8%	0%	163	-104	151	a.d.	8%	89	-87	68	a.d.	31%
BIMAS	10,731	9,094	10,412	18%	3%	858	511	845	68%	2%	313	359	344	-13%	-9%
BOLUC	108	115	115	-6%	-6%	14	21	18	-33%	-24%	-10	-2	-14	351%	-28%
BRISA	900	762	1,013	18%	-11%	157	140	198	12%	-21%	45	21	58	118%	-22%
CEMTS	170	204	164	-17%	4%	20	31	7	-36%	178%	17	12	-2	44%	a.d.
CIMSA	470	395	473	19%	-1%	72	41	76	77%	-6%	5	-62	8	a.d.	-39%
CCOLA	2,235	2,001	3,908	12%	-43%	146	129	872	14%	-83%	-73	148	556	a.d.	a.d.
DOAS	3,534	2,921	2,156	21%	64%	215	155	141	39%	53%	97	4	41	2199%	134%
EKGYO	1,550	1,260	398	23%	290%	465	238	4	96%	11717%	560	171	-153	228%	a.d.
ENKAI	1,746	4,485	2,441	-61%	-28%	611	791	572	-23%	7%	780	824	911	-5%	-14%
ENJSA	5,240	5,875	5,239	-11%	0%	1,129	1,109	1,219	2%	-7%	313	105	332	198%	-6%
EREGL	6,327	7,594	6,416	-17%	-1%	830	2,216	1,279	-63%	-35%	279	1,684	784	-83%	-64%
FROTO	11,394	10,048	9,298	13%	23%	946	818	807	16%	17%	541	411	454	32%	19%
GUBRF	1,265	1,345	821	-6%	54%	141	350	144	-60%	-2%	-64	93	-45	a.d.	41%
HEKTS	120	79	151	52%	-21%	41	33	55	25%	-25%	29	16	18	86%	64%
ISDMR	3,568	4,378	4,033	-19%	-12%	445	1,423	802	-69%	-45%	227	1,147	425	-80%	-47%
KCHOL	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	921	1,710	1,076	-46%	-14%
KORDS	1,256	1,171	1,285	7%	-2%	166	128	175	30%	-5%	67	34	77	94%	-13%
KOZAL	840	505	822	66%	2%	607	256	594	137%	2%	560	191	526	193%	6%
KRDMD	1,337	1,631	1,310	-18%	2%	31	399	124	-92%	-75%	-125	328	39	a.d.	a.d.
LOGO	145	104	92	39%	57%	41	23	35	74%	17%	22	15	20	45%	10%
MPARK	966	880	893	10%	8%	213	107	190	98%	12%	-7	30	-4	a.d.	62%
MGROS	5,932	4,923	6,464	20%	-8%	504	341	684	48%	-26%	-221	359	179	a.d.	a.d.
ODAS	222	211	261	5%	-15%	49	37	69	33%	-29%	-13	20	45	a.d.	a.d.
ORGE	35	42	40	-17%	-12%	13	17	15	-22%	-16%	11	24	11	-54%	0%
OTKAR	520	870	593	-40%	-12%	57	232	141	-76%	-60%	58	250	102	-77%	-43%
OZKGY	265	22	151	1103%	76%	81	6	64	1295%	27%	222	430	53	-48%	318%
PETKM	2,067	2,032	2,937	2%	-30%	272	41	394	557%	-31%	92	-44	236	a.d.	-61%
PGSUS	2,549	2,053	4,117	24%	-38%	570	287	2,033	a.d.	-72%	81	-138	1,200	a.d.	-93%
SAHOL	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	960	429	953	124%	1%
SISE	4,855	4,467	4,599	9%	6%	947	906	1,018	5%	-7%	495	251	431	97%	15%
SODA	1,086	988	1,035	10%	5%	275	233	237	18%	16%	294	81	151	261%	94%
TAVHL	1,010	1,755	1,558	-42%	-35%	263	550	983	-52%	-73%	1,539	323	561	376%	174%
TCELL	6,550	5,514	6,311	19%	4%	2,845	2,303	2,959	24%	-4%	840	864	801	-3%	5%
THYAO	18,756	16,486	22,635	14%	-17%	2,516	2,366	6,341	6%	-60%	77	-38	3,707	a.d.	-98%
TKFEN	3,602	3,789	2,991	-5%	20%	346	510	401	-32%	-14%	192	421	258	-54%	-26%
TOASO	5,802	4,779	4,159	21%	40%	741	641	570	16%	30%	398	327	298	22%	34%
TRGYO	317	284	257	11%	23%	174	132	152	32%	15%	827	2,330	136	-65%	508%
TRKCM	1,731	1,661	1,631	4%	6%	266	343	279	-22%	-5%	156	188	170	-17%	-8%
TTKOM	6,231	5,398	6,210	15%	0%	2,782	2,232	2,967	25%	-6%	489	2,215	1,117	-78%	-56%
TTRAK	1,058	908	983	17%	8%	123	110	102	12%	20%	60	74	22	-19%	170%
TUPRS	23,480	24,803	23,309	-5%	1%	790	1,743	885	-55%	-11%	34	1,766	-155	-98%	a.d.
ULKER	2,053	1,798	1,893	14%	8%	319	278	315	15%	1%	122	133	254	-8%	-52%
ULUSE	121	158	129	-24%	-6%	42	61	34	-31%	22%	31	32	26	-3%	21%
YATAS	320	272	283	18%	13%	53	46	37	16%	43%	27	35	25	-22%	9%
ZOREN	1,909	2,665	1,866	-28%	2%	640	464	561	38%	14%	-15	64	-28	a.d.	-47%

Kaynak: Oyak Yatırım, tahminleri, veri tabanı, *PGSUS ve THYAO için FAVKÖK ifade eder.

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yönteme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.