

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

18 Nisan 2018



Finans dışı şirketlerin net kar büyümesinin 1Ç18'de %31 oranında olmasını bekliyoruz

Araştırma kapsamımızdaki finans dışı şirketlerin net karı 2017 yılında bir önceki yıla göre %69 oranında büyümüştü. 1Ç18'de ise bu şirketlerin net kar büyüme hızının, geçen yılki rakamı Migros'un bir defaya mahsus 1,07 milyar TL'lik kar etkisini çıkartarak, bir miktar yavaşlayarak %31 olarak (Migros'un karı dahil %9) gerçekleşmesini bekliyoruz. Bilançosunda EUR açık pozisyon taşıyan şirketler bu dönemde TL'nin EUR karşısında %25 oranında değer kaybetmesinden olumsuz, ihracat gelirleri ve dövizde endeksli gelir yapısı olan şirketlerin ise olumlu etkilenmesi beklenmektedir. **Kardemir, Zorlu Enerji, Torunlar GYO, Bolu Çimento, Gübre Fabrikaları, İş Menkul, Trakya Cam, Ereğli, Tat Gıda ve Ford Otosan'ın** 1. çeyrekte en yüksek kar büyümesi açıklayan şirketler olmasını bekliyoruz. Diğer taraftan, net kar bazında en zayıf performansın Migros, Odaş, Otokar ve Brisa'da olacağını tahmin ediyoruz. Kar dönemi bu hafta Hektaş ile başlamış olup 24 Nisan'da Bizim Toptan ve Turkcell, 25 Nisan'da Akbank ve 26 Nisan'da Arcelik, Garanti Bank, Tekfen Holding ve Tofas ile devam edecektir.

Bankaların net faiz marjları, TÜFE'ye endeksli tahvil gelirleri ile düşüyor

4Ç17'de ayrılan 400 milyon TL'lik serbest karşılıklarla (genel karşılıklardan aktarılan 1,1 milyar TL serbest karşılık hariç) baskılanmış olan bankaların toplam net karının, 1Ç18'de %9 büyüyeceğini öngörüyoruz. Bir seferlik gelir giderleri ve dönemsel olarak yılın ilk yarısında güçlü olan temettü gelirlerini dışarıda bırakırsak, araştırma kapsamındaki bankaların net karının düşen TÜFE Endeksi (TÜFEX) gelirleri sebebi ile %5 gerilemesini bekliyoruz. **Yapı Kredi** ve **TSKB'nin** çeyrekssel olarak en yüksek kar artışını yakalayacağını düşünüyoruz. **Akbank** ve **Garanti** ise yıllık bazda güçlü kar büyümesi gösterecektir. Kredi-mevduat makasında daha zayıf performans gösteren **Halkbank** ve **Vakıfbank'ın** yıllık bazda karlarının daralmasını bekliyoruz.

Çift haneli satış gelirleri büyümesi devam ederken momentum azalıyor

Araştırma kapsamımızdaki finans dışı şirketler için yıllık bazda %18 satış gelirleri büyümesi bekliyoruz. Büyümede temel olarak 1) talep ve doluluk oranlarındaki artışın yanı sıra TL'nin zayıflamasından olumlu etkilenen havayolu şirketleri (**Pegasus, Türk Hava Yolları ve Tav Havalimanları**), 2) **Kardemir, Aselsan, Brisa, Tekfen Holding ve Ford Otosan** gibi yabancı para gelirlerine sahip ve/veya emtia ile ilintili şirketler ve 3) inorganik büyüyen **Zorlu Enerji, Torunlar GYO, Migros ve Ülker'in** etkili olmasını bekliyoruz. Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin büyük çoğunluğu geçen yıla göre daha yüksek satış gelirleri açıklamasını beklemekle birlikte Otokar gelirlerinde daralma öngördüğümüz tek şirket olarak dikkat çekmektedir.

Faaliyet karlılığı güçlü seyrini devam ettiriyor

Finans dışı şirketlerin toplam FAVÖK büyümesinin gelir büyümesinin üstüne çıkarak %27 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. **Türk Hava Yolları** (güçlü yolcu büyümesi, artan doluluk oranları ve daha iyi maliyet kontrolü), **Torunlar GYO** (5. Levent projesindeki teslimlerin katkısı), **Kardemir** (güçlü büyüme ve sabit girdi maliyetleri), **Gübretaş** (artan amonyak fiyatları ve iyileşen talep), **Bizim** (düşük baz etkisi ve yeniden yapılanma), **Adana, Bolu, Akçansa ve Çimsa** (Düşük baz etkisi), **Zorlu Enerji** (yeni jeotermal santralin katkısı) ve **Doğuş Otomotiv'in** (karlılıkta iyileşme) yüksek FAVÖK büyümesi açıklamasını öngörüyoruz. Diğer taraftan, en zayıf FAVÖK performansının Odaş, Otokar, Tüpraş, Aygaz ve Petkim'de olmasını bekliyoruz.

	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Banka dışı şirketler					
Gelirler	99,403	84,088	18%	104,228	-5%
FAVÖK	14,489	11,394	27%	14,478	0%
Net Kar	7,045	6,445	9%	7,765	-9%
Bankalar					
Net Kar	7,795	8,239	-5%	7,163	9%
USDTRY					
Kapanış	3.9489	3.6386	9%	3.7719	5%
Ortalama	3.8114	3.6913	3%	3.7955	0%
EURTRY					
Kapanış	4.8673	3.9083	25%	4.5155	8%
Ortalama	4.6836	3.9311	19%	4.4689	5%

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

Akbank

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık (%)	4Ç17	Çeyreklik (%)
Krediler	199,066	171,108	%16	190,356	%5
Mevduat	193,178	165,600	%17	184,904	%4
Net Faiz Geliri	3,089	2,386	%29	3,097	%0
Komisyon Geliri	733	632	%16	723	%1
Faaliyet Giderleri	1,289	1,097	%18	1,295	%0
Net Özel Risk Maliyeti	0.49%	0.54%	-5 bp	0.87%	-37 bp
Faiz Marjı	3.4%	3.5%	-6 bp	3.8%	-36 bp
Net Kar	1,616	1,449	%12	1,524	%6

Akbank'ın TL kredi-mevduat makasında kredi getirilerindeki artışın yardımıyla 45 baz puan artış bekliyoruz. Buna karşılık net faiz marjında TÜFEX gelirlerindeki düşüş sebebi ile çeyreksele 36 baz puan düşüş öngörüyoruz. Komisyon gelirlerinde geçen sene %14 olan yıllık büyümenin %16'ya hızlanacağını düşünüyoruz. Faaliyet giderlerindeki büyümenin devam eden yatırımların etkisi ile %18'e çıkmasını bekliyoruz. Takipteki kredi oluşumunun düşük seviyede devam etmesini ve net özel risk maliyetinin bütçenin altında gerçekleşmesini öngörüyoruz. Genel karşılıklar UFRS9'un uygulanmaya başlaması ile bir miktar artış gösterebilir. Kredi büyümesinin sektöre paralel gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Akbank 1. çeyrek sonuçlarını 25 Nisan'da açıklayacak.

Garanti Bankası

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık (%)	4Ç17	Çeyreklik (%)
Krediler	216,911	194,851	%11	208,631	%4
Mevduat	191,456	167,444	%14	181,116	%6
Net Faiz Geliri	3,766	3,189	%18	4,189	-%10
Komisyon Geliri	1,036	875	%18	974	%6
Faaliyet Giderleri	1,771	1,643	%8	1,729	%2
Net Özel Risk Maliyeti	0.94%	0.29%	64 bp	0.86%	7 bp
Faiz Marjı	4.1%	4.2%	-7 bp	5.1%	-93 bp
Net Kar	1,705	1,526	%12	1,699	%0

Garanti'nin net faiz marjında TÜFE'ye endekli kağıtların getirisindeki düşüş nedeniyle sert bir daralma bekliyoruz. Öte yandan kredi getirilerindeki artışın yardımıyla kredi-mevduat makasında 15 baz genişleme bekliyoruz. Komisyon gelirlerindeki büyümenin bütçenin üzerine çıkarak %18'e ulaşacağını öngörüyoruz. Bankanın IFRS9'un uygulaması ile daha önce net olarak gösterilen genel karşılık rakamının artık brüt gösterilecek olması nedeniyle hem karşılık giderlerinin, hem de diğer faaliyet gelirlerinin şişmesini bekliyoruz. Net toplam risk maliyetinin genel karşılıklardaki artış sebebi ile 140 baz puana ulaşacağını düşünüyoruz. Kredi büyümesinin sektöre yakın olacağını, mevduat büyümesinin ise güçlü olacağını düşünüyoruz. Garanti 1. çeyrek sonuçlarını 26 Nisan'da açıklayacak.

İş Bankası (C)

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık (%)	4Ç17	Çeyreklik (%)
Krediler	247,322	219,430	%13	239,409	%3
Mevduat	207,486	191,451	%8	203,752	%2
Net Faiz Geliri	3,648	3,228	%13	3,555	%3
Komisyon Geliri	920	801	%15	935	-%2
Faaliyet Giderleri	1,872	1,642	%14	2,003	-%6
Net Özel Risk Maliyeti	0.34%	0.69%	-35 bp	0.26%	8 bp
Faiz Marjı	3.7%	4.0%	-35 bp	3.7%	-3 bp
Net Kar	1,435	1,643	-%13	1,205	%19

İşbank'ın net faiz marjındaki daralmanın, bankanın uyguladığı TÜFEX değerlendirme yöntemi sebebi ile 3 baz puanla sınırlı kalmasını bekliyoruz. Bu takip listemizdeki bankalar arasında en düşük daralma. Kredi-mevduat makasında TL taraftaki 27 baz artışın yardımıyla 11 baz puan genişleme olacağını tahmin ediyoruz. Ticari zararlarının kur farkı giderleri ve yüksek swap maliyetleri ile 670 milyon TL'ye çıkmasını öngörüyoruz. Komisyon gelirleri ve faaliyet giderlerindeki büyümenin bütçe rakamları ile paralel olarak yıllık bazda %15 ve %14 olacağını düşünüyoruz. Net özel risk maliyetinin ise güçlü tahsilat performansı ile düşük seviyelerde devam edeceğini tahmin ediyoruz. Temettü gelirinin bir kısım temettünün 2.çeyreğe kalması sebebi ile geçen senenin altında kalacağını öngörüyoruz. Kredi ve mevduat büyümelerinin sektörün altında olacağını düşünüyoruz.

Yapı ve Kredi Bank.

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık (%)	4Ç17	Çeyreklik (%)
Krediler	197,864	177,407	%12	192,883	%3
Mevduat	173,290	159,762	%8	169,347	%2
Net Faiz Geliri	2,609	2,141	%22	2,684	-%3
Komisyon Geliri	925	807	%15	788	%17
Faaliyet Giderleri	1,393	1,295	%8	1,585	-%12
Net Özel Risk Maliyeti	0.79%	1.16%	-37 bp	0.83%	-3 bp
Faiz Marjı	3.1%	3.3%	-24 bp	3.5%	-35 bp
Net Kar	1,082	1,001	%8	880	%23

Kredi-mevduat makasındaki gelişme ve faaliyet giderlerindeki düşüşün yardımıyla Yapı Kredi'nin çeyreksele bazda büyük ölçekli bankalar arasında en yüksek kar büyümesini getirmesini bekliyoruz. Her ne kadar TL kredi-mevduat makasının çeyreksele olarak 35 baz puan yukarı gideceğini düşünsek de, TÜFEX gelirlerindeki düşüş ile net faiz marjında 35 baz puanlık düşüş öngörüyoruz. 4Ç17'de ayrılan karşılıklar sebebi ile şişmiş durumda olan faaliyet giderlerinde çeyreksele %12 gerileme olacağını öngörüyoruz. Net özel risk maliyetinin sorunlu kredi oluşumundaki yavaşlama ile gerilemesi beklense de, genel karşılıkların UFRS9 etkisi ile artacağı tahmin ediliyor. Kredi ve mevduat büyümelerinin sektörün altında olacağını düşünüyoruz.

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

T. Halk Bankası

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık (%)	4Ç17	Çeyreklik (%)
Krediler	214,380	167,130	%28	202,137	%6
Mevduat	199,587	157,825	%26	193,227	%3
Net Faiz Geliri	2,056	2,282	-%10	2,038	%1
Komisyon Geliri	450	537	-%16	468	-%4
Faaliyet Giderleri	1,234	1,021	%21	1,267	-%3
Net Özel Risk Maliyeti	0.32%	0.71%	-39 bp	0.51%	-19 bp
Faiz Marjı	2.8%	4.0%	-122 bp	2.9%	-11 bp
Net Kar	800	1,219	-%34	715	%12

Halkbank'ın çeyrek bazda kredi-mevduat makasında en büyük daralmayı (49 baz puan) yaşayan banka olmasını bekliyoruz. TL kredi-mevduat makasında da 35 baz puan daralma öngörüyoruz. Buna bağlı olarak da net faiz marjında çeyrek bazda 11 baz puan düşüş tahmin ediyoruz. Komisyon gelirlerinin geçen seneki yüksek baz sebebi ile yıllık bazda %16 gerilemesini bekliyoruz. Faaliyet giderlerinin 2018 yılı için bütçelenen %14'ün üzerinde %21 büyüyeceğini tahmin ediyoruz. Net özel risk maliyetinin güçlü tahsilat performansı ile 10 baz puan gerileyeceğini düşünüyoruz. Kredi büyümesinin sektörün üzerinde olacağını öngörüyoruz.

Vakıflar Bankası

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık (%)	4Ç17	Çeyreklik (%)
Krediler	194,404	153,168	%27	182,932	%6
Mevduat	161,598	129,985	%24	155,277	%4
Net Faiz Geliri	2,317	2,377	-%3	2,319	%0
Komisyon Geliri	379	291	%30	372	%2
Faaliyet Giderleri	1,217	1,016	%20	1,203	%1
Net Özel Risk Maliyeti	0.20%	0.91%	-71 bp	0.82%	-62 bp
Faiz Marjı	3.5%	4.6%	-113 bp	3.8%	-29 bp
Net Kar	927	1,225	-%24	901	%3

Vakıfbank'ın kredi getirilerinde yükseliş beklemiyoruz ve bu sebepten kredi-mevduat makasında hafif bir düşüş öngörüyoruz. Bununla birlikte net faiz marjında 29 baz puan gerileme bekliyoruz. Komisyon gelirlerindeki büyümenin %30 ile gücünü devam ettireceğini tahmin ediyoruz. Faaliyet giderlerinin 1Ç17'deki düşük bazın üstüne %20 büyüyeceğini tahmin ediyoruz. Net özel risk maliyetinin 62 baz puan düşüşle 30 baz puan olmasını bekliyoruz. Kredi büyümesinin %6 ile sektörün üzerinde olmasını öngörüyoruz.

Albaraka Türk

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık (%)	4Ç17	Çeyreklik (%)
Krediler	25,636	22,256	%15	24,680	%4
Mevduat	26,123	23,668	%10	25,310	%3
Net Faiz Geliri	292	318	-%8	366	-%20
Komisyon Geliri	41	38	%8	39	%4
Faaliyet Giderleri	222	194	%14	246	-%10
Net Özel Risk Maliyeti	0.82%	1.64%	-83 bp	1.48%	-66 bp
Faiz Marjı	3.5%	4.0%	-50 bp	4.6%	-108 bp
Net Kar	55	36	%54	96	-%43

Geçen çeyrek kar zarar projelerinden gelen güçlü gelir sayesinde desteklenen net faiz gelirlerinin %20 düşmesini bekliyoruz. Faaliyet giderlerinde de çeyrek bazda %10 düşüş olacağını tahmin ediyoruz. Menkul kıymetleştirilmiş kar zarar projelerinin ticari karı destekleyeceğini düşünüyoruz. Net özel risk maliyetinin yavaşlayan takipteki alacak girişleri sayesinde 66 baz puan düşeceğini tahmin ediyoruz. Kredi ve mevduat büyümesinin sektörün altında kalmasını bekliyoruz.

T.S.K.B.

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık (%)	4Ç17	Çeyreklik (%)
Krediler	23,899	18,664	%28	22,294	%7
Mevduat	0	0	a.d.	0	a.d.
Net Faiz Geliri	310	224	%39	312	-%1
Komisyon Geliri	5	2	%116	6	-%13
Faaliyet Giderleri	44	34	%29	34	%28
Net Özel Risk Maliyeti	-0.01%	0.11%	-11 bp	-0.07%	6 bp
Faiz Marjı	3.9%	3.5%	45 bp	4.3%	-33 bp
Net Kar	174	141	%24	143	%22

Kur etkisine göre düzeltilmiş kredinin büyümesinin %1 olması beklenmekle birlikte, TL'deki değer kaybı nedeniyle nominal kredi büyümesinin %7 olacağını tahmin ediyoruz. TÜFEX gelirlerindeki düşüş nedeniyle net faiz marjında daralma beklenmektedir. 1Ç18'de herhangi bir sorunlu kredi oluşum beklemiyoruz. Çalışan temettüleri artık gider olarak yazıldığı için faaliyet giderlerindeki büyümenin yüksek olacağını düşünüyoruz. TSKB 1. çeyrek mali tablolarını 27 Nisan'da açıklayacak.

Banka Dışı Şirketler

Adana Çimento (A)

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	142	94	50%	141	0%
FAVÖK	31	12	155%	28	11%
marj %	22.2%	13.0%	913 bp	20.0%	221 bp
Net Kar	38	38	1%	34	12%
marj %	27.1%	40.5%	-1,334 bp	24.2%	294 bp

İlk çeyrekte %38 düzeyindeki gelir büyümesi beklentimiz fiyat artışları ve artan beyaz çimento satışlarından kaynaklanmaktadır. Beklentilerimize göre, her ne kadar FAVÖK marjı geçen seneki %13 seviyesinden %22'ye çıksa da Çimsa'nın 2017 yılından dağıttığı temettünün %65 oranında azalması itibarıyla Adana Çimento'nun net karına katkısı azalacaktır. Adana Çimento'nun net karının 38mn TL ile geçen yılın aynı dönemine aynı seviyelerde kalmasını bekliyoruz.

Anadolu Efes

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	2,711	2,426	12%	2,758	-2%
FAVÖK	309	295	5%	418	-26%
marj %	11.4%	12.2%	-77 bp	15.2%	-376 bp
Net Kar	-156	-85	a.d.	-194	a.d.
marj %	-5.8%	-3.5%	a.d.	-7.0%	a.d.

Türkiye bira piyasasındaki zorlu rekabetin ve uluslararası bira operasyonlarındaki güçlü 1Ç17 bazının finansallarda operasyonel olarak baskı yaratmasını öngörüyoruz. Çeyrek olarak bakıldığında TL'nin USD ve EUR karşısında değer kaybı, geçen senenin aynı dönemine göre daha yüksektir ve bu sebeple net kara olumsuz etkisi muhtemelen daha fazla olacaktır. Finansalların planlanan açıklanma tarihi 7 Mayıs'tır.

Akçansa

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	360	298	21%	428	-16%
FAVÖK	84	48	77%	95	-11%
marj %	23.5%	16.0%	751 bp	22.1%	136 bp
Net Kar	45	35	28%	46	-3%
marj %	12.4%	11.7%	75 bp	10.7%	170 bp

2017'nin ikinci yarısında iyileşmeye başlayan talep ve fiyatların etkisiyle yılın ilk çeyreğinde gelirlerin %21 büyümesini bekliyoruz. Geçen yılın ilk çeyreğinin gelir ve marjlar açısından zayıf baz teşkil ettiğini belirtmemiz gerekir. Her ne kadar enerji maliyetleri yüksek seyretmeye devam etse de gelir büyümesinin etkisiyle FAVÖK marjının %16'dan %23'e çıkmasını bekliyoruz. Akçansa'nın net karının %28 artışla 45mn TL'ye yükselmesini bekliyoruz.

Aksa Akrilik

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	770	626	23%	718	7%
FAVÖK	140	132	6%	129	8%
marj %	18.1%	21.0%	-291 bp	18.0%	11 bp
Net Kar	64	70	a.d.	51	27%
marj %	8.4%	11.2%	a.d.	7.1%	130 bp

Artan ürün fiyatları ve TL'nin ABD doları karşısında değer kaybetmesi nedeniyle geçen seneye göre %23 net satış büyümesi bekliyoruz. Öte yandan, FAVÖK marjındaki hafif düşüş nedeniyle FAVÖK'teki artışın %6 ile sınırlı kalabileceğini tahmin ediyoruz. Faaliyet karındaki büyümeye rağmen, kur zararlarının etkisiyle net karın geçen seneye göre %9 azalmasını bekliyoruz.

Arçelik

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	5,424	4,634	17%	5,706	-5%
FAVÖK	501	459	9%	429	17%
marj %	9.2%	9.9%	-67 bp	7.5%	172 bp
Net Kar	160	240	-33%	90	78%
marj %	2.9%	5.2%	-223 bp	1.6%	137 bp

Yurtiçi beyaz eşya satışları 1Ç18'de ÖTV avantajının kaldırılmasından olumsuz etkilendi. Arçelik'in yurtiçinde yapmış olduğu fiyat artışlarının daralan hacmi bir miktar kompanse etmesini bekliyoruz. Yurtiçi TV satış hacimlerinde ve satış fiyatlarında bir miktar toparlanma bekliyoruz. Yurtdışı satışlarının ise yatay bir seyrinde olmasını bekliyoruz. Ham madde fiyatlarındaki devam eden artışın karlılığı baskılamasını beklerken, EUR/USD paritesinin yükselmesi, TV panel fiyatlarının düşmesi ve yurtiçi pazarda yapılan fiyat artışlarının şirketin karlılığı üzerinde olumlu etki yapmasını bekliyoruz. 1Ç18'de Arçelik'in satış geliri ve FAVÖK'ünün sırasıyla %17 ve %9 oranlarında büyümesini FAVÖK marjının ise 67 baz puan gerileyerek %9.2'ye düşmesini bekliyoruz.

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

Aselsan

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,387	990	40%	1,912	-27%
FAVÖK	263	187	41%	385	-32%
marj %	19.0%	18.9%	7 bp	20.2%	-116 bp
Net Kar	288	321	-10%	560	-48%
marj %	20.8%	32.4%	-1,161 bp	29.3%	-849 bp

Aselsan'ın 1Ç18 satışlarında, geçen yıl alınan yüklü miktarda siparişin ve zayıflayan TL'sinin olumlu etkilerini dikkate alarak, %40 oranında bir artış bekliyoruz. Şirketin FAVÖK'ünün bu dönemde satışlardaki artışa paralel olarak %41 oranında artarak 263mn TL'ye ulaşmasını, EBITDA marjının %19 oranında gerçekleşmesini bekliyoruz. Ebitda marjı şirketin beklentisi olan %18-20 bandının içerisinde kalmasını bekliyoruz. Şirketin net karının %10 oranında gerileyerek 288mn TL olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

Aygaz

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	2,341	2,065	13%	2,307	1%
FAVÖK	83	101	-18%	69	21%
marj %	3.6%	4.9%	-135 bp	3.0%	56 bp
Net Kar	107	157	-32%	85	26%
marj %	4.6%	7.6%	-304 bp	3.7%	90 bp

Güçlü dolar kurunun etkisiyle satış gelirlerinde yıllık bazda %13 büyüme öngörüyoruz. Artan LPG ithalat maliyetlerinin etkisiyle FAVÖK marjının yıllık 140 baz puan düşerek %3.6'ya ulaşacağını hesaplıyoruz. FAVÖK'ün yıllık bazda %18, net karın da %32 düşmesini bekliyoruz. Şirketin dolaylı iştiraki olan Tüpraş'ın net karındaki azalmanın Aygaz üzerinde olumsuz etkisi olacaktır.

Bim Mağazalar

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	6,962	5,707	22%	6,597	6%
FAVÖK	352	304	16%	324	9%
marj %	5.1%	5.3%	-27 bp	4.9%	15 bp
Net Kar	234	198	18%	222	6%
marj %	3.4%	3.5%	-10 bp	3.4%	1 bp

Yıllık ciro büyümesini %22 gibi öngördüğümüz çeyrekte gidilen fiyat indirimleri ve rakabetin de etkisiyle marjlarda hafif baskı muhtemeldir. Finansalların planlanan açıklanma tarihi 8 Mayıs'tır.

Bizim Mağazaları

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	718	598	20%	830	-13%
FAVÖK	20	-6	-462%	22	-10%
marj %	2.8%	-0.9%	374 bp	2.7%	12 bp
Net Kar	2	-19	a.d.	0	711%
marj %	0.2%	-3.2%	a.d.	0.0%	21 bp

Zayıf baz ve yeniden yapılandırmanın katkısıyla ciro büyüme tahminimiz %20'dir. FAVÖK marj beklentimiz %2.8'le geçen seneki negatif 0.9'luk rakama göre ciddi düzelmeyi göstermektedir. Finansal ve diğer giderler operasyonel düzelmelerin net kara yansımaları nispeten limitleyebilir. Finansalların planlanan açıklanma tarihi 24 Nisan'dır.

Bolu Çimento

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	127	92	38%	160	-21%
FAVÖK	42	21	102%	52	-18%
marj %	33.4%	22.9%	1,058 bp	32.3%	109 bp
Net Kar	27	10	161%	36	-24%
marj %	21.4%	11.3%	1,011 bp	22.2%	-82 bp

Bolu Çimento'nun gelirlerinin %38 büyümeyle 127mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Güçlü gelir büyümesiyle birlikte geçen yılın aynı döneminde zayıf baz nedeniyle %23 olarak gerçekleşen FAVÖK marjının %33'e yükselmesini bekliyoruz. Bolu Çimento'nun net karının geçen yılın aynı dönemindeki 10mn TL'den 27mn TL'ye yükselmesini öngörüyoruz.

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

Brisa

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	645	473	36%	662	-3%
FAVÖK	96	70	38%	143	-33%
marj %	14.9%	14.7%	14 bp	21.7%	-680 bp
Net Kar	4	25	-85%	57	-93%
marj %	0.6%	5.2%	-462 bp	8.5%	-795 bp

Güçlü satış gelirleri sayesinde şirketin FAVÖK'ünün geçen seneye göre %38 artarak 96mn TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz. Öte yandan, Aksaray yatırımı nedeniyle artan amortisman ve finansman giderleri nedeniyle 4mn TL net kar açıklanmasını bekliyoruz.

Coca Cola İçecek

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,799	1,556	16%	1,656	9%
FAVÖK	238	188	26%	166	43%
marj %	13.2%	12.1%	111 bp	10.0%	318 bp
Net Kar	-54	-86	a.d.	-149	a.d.
marj %	-3.0%	-5.5%	a.d.	-9.0%	a.d.

Sezonsal olarak zayıf çeyrekte gerek Türkiye gerekse yurtdışı operasyonlarında geçen seneye göre iyi rakamlar öngörüyoruz. Ortalama kur açısından TL'nin dolara karşı eski çeyreklerde olduğu kadar fazla değer kaybetmemesi yurtdışı operasyonlarının ciroya katkısını nispeten limitleyecektir. 1Ç17 ye göre çeyrek sonu nispeten daha fazla değer kaybeden TL'nin net karda yarattığı baskı artacaktır. Finansalların planlanan açıklanma tarihi 2 Mayıs'tır.

Çimsa

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	328	248	32%	436	-25%
FAVÖK	87	56	57%	112	-22%
marj %	26.6%	22.4%	426 bp	25.7%	96 bp
Net Kar	33	31	7%	75	-55%
marj %	10.2%	12.6%	-240 bp	17.2%	-695 bp

Çimsa için %32'lik gelir büyümesi beklentimiz hem fiyat artışları hem de Afyon Çimento'da daha yüksek kapasite kullanımından kaynaklanmaktadır. Güçlü gelir büyümesi ve görece daha az artan maliyetler sayesinde geçen yılın aynı dönemdeki zayıf bazın üzerine FAVÖK marjının %22,4%'ten %26,6'ya iyileşmesini bekliyoruz. Güçlü gelir büyümesi ve iyileşen marjlara rağmen, artan finansman maliyetleri sebebiyle net karın hafif artışla 33mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Doğuş Otomotiv

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	2,543	2,085	22%	4,718	-46%
FAVÖK	123	80	54%	175	-30%
marj %	4.8%	3.8%	101 bp	3.7%	113 bp
Net Kar	29	28	3%	41	-29%
marj %	1.1%	1.4%	-22 bp	0.9%	27 bp

Satış gelirlerinin, toplam satış hacmindeki %15'lik düşüğe rağmen, %22 oranında artmasını bekliyoruz. DOAS geçtiğimiz yılın başından bu yana satış fiyatlarında, satış hacminden ziyade karlılığa odaklanarak, kademeli artış yaptı. DOAS'ın karlılık odaklı stratejisinin 1Ç18'de de pazar payını 150bp arttırmasına rağmen devam ettiğini düşünmekteyiz. Şirketin FAVÖK'ünün satış gelirilerindeki artışa bağlı olarak ve geçen yılın düşük baz etkisini dikkate alarak %54 oranında artmasını ve FAVÖK marjının da %4.8'e yükselmesini bekliyoruz. DOAS'ın net karının borçlanma faizlerindeki ve şirketin borç tutarındaki artışa bağlı olarak olumsuz etkilenmesini ve %3 oranında artarak 29mn TL olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.

Enka İnşaat

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	2,650	2,445	8%	2,878	-8%
FAVÖK	622	589	6%	738	-16%
marj %	23.5%	24.1%	-63 bp	25.6%	-217 bp
Net Kar	668	626	7%	694	-4%
marj %	25.2%	25.6%	-38 bp	24.1%	109 bp

Konsolide satış gelirinin, taahhüt segmentindeki %11 oranındaki artış beklentimiz sonucunda, %5 oranında artarak 695mn ABD\$'ına yükselmesini bekliyoruz. Enerji segmenti gelirinin bir önceki yıla göre aynı seviyede, 325mn ABD\$'da olmasını bekliyoruz. Rusya'daki gayrimenkul faaliyetlerindeki toparlanmanın yavaş olmasından dolayı bu segmentin gelirinde %3 oranında artış bekliyoruz. Şirketin konsolide FAVÖK'ünün 1Ç18'de sadece %1 oranında artarak 163mn ABD\$'ına ulaşmasını bekliyoruz. 1Ç18'de net kara etkisi olabilecek bir defaya mahsus bir etkenin olmasını beklemiyoruz. Bu sebeple şirketin net karının %2 oranında artarak 175mn ABD\$'ına yükselmesini bekliyoruz.

Ereğli Demir Celik

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	5,338	4,191	27%	5,414	-1%
FAVÖK	1,657	1,313	26%	1,696	-2%
marj %	31.0%	31.3%	-28 bp	31.3%	-29 bp
Net Kar	1267	902	40%	1190	6%
marj %	23.7%	21.5%	221 bp	22.0%	175 bp

Çelik fiyatlarındaki güçlü seyirin devam etmesi Erdemir'in gelir büyümesini ve yüksek marjları korumasına yardımcı olmaktadır. Gelirlerin geçen yılın aynı dönemine göre %23 artışla 1,4milyar Dolar olmasını bekliyoruz. Satış hacmi açısından mevsimsel olarak güçlü seyreden dördüncü çeyreğin ardından satış hacminde çeyrek olarak hafif daralma beklentimiz dahilinde gelirlerin Dolar bazında bir önceki çeyrekle aynı seviyelerde kalmasını bekliyoruz. Favök marjının %31 seviyesinde sabit kalmasını ve FAVÖK'ün geçen yılın aynı dönemine göre Dolar bazında %22 artmasını bekliyoruz. Erdemir için net karın %36 artışla 332mn Dolar'a yükselmesini bekliyoruz.

Ford Otosan

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	6,914	5,395	28%	8,203	-16%
FAVÖK	555	437	27%	595	-7%
marj %	8.0%	8.1%	-7 bp	7.2%	78 bp
Net Kar	359	272	32%	510	-30%
marj %	5.2%	5.0%	15 bp	6.2%	-103 bp

1Ç18'de FROTO'nun yurtiçi perakende satışları %6 oranında daralırken, ihracat hacmi ise %10 oranında yükselmiştir. Yurtiçi pazarda yapılan fiyat artışları ve zayıf TL'nin ihracat gelirlerini olumlu etkilemesi neticesinde şirketin satış gelirlerinin %28 oranında artmasını bekliyoruz. Şirketin FAVÖK marjının bir önceki yılın aynı dönemi ile aynı kalarak %8 oranında gerçekleşmesini beklerken, bu 4Ç17'ye göre yaklaşık 80 baz puanlık bir iyileşmeye denk gelmektedir. FAVÖK'ün %27 oranında artarak 555mn TL'ye ulaşacağını düşünüyoruz.

Gübre Fabrik.

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,325	1,116	19%	950	39%
FAVÖK	78	34	133%	76	3%
marj %	5.9%	3.0%	288 bp	8.0%	-211 bp
Net Kar	27	11	a.d.	15	a.d.
marj %	2.0%	1.0%	a.d.	1.6%	a.d.

Artan amonyak fiyatlarının İran faaliyetlerinin karlılığını olumlu etkilemesini bekliyoruz. Türkiye faaliyetlerindeki güçlü performansın da ilk çeyrekte sürmesini öngörüyoruz. FAVÖK'ün %133 artarak 78mn TL'ye, net karın da geçen seneki 11mn TL'den bu sene 27mn TL'ye çıkacağını hesaplıyoruz.

Is Yatırım

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
FAVÖK	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
marj %	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	48	27	77%	43	12%
marj %	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Piyasalarda görülen yüksek işlem hacmi sayesinde gelirlerin bu çeyrekte de kuvvetli devam etmesini bekliyoruz. Piyasaların hareketli olması kredili işlem hacmini de destekliyor. Piyasadaki oynaklığın alım-satım karlarına da olumlu etki yapacağını öngörüyoruz. Böylece çeyrek olarak %12, yıllık bazda %77 net kar büyümesi hesaplıyoruz.

Koç Holding

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
FAVÖK	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
marj %	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	975	1125	-13%	1162	-16%
marj %	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Yapı Kredi'nin net karındaki %8'lik artışa rağmen özellikle Tüpraş, Aygaz, Arçelik ve Otocar'ın karındaki azalma nedeniyle Koç Holding'in net karının geçen seneye göre %13 daralmasını bekliyoruz.

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

Kardemir (D)

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,289	867	49%	1,154	12%
FAVÖK	364	108	238%	304	20%
marj %	28.3%	12.4%	1,584 bp	26.3%	193 bp
Net Kar	118	-6	a.d.	71	67%
marj %	9.2%	-0.6%	a.d.	6.2%	302 bp

Kardemir'in 2018'in ilk çeyreğinde %49 gelir büyümesi ve FAVÖK marjında 16puan iyileşme beklentilerimize paralel olarak iyi bir çeyrek geçirdiğini tahmin ediyoruz. Artan çelik fiyatları ile birlikte geçen yılın aynı dönemine göre %5 civarında satış hacmi büyümesi güçlü gelir büyümesi beklentimizin arkasında yatan sebeplerdir. Ton başına 612TL (162Dolar) FAVÖK beklentimiz son yıllarda görülen en yüksek çeyreklik FAVÖK olacaktır. Kardemir'in FAVÖK'ünün 364mn TL ile bir önceki yılın aynı dönemine göre iki kattan fazla artmasını bekliyoruz. İlk çeyrekte TL'nin hem Euro hem de Dolar karşısında değer kaybetmesi net karı baskılayacaktır. Buna rağmen, net karın 118mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Hatırlanacağı üzere, geçen yılın ilk çeyreğinde 6mn TL zarar geçtiğimiz çeyrekte ise 71mn TL kar vardı.

Logo Yazılım

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	68	54	27%	83	-17%
FAVÖK	20	18	11%	20	0%
marj %	29.5%	34.0%	-446 bp	24.5%	509 bp
Net Kar	13	10	a.d.	13	-2%
marj %	18.3%	19.4%	-115 bp	15.4%	292 bp

Zayıf 1Ç17 bazının da etkisiyle önceki çeyreğe göre yıllık bazda daha iyi performans öngörüyoruz. Ciro büyümesini %27 olarak tahmin ettiğimiz çeyrekte Romanya operasyonları ve diğer yatırımların göreceli düşük getirisiyle FAVÖK büyümesinin %11 olmasını bekliyoruz.

Migros Ticaret

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	4,070	3,114	31%	4,022	1%
FAVÖK	191	134	43%	217	-12%
marj %	4.7%	4.3%	40 bp	5.4%	-70 bp
Net Kar	-173	907	a.d.	-206	a.d.
marj %	-4.3%	29.1%	a.d.	-5.1%	a.d.

Migros 1Ç18 gelir büyüme beklentimiz %31'dir (%18 Migros solo büyüme). Kipa'nın da etkisiyle, diğer gelirlerden arındırılmış konsolide FAVÖK marjının %4.7'yle geçen senenin 40bps üzerinde olmasını öngörüyoruz. Net kar TL'nin EUR karşısındaki çeyreklik değer kaybından olumsuz etkilenmeyi sürdürecektir. Net kar açısından 1Ç17 finansalları Kipa satın almasıyla ilişkili TL1milyarlık negatif şerefiye katkısını içermekteydi. Finansalların planlanan açıklanma tarihi 7 Mayıs'tır.

Odaş Elektrik

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	156	146	7%	138	13%
FAVÖK	10	14	-27%	10	3%
marj %	6.5%	9.5%	-306 bp	7.1%	-64 bp
Net Kar	-37	-13	a.d.	-27	a.d.
marj %	-24.0%	-9.1%	a.d.	-19.7%	a.d.

Urfa santralinden ve antımuan işinden daha az katkı nedeniyle FAVÖK'ün geçen seneye göre %27 daralmasını bekliyoruz. Şirketin 2017 sonu itibari ile 191mn Euro açık pozisyonu bulunduğu için yüksek kur giderlerinin şirketin net karını baskılamasını öngörüyoruz. İlk çeyrek için 37mn TL net zarar bekliyoruz.

Otokar

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	239	566	-58%	416	-43%
FAVÖK	-2	65	-103%	47	-104%
marj %	-0.8%	11.5%	-1,229 bp	11.3%	-1,209 bp
Net Kar	-36	37	-196%	49	-173%
marj %	-14.9%	6.6%	-2,145 bp	11.7%	-2,660 bp

1Ç18'in Otokar için, zırlı araç satışlarındaki %90'a varan gerilemeden ve toplam satış hacmindeki %21 oranındaki daralmadan dolayı, oldukça zayıf bir çeyrek olmasını bekliyoruz. Ticari araç satışlarının hem yurtiçindeki midibus satışlarındakinin %17 oranında artmasından hem de otobus ihracatının %12 oranında artmasından dolayı satış gelirlerini bir miktar dengelemesini bekliyoruz. Satış gelirlerinin %58 oranında daralarak 239mn TL'ye düşmesini ve FAVÖK seviyesinde 2mn TL zarar elde etmesini bekliyoruz. Finansal giderlerinin yükselmesi sonucu net kar üzerinde baskının artmasını ve Otokar'ın net zararının 1Ç18'de 36mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

Petkim

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,957	1,766	11%	1,962	0%
FAVÖK	362	436	-17%	449	-19%
marj %	18.5%	24.7%	-623 bp	22.9%	-441 bp
Net Kar	269	366	-26%	367	-27%
marj %	13.8%	20.7%	-695 bp	18.7%	-494 bp

İlk çeyrekte ortalama etilen-nafta fiyat farkları geçen seneye göre %21, geçen çeyreğe göre de %18 arttı. Buna rağmen ürün fiyatları zayıf kaldığından dolayı şirketin FAVÖK'ünün %17, net karının da %26 düşmesini bekliyoruz. Çeyrekse bazda da FAVÖK ve net karın sırasıyla %19 ve %27 daralacağını hesaplıyoruz.

Pegasus

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,194	886	35%	1,186	1%
FAVÖK	-66	-139	a.d.	-15	a.d.
marj %	-5.6%	-15.7%	a.d.	-1.2%	a.d.
Net Kar	-130	-203	a.d.	8	a.d.
marj %	-10.9%	-22.9%	a.d.	0.7%	a.d.

%18'lik güçlü yolcu büyümesinin yanısıra birim yolcu gelirlerindeki düzelme ve maliyet kontrolü sezonsal olarak zayıf çeyrekte operasyonel karlılığı nispeten destekleyecektir. Operasyonel olarak düzelme gözlenen finansallar ve son uçak satışın gelirinin de bu çeyreğe yansımaya yönelik beklentimiz yıllık karşılaştırma anlamında da net zararın düşüşünü destekleyecektir. Finansalların planlanan açıklanma tarihi 10 Mayıs'tır.

Sabancı Holding

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
FAVÖK	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
marj %	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	849	669	27%	1141	-26%
marj %	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Akbank ve Enerjisa'nın artan karı sayesinde holdingin net karının %27 büyümesini bekliyoruz.

Tat Gıda

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	305	265	15%	286	6%
FAVÖK	17	12	40%	22	-20%
marj %	5.7%	4.7%	102 bp	7.6%	-186 bp
Net Kar	16	12	37%	23	-29%
marj %	5.2%	4.4%	83 bp	7.9%	-266 bp

1Ç18 ciro artış beklentimiz yıllık bazda %15'tir. FAVÖK marjı beklentimiz %5.7'yle geçen senenin 102bps üzerindedir. Tahminlerimizde efektif vergi oranını 4Ç17'ye benzer olarak %6 seviyesinde öngördük.

TAV Havalimanları

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,193	891	34%	1,254	-5%
FAVÖK	466	303	54%	525	-11%
marj %	39.0%	34.0%	501 bp	41.9%	-287 bp
Net Kar	60	46	30%	65	-8%
marj %	5.0%	5.2%	-15 bp	5.2%	-18 bp

%23'lük kuvvetli yolcu büyümesi, zayıf TL, yer işletmeleri ve duty free gibi alanlardaki toparlanma finansallar için olumlu olsa da EUR'nun USD karşısında güçlenmesi yolcu ücretleri USD bazında olan Atatürk dış hatlar terminali ve Gürcistan'ın performansının yansımaları nispeten limitleyecektir. FAVÖK marjında 501bps yıllık düzelme öngörsek de EUR bazında net kar artışının finansal giderler ve vergi etkisiyle daha düşük gerçekleşmesini bekliyoruz. Finansalların planlanan açıklanma tarihi 27 Nisan'dır.

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

Turkcell

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	4,727	4,053	17%	4,666	1%
FAVÖK	1,867	1,400	33%	1,739	7%
marj %	39.5%	34.5%	495 bp	37.3%	222 bp
Net Kar	490	459	7%	216	127%
marj %	10.4%	11.3%	-94 bp	4.6%	575 bp

Turkcell'in ilk çeyrek sonuçlarını 24 Nisan'da açıklaması bekleniyor. İlk çeyrek Turkcell'in güçlü gelir büyümesini devam ettirdiği bir çeyrek olacaktır. %17 gelir büyümesi beklentimiz Şirketin tüm yıl için %13-15 gelir büyümesi beklentisinin üzerindedir. Ayrıca, ilk çeyrek sonuçları UFRS standartlarındaki (UFRS 15-16) değişikliklerin etkilerini de içerecektir. Söz konusu değişikliklerin şirketin FAVÖK ve FAVÖK marjını yukarı iterken, gelir büyümesi ve net kar üzerinde etkisi sınırlı olacaktır. FAVÖK marjının geçen yılki %34,5'e karşılık %39,5 olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. Net karın ise %7 büyümeyle 490mn TL olmasını bekliyoruz.

Türk Hava Yolları

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	10,276	7,310	41%	10,447	-2%
FAVÖK	1,052	149	606%	1,053	0%
marj %	10.2%	2.0%	820 bp	10.1%	16 bp
Net Kar	-256	-1421	-82%	-184	39%
marj %	-2.5%	-19.4%	1,695 bp	-1.8%	-73 bp

THY'nin 1Ç18'de toplam yolcu sayısı yıllık bazda %29 artmıştır.Yolcu verimindeki olumlu hava ve artan doluluk oranları operasyonel olarak yazın da etkisiyle finansalları destekleyecektir. Operasyonel olmayan tarafta ise 1Ç18 sonu kur hareketleri USD'nin EUR ve JPY'ye karşı değer kaybetmesi sebebiyle net zararda etkili olacaktır.

Tekfen Holding

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	2,207	1,637	35%	2,374	-7%
FAVÖK	272	209	30%	309	-12%
marj %	12.3%	12.7%	-42 bp	13.0%	-68 bp
Net Kar	201	162	24%	229	-12%
marj %	9.1%	9.9%	-77 bp	9.6%	-54 bp

Tekfen'in konsolide gelirlerinin 1Ç18'de, özellikle taahhüt segmentindeki %60 oranında büyüme ile, %35 oranında artarak 2.237mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Gayrimenkul segmenti satışlarının, Esenyurt projesinin satışlarının yavaşlaması ile birlikte, %54 oranında gerilemesini bekliyoruz. Gübre segmentindeki karlılık oranının normalize olması sebebiyle konsolide FAVÖK'ün %30 oranında artarak 272mn TL'ye ve FAVÖK marjının %12.3'e gerilemesini bekliyoruz. Net karın ise bu dönemde %25 oranında artarak 201mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Gayrimenkul segmentinin bu dönemde net kara 10mn TL tutarında negatif etki yapmasını bekliyoruz.

Tofaş Oto. Fab.

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	4,421	4,098	8%	5,125	-14%
FAVÖK	518	432	20%	519	0%
marj %	11.7%	10.5%	118 bp	10.1%	158 bp
Net Kar	260	262	-1%	338	-23%
marj %	5.9%	6.4%	-52 bp	6.6%	-72 bp

Tofaş'ın yurtiçi satışları, pazardaki %1.5 oranındaki büyümenin tersine %4 oranında gerilemiştir. İhracat hacminde ise aynı dönemde %10 oranında bir daralma olmuştur. İhracat hacmindeki daralmanın, al ya da öde anlaşmaları sebebiyle, şirketin karlılığı üzerinde bir etkisi olmasını beklemiyoruz. Satış gelirlerinin, zayıf TL ve yurtiçi fiyat artışlarının etkisiyle, 1Ç18'de %8 oranında büyümesini bekliyoruz. Yurtiçi satışların toplam satışlar içerisindeki payının artmasına ve al ya da öde kontratlarının devreye girmesine paralel olarak, FAVÖK marjının bir önceki yıla göre bir miktar iyileşip %11.7 oranında gerçekleşmesini bekliyoruz. FAVÖK'ün %20 oranında artarak 518mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Trakya Cam

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,181	956	23%	1,289	-8%
FAVÖK	258	204	27%	219	18%
marj %	21.9%	21.3%	56 bp	17.0%	490 bp
Net Kar	180	115	56%	193	-7%
marj %	15.2%	12.0%	320 bp	15.0%	20 bp

Türkiye'deki fiyat artışları ve TL'nin Euro karşısındaki değer kaybı dolayısıyla ilk çeyrekte %23'lük gelir büyümesi bekliyoruz. Maliyetlerdeki artışın gelir büyümesiyle telafi edildiği çeyrekte FAVÖK marjının geçen yılın aynı dönemine göre hafif iyileşme bekliyoruz. Trakya Cam'ın ilk çeyrekte net karını %57 artışla 180mn TL'ye yükseltmesini bekliyoruz.

1. Çeyrek 2018 Kar Beklentileri

Türk Telekom

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	4,699	4,307	9%	4,800	-2%
FAVÖK	1,751	1,528	15%	1,525	15%
marj %	37.3%	35.5%	178 bp	31.8%	548 bp
Net Kar	44	66	a.d.	-114	a.d.
marj %	0.9%	1.5%	a.d.	-2.4%	a.d.

Türk Telekom'un ilk çeyrek sonuçlarının 25 Nisan'da açıklanması bekleniyor. Son iki yıldır mobil ve internet gelirlerinde görülen çift haneli büyüme ve daralan sabit ses gelirlerinin toplam gelirler içindeki payının azalması gelir büyümesini destekleyen unsurlar olmasını bekliyoruz. İnşaat gelirleri hariç gelir büyümesinin %10 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. FAVÖK için büyüme beklentimiz gelir büyümesinin üzerinde %15 seviyesindedir. Dolar ve Euro'ya karşı değer kaybeden TL'nin kur farkı dolayısıyla Türk Telekom'un net karını aşağı çekmesini ve net karın geçen yılın aynı dönemindeki zayıf baz teşkil eden 66mn TL'ye göre 44mn TL civarında oluşmasını bekliyoruz.

Türk Traktör

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,014	961	5%	1,153	-12%
FAVÖK	112	112	0%	137	-18%
marj %	11.0%	11.6%	-58 bp	11.9%	-83 bp
Net Kar	54	55	-2%	104	-48%
marj %	5.3%	5.8%	-43 bp	9.0%	-370 bp

Türk Traktör'ün 1Ç18'de toplam satışları, yurtiçi ve ihracat satışlarındaki %9 ve %6 oranlarındaki daralmanın etkisiyle %8.5 oranında gerilemiştir. Şirketin satış gelirlerinin, son bir yılda yapılan fiyat artışlarının etkisi ve TL'nin zayıflaması ile birlikte, %5 oranında yükselerek 1.0 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Dönem içerisinde yapılan fiyat artışlarının artan üretim maliyetlerini karşılamada yeterli kalmayacağını düşündüğümüzden dolayı 1Ç17 FAVÖK marjının 58 baz puan daralarak %11'e gerilemesini bekliyoruz. Şirketin net karının ise %2 oranında gerileyerek 54mn TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.

Torunlar GMYO

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	712	135	426%	350	104%
FAVÖK	326	89	266%	178	83%
marj %	45.8%	65.7%	-1,990 bp	51.0%	-520 bp
Net Kar	160	-33	-578%	341	-53%
marj %	22.5%	-24.7%	4,716 bp	97.4%	-7,495 bp

Kira gelirlerindeki %23'lük artış ve 5. Levent Projesi'nde teslimlerin hızlanması ile gelirlerin geçen yılın aynı dönemine göre dört kat artışla 710mn TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Konut satışlarının toplam gelirler içindeki payının artması ile birlikte FAVÖK marjının %66'dan %46'ya düşmesini bekliyoruz. TL'nin Dolar ve Euro'ya karşı sırasıyla %6 ve %8 değer kaybettiği ilk çeyrekte Torunlar GYO ciddi kur farkı giderleri kaydedecektir. Buna rağmen, net kar geçen yılına aynı dönemdeki 33mn TL net zarara karşılık 160mn TL seviyesinde oluşabilir.

Tüpraş

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	14,582	12,370	18%	14,604	0%
FAVÖK	1,153	1,511	-24%	1,190	-3%
marj %	7.9%	12.2%	-431 bp	8.1%	-24 bp
Net Kar	602	869	-31%	492	22%
marj %	4.1%	7.0%	-289 bp	3.4%	76 bp

Akdeniz rafineri marjları ilk çeyrekte 4.0 dolarla, geçen seneki 5.0 doların altında kaldı. Tüpraş için de benzer bir trend varsayıyoruz. Zayıf rafineri marjlarının yanı sıra artan fabrika duruşlarının da faaliyet karlılığına olumsuz yansımaları bekliyoruz. Şirketin FAVÖK ve net karının sırasıyla %24 ve %31 daralacağını hesaplıyoruz. Öte yandan, çeyrek bazda hafif FAVÖK düşüşüne rağmen daha az vergi gideri nedeniyle net karın artmasını bekliyoruz.

Ülker Bisküvi

TLmn	1Ç18T	1Ç17	Yıllık %	4Ç17	Çeyreklik %
Satış Gelirleri	1,401	1,232	14%	1,342	4%
FAVÖK	203	176	16%	191	6%
marj %	14.5%	14.3%	26 bp	14.3%	26 bp
Net Kar	110	99	a.d.	100	10%
marj %	7.8%	8.0%	a.d.	7.5%	39 bp

Ul Mena'nın ikinci kez konsolide edileceği finansallar için ciro beklentimiz TL1401mn konsolide VAFÖK marjı beklentimiz %14.5'dir. Finansalların planlanan açıklanma tarihi 8 Mayıs'tır.

1. eyrek 2018 Kar Beklentileri

Zorlu Enerji

TLmn	118T	117	Yıllık %	417	eyreklik %
Satış Gelirleri	1,085	661	64%	1,062	2%
FAVÖK	281	170	65%	180	55%
marj %	25.9%	25.7%	18 bp	17.0%	886 bp
Net Kar	46	-72	a.d.	-22	-306%
marj %	4.3%	-10.9%	a.d.	-2.1%	638 bp

Kapasite artışları, YEKDEM satışları ve TL'nin değer kaybı neticesinde şirketin satış gelirlerinin %64 artmasını bekliyoruz. Kızıldere'nin de etkisiyle FAVÖK'ün %65 büyümesini öngörüyoruz. Net kar tahminimiz olan 46mn TL geçen seneki - TL72mn'ye ciddi bir iyileşmeye işaret etmektedir.

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 yöntemle 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 değiştiremeyebilir.

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.