

# 1Ç20 Finansallarına İlişkin Beklentiler

22 Nisan 2020



## Emtia fiyatlarındaki düşüşün ve zayıf TL'nin finans dışı şirketlerin net karını olumsuz etkilemesini bekliyoruz

İlk çeyreğin ilk iki ayında yurtiçi talepteki toparlanmaya rağmen, finans dışı şirketlerin toplam net karının düşen emtia fiyatları (petrol ve çelik), yavaşlayan ihracat talebi ve yükselen döviz kurları nedeniyle geçen seneye göre %70, geçen çeyreğe göre de %82 daralmasını bekliyoruz. Borçlanma maliyetlerindeki ciddi düşüş yüksek kısa vadeli borcu olan şirketler için bir miktar rahatlama sağlarken, TL'nin dolar ve euro karşısında geçen çeyreğe göre sırasıyla %11 ve %8 değer kaybetmesi kısa döviz pozisyonu olan şirketlerin yükünü arttırdı. **BİM, Brisa, Coca-Cola İçecek, Doğu Otomotiv, Enerjisa, Koza Altın, Türk Telekom, Tat Gıda, Türk Traktör ve Yataş**'ın yıllık bazda en yüksek net kar büyümesi gösteren şirketler olmalarını bekliyoruz. Öte yandan, havacılık şirketleri (**Pegasus, TAV ve Türk Hava Yolları**), net kısa döviz pozisyonu olan şirketler (**Anadolu Efes, Odaş, Migros ve Zorlu Enerji**) ile petrol ve çelik sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler (**Aygaz, Ereğli, İsdemir, Kardemir, Petkim ve Tüpraş**) ve **Ülker Bisküvi** geçen seneye göre en zayıf net kar açıklamasını beklediğimiz şirketlerdir.

Kar sezonu bugün **TAV** ile başlayıp 24 Nisan'da **Türk Traktör**, 28 Nisan'da **Akbank**, 29 Nisan'da da **Garanti** ve **Tofaş** ile devam edecektir. Koronavirüs nedeniyle ilk çeyrek finansallarının son açıklama tarihi konsolide olmayan banka dışı şirketler için 1 Haziran, konsolide olanlar için ise 9 Haziran'a uzatıldı. Öte yandan, bankaların konsolide olmayan sonuçları 15 Mayıs, konsolide sonuçları da 15 Haziran'a kadar açıklanacak.

## Net faiz gelirindeki güçlü seyir ve kredi risk maliyetindeki düşüşün 1Ç20'de %25 çeyreklik net kar artışı getirmesini bekliyoruz.

Takibimizdeki 6 banka için 1Ç20'de çeyreklik bazda %25 net kar artışı öngörmekteyiz. 4Ç19'da %10.8 seviyesinde olan özsermaye karlılığının ise 4Ç19'da %13.1 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. TL kredi mevduat makasındaki güçlü seyir ve TÜFE'ye endekslili tahvillerden daha yüksek getiriler net faiz marjı gelişimini destekledi. Swap maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz gelirinde çeyreklik bazda %13 artış öngörürken, düzeltilmiş net faiz marjında ise 26 baz puanlık iyileşme bekliyoruz. Regülasyon değişikliklerinin etkisinin 1Ç20'de sınırlı olmasıyla net ücret ve komisyon gelirlerindeki momentumun devamı ve ticari zararlardaki beklenen düşüş net karlılığı olumlu yönde etkileyen diğer faktörler olacaktır. Kredi risk maliyetinde 850 baz puanlık düşüş beklerken, net kredi risk maliyetinin 2.4% seviyesinde yüksek kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Tahsili gecikmiş alacak intikallerindeki belirgin düşüşe rağmen bankaların koronavirüs salgınının olası etkilerine karşı proaktif olarak karşılık oranlarını arttırması beklenmektedir. Takibimizdeki bankalar arasında, **Yapı kredi**, 4Ç19'daki düşük baz sebebiyle en yüksek çeyreklik kar artışı açıklaması beklenen banka iken **Garanti** ise net kar ve net faiz geliri artışı açısından öne çıkmaktadır.

## Nispeten limitli gelir büyümesi

Takibimizdeki banka dışı şirketlere ilişkin tahminlerimizde 1Ç20'de yıllık bazda ciro büyüme beklentimiz %6'dır. Bu sınırlı artışta olumsuz etki yapan unsurlar emtia bazlı gelir yapısı (**Aygaz, Ereğli, İsdemir, Kardemir, Petkim ve Tüpraş**) ve güçlü baz ya da tek seferlik etki içeren finansalları olan şirketler (**Enka İnşaat, Tekfen Holding, havacılık hisseleri**) olarak özetlenebilir. Buna karşılık yıllık bazda güçlü ciro büyümesi beklediğimiz şirketler iç talepteki toparlanma ve bazılarında Covid-19 döneminin etkileri sebebiyle **BİM, Migros, Doğu Otomotiv, Türk Traktör, Tat Gıda, Ülker Bisküvi** ve **Yataş**'tır.

## Zorlu dönemde karlılıkta baskı muhtemeldir

Araştırma kapsamımızda yer alan banka dışı şirketler için 1. çeyrekte, bahsi geçen gelir tarafındaki yıllık %6'lık artışa rağmen FAVÖK'te %9'luk daralma bekliyoruz. Pozitif performans öngördüğümüz hisseler **Anadolu Cam** (fiyat artışı ve artan KKO), **Aselsan** (artan ürün teslimatları ve ciro büyümesi), **BİM** (güçlü ciro büyümesi ve marj artışı), **Doğu Otomotiv, Türk Traktör, Yataş** (satış hacimlerindeki büyüme), **Koza Altın** (yüksek seyreden altın fiyatları), **Logo** (e-devlet gelirlerinin de katkısıyla yüksek marjlı Türkiye operasyonlarındaki güçlü ciro büyümesi), **Odaş** (Çan santrali katkısı), ve **Turkcell & Türk Telekom** (güçlü fiyatlandırma, abone sayısındaki artış ve yüksek data kullanımı). Öte yandan, **Anadolu Efes, Aygaz, Enka İnşaat, Gübre Fabrikaları, çelik üreticileri (Ereğli, İsdemir, Kardemir), Tekfen Holding, Trakya Cam, TAV Havalimanları, Türk Havayolları** ve **Tüpraş**'ın yıllık bazda zayıf 1Ç20 FAVÖK rakamları açıklamasını tahmin ediyoruz.

## Takibimizdeki Hisseler için 1Ç20 Finansalları Beklentileri

Banka											Net Kar				
						1Ç20T	1Ç19	4Ç19	yıllık değş.		çeyrek sel				
AKBNK						1,355	1,413	1,330	-4%		2%				
GARAN						1,866	1,722	1,222	8%		53%				
ISCTR						2,182	1,458	2,310	50%		-6%				
YKBNK						1,119	1,241	263	-10%		325%				
HALKB						862	305	797	182%		8%				
VAKBN						1,645	651	1,280	153%		28%				
Banka Dışı	Satış Gelirleri					FAVÖK					Net Kar				
	1Ç20T	1Ç19	4Ç19	yıllık değş.	çeyrek sel deęş.	1Ç20T	1Ç19	4Ç19	yıllık değş.	çeyrek sel deęş.	1Ç20T	1Ç19	4Ç19	yıllık değş.	çeyrek sel
AEFES	4,277	3,969	5,082	8%	-16%	244	394	862	-38%	-72%	-225	-177	183	27%	a.d.
AKNS	420	407	447	3%	-6%	60	31	57	96%	5%	24	20	22	22%	11%
AKSA	1,143	925	903	24%	27%	160	139	125	15%	28%	55	64	56	-14%	-2%
ANACM	1,138	775	1,161	47%	-2%	288	195	289	47%	0%	87	102	99	-15%	-12%
ARCLK	7,820	6,902	8,366	13%	-7%	798	694	697	15%	15%	232	225	240	3%	-3%
ASELS	2,478	1,998	5,365	24%	-54%	570	395	1,296	44%	-56%	608	629	1,365	-3%	-55%
AYGAZ	2,166	2,351	2,566	-8%	-16%	-14	98	157	a.d.	a.d.	-221	10	75	a.d.	a.d.
BIMAS	11,613	9,025	10,529	29%	10%	891	654	803	36%	11%	353	215	319	64%	11%
BRISA	1,020	776	907	31%	13%	175	126	152	39%	16%	51	-3	40	a.d.	28%
CEMTS	176	163	166	8%	6%	16	17	8	-4%	99%	16	20	15	-21%	10%
CIMSA	400	336	441	19%	-9%	60	62	47	-4%	27%	5	18	-18	-73%	a.d.
CCOLA	2,479	2,229	2,220	11%	12%	365	331	249	10%	47%	41	-3	1	a.d.	6521%
DOAS	3,530	1,809	3,722	95%	-5%	255	109	206	133%	24%	102	-69	79	a.d.	30%
ENKAI	1,710	2,964	2,629	-42%	-35%	540	754	437	-28%	24%	-810	835	1,058	a.d.	a.d.
ENJSA	5,131	4,484	4,887	14%	5%	1,225	1,126	1,122	9%	9%	388	297	244	30%	59%
EREGL	6,325	7,144	6,454	-11%	-2%	1,071	1,740	701	-38%	53%	308	997	228	-69%	35%
FROTO	9,816	9,284	11,502	6%	-15%	876	781	975	12%	-10%	513	478	617	7%	-17%
GUBRF	1,347	1,460	956	-8%	41%	101	156	0	-35%	a.d.	-55	-6	-87	847%	-37%
HEKTS	285	259	124	10%	130%	100	105	34	-4%	194%	62	68	35	-8%	78%
ISDMR	3,654	4,060	3,863	-10%	-5%	681	907	474	-25%	44%	312	523	260	-40%	20%
KCHOL	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	562	779	1,110	-28%	-49%
KORDS	1,140	1,265	1,266	-10%	-10%	149	198	165	-25%	-10%	55	93	71	-41%	-23%
KOZAL	580	468	951	24%	-39%	400	258	556	55%	-28%	395	320	507	24%	-22%
KRDMD	1,551	1,636	1,491	-5%	4%	139	203	79	-32%	76%	-206	68	-129	a.d.	60%
LOGO	101	81	154	24%	-34%	35	28	46	27%	-25%	18	15	29	25%	-37%
MPARK	970	933	988	4%	-2%	200	158	211	26%	-5%	-22	-3	83	563%	a.d.
MGROS	6,285	4,923	5,997	28%	5%	492	451	685	9%	-28%	-190	-231	-290	-18%	-34%
ODAS	195	145	206	34%	-5%	49	15	59	222%	-17%	-146	-108	-126	35%	16%
ORGE	30	26	39	15%	-24%	12	10	17	18%	-31%	9	8	17	17%	-47%
OTKAR	428	419	553	2%	-23%	38	10	57	280%	-34%	23	-11	54	a.d.	-58%
PETKM	2,764	2,832	2,795	-2%	-1%	195	288	312	-32%	-37%	7	154	104	-95%	-93%
PGSUS	1,856	1,766	2,512	5%	-26%	251	245	560	a.d.	-55%	-313	-214	23	46%	a.d.
SAHOL	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	1,152	1,057	881	9%	31%
SISE	4,620	3,923	4,843	18%	-5%	932	830	1,008	12%	-8%	412	448	546	-8%	-24%
SODA	1,128	948	1,118	19%	1%	281	200	300	40%	-6%	390	285	297	37%	32%
TAVHL	805	920	1,061	-12%	-24%	118	227	295	-48%	-60%	-287	146	1,419	a.d.	a.d.
TATGD	329	279	313	18%	5%	26	22	29	18%	-10%	22	14	21	60%	4%
TECELL	6,540	5,433	6,406	20%	2%	2,803	2,345	2,869	20%	-2%	777	1,224	756	-37%	3%
THYAO	15,221	14,848	18,967	3%	-20%	469	830	3,092	-43%	-85%	-1,436	-1,253	1,948	15%	a.d.
TKFEN	3,066	4,587	3,307	-33%	-7%	310	939	125	-67%	147%	193	782	-20	-75%	a.d.
TOASO	4,345	3,981	5,468	9%	-21%	610	609	665	0%	-8%	374	325	450	15%	-17%
TRGYO	240	205	298	17%	-19%	144	137	178	5%	-19%	-50	-144	927	-65%	a.d.
TRKCM	1,504	1,534	1,754	-2%	-14%	218	288	266	-24%	-18%	110	149	259	-27%	-58%
TTKOM	6,247	5,403	6,284	16%	-1%	2,917	2,619	2,839	11%	3%	603	310	545	95%	11%
TTRAK	1,124	818	1,083	37%	4%	142	51	128	180%	11%	82	8	68	982%	20%
TUPRS	19,079	20,708	21,631	-8%	-12%	-794	789	708	a.d.	a.d.	-1,868	-375	186	398%	a.d.
ULKER	2,296	1,942	2,147	18%	7%	388	330	340	18%	14%	143	365	165	-61%	-13%
YATAS	333	238	327	40%	2%	85	34	82	152%	3%	20	14	19	42%	5%
ZOREN	2,585	1,871	2,884	38%	-10%	523	512	562	2%	-7%	-107	36	-92	a.d.	16%

Kaynak: Oyak Yatırım, tahminleri, veri tabanı.

## 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.