

4Ç23 Banka Dışı Sektörlerde Kar Beklentileri

Enflasyon muhasebesi nedeniyle uzayan bir bilanço dönemi...

AK Yatırım Araştırma
research@akyatirim.com.tr

Stoklarla ilgili farklı muhasebe uygulamaları, duran varlık alımlarındaki zamanlama farkları, finansal borç tarafında farklı muhasebe kayıtları ve vergi finansallarında uygulanan farklı muhasebe standartları sebebiyle enflasyon muhasebesinin şirketler üzerindeki net etkisini şu aşamada hesaplamanın oldukça zor olduğu söylenebilir. Kısa vadede hem şirketler, hem muhasebe birimleri hem de analistler açısından zor bir geçiş dönemi beklenebilir. **Bu nedenle, bu rapordaki tahminlerimiz enflasyon muhasebesi baz alınarak yapılmamıştır.** Zorunlu olmamasına rağmen bazı şirketler SPK düzenlemelerinin elverdiği ölçüde hem nominal hem düzeltilmiş finansallarını açıklayabilir. Bazı şirketler sunumlar ya da faaliyet raporlarında seçici olarak 4Ç23 ve 2023 nominal verilere yer verebilir. Bu dönemde şirket kar ve bilançoları ile ilgili yorumlar büyük ölçüde şirketler tarafından paylaşılacak ek açıklamalar, sunumlar ve faaliyet raporlarında verilen ek bilgilere bağlı olacaktır.

SPK enflasyon muhasebesine tabii şirketlere finansal raporlarını açıklamak için 10 haftalık ek süre tanıdı. Ayrıca, denetimden geçmemiş ara dönem finansal raporları için de 6 haftalık ek süre tanıdı. Buna göre, enflasyon muhasebesi uygulayacak şirketlerin 2023 finansallarını son açıklama tarihi 20 Mayıs olarak belirlendi. Bankalar 2023'te enflasyon muhasebesi uygulamayacağı için bankalarda son tarih 11 Mart olarak korundu. TAV Havalimanları ve Tofaş diğer banka dışı şirketlere göre daha erken finansallarını açıklayacaklar. **Hem TAV hem Tofaş 2023 finansallarını 13 Şubat'ta açıklamayı planlıyor.**

Banka dışı şirketlerde enflasyon düzeltmesi harici finansallara baktığımızda, 4Ç23'te net satışlarda %62, FAVÖK'te %53, net karda %21'lik bir artış tahmin ediyoruz. Genel olarak, perakende, sağlık, gıda ve içecek sektörlerinde bu dönemde karlılığın güçlü olmasını bekliyoruz. Öte yandan, fiyatlama gücündeki bozulmanın otomotiv sektöründeki kar artış hızında yavaşlamaya neden olmasını, bilet fiyatlarındaki gerilemenin de havayollarının karlılığına baskı yapacağını düşünüyoruz. **Şirketler özelinde, EREGL, KRDM, KRVGD, MAVI, MPARK, OTKAR, PETKM, TTRAK, ULKER ve VESBE diğer şirketlere göre daha güçlü büyüme ve karlılıkla öne çıkabilir. Buna karşın, PGSUS, SELEC, SISE ve TKFEN'de görece daha zayıf bir çeyreklik kar görünümü olduğunu tahmin ediyoruz.**

(TRYmn)	4Ç23T	4Ç22	Y/Y	3Ç23	Ç/Ç	12A23T	12A22	Y/Y
Banka Dışı								
Net Satış	1,131,097	699,563	61.7%	1,114,003	1.5%	3,750,561	2,424,053	54.7%
FAVÖK	159,617	104,494	52.8%	221,016	(27.8%)	610,954	391,773	55.9%
FAVÖK Marjı	14.1%	14.9%	(0.83pt)	19.8%	(5.73pt)	16.3%	16.2%	0.13pt
Banka Dışı	125,991	104,440	20.6%	166,122	(24.2%)	399,451	276,132	44.7%
Net Marj	11.1%	14.9%	(3.79pt)	14.9%	(3.77pt)	10.7%	11.4%	(0.74pt)

BANKA DIŞI ŐRKETLER

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç23T	4Ç22	Y/Y	3Ç23	Ç/Ç	12A23T	12A22	Y/Y	Beklenti Notları
Banka Dışı											
AEFES	18-Mar	Net Satış	33,020	22,451	47.1%	49,790	(33.7%)	145,060	90,504	60.3%	Güçlü hacimler ve fiyat artıőlarına rağmen sınırlı kur çevrim farkları nedeniyle yıllık bazda görece düşük %48 bira grubu satış büyümesi öngörüyoruz (Türkiye: +%76, uluslararası: +%42 büyüme). Güçlü hacimler ve fiyat artıőlarına rağmen, yüksek baz etkisi nedeniyle bira grubu FAVÖK marjının yıllık bazda 400 baz puanın üzerinde daralacağını tahmin ediyoruz.
		FAVÖK	5,905	2,951	100.1%	12,190	(51.6%)	30,421	16,411	85.4%	
		Marj	17.9%	13.1%	4.74pt	24.5%	(6.60pt)	21.0%	18.1%	2.84pt	
		Net Kâr	132	53	147.1%	4,732	(97.2%)	8,144	3,429	137.5%	
		Marj	0.4%	0.2%	0.16pt	9.5%	(9.10pt)	5.6%	3.8%	1.83pt	
ARCLK	şubat sonu	Net Satış	61,050	39,192	55.8%	58,218	4.9%	206,107	133,916	53.9%	Kilit pazarlardaki zayıf talep koőullarına rağmen düşen girdi maliyetlerinin yıllık marjları desteklemesini bekliyoruz. Yüksek finansman giderlerinin net kar üzerinde baskı oluőturmaya devam etmesini bekliyoruz.
		FAVÖK	6,007	3,601	66.8%	6,414	(6.3%)	21,540	11,859	81.6%	
		Marj	9.8%	9.2%	0.65pt	11.0%	(1.18pt)	10.5%	8.9%	1.60pt	
		Net Kâr	1,410	2,565	(45.0%)	1,001	40.9%	4,408	4,325	1.9%	
		Marj	2.3%	6.5%	(4.23pt)	1.7%	0.59pt	2.1%	3.2%	(1.09pt)	
ASELS		Net Satış	30,183	17,553	72.0%	14,000	115.6%	62,250	35,282	76.4%	4Ç23'te yeni proje ilavelerine iliőkin ilk satın almalarla USD bazında yıllık %12'lik güçlü bir büyüme bekliyoruz. FAVÖK marjı beklentimiz düşük stok kazançları nedeniyle 4Ç22'ye göre 266 baz puan daha düşük. Düşük kur farkı gelirleri 4Ç23'te net kar marjını daraltacak. Ayrıca net borç pozisyonunun işletme sermayesi iyileőtirmeleri ile iyileşmesini bekliyoruz.
		FAVÖK	8,424	5,365	57.0%	2,758	205.4%	15,577	9,472	64.4%	
		Marj	27.9%	30.6%	(2.66pt)	19.7%	8.21pt	25.0%	26.8%	(1.82pt)	
		Net Kâr	9,430	6,124	54.0%	4,388	114.9%	19,231	11,916	61.4%	
		Marj	31.2%	34.9%	(3.64pt)	31.3%	(0.10pt)	30.9%	33.8%	(2.88pt)	
AYGAZ	Mart ortası	Net Satış	12,833	11,016	16.5%	14,280	(10.1%)	49,262	37,507	31.3%	Stok karındaki farklılıklar, hacim büyümesi ve dağıtıcı marjlarında artış sebebiyle Aygaz'ın konsolide FAVÖK seviyesinde hem 4Ç22'ye göre göre güçlü bir artış bekliyoruz. 4Ç22'de 144 milyon TL, 3Ç23'te ise 43 milyon TL stok zararı kaydedilirken bu çeyrekte yaklaşık 40 milyon TL stok karı yazılmasını bekliyoruz. Sendeo paket dağıtım işinde negatif FAVÖK'un bu çeyrekte de devam edeceğini tahmin ediyoruz. zayıflayan ürün marjları ve ağır-hafif ham petrol makasındaki daralma sebebiyle Tüpraş'tan gelen katkının azalmasına bağlı olarak Aygaz'ın 4Ç23'te net karında düşüş bekliyoruz.
		FAVÖK	452	25	1680.9%	627	(28.0%)	1,443	537	168.5%	
		Marj	3.5%	0.2%	3.29pt	4.4%	(0.87pt)	2.9%	1.4%	1.50pt	
		Net Kâr	1,484	1,901	(21.9%)	2,422	(38.7%)	5,318	4,733	12.3%	
		Marj	11.6%	17.3%	(5.69pt)	17.0%	(5.39pt)	10.8%	12.6%	(1.82pt)	
BIMAS	Nisan	Net Satış	82,695	45,095	83.4%	74,406	11.1%	266,314	147,716	80.3%	Hızlı mağaza açılışı ve yüksek sepet büyümesi ile hem yıllık bazda hem çeyreklik bazda gıda perakende sektöründe en güçlü büyümeyi bekliyoruz. Brüt marj kaynaklı FAVÖK marjında normalleşme öngörüyoruz. Geçen seneki tek seferlik kalemlerin yarattığı yüksek baz nedeniyle net kar büyümesinin sınırlı olmasını bekliyoruz.
		FAVÖK	6,700	3,849	74.1%	6,672	0.4%	20,675	11,867	74.2%	
		Marj	8.1%	8.5%	(0.43pt)	9.0%	(0.86pt)	7.8%	8.0%	(0.27pt)	
		Net Kâr	4,050	3,364	20.4%	3,849	5.2%	11,998	8,157	47.1%	
		Marj	4.9%	7.5%	(2.56pt)	5.2%	(0.28pt)	4.5%	5.5%	(1.02pt)	
BİZİM	Nisan'ın ilk yarısı	Net Satış	6,165	4,695	31.3%	6,234	(1.1%)	21,881	14,039	55.9%	Ev dışı tüketimin zayıflığı nedeniyle gıda perakende sektöründeki en düşük benzer mağaza büyümesini öngörüyoruz. Görece daha sınırlı satış büyümesine rağmen kısmen artan faizlerin kısmen de karlı kategorilerdeki daha güçlü büyüme nedeniyle çeyreklik ve yıllık bazda FAVÖK marjının iyileşmesini öngörüyoruz. Geçen seneki tek seferlik kalemlerin yarattığı yüksek baz nedeniyle net karda baskı öngörüyoruz.
		FAVÖK	372	248	49.7%	351	6.1%	1,093	789	38.6%	
		Marj	6.0%	5.3%	0.74pt	5.6%	0.41pt	5.0%	5.6%	(0.62pt)	
		Net Kâr	70	186	(62.4%)	128	(45.2%)	136	278	(51.0%)	
		Marj	1.1%	4.0%	(2.83pt)	2.0%	(0.91pt)	0.6%	2.0%	(1.36pt)	
CCOLA	12-18 Mart	Net Satış	18,720	12,758	46.7%	31,734	(41.0%)	89,283	53,530	66.8%	Cola-Cola içecek'in 4Ç23'te %11 hacim daralması açıklaması nedeniyle görece düşük satış büyümesi bekliyoruz. Ancak hacim daralmasına rağmen, güçlü fiyat artışları ve efektif türev ürünler sayesinde FAVÖK marjında yıllık bazda yaklaşık 230 baz puan iyileşme öngörüyoruz. Geçen seneki tek seferlik etkiler ve 4Q23'te daha yüksek efektif vergi oranı nedeni ile net karın baskı altında olmasını bekliyoruz.
		FAVÖK	3,210	1,870	71.7%	7,655	(58.1%)	18,866	10,149	85.9%	
		Marj	17.1%	14.7%	2.49pt	24.1%	(6.97pt)	21.1%	19.0%	2.17pt	
		Net Kâr	590	649	(9.1%)	4,327	(86.4%)	8,602	4,331	98.6%	
		Marj	3.2%	5.1%	(1.94pt)	13.6%	(10.48pt)	9.6%	8.1%	1.54pt	

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç23T	4Ç22	Y/Y	3Ç23	Ç/Ç	12A23T	12A22	Y/Y	Beklenti Notları
DOAS	Mart ortası	Net Satış	36,533	16,069	127.3%	36,055	1.3%	119,180	46,781	154.8%	Skoda dâhil satış hacmi geçen yıla göre %60, Skoda hariç satış hacmi ise %58 arttı. FAVÖK'ün TL bazında %44 artmasını, Euro bazında ise %11 oranında daralmasını bekliyoruz. 4Ç23'te fiyatlama gücünün zayıfladığını izliyoruz. Ek olarak, operasyonel giderlerin artan personel ve tanıtım giderleri ile yükseleceğini düşünüyoruz.
		FAVÖK	3,038	2,117	43.5%	7,227	(58.0%)	20,077	7,853	155.7%	
		Marj	8.3%	13.2%	(4.86pt)	20.0%	(11.73pt)	16.8%	16.8%	0.06pt	
		Net Kâr	3,603	2,364	52.4%	6,189	(41.8%)	18,826	7,824	140.6%	
		Marj	9.9%	14.7%	(4.85pt)	17.2%	(7.30pt)	15.8%	16.7%	(0.93pt)	
EREGL	Şubat ortası	Net Satış	46,834	27,248	71.9%	37,390	25.3%	147,844	127,783	15.7%	Toplam sevkiyatın 2,1 milyon ton ve FAVÖK/t'nin 109 ABD\$ olmasını bekliyoruz. Dolayısıyla Şirket'in yılı 7,3 milyon ton sevkiyat ve 96 ABD\$ FAVÖK/t ile kapatmasını bekliyoruz. Vergi finansallarında enflasyon muhasebesinin uygulanması nedeniyle UFRS ve vergi finansalları arasındaki geçici zaman farkının giderilmesinden kaynaklanan ertelenmiş vergi gelirinden önemli bir net kar katkısı bekliyoruz.
		FAVÖK	6,210	674	820.8%	5,228	18.8%	16,651	26,655	(37.5%)	
		Marj	13.3%	2.5%	10.78pt	14.0%	(0.72pt)	11.3%	20.9%	(9.60pt)	
		Net Kâr	3,108	3,175	(2.1%)	41	7413.9%	(759)	18,005	n.a.	
		Marj	6.6%	11.7%	(5.01pt)	0.1%	6.53pt	(0.5%)	14.1%	n.a.	
FROTO	Şubat	Net Satış	98,209	60,939	61.2%	86,106	14.1%	324,170	171,797	88.7%	Ford Romanya dâhil toplam satış hacminin %3 artmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün TL bazında %42 artarken Euro bazında %12 daralmasını bekliyoruz. Courier modelinin taşınmasının ertlenmesi ve binek araçların satışlar içerisindeki payının artmasıyla FAVÖK marjının yıllık bazda daralacağını düşünüyoruz.
		FAVÖK	10,999	7,754	41.8%	11,253	(2.3%)	37,416	19,727	89.7%	
		Marj	11.2%	12.7%	(1.52pt)	13.1%	(1.87pt)	11.5%	11.5%	0.06pt	
		Net Kâr	10,212	8,292	23.2%	13,014	(21.5%)	35,306	18,614	89.7%	
		Marj	10.4%	13.6%	(3.21pt)	15.1%	(4.72pt)	10.9%	10.8%	0.06pt	
INDES		Net Satış	14,001	8,126	72.3%	11,417	22.6%	42,056	25,012	68.1%	Yüksek baza rağmen güçlü talep sayesinde cironun yıllık bazda %72 büyümesini bekliyoruz. FAVÖK marjının satış kırılımındaki değişim nedeniyle yıllık bazda 40 baz puan genişlemesini bekliyoruz. 3Ç23'e göre daha zayıf kur farkı gelirleri ve daha yüksek faiz giderleri bekliyoruz.
		FAVÖK	811	440	84.4%	624	30.1%	2,134	1,062	101.0%	
		Marj	5.8%	5.4%	0.38pt	5.5%	0.33pt	5.1%	4.2%	0.83pt	
		Net Kâr	278	146	90.7%	275	1.1%	893	552	61.9%	
		Marj	2.0%	1.8%	0.19pt	2.4%	(0.42pt)	2.1%	2.2%	(0.08pt)	
KCHOL	Mart sonu	Net Satış	-	-	-	-	-	-	-	-	Koç Holding'in net karının, otomotiv faaliyetlerindeki güçlü büyüme ve YKB'deki kar artışı sebebiyle 4Ç23'te geçen seneye göre %9 artmasını bekliyoruz.
		FAVÖK	-	-	-	-	-	-	-	-	
		Marj	-	-	-	-	-	-	-	-	
		Net Kâr	30,318	27,785	9.1%	36,303	(16.5%)	103,993	69,806	49.0%	
		Marj	-	-	-	-	-	-	-	-	
KLKIM	Mart ortası	Net Satış	1,152	724	59.0%	1,095	5.2%	3,697	2,143	72.5%	Satış gelirlerinin bir önceki çeyreğe göre yatay kalmasını, FAVÖK marjının ise 3Ç23'teki yüksek bazdan yaklaşık 4,6 puan gerilemesini bekliyoruz. Finansal gelirlerin net karı FAVÖK'ün üzerinde desteklemesini bekliyoruz.
		FAVÖK	267	158	69.3%	305	(12.3%)	907	452	100.9%	
		Marj	23.2%	21.8%	1.41pt	27.8%	(4.62pt)	24.5%	21.1%	3.47pt	
		Net Kâr	312	242	29.1%	245	27.4%	880	507	73.6%	
		Marj	27.1%	33.3%	(6.27pt)	22.4%	4.70pt	23.8%	23.6%	0.15pt	
KARDM	Mart ortası	Net Satış	11,455	7,716	48.5%	10,579	8.3%	38,775	27,397	41.5%	Toplam sevkiyatın 591 bin ton, FAVÖK/t'nin ise 94 ABD\$ olmasını bekliyoruz. Böylelikle yılın 2.3 milyon ton sevkiyat ve 111 ABD\$/ton FAVÖK ile kapanacağını tahmin ediyoruz. 4Ç22'de ve 3Ç23'te net kârı baskılayan riskten korunma muhasebesi kaynaklı kur farkı giderlerinin bu çeyrekte olmayacağını tahmin ediyoruz.
		FAVÖK	1,578	685	130.2%	1,825	(13.5%)	6,026	4,324	39.4%	
		Marj	13.8%	8.9%	4.89pt	17.3%	(3.48pt)	15.5%	15.8%	(0.24pt)	
		Net Kâr	635	(218)	n.a.	51	1135.8%	1,886	2,174	(13.3%)	
		Marj	5.5%	(2.8%)	n.a.	0.5%	5.06pt	4.9%	7.9%	(3.07pt)	

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç23T	4Ç22	Y/Y	3Ç23	Ç/Ç	12A23T	12A22	Y/Y	Beklenti Notları
KRVGD	Mart ortası	Net Satış	2,409	1,380	74.6%	2,084	15.6%	7,623	4,840	57.5%	Hem Türkiye'de hem de Polonya'da güçlü faaliyet marjlarının devam etmesini bekliyoruz.
		FAVÖK	377	127	197.3%	344	9.5%	1,212	626	93.4%	
		Marj	15.6%	9.2%	6.46pt	16.5%	(0.88pt)	15.9%	12.9%	2.95pt	
		Net Kâr	176	138	27.8%	168	4.7%	441	408	8.1%	
		Marj	7.3%	10.0%	(2.67pt)	8.1%	(0.76pt)	5.8%	8.4%	(2.64pt)	
KOZAL	Mart sonu	Net Satış	1,596	1,088	46.7%	2,032	(21.5%)	7,336	5,737	27.9%	Altın satışlarının 43 bin ons ve nakit maliyetlerin ons başına 1350 dolar olmasını bekliyoruz.
		FAVÖK	670	455	47.2%	936	(28.4%)	2,371	3,024	(21.6%)	
		Marj	42.0%	41.8%	0.14pt	46.1%	(4.10pt)	32.3%	52.7%	(20.39pt)	
		Net Kâr	1,382	900	53.6%	1,618	(14.6%)	5,500	4,010	37.1%	
		Marj	86.6%	82.7%	3.89pt	79.6%	6.97pt	75.0%	69.9%	5.07pt	
LOGO		Net Satış	1,062	522	103.5%	637	66.8%	2,723	1,541	76.7%	Temmuz ayında TR operasyonlarında yapılan fiyat artışları ve Romanya operasyonlarında TL'deki değer kaybının etkisiyle satış gelirlerinin 4Ç23'te yıllık bazda %103 artmasını bekliyoruz. FAVÖK marjının maliyet baskılarını nedeniyle yıllık bazda 256 baz puan daralmasını bekliyoruz. Şirket yönetiminin yatırımcı sunumlarında paylaştığı 2023 yılı öngörülerine ulaşacağını öngörüyoruz.
		FAVÖK	175	99	76.1%	169	3.4%	660	493	33.9%	
		Marj	16.5%	19.0%	(2.56pt)	26.6%	(10.11pt)	24.2%	32.0%	(7.74pt)	
		Net Kâr	95	63	51.3%	126	(24.4%)	551	416	32.5%	
		Marj	8.9%	12.0%	(3.09pt)	19.7%	(10.78pt)	20.2%	27.0%	(6.74pt)	
LKMNH	Şubat Sonu	Net Satış	504	265	90.0%	422	19.4%	1,550	845	83.5%	Eylül 2023'de SGK fiyatlarında artış oldu. SGK fiyat artışının 4Ç23'ü tamamen etkileyeceğini görüyoruz. Nisan 2022'de LH İstanbul'un satın alınması geçtiğimiz çeyreklerde FAVÖK marjını olumsuz etkilemişti. 4Ç22'den beri artan doktor maliyetlerinin 4Ç23'de de olumsuz etki yaratmasını bekliyoruz. 4Ç23'de FAVÖK marjında yıllık bazda 121 baz puan daralma bekliyoruz.
		FAVÖK	96	54	78.6%	81	18.5%	300	173	73.6%	
		Marj	19.0%	20.2%	(1.21pt)	19.1%	(0.15pt)	19.4%	20.5%	(1.10pt)	
		Net Kâr	46	52	(11.9%)	32	43.5%	128	118	8.8%	
		Marj	9.0%	19.5%	(10.44pt)	7.5%	1.52pt	8.2%	13.9%	(5.67pt)	
MAVI	14-Mar	Net Satış	6,215	3,267	90.2%	5,774	7.6%	20,404	10,592	92.6%	Uluslararası operasyonların devam eden görece zayıf katkısına rağmen, Türkiye operasyonlarında güçlü hacim büyümesi ve fiyat artışları sayesinde yüksek satış büyümesi göreceğimizi tahmin ediyoruz. Hacim büyümesi, fiyat artışları ve efektif maliyet yönetimi sayesinde FAVÖK marjının 180 baz puan iyileşeceğini ve 2023 yılı marjının tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz.
		FAVÖK	1,315	633	107.6%	1,650	(20.3%)	4,819	2,481	94.3%	
		Marj	21.2%	19.4%	1.77pt	28.6%	(7.42pt)	23.6%	23.4%	0.20pt	
		Net Kâr	830	295	181.0%	1,021	(18.7%)	3,007	1,439	108.9%	
		Marj	13.4%	9.0%	4.31pt	17.7%	(4.33pt)	14.7%	13.6%	1.15pt	
MEDTR	Mayıs başı	Net Satış	378	206	83.8%	343	10.3%	1,219	806	51.2%	Net satışların ABD doları bazında yıllık %5 artmasını bekliyoruz. Güçlü TL sebebiyle şirket, 1Y23'te düşük marjlar açıklamıştı. 4Ç23'te FAVÖK marjının yatay kalmasını bekliyoruz. 4Ç23'te şirketin önemli bir tutarda finansal kur karı elde etmesini bekliyoruz.
		FAVÖK	94	51	83.9%	109	(14.3%)	332	245	35.7%	
		Marj	24.8%	24.8%	0.01pt	31.9%	(7.10pt)	27.2%	30.3%	(3.11pt)	
		Net Kâr	145	59	145.1%	120	20.8%	416	297	40.1%	
		Marj	38.4%	28.8%	9.60pt	35.0%	3.36pt	34.2%	36.9%	(2.70pt)	
MGROS	Mart ortası	Net Satış	44,150	24,448	80.6%	41,722	5.8%	146,043	74,502	96.0%	Güçlü mağaza büyümesi ve hızlı mağaza açılışı trendinin devamını sayesinde güçlü satış büyümesi öngörüyoruz. Geçen seneki zayıf baz etkisi ve artan faizlerin etkisiyle (imputed interest) FAVÖK marjında iyileşme öngörüyoruz. Geçen seneki tek seferlik gelirlerin yarattığı yüksek baz etkisi nedeniyle net karda baskı bekliyoruz.
		FAVÖK	2,960	1,551	90.8%	3,036	(2.5%)	10,104	5,968	69.3%	
		Marj	6.7%	6.3%	0.36pt	7.3%	(0.57pt)	6.9%	8.0%	(1.09pt)	
		Net Kâr	985	1,164	(15.4%)	2,174	(54.7%)	5,301	2,570	106.2%	
		Marj	2.2%	4.8%	(2.53pt)	5.2%	(2.98pt)	3.6%	3.4%	0.18pt	

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç23T	4Ç22	Y/Y	3Ç23	Ç/Ç	12A23T	12A22	Y/Y	Beklenti Notları
MPARK	Mart sonu	Net Satış	5,816	2,944	97.5%	4,869	19.5%	17,851	9,837	81.5%	Eylül 2023'de SGK fiyatlarında artış oldu. SGK fiyat artışının 4Ç23'ü tamamen etkileyeceğini görüyoruz. FAVÖK marjının ağırlıklı olarak güçlü fiyatlama ve etkin maliyet kontrolü sayesinde yıllık bazda 197 baz puan artmasını bekliyoruz.
		FAVÖK	1,524	713	113.6%	1,242	22.7%	4,476	2,346	90.8%	
		Marj	26.2%	24.2%	1.97pt	25.5%	0.69pt	25.1%	23.8%	1.23pt	
		Net Kâr	896	581	54.3%	689	30.0%	2,517	1,619	55.4%	
		Marj	15.4%	19.7%	(4.32pt)	14.2%	1.25pt	14.1%	16.5%	(2.36pt)	
OTKAR	Şubat ortası	Net Satış	11,917	4,481	165.9%	6,532	82.4%	24,850	9,604	158.8%	Güçlü ZA talebi ve IVECO anlaşmalarının desteğiyle 4Ç23'te yıllık bazda %166'lık güçlü bir ciro büyümesi bekliyoruz. Fuarla ilgili pazarlama giderlerindeki artışa rağmen, ZA satışlarının artan yüzdesi sayesinde FAVÖK marjının yıllık bazda 9 puan genişlemesini bekliyoruz.
		FAVÖK	2,778	644	331.4%	1,434	93.7%	4,532	1,244	264.5%	
		Marj	23.3%	14.4%	8.94pt	22.0%	1.36pt	18.2%	12.9%	5.29pt	
		Net Kâr	2,058	639	222.2%	743	177.1%	2,566	1,239	107.1%	
		Marj	17.3%	14.2%	3.02pt	11.4%	5.90pt	10.3%	12.9%	(2.58pt)	
PETKM	Mart sonu	Net Satış	14,131	8,908	58.6%	13,189	7.1%	47,130	48,898	(3.6%)	4Ç23'te ortalama etilen-nafta makası 113 USD/ton olurken 4Ç22 ortalaması 184/ton, 3Ç23 ortalaması ise 86 USD/ton seviyesindeydi. Etilen-nafta makasında devam eden zayıflığa rağmen, hammadde tedarikinde iyileşme sebebiyle 4Ç23'te Petkim'in 49 milyon USD FAVÖK açıklamasını bekliyoruz (3Ç23: 46 milyon USD, 4Ç22: -8 milyon USD). Petkim 4Ç23'ten itibaren STAR Rafineri' deki %12 'lik payını özkaynak yöntemi ile muhasebeleştirecek. 4Ç23'te STAR Rafinerinin Petkim'in karına 360 milyon TL katkı yapmasını bekliyoruz. Petkim'in net karının (nominal) bu dönemde varlık yeniden değerlemelerinden elde edilebilecek tek seferlik gelir ve rafineri katkısıyla destekleneceğini tahmin ediyoruz.
		FAVÖK	1,398	(149)	n.a.	1,233	13.3%	2,407	3,390	(29.0%)	
		Marj	9.9%	(1.7%)	n.a.	9.3%	0.54pt	5.1%	6.9%	(1.83pt)	
		Net Kâr	2,445	822	197.3%	2,418	1.1%	5,151	6,580	(21.7%)	
		Marj	17.3%	9.2%	8.07pt	18.3%	(1.03pt)	10.9%	13.5%	(2.53pt)	
PGSUS	Mart başı	Net Satış	18,421	12,477	47.6%	28,073	(34.4%)	70,396	42,732	64.7%	Net satışların 4Ç23'de Euro bazında %11 daralmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün 4Ç23'de Euro bazında yıllık %48 daralmasını bekliyoruz. 4Ç22'deki yüksek baz etkisi, Avrupa'da artan rekabet ve bilet promosyonları sebepleriyle uluslararası bilet fiyatlarının Euro bazında %30 daralmasını bekliyoruz. Düşen yakıt giderleri ile birim giderlerin daralmasını bekliyoruz. Euro'nun ABD Dolarına karşı değer kazanması sebebiyle 4Ç23'te FX karı açıklanmasını bekliyoruz.
		FAVÖK	3,675	3,966	(7.3%)	12,056	(69.5%)	28,839	14,099	104.5%	
		Marj	20.0%	31.8%	(11.83pt)	42.9%	(22.99pt)	41.0%	33.0%	7.97pt	
		Net Kâr	1,090	4,152	(73.7%)	7,719	(85.9%)	10,136	7,100	42.8%	
		Marj	5.9%	33.3%	(27.36pt)	27.5%	(21.58pt)	14.4%	16.6%	(2.22pt)	
SELEC	Nisan	Net Satış	21,583	14,504	48.8%	19,311	11.8%	76,825	44,712	71.8%	Daha düşük stok kârlarının yıllık finansallar üzerinde baskı oluşturmasını bekliyoruz.
		FAVÖK	542	962	(43.7%)	1,443	(62.4%)	3,649	3,038	20.1%	
		Marj	2.5%	6.6%	(4.12pt)	7.5%	(4.96pt)	4.7%	6.8%	(2.04pt)	
		Net Kâr	511	720	(29.1%)	1,075	(52.5%)	3,042	2,381	27.7%	
		Marj	2.4%	5.0%	(2.60pt)	5.6%	(3.20pt)	4.0%	5.3%	(1.37pt)	
SISE	Mart başı	Net Satış	39,020	29,070	34.2%	36,406	7.2%	136,049	95,349	42.7%	Soda külü ve mimari camlarda düşen ürün fiyatları, Avrupa'daki spot fiyatlara kıyasla nispeten yüksek kalan enerji hedge maliyetleri ve yüksek baz etkisinin, yıllık faaliyet sonuçları üzerinde baskı oluşturmasını bekliyoruz. Yeniden değerlendirme kazançlarının net karı desteklemesini bekliyoruz.
		FAVÖK	5,229	4,734	10.4%	7,406	(29.4%)	25,258	20,455	23.5%	
		Marj	13.4%	16.3%	(2.88pt)	20.3%	(6.94pt)	18.6%	21.5%	(2.89pt)	
		Net Kâr	5,670	5,695	(0.4%)	5,291	7.2%	17,985	19,345	(7.0%)	
		Marj	14.5%	19.6%	(5.06pt)	14.5%	(0.00pt)	13.2%	20.3%	(7.07pt)	
SOKM	Nisan ortası	Net Satış	32,050	18,649	71.9%	29,668	8.0%	107,097	59,292	80.6%	Görece yüksek baz etkisi nedeniyle rakiplerinden daha düşük benzer mağaza büyümesi öngörüyoruz. Marj tarafında geçen seneki yüksek baz etkisi nedeniyle normalleşme bekliyoruz. Geçen seneki tek seferlik vergi gelirinin olmaması nedeniyle net karda baskı öngörüyoruz.
		FAVÖK	2,350	1,472	59.7%	2,200	6.8%	7,512	4,772	57.4%	
		Marj	7.3%	7.9%	(0.56pt)	7.4%	(0.08pt)	7.0%	8.0%	(1.03pt)	
		Net Kâr	876	574	52.5%	1,379	(36.5%)	3,545	2,380	49.0%	
		Marj	2.7%	3.1%	(0.35pt)	4.6%	(1.91pt)	3.3%	4.0%	(0.70pt)	

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç23T	4Ç22	Y/Y	3Ç23	Ç/Ç	12A23T	12A22	Y/Y	Beklenti Notları
TAVHL	13-Şub	Net Satış	9,349	5,774	61.9%	11,832	(21.0%)	33,166	18,308	81.2%	4Ç23'de net satışların Euro bazında yıllık %2 artmasını bekliyoruz. 4Ç23'te FAVÖK'ün Euro bazında %22 artmasını bekliyoruz. Ankara ESB muhasebe değişikliği ve artan KKO ile FAVÖK marjının artmasını bekliyoruz. Artan faiz giderleri yüzünden 5 milyon Euro net zarar bekliyoruz.
		FAVÖK	2,012	1,178	70.8%	5,099	(60.5%)	10,307	5,726	80.0%	
		Marj	21.5%	20.4%	1.12pt	43.1%	(21.57pt)	31.1%	31.3%	(0.20pt)	
		Net Kâr	(168)	30	n.a.	5,402	n.a.	5,202	1,899	173.9%	
		Marj	(1.8%)	0.5%	n.a.	45.7%	n.a.	15.7%	10.4%	5.31pt	
TCELL	Mart sonu	Net Satış	28,365	16,044	76.8%	25,993	9.1%	93,285	53,878	73.1%	Müşteri tarifelerinin yeniden fiyatlandırılması ve güçlü abone kazanımları neticesinde güçlü satış büyümesi bekliyoruz. İkinci taksit ödemesi 1Ç24'te yapılacağı için 4Ç23'te bağlı gideri olmayacağını varsayıyoruz.
		FAVÖK	11,795	6,744	74.9%	11,462	2.9%	38,946	22,160	75.8%	
		Marj	41.6%	42.0%	(0.45pt)	44.1%	(2.51pt)	41.8%	41.1%	0.62pt	
		Net Kâr	4,997	5,996	(16.7%)	5,478	(8.8%)	15,433	11,053	39.6%	
		Marj	17.6%	37.4%	(19.76pt)	21.1%	(3.46pt)	16.5%	20.5%	(3.97pt)	
THYAO	1-Mar	Net Satış	141,983	88,049	61.3%	169,091	(16.0%)	500,764	311,169	60.9%	4Ç23'de net satışların ABD doları bazında %5 artmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün 4Ç23'de ABD doları bazında yıllık %18 daralmasını bekliyoruz. 4Ç23'de COVID sonrası tedarik zincirindeki normalleşmeyle birlikte kargo fiyatlarında yıllık %12 daralma bekliyoruz. Artan rekabet, yüksek baz etkisi ve bilet promosyonları ile birim gelirlerin ABD doları bazında yıllık %6 daralacağını öngörüyoruz. Yıllık bazda daralan birim yakıt giderlerinin toplam birim giderleri iyileştireceğini düşünüyoruz. THY ciddi bir nakit pozisyonu inşa ettiğini görüyoruz. 4Ç23'te yatırım gelirlerinin artacağını ve finansal giderlerin daralacağını düşünüyoruz.
		FAVÖK	25,867	20,627	25.4%	55,794	(53.6%)	119,192	78,684	51.5%	
		Marj	18.2%	23.4%	(5.21pt)	33.0%	(14.78pt)	23.8%	25.3%	(1.48pt)	
		Net Kâr	11,348	8,936	27.0%	51,331	(77.9%)	80,851	47,429	70.5%	
		Marj	8.0%	10.1%	(2.16pt)	30.4%	(22.36pt)	16.1%	15.2%	0.90pt	
TKFEN	Nisan başı	Net Satış	8,467	9,450	(10.4%)	8,708	(2.8%)	35,239	30,668	14.9%	Taahhüt segmentinden beklenen 60 milyon dolarlık net zararın konsolide finansallar üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz.
		FAVÖK	(553)	559	n.a.	503	n.a.	1,014	2,487	(59.2%)	
		Marj	(6.5%)	5.9%	n.a.	5.8%	n.a.	2.9%	8.1%	(5.23pt)	
		Net Kâr	(443)	1,660	n.a.	335	n.a.	29	3,473	(99.2%)	
		Marj	(5.2%)	17.6%	n.a.	3.9%	n.a.	0.1%	11.3%	(11.24pt)	
TOASO	13-Şub	Net Satış	32,305	23,816	35.6%	27,160	18.9%	101,072	66,793	51.3%	Doblo ihracat kontratının yenilenmemesi sebebiyle 4Ç23'de toplam satış hacminin yıllık %14 daralmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün TL bazında %24 artarken EUR bazında ise %23 daralmasını bekliyoruz. 4Ç23'te fiyatlama gücünde zayıflama izliyoruz. Zayıflayan fiyatlama gücü ve artan tanıtım faaliyetleri ile operasyonel giderlerin artacağını düşünüyoruz. Geçtiğimiz çeyreklerde inşa edilen net nakit pozisyonu ile şirketin önemli bir seviyede net finansal gelir elde edeceğini düşünüyoruz.
		FAVÖK	5,303	4,278	24.0%	4,767	11.2%	17,306	11,270	53.6%	
		Marj	16.4%	18.0%	(1.55pt)	17.6%	(1.13pt)	17.1%	16.9%	0.25pt	
		Net Kâr	6,305	3,498	80.3%	5,093	23.8%	18,771	8,562	119.2%	
		Marj	19.5%	14.7%	4.83pt	18.8%	0.77pt	18.6%	12.8%	5.75pt	
TTKOM	Nisan başı	Net Satış	26,661	15,287	74.4%	22,362	19.2%	82,223	48,042	71.1%	Mobil segmentin güçlü performansının satışlarda büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Sabit geniş internet karlılığındaki yavaş toparlanama yıllık marjlar üzerinde hala baskı yapıyor. Kur farkı giderlerinde bu çeyrek normalleşme öngörüyoruz.
		FAVÖK	8,906	5,239	70.0%	7,409	20.2%	26,807	17,908	49.7%	
		Marj	33.4%	34.3%	(0.87pt)	33.1%	0.27pt	32.6%	37.3%	(4.67pt)	
		Net Kâr	1,350	1,011	33.6%	4,504	(70.0%)	5,898	4,135	42.6%	
		Marj	5.1%	6.6%	(1.55pt)	20.1%	(15.08pt)	7.2%	8.6%	(1.43pt)	
TTRAK	Şubat	Net Satış	13,712	7,218	90.0%	12,087	13.4%	46,128	21,835	111.3%	Zayıf traktör ihrac performansı sebebiyle 4Ç23'de toplam satış hacminin yıllık %1 daralacağını tahmin ediyoruz. 4Ç23'de şirketin fiyatlama gücünü koruduğunu görüyoruz. FAVÖK'ün TL bazında %224, EUR bazında ise %101 artmasını bekliyoruz. Ocak 2024'te Ziraat Bankası kredi faizinin %45'e yükseldiğini görüyoruz. Söz konusu kredilerde %50 devlet desteği olduğunu düşünürsek kredi faizlerinin hala cazip bir seviye olan %22,5 mertebesinde olduğunu görüyoruz.
		FAVÖK	3,839	1,183	224.4%	3,438	11.7%	11,785	3,406	246.0%	
		Marj	28.0%	16.4%	11.61pt	28.4%	(0.45pt)	25.5%	15.6%	9.95pt	
		Net Kâr	3,073	1,359	126.1%	2,717	13.1%	9,369	2,971	215.3%	
		Marj	22.4%	18.8%	3.58pt	22.5%	(0.07pt)	20.3%	13.6%	6.70pt	

Hisse Kodu	Beklenen Yayın Tarihi		4Ç23T	4Ç22	Y/Y	3Ç23	Ç/Ç	12A23T	12A22	Y/Y	Beklenti Notları
TRGYO	Mart ortası	Net Satış	1,050	700	50.0%	1,025	2.4%	3,754	2,580	45.5%	Satış gelirleri ve FAVÖK'ün bir önceki çeyreğe kıyasla yatay seyretmesini bekliyoruz. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeniden değerlendirilme kazançları kârlılığı destekleyecektir.
		FAVÖK	736	496	48.3%	733	0.5%	2,721	1,813	50.1%	
		Marj	70.1%	70.9%	(0.79pt)	71.5%	(1.35pt)	72.5%	70.3%	2.20pt	
		Net Kâr	27,833	18,553	50.0%	790	3422.1%	29,858	19,230	55.3%	
		Marj	2651.4%	2650.6%	0.73pt	77.1%	2,574.24pt	795.4%	745.5%	49.92pt	
TUPRS	4-Mar	Net Satış	184,649	116,026	59.1%	185,137	(0.3%)	567,018	481,765	17.7%	4Ç23'te, Akdeniz piyasasında ortalama dizel, jet yakıtı ve benzin ürün marjları sırasıyla 27,2 USD/v, 28,0 USD/v ve 12,22 USD/v seviyesindeydi. Dizel, jet yakıtı ve benzin marjları geçen senenin aynı dönemine göre sırasıyla %40, %25 ve %24 geriledi. Türkiye'de rafineriler için doğalgaz tarifi geçen seneye göre dolar bazında yaklaşık %60 aşağıda, 3Ç23'e göre ise yaklaşık %13 yukarıdaydı. Ağır-hafif ham petrol makası, OPEC üretim kesintileri nedeniyle 4Ç23'te Tüpraş aleyhine daraldı. Doğalgaz fiyatlarındaki gerilemeye rağmen, daha düşük ürün marjları, daralan ağır-hafif ham petrol makası ve çok güçlü baz etkisi nedeniyle Tüpraş'ın 4Ç23'te hem FAVÖK'ünün dolar bazında geçen seneye göre %24 daralmasını bekliyoruz. Öte yandan, FAVÖK'ün olumlu kur etkisi nedeniyle TL bazında %9 artmasını bekliyoruz. Mevsimsellikten ötürü, 3Ç23'e göre FAVÖK'te dolar bazında %38 düşüş tahmin ediyoruz. Net kardaki gerilemenin ise daha yüksek vergi giderlerinden kaynaklanacağını tahmin ediyoruz.
		FAVÖK	18,154	16,636	9.1%	29,358	(38.2%)	74,674	55,477	34.6%	
		Marj	9.8%	14.3%	(4.51pt)	15.9%	(6.03pt)	13.2%	11.5%	1.65pt	
		Net Kâr	16,110	17,589	(8.4%)	21,306	(24.4%)	51,381	41,045	25.2%	
		Marj	8.7%	15.2%	(6.43pt)	11.5%	(2.78pt)	9.1%	8.5%	0.54pt	
ULKER	Mart ortası	Net Satış	14,400	9,018	59.7%	12,409	16.0%	45,233	28,197	60.4%	Azalan kur farkı zararlarının net karı desteklemesini bekliyoruz. Güçlü faaliyet performansının 4Ç23'te de devam etmesini bekliyoruz.
		FAVÖK	3,350	1,834	82.6%	2,669	25.5%	9,374	5,467	71.5%	
		Marj	23.3%	20.3%	2.92pt	21.5%	1.75pt	20.7%	19.4%	1.34pt	
		Net Kâr	1,420	983	44.4%	1,456	(2.5%)	1,896	(353)	n.a.	
		Marj	9.9%	10.9%	(1.04pt)	11.7%	(1.87pt)	4.2%	(1.3%)	n.a.	
VESBE	Mart	Net Satış	14,004	10,191	37.4%	13,393	4.6%	48,584	31,387	54.8%	Olumlu girdi maliyetleri, iç pazardaki güçlü fiyatlandırma ve azalan navlun maliyetleri sayesinde FAVÖK marjının bir önceki yıla göre önemli ölçüde iyileşmesini bekliyoruz.
		FAVÖK	2,451	309	692.4%	3,088	(20.6%)	8,077	2,900	178.5%	
		Marj	17.5%	3.0%	14.47pt	23.1%	(5.56pt)	16.6%	9.2%	7.38pt	
		Net Kâr	1,452	(15)	n.a.	2,501	(41.9%)	5,121	1,424	259.5%	
		Marj	10.4%	(0.1%)	n.a.	18.7%	(8.31pt)	10.5%	4.5%	6.00pt	
YATAS	Nisan	Net Satış	4,052	2,196	84.5%	2,440	66.1%	11,120	6,737	65.1%	Zayıf 3Ç23'ün ardından satışlarda toparlanma bekliyoruz.
		FAVÖK	600	358	67.5%	226	165.3%	1,454	963	51.0%	
		Marj	14.8%	16.3%	(1.50pt)	9.3%	5.54pt	13.1%	14.3%	(1.22pt)	
		Net Kâr	197	145	36.0%	(25)	n.a.	484	514	(5.8%)	
		Marj	4.9%	6.6%	(1.73pt)	(1.0%)	n.a.	4.4%	7.6%	(3.28pt)	
TOPLAM		Net Satış	1,131,097	699,563	61.7%	1,114,003	1.5%	3,750,561	2,424,053	54.7%	
		FAVÖK	159,617	104,494	52.8%	221,016	(27.8%)	610,954	391,773	55.9%	
		Marj	14.1%	14.9%	(0.83pt)	19.8%	(5.73pt)	16.3%	16.2%	0.13pt	
		Net Kâr	125,991	104,440	20.6%	166,122	(24.2%)	399,451	276,132	44.7%	
		Marj	11.1%	14.9%	(3.79pt)	14.9%	(3.77pt)	10.7%	11.4%	(0.74pt)	

KCHOL, iştirakleriyle beraber çifte sayımı önlemek için toplamlara dahil edilmemiştir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.