



3Ç16 Kar Tahminleri

18 Ekim 2016

Genel Yatırım Tavsiyesi

Kar dönemi TTKOM ile başlıyor...

2016 yılı 3. çeyrek bilanço dönemi 19 Ekim'de TTKOM'un finansal sonuçlarını açıklaması ile başlıyor. Bankalar konsolide olmayan finansal tablolarını 9 Kasım'a kadar, sanayi şirketleri ise 31 Ekim'e kadar açıklayacak. Konsolide sonuçlar için ise son tarih bankalar için 21 Kasım, sanayi şirketleri için ise 9 Kasım.

Bankalar: Visa ve temettü gelirleri hariç, çeyrekssel bazda %7 kar artışı bekliyoruz

Takibimizdeki bankalar için 3. çeyrekte toplam net karın çeyrekssel %12 düşmesini, yıllık ise %86 artmasını bekliyoruz. 2. çeyrekteki Visa kaynaklı gelirleri ve temettü gelirlerini arındırdığımızda, bankaların net karının çeyrekssel bazda yaklaşık %7 artış göstermesini bekliyoruz. Vakıfbank'ın çeyrekssel bazda %29 artış ile net karını artıran tek banka olmasını bekliyoruz. Temettü gelirleri ve Visa geliri hariç tutulduğunda, Vakıfbank ve Yapı Kredi Bankası'nın net karlarını sırasıyla %47 ve %23 artırmalarını bekliyoruz. Bankaların net faiz marjının 3. Çeyrekssel yaklaşık 20 baz puan artmasını öngörüyoruz. Tüfeye endeksli bono getirilerindeki artışın Halkbank, Vakıfbank ve Yapı Kredi'nin marjlarını çeyrekssel bazda daha fazla etkileyecektir. TL mevduat maliyetlerindeki iyileşmenin etkisi ile, 3. çeyrekssel kredi-mevduat faiz makasında iyileşmenin bazı bankalar için sınırlı olsa da devam etmesini bekliyoruz.

Finans Dışı Şirketler: Zayıf sonuçlar bekleniyor...

Takip ettiğimiz sanayi şirketlerinin 3Ç16 gelirlerinde %2'lik bir daralma bekliyoruz. 3Ç15'de yüksek kur farkı gideri nedeniyle düşük baz yaratan TTKOM'u hariç tuttuğumuzda net karların ortalama %15 düşmesini bekliyoruz. Gelirlerdeki yıllık %1'lik artışa karşılık, FAVÖK'te yıllık bazda %15'lik bir daralma bekliyoruz.

BOLUC, EREGL, KRDM, TKFEN, TMSN, TOASO ve TRGYO'nun hem FAVÖK hem de net kar artışı açısından dikkat çekici bir performans sergilemeleri bekleniyor.

Tablo 1: Araştırma kapsamımız için 3Ç16 tahminlerimiz

milyar TL	3Ç16T	3Ç15	YY Δ	2Ç16	Ç/Ç Δ
Sanayi Şirketleri					
Net Satışlar	64,843	64,051	1%	61,826	5%
FAVÖK	9,476	11,085	-15%	7,363	29%
Net Kar	3,616	3,701	-2%	3,299	10%
Finansallar					
Net Kar	4,687	2,535	85%	5,322	-12%
Toplam					
Net Kar	8,303	6,236	33%	8,621	-4%

Kaynak: BIST, Yatırım Finansman Tahminleri

**Yatırım Finansman
Araştırma Bölümü**
arastirma@yf.com.tr
+90 212 334 9839

Mayıs-Temmuz dönemindeki güçlü fiyat trendi göz önünde bulundurulduğunda 3Ç16'nın **demir-çelik** sektörü oyuncuları için bir önceki çeyreğe göre güçlü operasyonel sonuçlar açıkladığı bir çeyrek olmasını bekliyoruz. Kur farkı giderlerinin **Kardemir**'in artan operasyonel karlılığının net kardaki etkisini sınırlandıracağı öngörülmektedir.

3Ç16'da Türkiye'de hafif araç talebi zorlu piyasa şartlarının ve beklenen teşvik paketlerinin etkisi ile %14 oranında düşüş kaydetti. İhracat tarafında ise satış adetleri yeni model ve kapasite yatırımları sayesinde %10 arttı. TL'deki yüksek dalgalanma yurtiçi satışların karlılığını da olumsuz etkilemiş olabilir. Bu nedenle otomotiv şirketleri için 3Ç16 sonuçlarında muhafazakar bir yaklaşımımız bulunuyor. Buna karşılık yeni modelleri sayesinde yurtiçi pazar payını arttırmayı başarabilen ve ihracatı da oldukça yüksek oranlarda büyüyen **Tofaş**'ın diğer şirketlerden farklı olarak iyi sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz. **Ford Otosan** ve **Doğuş Otomotiv**'in satış verileri ise zayıf sonuçlara işaret etmektedir.

Başarısız darbe girişiminin ardından Türkiye traktör pazarında 3Ç16'da daralma oldu. Önemli ihracat pazarlarında devam eden zayıf talebin sonucunda yerli traktör imalatçılarının ihracat performansı olumsuz etkilendi. Traktör talebindeki daralmaya rağmen, **Tümosan**'ın yüksek BG segmentinde pazar payı kazanmaya devam etmesi ile birlikte FAVÖK artışının devamını bekliyoruz. Diğer taraftan, pazar lideri konumundaki **Türk Traktör** yurtiçi ve yurtdışı talepteki daralmadan ciddi anlama zarar gördü ki bu da FAVÖK rakamında bir düşüşe neden olacaktır.

10 günlük iki uzun resmi tatil 3Ç16'da çimento üreticilerinin yurtiçi satışları üzerinde negatif etki yarattı. Ancak bölgesel talep ve fiyat ortamındaki farklılıklara ilaveten ihracat imkanları sayesinde **Akçansa** ve **Çimsa**'nın diğerlerine göre daha iyi sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. **Adana** ve **Mardin**'in karlılığının ise güney bölgelerde kapasite fazlası probleminin etkisiyle ve yine bölgedeki düşük talep ortamıyla baskı altında kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Diğer taraftan, **Bolu**'nun tam kapasite çalışan yeni yatırımının etkisiyle takibimizdeki çimento hisseleri arasından yıllık bazda en yüksek FAVÖK artışı gösteren üretici olmasını bekliyoruz.

Tekfen Holding'in 3Ç16'da gübre fiyat -maliyet makasındaki daha cazip seviye ve düşük marjlı projelerin tamamlanmasıyla bekleyen iş yükünde optimizasyon sağlanması ile güçlü operasyonel sonuçlar açıklaması beklenmektedir. Diğer taraftan **Enka İnşaat**'ın 3Ç16'da operasyonel karlılığın Rusya gayrimenkul sektöründe devam eden zayıflık ve taahhüt segmentinde gerileyen portföy sebebiyle baskı altında kalmaya devam etmesi beklenmektedir.

3Ç16 **gıda perakendecileri** için zor bir çeyrek oldu. Gıda fiyatlarındaki dalgalanma şirketlerin benzer mağaza satış büyüme rakamlarını olumsuz etkileyebilir. Buna karşılık, satın alma fiyatları ile raf fiyatları arasındaki zaman farkından dolayı sektör karlılığında bir miktar olumlu katkıda bulunmuş olabilir. **Gıda dışı perakendeciler** de TL'deki yüksek oynaklık ve zayıf tüketici güveni nedeniyle zor bir çeyrek geçirdiler.

3Ç16 **havayolları** şirketleri için şartların daha da zorlaştığı bir çeyrek oldu. Türkiye'de turizm sektörünün zayıflığı ve koltuk kapasitelerinin artmaya devam etmesi uçak doluluk oranlarını olumsuz etkiledi. Ayrıca ortalama bilet fiyatlarının da baskı altında kalmaya devam ettiğini düşünüyoruz. Bu nedenlerle bu sektördeki tüm oyuncuların oldukça zayıf finansal sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları arasında 3Ç16'da projelerinden yoğun teslimler gerçekleştiren **Torunlar GYO** FAVÖK performansında yüksek artış kaydederken kur farkı giderleri sebebiyle net kar gelişimi üzerindeki etkiyi sınırlandırmıştır. **İş GYO**'nun ise 3Ç16'da kısıtlı teslim geliri kaydederek operasyonel sonuçlarında düşüş göstermesi beklenmektedir.

Tüpraş için 3Ç16'da orta destilatlardaki zayıf fiyatlama ve yıllık bazda daralma gösteren Akdeniz rafineri marjının etkisiyle FAVÖK'te yıllık bazda gerileme öngörüyoruz. Diğer taraftan 2Ç16'ya göre 0.6 dolarlık iyileşme gösteren Akdeniz rafineri marjının etkisiyle operasyonel performansta çeyrek bazda iyileşme öngörülmüştür.

Tablo 2: Araştırma kapsamımızda yer alan şirketler için 3Ç16 tahminleri

mn TL Sembol	Şirket İsmi	Net Satışlar					FAVÖK					Net Kar				
		3Ç16T	3Ç15	Y/Y Δ	2Ç16	Ç/Ç Δ	3Ç16T	3Ç15	Y/Y Δ	2Ç16	Ç/Ç Δ	3Ç16T	3Ç15	Y/Y Δ	2Ç16	Ç/Ç Δ
AKBNK	Akbank											1,100	672	64%	1,332	-17%
ALBRK	Albraka Turk											60	71	-16%	65	-9%
GARAN	Garanti Bankası											1,264	530	138%	1,540	-18%
HALKB	Halk Bankası											660	438	51%	886	-25%
VAKBN	Vakıflar Bankası											756	453	67%	587	29%
YKBNK	Yapı Kredi Bankası											784	318	147%	848	-8%
ANHYT	Anadolu Hayat Emek.											42	34	21%	45	-7%
AVISA	Avivasa Emeklilik											22	19	16%	19	16%
Finansallar												4,687	2,535	85%	5,322	-12%
ADCIM	Adana Cimento	95	103	-8%	106	-11%	29	34	-15%	38	-24%	27	33	-16%	37	-26%
AKCNS	Akcansa	353	361	-2%	407	-13%	110	113	-3%	123	-11%	88	70	26%	73	21%
AKSEN	Aksa Enerji	751	751	0%	660	14%	109	113	-4%	107	1%	-10	-178	a.d.	-18	a.d.
ARCLK	Arcelik	4,361	3,877	12%	3,960	10%	419	412	2%	420	0%	200	212	-6%	652	-69%
BIMAS	Bim	5,159	4,448	16%	4,971	4%	242	230	5%	230	5%	160	169	-6%	144	11%
BIZIM	Bizim Tiptan	759	689	10%	710	7%	21	19	8%	21	1%	4	5	-20%	4	9%
BOLUC	Bolu Cimento	134	115	16%	135	-1%	51	43	18%	52	-1%	35	27	26%	36	-3%
BMEKS	Bimeks Bilgi İşlem	370	377	-2%	343	8%	22	28	-21%	20	8%	0	3	a.d.	-3	a.d.
CIMSA	Cimsa	287	301	-5%	332	-14%	94	100	-6%	108	-13%	60	70	-13%	86	-30%
DOAS	Dogus Otomotiv	2,690	2,989	-10%	3,107	-13%	100	135	-26%	109	-9%	46	82	-44%	66	-30%
ENKAI	Enka Insaat	2,866	3,070	-7%	2,716	6%	537	596	-10%	507	6%	406	282	44%	506	-20%
EREGL	Eregli Demir Celik	3,134	2,849	10%	2,669	17%	729	563	29%	559	30%	471	309	52%	318	48%
FROTO	Ford Otosan	3,686	4,205	-12%	4,614	-20%	306	354	-14%	391	-22%	110	151	-27%	261	-58%
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	20	18	9%	21	-4%	10	13	-21%	13	-18%	10	12	-13%	11	-10%
ISGYO	İs G.M.Y.O.	55	107	-49%	197	-72%	37	62	-42%	45	-20%	16	169	-91%	57	-73%
KARDM	Kardemir	619	529	17%	532	16%	140	73	92%	97	44%	27	-117	a.d.	31	-13%
MGROS	Migros	3,065	2,642	16%	2,668	15%	193	178	8%	148	31%	-19	-342	a.d.	-25	a.d.
MRDIN	Mardin Cimento	30	38	-19%	36	-16%	8	14	-41%	10	-21%	8	14	-40%	8	1%
PGSUS	Pegasus	1,264	1,320	-4%	798	58%	220	423	-48%	-61	a.d.	83	234	-64%	-14	a.d.
TAVHL	Tav Havalimanları	1,052	994	6%	887	19%	481	551	-13%	370	30%	212	246	-14%	55	283%
TCELL	Turkcell	3,638	3,364	8%	3,329	9%	1,222	1,153	6%	1,021	20%	495	631	-22%	416	19%
THYAO	Türk Hava Yolları	9,413	9,291	1%	7,077	33%	1,476	2,611	-43%	230	542%	328	1,341	-76%	-656	a.d.
TKFEN	Tekfen Holding	1,028	806	27%	1,065	-3%	103	80	29%	94	10%	81	41	98%	73	11%
TKNSA	Teknosa	796	813	-2%	803	-1%	6	22	-74%	-1	a.d.	-20	1	a.d.	-30	a.d.
TMSN	Tumosan	126	107	18%	130	-3%	19	15	22%	20	-8%	13	8	62%	17	-21%
TOASO	Tofas Otomobil Fab.	2,949	2,272	30%	3,652	-19%	310	277	12%	338	-9%	186	174	6%	239	-22%
TUPRS	Tupras	8,762	10,446	-16%	8,453	4%	777	1,148	-32%	633	23%	456	750	-39%	331	38%
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	198	113	75%	171	16%	96	72	33%	84	14%	12	-218	a.d.	175	-93%
TTKOM	Türk Telekom	4,024	3,696	9%	3,940	2%	1,368	1,265	8%	1,299	5%	36	-493	a.d.	248	-85%
TTRAK	Türk Traktor	701	852	-18%	938	-25%	96	121	-20%	138	-30%	59	65	-10%	134	-56%
VESTL	Vestel	2,459	2,509	-2%	2,400	2%	147	266	-45%	200	-26%	38	-49	a.d.	69	-45%
Sanayi Şirketleri		64,843	64,051	1%	61,826	5%	9,476	11,085	-15%	7,363	29%	3,616	3,701	-2%	3,299	10%

* Rakamlar, Adana Çimento'nun tamamı için yapılan tahminleri göstermektedir.

** Rakamlar, Kardemir'in tamamı için yapılan tahminleri yansıtmaktadır.

*** TAVHL için düzeltilmiş rakamları ifade etmektedir.

Tablo 3: Araştırma kapsamımızda yer alan şirketler için 9A16 tahminleri

mn TL Sembol	Şirket İsmi	Net Satışlar			FAVÖK			Net Kar		
		9A16	9A15	Y/Y Δ	9A16	9A15	Y/Y Δ	9A16	9A15	Y/Y Δ
AKBNK	Akbank							3,439	2,086	65%
ALBRK	Albraka Turk							188	212	-11%
GARAN	Garanti Bankası							3,844	2,469	56%
HALKB	Halk Bankası							2,226	1,667	33%
VAKBN	Vakıflar Bankası							1,859	1,273	46%
YKBNK	Yapı Kredi Bankası							2,336	1,226	91%
ANHYT	Anadolu Hayat Emeklilik							128	117	9%
AVISA	Avivasa Emeklilik							58	54	9%
Finansallar								14,079	9,104	55%
ADCI	Adana Çimento	288	320	-10%	87	107	-19%	101	115	-12%
AKCNS	Akcansa	1,089	1,071	2%	315	323	-2%	230	217	6%
AKSEN	Aksa Enerji	2,053	1,608	28%	326	349	-7%	-19	-233	a.d.
ARCLK	Arcelik	11,848	10,099	17%	1,213	1,004	21%	1,007	680	48%
BIMAS	Bim Birlesik Magazalar	14,941	12,893	16%	716	636	13%	466	442	5%
BIZIM	Bizim Tiptan Satis Magazalari	2,108	1,875	12%	61	49	23%	11	9	24%
BOLUC	Bolu Çimento	355	290	22%	128	104	22%	86	78	11%
BMEKS	Bimeks Bilgi Islem	1,115	1,174	-5%	66	63	4%	-2	5	a.d.
CIMSA	Cimsa	873	865	1%	284	282	0%	194	199	-3%
DOAS	Dogus Otomotiv	8,050	7,958	1%	300	393	-24%	159	297	-46%
ENKAI	Enka Insaat	8,242	9,380	-12%	1,623	1,617	0%	1,452	1,134	28%
EREGL	Eregli Demir Celik	8,380	8,915	-6%	1,591	1,825	-13%	953	1,088	-12%
FROTO	Ford Otosan	12,486	11,731	6%	1,059	985	7%	574	557	3%
HLGYO	Halk G.M.Y.O.	60	54	12%	35	38	-8%	32	35	-8%
ISGYO	Is G.M.Y.O.	304	180	69%	122	102	19%	123	197	-38%
KARDM	Kardemir	1,653	1,640	1%	255	188	36%	58	-211	a.d.
MGROS	Migros	8,144	7,012	16%	462	416	11%	-72	-456	a.d.
MRDIN	Mardin Çimento	92	114	-19%	23	34	-32%	23	32	-28%
PGSUS	Pegasus Hava Tasimaciligi	2,752	2,737	1%	41	404	-90%	-121	195	a.d.
TAVHL	Tav Havalimanlari	2,689	2,450	10%	1,116	1,187	-6%	314	499	-37%
TCELL	Turkcell	10,189	9,435	8%	3,235	3,070	5%	1,474	1,485	-1%
THYAO	Turk Hava Yollari	22,921	21,593	6%	1,675	3,836	-56%	-1,566	2,376	a.d.
TKFEN	Tekfen Holding	3,466	2,847	22%	373	207	80%	302	154	96%
TKNSA	Teknosa	2,373	2,202	8%	17	42	-58%	-68	-22	a.d.
TMSN	Tumosan Motor Ve Traktor	365	323	13%	55	41	33%	40	27	47%
TOASO	Tofas Otomobil Fab.	9,316	6,953	34%	932	816	14%	665	573	16%
TUPRS	Tupras	23,407	27,995	-16%	1,724	2,595	-34%	866	1,735	-50%
TRGYO	Torunlar G.M.Y.O.	499	329	52%	261	196	33%	321	-376	a.d.
TTKOM	Turk Telekom	11,764	10,655	10%	3,903	3,936	-1%	691	-132	a.d.
TTRAK	Turk Traktor	2,524	2,343	8%	360	310	16%	273	177	54%
VESTL	Vestel	7,106	6,247	14%	594	672	-12%	214	-81	a.d.
Sanayi Şirketleri		181,455	173,284	5%	22,951	25,827	-11%	8,781	10,797	-19%

* Rakamlar, Adana Çimento'nun tamamı için yapılan tahminleri göstermektedir.

** Rakamlar, Kardemir'in tamamı için yapılan tahminleri yansıtmaktadır.

*** TAVHL için düzeltilmiş rakamları ifade etmektedir.

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Nispetiye Caddesi Akmerkez E-3 Blok Kat:4

Etiler / İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 317 69 32

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Hakan Tezcan	Koordinatör	hakan.tezcan@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 16
Levent Durusoy	Koordinatör	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

M. Akif Daşiran	Vekil Müdür	akif.dasiran@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 39
Can Uz	Başekonomist	can.uz@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37

Yatırım Danışmanlığı Bölümü

Dr. Nuri Sevgen	Müdür	nuri.sevgen@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 62
Göksel Tekiner	Müdür Yrd.	goksel.tekiner@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 44
Kemal Ozan Sayın	Kıdemli Uzman	ozan.sayin@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 70
Kamer Külek	Uzman Yrd.	kamer.kulek@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 47

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş	Müdür	pervin.bakankus@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 61
-----------------	-------	---------------------------	---------------------

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 263 00 24
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Bakırköy	+90 (212) 543 05 04	Samsun	+90 (362) 431 46 71
Fındıklı	+90 (212) 334 98 00	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Çiftelhavuzlar	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72