

18 April 2023

# Turkish Equity Research

## IQ23 Preview: A weak quarter

- IQ23 earnings season to kick off this week on April 19<sup>th</sup>:** IQ23 earnings season for companies under our coverage is set to start on April 19<sup>th</sup> with Arcelik and last until May 10<sup>th</sup>. Based on our projections, banks will show 48% y/y EPS increase (down 43% q/q) in IQ23. As for non-banks, we estimate 55% y/y EPS expansion (down 55% q/q), while EBITDA should increase 32% y/y (down 19% q/q). Overall, we expect Turkish equities we cover to post 52% y/y EPS growth for IQ23 (down 50% q/q).
- Banks: Net income to decline on weaker NIM:** We expect banks in our coverage to report aggregate net income of TL55.6bn for IQ23, down 43% q/q, but up 48% y/y. Swap-adjusted NIM is set to decline by 492bps on average for the banks in our coverage, due to lower CPI linker income as well as weaker TL core spread (-355bps). On the other hand, we estimate net CoR to decline by 190bps q/q to 114bps, as NPL inflows remain limited. We forecast TL13.3bn trading gains vs TL9.4bn in the previous quarter, mainly due to higher gains from provision hedges and lower swap costs. We foresee fee income up by 12% q/q and 114% y/y and we forecast 69% q/q and 239% y/y growth in opex, driven also by earthquake related expenses. Loan and deposit growths were both at 12% q/q in the sector. We expect **TSKB** to report the lowest, **Akbank**, **Isbank** and **Vakifbank** to report the highest q/q earnings declines.
- Non-banks: Forecasting 55% y/y EPS expansion (down 55% q/q) for IQ23:** As for non-banks, we estimate 55% y/y EPS expansion (down 55% q/q) and 32% y/y growth in EBITDA (down 19% q/q) in IQ23. Decline in profitability of export oriented industries as a result of global economic slowdown, earthquake related one-off costs and earthquake tax imposed by the government are likely to lead to weak earnings for the non-financial companies. Meanwhile, FX losses should be limited, as TL depreciated by mere 2% q/q in IQ against USD.
- Relatively strong performers: Autos** will continue to report strong set of results, as limited supply and strong demand ahead of elections allow better pricing in the domestic market. Despite the earthquake related expenses/donations, **Aviation** companies' operational profits should continue to be strong, owing to ongoing strong travel demand and international passenger yields. **Enka**'s bottom-line should continue to be supported by strong gains on its financial assets. We expect **Turkcell** to report strong earnings growth, thanks to accelerated revenue growth. **Hitit** should observe substantial earnings recovery, thanks to higher SaaS revenues and improvement in financial income. Lower financial expenses y/y should drive earnings improvement in **Ulker**.
- Relatively weak performers:** We expect **Erdemir**'s operating profitability to be pressured by the production halt at Isdemir related to the earthquakes. Moderation in fertilizer segment profitability is likely to weigh in on **Tekfen**'s operating performance. **Sisecam** should witness margin compression and higher financial and tax expense y/y. **Turk Telekom** should record weaker earnings on higher OPEX. Tighter demand conditions and lower margins resume for **Kordsa**. Although the revenue growth rates of **Food retailers** should continue to be strong, their margins should decline significantly in IQ23, owing to earthquake related costs (expenses, donations and loss of inventories), competitive pricing and rise in staff costs as a result of the minimum wage hike.

TLm	IQ22	4Q22	IQ23E	y/y	q/q
<b>Non-Banks</b>					
Revenues	420,444	698,553	674,584	60%	-3%
EBITDA	65,737	106,962	86,880	32%	-19%
Net Income	42,007	144,964	65,006	55%	-55%
<b>Banks</b>					
Net Income	37,580	98,328	55,633	48%	-43%
<b>Total</b>					
Net Income	79,587	243,292	120,639	52%	-50%

Source: Company data, Unlu &amp; Co estimates

### Research Analysts

**Erol Daniş, PhD, CFA**
[erol.danis@unluco.com](mailto:erol.danis@unluco.com)

+90-212-367-3694

**Duygun Kutucu, CFA**
[duygun.kutucu@unluco.com](mailto:duygun.kutucu@unluco.com)

+90-212-367-3668

**Koray Pamir**
[koray.pamir@unluco.com](mailto:koray.pamir@unluco.com)

+90-212-367-3687

**Ece Mandacı, CFA**
[ece.mandaci@unluco.com](mailto:ece.mandaci@unluco.com)

+90-212-367-3689

**Zekai Ünal, CFA**
[zekai.unal@unluco.com](mailto:zekai.unal@unluco.com)

+90-212-367-3886

**IMPORTANT DISCLOSURES AND ANALYST CERTIFICATIONS ARE IN THE DISCLOSURE APPENDIX.** U.S. Disclosure: UNLU Menkul Değerler A.Ş. ("UNLU & Co") does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the Firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should not consider this report as the only factor in making their investment decision. U.S. investors transacting in the securities featured or mentioned in this research report must deal directly through a U.S. Registered broker-dealer.

# IQ23 estimates

**Figure 1: Banks**

TL m	IQ23E			y/y change			q/q change			Expected Release Date
	Loans	NIM	Net Income	Loans	NIM	Net Income	Loans	NIM	Net Income	
<b>Banks</b>										
Akbank	607,165	5.02%	10,543	53%	-62 bps	31%	12%	-694 bps	-52%	April 26
Garanti	713,132	5.55%	13,070	50%	-5 bps	59%	9%	-520 bps	-34%	April 27
Halkbank	979,415	4.02%	4,304	72%	41 bps	113%	19%	-276 bps	-26%	Week of May 8 (TBC)
Isbank	824,644	5.45%	11,451	54%	75 bps	36%	9%	-115 bps	-51%	Week of May 1 (TBC)
Vakifbank	1,082,203	2.54%	4,145	68%	-62 bps	38%	16%	-666 bps	-51%	May 10
Yapi Kredi	625,775	5.52%	10,776	42%	73 bps	48%	7%	-678 bps	-38%	April 28
TSKB	82,741	4.85%	1,344	34%	-43 bps	122%	7%	-255 bps	-5%	May 2-3 (TBC)

**Figure 2: Non-Banks**

TL m*	IQ23E			y/y change			q/q change			Expected Release Date
	Revenues	EBITDA	Net Income	Revenues	EBITDA	Net Income	Revenues	EBITDA	Net Income	
<b>TMT</b>										
Turk Telekom	14,792	4,585	490	56%	11%	-13%	-3%	-18%	-52%	May 8
Turkcell	16,994	6,569	1,766	59%	53%	120%	6%	-2%	-71%	May 9
Logo	455	144	118	69%	27%	28%	-13%	45%	88%	May 9
Hitit	117	47	37	122%	62%	256%	12%	-9%	-9%	May 9 (TBC)
<b>Contractors</b>										
Enka Insaat	18,695	3,961	5,872	63%	50%	NM	6%	8%	16%	May 9 (TBC)
Tekfen Holding	8,105	147	126	53%	60%	20%	-14%	-74%	-92%	April 28 (TBC)
<b>Conglomerates</b>										
Koc Holding			16,722			149%			-40%	May 2
Sabanci Holding			6,822			-17%			-59%	May 10 (TBC)
Alarko Holding			1,642			59%			-58%	May 9 (TBC)
<b>Precious Metals</b>										
Koza Gold	1,822	746	1,201	29%	-12%	14%	67%	65%	33%	First week of May (TBC)
<b>Steel</b>										
Erdemir	25,346	456	174	-13%	-95%	-97%	-7%	-32%	-95%	April 27 (TBC)
Kardemir	8,326	1,003	486	38%	-34%	-58%	8%	46%	NM	April 25 (TBC)
<b>Oil &amp; Gas</b>										
Aygaz	11,509	55	572	79%	-70%	185%	4%	118%	-70%	April 28
Petkim	13,096	339	266	15%	-78%	-85%	47%	NM	-68%	May 9 (TBC)
Tupras	96,045	11,074	6,342	21%	114%	391%	-17%	-33%	-64%	April 28
<b>Utilities</b>										
Enerjisa	23,742	2,264	922	35%	48%	378%	-1%	-9%	-92%	May 4
<b>Autos &amp; White Goods</b>										
Arcelik	40,035	3,735	977	42%	24%	-16%	2%	4%	-62%	April 19
Dogus Otomotiv	17,662	3,286	2,659	144%	174%	167%	10%	55%	12%	May 9
Ford Otosan	66,677	7,106	6,261	139%	139%	123%	9%	-8%	-24%	April 27
Tofas	19,304	3,853	2,477	82%	122%	119%	-18%	-10%	-29%	April 27
Turk Traktor	8,995	1,385	957	126%	142%	101%	25%	17%	-30%	April 26
Kordsa	251	22	6	-16%	-61%	-79%	0%	29%	-37%	May 5
<b>Defence</b>										
Aselsan	6,319	1,548	1,324	45%	49%	-22%	-64%	-71%	-78%	First week of May (TBC)
<b>Retailers</b>										
Bim	50,990	3,058	1,663	87%	34%	24%	12%	-23%	-51%	May 8
Bizim Toptan	4,519	178	-19	92%	22%	NM	-4%	-28%	NM	May 10
Sok Marketler	19,883	1,264	288	95%	41%	12%	7%	-14%	-50%	May 9
Migros	25,525	1,237	160	108%	28%	1%	4%	-20%	-86%	May 3
<b>Glass and materials</b>										
Sise Cam	27,324	4,829	2,022	61%	8%	-43%	-6%	4%	-64%	4th week of April (TBC)
<b>Aviation</b>										
Pegasus Airlines	8,452	1,154	-353	108%	237%	-68%	-32%	-71%	NM	May 10
TAV Airports	243	44	-35	63%	34%	65%	-41%	-21%	422%	April 25
Turkish Airlines	81,279	12,928	3,868	91%	57%	74%	-8%	-37%	-57%	May 3
<b>Food and Beverages</b>										
Anadolu Efes	24,138	3,620	116	75%	97%	NM	8%	4%	117%	May 3
Coca Cola Icecek	15,342	2,680	664	77%	49%	5%	20%	73%	2%	May 2
Ulker Biskuvi	9,188	1,847	433	56%	48%	NM	2%	1%	-56%	May 9
Kervan Gida	1,549	134	48	55%	-4%	-26%	12%	5%	-65%	First week of May
<b>Healthcare</b>										
MLP Care	3,440	762	264	57%	52%	55%	17%	7%	-54%	May 9
<b>Insurance</b>										
Ak Sigorta			88			NM			-68%	May 2
Anadolu Sigorta			253			29%			-60%	First week of May (TBC)
Turkiye Sigorta			395			29%			-7%	May 2

Source: UNLU & Co estimates, Company data, \*EUR for TAV Airports, USD for Kordsa

**Figure 3: UNLU & Co estimates and comments**

TL m	1Q22	4Q22	1Q23E	y/y	q/q	Comment
<b>Akbank</b>						
Announcement date: April 26						
Performing Loans	397,627	543,670	607,165	53%	12%	We anticipate a 694bps sequential contraction in swap-adjusted NIM, higher than the sector average, due to lower CPI linker income and an above average decline in TL core spread (466bps q/q). Relatively high rise in TL deposit costs (+252bps q/q) is expected to weigh on the core spread, though we believe the aggressive stance in deposits might have facilitated reaching 60% TL threshold in February, helping the bank to avoid buying additional long term securities. Fee income is estimated to have risen 23% q/q and 139% y/y. We foresee 31% q/q and 178% y/y opex growth due to increase in HR costs and earthquake related one-offs. We forecast net CoR to rise slightly to 120bps from 116bps in the previous quarter with limited NPL inflows.
NII	11,047	28,261	13,047	18%	-54%	
NIM	5.65%	11.96%	5.02%	-62 bps	-694 bps	
Net CoR	1.27%	1.16%	1.20%	-7 bps	4 bps	
Net Income	8,047	21,801	10,543	31%	-52%	
ROE	38.6%	62.3%	26.7%	-1,198 bps	-3,568 bps	
<b>Garanti</b>						
Announcement date: April 27						
Performing Loans	474,418	651,788	713,132	50%	9%	We foresee 520bps sequential contraction in swap-adjusted NIM, mainly due to declines in CPI linker income and TL core spread. We estimate 309bps q/q drop in TL loan/deposit spread, lower than private peers' average, as we forecast relatively small rise in TL deposit costs (+87bps q/q). We expect Garanti posting a 2% q/q and 93% y/y growth in fee income. Opex growth is estimated to be 38% q/q and 143% y/y, driven by earthquake related costs. We foresee net CoR at 154bps, down 132bps compared to the previous quarter, despite the rise in coverage ratios, as the NPL formation remains limited.
NII	13,204	28,798	16,365	24%	-43%	
NIM	5.60%	10.75%	5.55%	-5 bps	-520 bps	
Net CoR	2.97%	2.86%	1.54%	-143 bps	-132 bps	
Net Income	8,210	19,902	13,070	59%	-34%	
ROE	37.2%	56.1%	32.8%	-439 bps	-2,328 bps	
<b>Halkbank</b>						
Announcement date: Week of May 8 (TBC)						
Performing Loans	568,331	824,156	979,415	72%	19%	We foresee a 276bps swap-adjusted NIM contraction, the lowest in our coverage as the negative impact coming from CPI linkers are estimated to be smaller due to the bank's valuation methodology. We project 270bps decline in the TL loan/deposit spread, with 165bps rise in avg. deposit cost. Net CoR is expected to come down to 18bps from 615bps in the previous quarter as 4Q figure was inflated by a surge in coverage ratios. We foresee fee income to rise by 109% y/y and we estimate 373% y/y growth in opex, driven by TL7bn donation for earthquake relief efforts. Loan growth is expected to be higher than the sector average at 19%.
NII	9,067	23,428	16,275	79%	-31%	
NIM	3.61%	6.77%	4.02%	41 bps	-276 bps	
Net CoR	1.70%	6.14%	0.18%	-152 bps	-596 bps	
Net Income	2,025	5,849	4,304	113%	-26%	
ROE	15.2%	28.4%	16.1%	93 bps	-1,228 bps	
<b>Isbank</b>						
Announcement date: Week of May 1 (TBC)						
Performing Loans	535,539	759,289	824,644	54%	9%	We expect Isbank to be the only bank in our coverage to report a sequential NIM improvement (+47bps) as we foresee CPI linker income to remain flat, unlike the trend in the sector due to Isbank's accounting policy. TL loan/deposit spread is estimated to have declined by 305bps q/q, lowest among the private peers. We foresee 13% q/q and 127% y/y rise in net fee income. We forecast TL2.2bn in net trading gains, excluding swap costs and ECL hedges, down from TL4.5bn gains in the previous quarter. We estimate 65% q/q and 177% y/y opex growth in 1Q23. We project a normalization in income from participations (4Q22: TL1.05bn, 1Q23: TL3.8bn). We expect net CoR to rise by 54bps to 36bps.
NII	13,704	22,125	19,870	45%	-10%	
NIM	4.70%	6.59%	5.45%	75 bps	-115 bps	
Net CoR	0.74%	-0.18%	0.36%	-39 bps	54 bps	
Net Income	8,432	23,528	11,451	36%	-51%	
ROE	34.6%	55.7%	23.9%	-1,068 bps	-3,181 bps	
<b>Vakifbank</b>						
Announcement date: May 10						
Performing Loans	642,825	933,451	1,082,203	68%	16%	We forecast 666bps sequential NIM contraction due to a decline in CPI linker income and lower TL core spread. We project 277bps q/q drop in TL loan/deposit spread, with a 241bps rise in deposit costs. We forecast TL2.9bn of net trading gains (excl. swaps), up from TL2.7bn in the previous quarter. We estimate a 133% y/y increase in net fees, and we project a 504% y/y growth in opex, driven by earthquake related donations (TL1.2bn). Net CoR is expected to decline by 224bps q/q to 236bps as 4Q provisions were inflated by an increase in the coverage ratio. Our forecasts include TL1.2bn free provision reversal.
NII	9,206	34,330	11,071	20%	-68%	
NIM	3.16%	9.20%	2.54%	-62 bps	-666 bps	
Net CoR	2.70%	4.60%	2.36%	-34 bps	-224 bps	
Net Income	3,002	8,407	4,145	38%	-51%	
ROE	18.9%	34.0%	13.3%	-562 bps	-2,074 bps	
<b>Yapi Kredi</b>						
Announcement date: April 28						
Performing Loans	441,345	584,876	625,775	42%	7%	We estimate a 678bps sequential NIM contraction, due to lower CPI linker income and weakening in TL core spread. We forecast 500bps q/q TL core spread decline, the highest in our coverage, driven by higher deposit costs (+312bps) as well as lower loan yields. We believe the more aggressive stance in deposit gathering might have helped the bank to reach 60% threshold in February and avoid buying additional long term securities. We foresee core trading gains (excl. swaps and hedging gains) to be TL1.5bn vs. TL0.5bn in the previous quarter. We forecast 95% y/y increase in fee income, and 174% y/y growth in opex. We expect net CoR to be 123bps, indicating a decline of 237bps q/q with a limited NPL formation.
NII	10,174	30,536	14,356	41%	-53%	
NIM	4.78%	12.30%	5.52%	73 bps	-678 bps	
Net CoR	1.78%	3.59%	1.23%	-56 bps	-237 bps	
Net Income	7,258	17,429	10,776	48%	-38%	
ROE	41.0%	58.4%	33.8%	-725 bps	-2,464 bps	
<b>TSKB</b>						
Announcement date: May 2-3 (TBC)						
Performing Loans	61,698	77,567	82,741	34%	7%	We expect 2% loan growth in FX-adjusted terms. We forecast 255bps sequential decline in swap-adjusted NIM, with the rise in borrowing costs and lower CPI linker yields. We estimate a 404bps decrease in net CoR, bringing it to the negative territory (-32bps) with reversals exceeding provision expenses. We forecast fee income to rise by 81% y/y to TL57m. We expect 131% y/y opex growth in 1Q23. Overall, we expect TSKB's bottom line to be lower by 5% q/q, which should translate into 40% RoE.
NII	1,241	2,070	1,627	31%	-21%	
NIM	5.28%	7.40%	4.85%	-43 bps	-255 bps	
Net CoR	2.31%	3.73%	-0.32%	-263 bps	-404 bps	
Net Income	606	1,411	1,344	122%	-5%	
ROE	33.4%	50.4%	40.0%	667 bps	-1,033 bps	

Source: UNLU &amp; Co estimates, Company data

**Figure 3: UNLU & Co estimates and comments (continued)**

TMT	1Q22	4Q22	1Q23E	y/y	q/q	Comment
<b>Turk Telekom</b>						Announcement date: May 8
Revenues	9,471	15,287	14,792	56%	-3%	We expect increased margin pressure on higher OPEX, due to additional expenses recorded particularly in fixed broadband segment after the earthquakes.
EBITDA	4,115	5,594	4,585	11%	-18%	
EBITDA margin	43.4%	36.6%	31.0%	-1,245 bps	-559 bps	
Net Income	561	1,011	490	-13%	-52%	
<b>Turkcell</b>						Announcement date: May 9
Revenues	10,695	16,044	16,994	59%	6%	We expect notable improvement in net earnings y/y, thanks to sustained ARPU growth, subscriber additions, cost containment efforts and limited increase in financial expenses.
EBITDA	4,302	6,672	6,569	53%	-2%	
EBITDA margin	40.2%	41.6%	38.7%	-157 bps	-293 bps	
Net Income	803	5,996	1,766	120%	-71%	
<b>Logo</b>						Announcement date: May 9
Revenues	269	522	455	69%	-13%	Price increases and higher ERP sales are the main reasons behind revenue growth y/y. This notwithstanding margin pressure should exist on higher personnel expenses and inclusion of a new project in Romania operations.
EBITDA	114	99	144	27%	45%	
EBITDA margin	42.2%	19.0%	31.7%	-1,054 bps	1,263 bps	
Net Income	93	63	118	28%	88%	
<b>Hitit</b>						Announcement date: May 9 (TBC)
Revenues	53	104	117	122%	12%	We expect 64% USD based y/y growth in revenues, thanks to higher invoiced SaaS passenger numbers and new module sales. While growth in EBITDA will be lower due to high base effect and higher personnel expenses, net earnings should increase substantially on improving financial income.
EBITDA	29	51	47	62%	-9%	
EBITDA margin	54.8%	49.3%	39.9%	-1,489 bps	-938 bps	
Net Income	10.3	40.0	36.6	256%	-9%	
<b>Contractors</b>						Announcement date: May 9 (TBC)
<b>Enka Insaat</b>						Announcement date: May 9 (TBC)
Revenues	11,470	17,560	18,695	63%	6%	We expect contracting segment profitability to benefit from FX based revenues partially offset by stagnant rental yields in the real estate segment coupled with partial contribution from the electricity generation segment attributable to its NGPP assets. Gains on its investment portfolio is likely to be one of the key drivers of its bottom-line in the quarter.
EBITDA	2,642	3,662	3,961	50%	8%	
EBITDA margin	23.0%	20.9%	21.2%	-185 bps	33 bps	
Net Income	-492	5,066	5,872	n.m.	16%	
<b>Tekfen Holding</b>						Announcement date: April 28 (TBC)
Revenues	5,296	9,450	8,105	53%	-14%	We expect tangible q/q decline in fertilizer segment profitability in 1Q due to product prices & lackluster demand. Visibility on contracting segment performance, particularly regarding claims, remains low.
EBITDA	92	559	147	60%	-74%	
EBITDA margin	1.7%	5.9%	1.8%	8 bps	-410 bps	
Net Income	105	1,660	126	20%	-92%	
<b>Conglomerates</b>						Announcement date: May 2
<b>Koc Holding</b>						Announcement date: May 2
Net Income	6,713	27,784	16,722	149%	-40%	We expect the q/q decline in banking and refining segment profitability to lead to a sequential decline, while the strength of the auto segment is likely to support a tangible y/y increase in Koc's consolidated results.
<b>Sabancı Holding</b>						Announcement date: May 10 (TBC)
Net Income	8,251	16,613	6,822	-17%	-59%	Q/Q decline in banking segment operations is likely to weigh on Sabancı's results on a q/q basis while relative strength in the energy segments is likely to be a partially mitigating factor.
<b>Alarko Holding</b>						Announcement date: May 9 (TBC)
Net Income	1,031	3,956	1,642	59%	-58%	We expect a q/q decline in CENAL's contribution to Alarko's consolidated financials mainly due to maintenance activity; the impact of which could be partially mitigated by improvement in the distribution business
<b>Precious Metals</b>						Announcement date: First week of May (TBC)
<b>Koza Gold</b>						Announcement date: First week of May (TBC)
Revenues	1,409	1,088	1,822	29%	67%	We factor in 50k oz production, down 14% y/y in 1Q23 and revenue growth to be driven by FX effects. We also include the effects of announced donation and gain from transfer of properties to Koza-Ipek Holding.
EBITDA	848	452	746	-12%	65%	
EBITDA margin	60.2%	41.5%	40.9%	n.m.	-61 bps	
Net Income	1,058	900	1,201	14%	33%	

Source: Unlu &amp; Co estimates, Company data

**Figure 3: UNLU & Co estimates and comments (continued)**

Steel	1Q22	4Q22	1Q23E	y/y	q/q	Comment
<b>Erdemir</b>						
						Announcement date: April 27 (TBC)
Revenues	29,204	27,248	25,346	-13%	-7%	Despite the improvement in flat product prices in the quarter, we expect Erdemir's consolidated production volume and EBITDA to be adversely impacted by the earthquakes in Turkey which led to a production halt at its subsidiary Isdemir. Below EBIT gains could be mitigating factors, albeit to a limited extent.
EBITDA	9,764	674	456	-95%	-32%	
EBITDA margin	33.4%	2.5%	1.8%	-3,164 bps	-68 bps	
Net Income	5,626	3,175	174	-97%	-95%	
<b>Kardemir (All shares)</b>						
						Announcement date: April 25 (TBC)
Revenues	6,026	7,716	8,326	38%	8%	We expect Kardemir's EBITDA/tonne to register at c. USD90 in 1Q23 faring better on a q/q basis (vs. USD67 in 4Q) while remaining below the high base of 1Q22 (USD204). We expect FX hedge losses observed in 4Q not to be repeated in 1Q which should be supportive of Kardemir's net income on a sequential basis, while remaining lower on a y/y basis.
EBITDA	1,518	685	1,003	-34%	46%	
EBITDA margin	25.2%	8.9%	12.0%	-1,315 bps	316 bps	
Net Income	1,171	-218	486	-58%	n.m.	
<b>Oil &amp; Gas</b>						
<b>Tupras</b>						
						Announcement date: April 28
Revenues	79,345	116,026	96,045	21%	-17%	We expect the sequential decline in diesel and jet cracks to weigh on Tupras' operating performance on a q/q basis, coupled with higher maintenance activity lowering CUR thus increasing unit costs. That said, supported by improvement in crude differentials and lower energy costs, we expect Tupras' net refining margin to remain in the proximity of its FY23 guidance of USD11-12/bbl. in the quarter.
EBITDA	5,175	16,636	11,074	114%	-33%	
EBITDA margin	6.5%	14.3%	11.5%	501 bps	-281 bps	
Net Income	1,290	17,589	6,342	391%	-64%	
<b>Aygaz</b>						
						Announcement date: April 28
Revenues	6,413	11,016	11,509	79%	4%	While we expect Aygaz's 1Q23 core LPG operating performance to fare better q/q mainly due to higher affordability, this is likely to be curbed by slight inventory losses and negative EBITDA from its logistics operations. Lower q/q income from Tupras is likely to weigh on its bottom-line on a q/q basis.
EBITDA	183	25	55	-70%	118%	
EBITDA margin	2.8%	0.2%	0.5%	-237 bps	25 bps	
Net Income	201	1,901	572	185%	-70%	
<b>Petkim</b>						
						Announcement date: May 9 (TBC)
Revenues	11,421	8,908	13,096	15%	47%	We expect higher sequential CUR, and improvement in spreads to be supportive on a q/q basis yet still remain below mid cycle levels and tangibly lower on a y/y basis. Below EBIT gains, such as revaluation of real estate assets, could be supportive of its bottom-line.
EBITDA	1,553	-149	339	-78%	n.m.	
EBITDA margin	13.6%	-1.7%	2.6%	-1,100 bps	426 bps	
Net Income	1,754	822	266	-85%	-68%	
<b>Utilities</b>						
<b>Enerjisa</b>						
						Announcement date: May 4
Revenues	17,531	24,007	23,742	35%	-1%	We expect c. TL1.2bn asset revaluation income that had boosted Enerjisa' net income in 4Q22 to moderate in 1Q23, thus leading to a tangible sequential decline at its bottomline. Various regulatory measures that had been implemented post the earthquakes should weigh to an extent on its quarterly results.
EBITDA	1,525	2,493	2,264	48%	-9%	
EBITDA margin	8.7%	10.4%	9.5%	n.m.	-85 bps	
Net Income	193	12,122	922	378%	-92%	
<b>Autos &amp; White Goods</b>						
<b>Arcelik</b>						
						Announcement date: April 19
Revenues	28,164	39,192	40,035	42%	2%	Slowdown in global appliance demand and high costs should have an adverse impact on Arcelik's financials. We project the company to report EBITDA margin of 9.3%, which will be lower than the management's guidance for 2023 (c.10%).
EBITDA	3,002	3,601	3,735	24%	4%	
EBITDA margin	10.7%	9.2%	9.3%	-133 bps	14 bps	
Net Income	1,166	2,565	977	-16%	-62%	
<b>Dogus Otomotiv</b>						
						Announcement date: May 9
Revenues	7,240	16,069	17,662	144%	10%	Sales volume increased by 53% y/y, due to a low base, while the availability/supply problems continue. Revenues to rise by 144% y/y, thanks to TL depreciation and better pricing. EBITDA margin should improve q/q and y/y, due to not only to the ongoing decent demand in the domestic market that allowed better pricing, but also lower opex compared to 4Q22.
EBITDA	1,201	2,117	3,286	174%	55%	
EBITDA margin	16.6%	13.2%	18.6%	202 bps	543 bps	
Net Income	997	2,364	2,659	167%	12%	
<b>Ford Otosan</b>						
						Announcement date: April 27
Revenues	27,876	60,939	66,677	139%	9%	We assume sales volume to rise 74% y/y, as exports and domestic sales increase 74% and 71% y/y respectively, on a weak base and consolidation of Craiova plant in Romania. We project sharp increase in revenues; but margins should appear low, due to the consolidation of Craiova. Potential tax expenses could hurt the bottomline, while we pencilled in no tax expenses for the quarter.
EBITDA	2,971	7,754	7,106	139%	-8%	
EBITDA margin	10.7%	12.7%	10.7%	-0 bps	-207 bps	
Net Income	2,802	8,292	6,261	123%	-24%	
<b>Tofas</b>						
						Announcement date: April 27
Revenues	10,634	23,474	19,304	82%	-18%	We assume sales volume to rise 25% y/y, as exports slump by 52% (mainly due to end of Doblo exports), while domestic sales increase 117% y/y respectively. Unit prices to rise 37% y/y due to weak TL, leading to 82% y/y growth in revenues. PBT margin should peak to a record level (15.6%), thanks to ongoing high profitability in the domestic operations and rising share of domestic sales in total sales. We pencilled in significant tax expense in 1Q.
EBITDA	1,738	4,278	3,853	122%	-10%	
EBITDA margin	16.3%	18.2%	20.0%	361 bps	174 bps	
Net Income	1,129	3,498	2,477	119%	-29%	
<b>Turk Traktor</b>						
						Announcement date: April 26
Revenues	3,988	7,218	8,995	126%	25%	Volume growth of 27% and higher pricing should drive substantial growth in operational profitability and margin gain y/y.
EBITDA	572	1,183	1,385	142%	17%	
EBITDA margin	14.3%	16.4%	15.4%	107 bps	-99 bps	
Net Income	477	1,359	957	101%	-30%	
<b>Kordsa (USDm)</b>						
						Announcement date: May 5
Revenues	298	252	251	-16%	0%	Factors that negatively affected 4Q operational results are mostly still in place, sluggish demand will keep revenue in check while we expect a slight q/q improvement in the EBITDA margin thanks to the higher EUR/USD parity and 1Q pricing adjustments.
EBITDA	56	17	22	-61%	29%	
EBITDA margin	18.9%	6.7%	8.7%	-1,023 bps	198 bps	
Net Income	30	10	6	-79%	-37%	

Source: UNLU &amp; Co estimates, Company data

**Figure 3: UNLU & Co estimates and comments (continued)**

Defence	1Q22	4Q22	1Q23E	y/y	q/q	Comment
<b>Aselsan</b>						
						Announcement date: First week of May (TBC)
Revenues	4,365	17,553	6,319	45%	-64%	
EBITDA	1,037	5,365	1,548	49%	-71%	Double digit revenue and EBITDA growth y/y should be the main features of 1Q23. However, we expect lower earnings due to expectation of lower FX gains y/y.
EBITDA margin	23.7%	30.6%	24.5%	75 bps	-607 bps	
Net Income	1,696	6,124	1,324	-22%	-78%	
<b>Retailers</b>						
						Announcement date: May 8
<b>Bim</b>						
Revenues	27,267	45,393	50,990	87%	12%	
EBITDA	2,284	3,949	3,058	34%	-23%	The earthquake and Ramadan appear to have positively impacted the revenues, while it had a negative impact on the margins. In addition to the loss of inventories (earthquake related) that impacted the gross margins, higher opex mainly as a result of minimum wage hike and early retirement scheme (EYT) should have a negative impact on the retailer's profitability.
EBITDA margin	8.4%	8.7%	6.0%	-238 bps	-270 bps	
Net Income	1,342	3,364	1,663	24%	-51%	
<b>Bizim Toptan</b>						
						Announcement date: May 10
Revenues	2,348	4,695	4,519	92%	-4%	
EBITDA	146	248	178	22%	-28%	Revenue growth to maintain its momentum to some extent. However, profitability should decline y/y and q/q, due to rise in staff costs and one-off earthquake related costs. Also donations related to the earthquake impacted the bottomline. Our numbers in the table include the impact of IFRS 16.
EBITDA margin	6.2%	5.3%	3.9%	-229 bps	-135 bps	
Net Income	25	186	-19	n.m.	n.m.	
<b>Sok Marketler</b>						
						Announcement date: May 9
Revenues	10,196	18,649	19,883	95%	7%	
EBITDA	894	1,472	1,264	41%	-14%	Similar to Bim's performance, Sok's revenue growth to be strong. Likewise, profitability should decline, due not only to earthquake related costs but also rise in staff costs (minimum wage hike and EYT). Our numbers in the table include the impact of IFRS 16.
EBITDA margin	8.8%	7.9%	6.4%	-241 bps	-153 bps	
Net Income	258	574	288	12%	-50%	
<b>Migros</b>						
						Announcement date: May 3
Revenues	12,271	24,448	25,525	108%	4%	
EBITDA	964	1,551	1,237	28%	-20%	Revenue growth to remain high, supported by competitive pricing and strong floorspace growth (8.2% y/y). However, profitability should decline y/y, due to one-off earthquake related costs; rise in staff costs; and continuation of competitive pricing. Our numbers include the impact of IFRS 16.
EBITDA margin	7.9%	6.3%	4.8%	-301 bps	-150 bps	
Net Income	158	1,164	160	1%	-86%	
<b>Glass and Materials</b>						
						Announcement date: 4th week of April (TBC)
<b>Sise Cam</b>						
Revenues	16,974	29,070	27,324	61%	-6%	
EBITDA	4,456	4,631	4,829	8%	4%	Our assumption of TL27.3bn in revenues, implying 61% y/y TL-based growth is mostly associated with higher product pricing y/y and currency effects. This notwithstanding, we foresee a 17.7% EBITDA margin in 1Q23, up 170bps q/q, yet down by 858bps y/y, due to increased cost pressures y/y and a lower CUR. Finally, higher financial and tax expenses should lead to a 43% contraction in net income y/y.
EBITDA margin	26.3%	15.9%	17.7%	-858 bps	174 bps	
Net Income	3,576	5,589	2,022	-43%	-64%	
<b>Aviation</b>						
						Announcement date: May 10
<b>Pegasus Airlines</b>						
Revenues	4,064	12,477	8,452	108%	-32%	
EBITDA	342	3,966	1,154	237%	-71%	Pegasus' pax number rose 29% y/y, while load factor increased 3.6pp y/y. Thanks to strong travel demand and Pegasus' focus on international traffic, passenger yield should continue to be strong y/y. We also assume a sizeable FX gain to be recorded, due to strengthening in EUR against USD.
EBITDA margin	8.4%	31.8%	13.7%	524 bps	-1,813 bps	
Net Income	-1,100	4,152	-353	n.m.	n.m.	
<b>TAV Airports</b>						
						Announcement date: April 25
Revenues	2,333	7,818	4,917	111%	-37%	
EBITDA	510	1,049	885	74%	-16%	Passenger traffic rose by 42% y/y, as all operations have seen a significant recovery during the quarter. That said, high financial expenses as a result of high leverage are likely to continue putting pressure on the bottomline.
EBITDA margin	21.8%	13.4%	18.0%	-385 bps	459 bps	
Net Income	-336	-129	-719	n.m.	n.m.	
<b>Turkish Airlines</b>						
						Announcement date: May 3
Revenues	42,614	88,049	81,279	91%	-8%	
EBITDA	8,247	20,627	12,928	57%	-37%	THY's passenger numbers rose by 35% y/y, while RPK and ASK increased 54% and 33% respectively, leading to 14.5pp improvement in load factor. Impact of the earthquake in February is likely to be limited on THY's financials. Thanks to the strong international demand, THY has continued to post strong yields.
EBITDA margin	19.4%	23.4%	15.9%	-345 bps	-752 bps	
Net Income	2,220	8,936	3,868	74%	-57%	

Source: UNLU &amp; Co estimates, Company data

**Figure 3: UNLU & Co estimates and comments (continued)**

Food and Beverages	1Q22	4Q22	1Q23E	y/y	q/q	Comment
<b>Anadolu Efes</b>						
						Announcement date: May 3
Revenues	13,769	22,432	24,138	75%	8%	
EBITDA	1,835	3,493	3,620	97%	4%	We expect price adjustments to continue to support margin improvement in beer segment y/y and compensate for margin pressure in soft drinks segment.
EBITDA margin	13.3%	15.6%	15.0%	168 bps	-57 bps	
Net Income	-132	53	116	n.m.	117%	
<b>Coca Cola Icecek</b>						
						Announcement date: May 2
Revenues	8,665	12,758	15,342	77%	20%	
EBITDA	1,794	1,548	2,680	49%	73%	We expect limited growth in net earnings, mainly due to margin pressure on higher sugar costs and currency effects and some FX losses in Turkey and Pakistan operations.
EBITDA margin	20.7%	12.1%	17.5%	-323 bps	534 bps	
Net Income	630	649	664	5%	2%	
<b>Ulker Biskuvi</b>						
						Announcement date: May 9
Revenues	5,886	9,018	9,188	56%	2%	
EBITDA	1,245	1,834	1,847	48%	1%	Ulker has converted S/T investments to cash, which has improved visibility in earnings y/y. Thus, we expect net earnings to improve TL433m in 1Q23, vs. TL471m net loss recorded in 1Q22.
EBITDA margin	21.1%	20.3%	20.1%	-104 bps	-23 bps	
Net Income	-471	983	433	n.m.	-56%	
<b>Kervan Gida</b>						
						Announcement date: First week of May
Revenues	998	1,380	1,549	55%	12%	
EBITDA	140	127	134	-4%	5%	We expect to see margin pressure and higher financial expenses y/y. Thus, we assume a 26% decline in net income y/y.
EBITDA margin	14.0%	9.2%	8.6%	-537 bps	-55 bps	
Net Income	64	138	48	-26%	-65%	
Healthcare	1Q22	4Q22	1Q23E	y/y	q/q	Comment
<b>MLP Care</b>						
						Announcement date: May 9
Revenues	2,187	2,944	3,440	57%	17%	
EBITDA	502	713	762	52%	7%	We expect the growth drivers - price increases, traffic growth and higher FMR revenues - to persist in 1Q23 and EBITDA margin improvement to continue in 1Q23. We calculate 8% revenue effect due to the divestiture of three hospitals in 2Q22. We expect higher tax expenses y/y, due to change in incentive scheme after the earthquakes.
EBITDA margin	23.0%	24.2%	22.1%	-81 bps	-209 bps	
Net Income	170	581	264	55%	-54%	
Insurance	1Q22	4Q22	1Q23E	y/y	q/q	Comment
<b>Aksigorta</b>						
						Announcement date: May 2
						We do not expect a material impact on claims stemming from the earthquake, though there might be an increase in reinsurance costs, which will weigh on technical profitability. On the other hand, yields on AUM are expected to come down slightly.
Net Income	-254	274	135	n.m.	-51%	
<b>Anadolu Sigorta</b>						
						Announcement date: First week of May (TBC)
						We foresee a rise in combined ratio due to an increase in provisions following a Constitution Court decision regarding MTPL branch. We expect the negative impact from the recent earthquake to remain limited as the reinsurance is expected to cover the losses. The company announced 121% y/y growth in gross written premiums.
Net Income	197	635	47	-76%	-93%	
<b>Turkiye Sigorta</b>						
						Announcement date: May 2
						We anticipate an improvement in claims ratio and consequently in combined ratio. Gross written premiums were announced to have grown by 115% y/y.
Net Income	307	424	435	42%	3%	

Source: UNLU &amp; Co estimates, Company data

**Figure 4: Turkish Equity Coverage**

Company Name	Ticker	Current price* (TL)	TP (TL)	Upside (%)	Rating	MCAP (USDm)	Free float (%)	Avg. vol. (USDm)	Dividend Yield		P/E		EV/EBITDA**	
									22E (%)	23E	24E	23E	24E	
<b>Banks</b>									<b>7.7</b>	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	
Akbank	AKBNK	17.88	24.20	35%	Buy	4,804	52%	164.7	9.7	1.9	1.4	0.5	0.4	
Garanti Bank	GARAN	27.24	33.90	24%	Buy	5,911	14%	72.8	7.7	2.3	1.4	0.6	0.4	
Halkbank	HALKB	11.55	8.70	-25%	Sell	4,288	9%	34.4	0.0	7.3	2.5	0.6	0.4	
Isbank	ISCTR	12.01	12.20	2%	Hold	6,205	31%	141.3	7.7	2.1	1.6	0.5	0.4	
TSKB	TSKB	4.15	4.30	4%	Hold	600	39%	20.3	0.0	2.1	1.8	0.7	0.5	
Vakifbank	VAKBN	9.38	11.50	23%	Hold	4,806	6%	36.1	0.0	5.9	2.1	0.5	0.4	
Yapi Kredi	YKBNK	10.15	12.60	24%	Buy	4,430	32%	119.0	9.2	2.2	1.3	0.5	0.4	
<b>TMT</b>									<b>0.2</b>	<b>12.7</b>	<b>6.5</b>	<b>3.6</b>	<b>2.6</b>	
Turk Telekom	TTKOM	19.08	27.70	45%	Buy	3,450	13%	55.9	0.0	20.4	7.7	4.0	3.0	
Turkcell	TCELL	37.18	55.00	48%	Buy	4,226	54%	65.4	0.0	11.4	6.2	3.3	2.5	
Logo	LOGO	65.45	84.00	28%	Buy	338	65%	3.2	2.3	8.1	4.8	2.8	1.5	
Hitit	HTTBT	29.90	40.00	34%	Buy	197	28%	0.8	0.0	24.2	15.7	14.6	9.6	
<b>Contractors</b>									<b>2.8</b>	<b>11.1</b>	<b>8.5</b>	<b>4.5</b>	<b>2.6</b>	
Enka Insaat	ENKAI	29.54	32.50	10%	Hold	9,158	12%	74.6	1.2	13.0	10.0	5.1	3.0	
Tekfen Holding	TKFEN	34.14	52.40	53%	Buy	653	48%	27.7	8.2	4.4	3.1	2.3	1.2	
<b>Conglomerates</b>									<b>3.0</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	
Koc Holding	KCHOL	79.40	115.00	45%	Buy	10,403	27%	85.7	2.2	3.3	2.6	n.m.	n.m.	
Sabanci Holding	SAHOL	40.46	53.50	32%	Buy	4,265	49%	84.8	4.3	3.6	2.7	n.m.	n.m.	
Alarko Holding	ALARK	70.10	87.20	24%	Buy	1,576	30%	28.9	2.2	3.5	4.9	n.m.	n.m.	
<b>Precious Metals</b>									<b>0.0</b>	<b>11.3</b>	<b>9.0</b>	<b>9.7</b>	<b>12.0</b>	
Koza Gold	KOZAL	24.64	22.00	-11%	Hold	4,077	29%	177.2	0.0	12.7	10.1	9.0	11.0	
Koza Anadolu	KOZAA	49.54	68.00	37%	Buy	993	44%	45.3	0.0	7.6	6.0	11.6	14.5	
<b>Steel</b>									<b>0.3</b>	<b>6.8</b>	<b>5.0</b>	<b>6.0</b>	<b>4.9</b>	
Erdemir	EREGL	35.14	40.00	14%	Hold	6,355	48%	249.6	0.0	7.5	5.4	6.9	5.5	
Kardemir	KRDMD	18.34	22.50	23%	Hold	1,036	89%	151.0	1.2	4.7	3.7	3.1	2.8	
<b>Oil &amp; Gas</b>									<b>13.0</b>	<b>5.1</b>	<b>6.6</b>	<b>4.1</b>	<b>3.7</b>	
Aygaz	AYGAZ	70.40	84.50	20%	Hold	800	24%	2.6	1.4	5.3	9.3	11.8	10.3	
Petkim	PETKM	14.86	14.80	0%	Hold	1,946	47%	94.5	0.0	6.9	7.6	10.5	8.1	
Tupras***	TUPRS	74.55	92.89	25%	Buy	7,422	49%	169.4	16.9	4.6	6.2	2.1	2.3	
<b>Utilities</b>									<b>8.1</b>	<b>5.7</b>	<b>5.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.2</b>	
Enerjisa	ENJSA	28.50	35.52	25%	Hold	1,739	20%	33.8	8.1	5.7	5.0	3.9	3.2	
<b>Autos &amp; White Goods</b>									<b>3.9</b>	<b>13.9</b>	<b>7.2</b>	<b>8.1</b>	<b>4.8</b>	
Arcelik	ARCLK	118.30	128.00	8%	Hold	4,130	15%	44.7	2.3	13.0	8.1	6.3	4.7	
Dogus Otomotiv	DOAS	123.70	193.00	56%	Hold	1,406	34%	19.0	7.3	2.5	2.5	1.5	1.5	
Ford Otosan	FROTO	593.60	744.20	25%	Buy	10,763	18%	58.5	4.0	9.6	8.3	7.5	6.0	
Tofas	TOASO	213.90	302.00	41%	Buy	5,526	24%	74.4	2.8	10.7	6.6	6.3	4.1	
Turk Traktor	TTRAK	532.70	580.00	9%	Hold	1,469	24%	7.4	7.4	8.9	6.4	7.0	5.1	
Kordsa	KORDS	70.55	99.20	41%	Hold	709	29%	7.4	0.0	112.9	10.5	48.6	5.8	
<b>Defence</b>									<b>0.3</b>	<b>9.1</b>	<b>7.0</b>	<b>12.2</b>	<b>12.3</b>	
Aselsan	ASELS	52.05	53.00	2%	Hold	6,132	26%	159.7	0.3	9.1	7.0	12.2	12.3	
<b>Retailers</b>									<b>2.8</b>	<b>9.3</b>	<b>6.5</b>	<b>4.4</b>	<b>2.9</b>	
Bim	BIMAS	162.10	220.00	36%	Buy	5,086	60%	48.7	3.1	9.1	6.0	5.6	3.7	
Bizim Toptan	BIZIM	29.36	42.00	43%	Buy	91	46%	2.9	5.5	9.0	5.3	1.0	0.5	
Sok Marketler	SOKM	30.44	42.60	40%	Buy	933	51%	10.8	2.6	7.7	5.6	2.6	1.7	
Migros	MGROS	179.80	225.00	25%	Buy	1,682	51%	17.7	1.4	12.1	9.2	2.7	1.5	
Mavi	MAVI	110.50	198.00	79%	Buy	567	73%	5.8	3.9	6.7	5.3	2.3	1.4	
<b>Glass and materials</b>									<b>2.2</b>	<b>8.5</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>	<b>5.0</b>	
Sisecam	SISE	43.38	50.00	15%	Hold	6,866	49%	135.2	2.2	8.5	6.3	5.8	5.0	
<b>Aviation</b>									<b>0.0</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.1</b>	
Pegasus Airlines	PGSUS	488.40	689.00	41%	Buy	2,582	43%	63.7	0.0	4.2	3.4	5.6	5.1	
TAV Airports	TAVHL	82.95	121.00	46%	Buy	1,557	48%	20.0	0.0	11.7	9.3	7.3	7.2	
Turkish Airlines	THYAO	135.70	194.00	43%	Buy	9,676	50%	300.2	0.0	3.3	2.6	4.6	3.4	
<b>Food and Beverages</b>									<b>2.0</b>	<b>8.7</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>	<b>3.2</b>	
Anadolu Efes	AEFES	62.15	93.00	50%	Buy	1,901	32%	8.7	3.4	8.9	5.5	4.3	3.4	
Coca Cola Icecek	CCOLA	216.50	298.00	38%	Buy	2,845	25%	4.8	1.4	8.0	4.8	4.6	3.1	
Ulker Biskuvi	ULKER	33.32	50.00	50%	Buy	589	39%	17.1	0.0	10.4	3.5	3.5	2.7	
Kervan Gida	KRVGD	16.52	35.00	112%	Buy	205	28%	1.9	1.5	7.4	3.6	7.6	4.3	
<b>Healthcare</b>									<b>2.9</b>	<b>7.0</b>	<b>5.4</b>	<b>5.3</b>	<b>3.8</b>	
MLP Care	MPARK	65.80	105.00	60%	Buy	707	35%	2.4	2.9	7.0	5.4	5.3	3.8	
<b>Insurance</b>									<b>0.0</b>	<b>5.8</b>	<b>3.6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	
AkSigorta	AKGRT	2.99	4.32	44%	Buy	249	28%	5.3	0.0	8.1	5.4	1.9	1.4	
Anadolu Sigorta	ANSGR	17.69	29.76	68%	Buy	457	35%	0.9	0.0	6.2	3.8	1.2	0.9	
Türkiye Sigorta	TURSG	10.18	19.04	87%	Buy	611	18%	2.4	0.0	3.6	2.1	1.2	0.8	
<b>Coverage</b>									<b>3.7</b>	<b>7.1</b>	<b>5.0</b>	<b>5.7</b>	<b>4.6</b>	

Source: Unlu & Co estimates, Company data, \* last trading day's closing price \*\* P/BV for financials

## Disclosure Appendix

### Important Global Disclosures

The information and opinions in this research report was prepared by UNLU Menkul Degerler A.S ("UNLU & Co").

For important disclosures, stock price charts and equity rating histories regarding companies that are the subject of this report, please contact UNLU & Co Research and / or Compliance - +90 212 367 3636.

For valuation methodology and risks associated with any price targets referenced in this research report, please email: [UnluResearch@unluco.com](mailto:UnluResearch@unluco.com) with a request for valuation methodology and risks on a particular stock.

Above mentioned analyst/s certify with respect to the companies or securities under analysis, that (1) the views expressed in this report accurately reflect his/her/their personal views about all of the subject companies and securities and (2) no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this report.

\* Any other material conflict of interest of the research analyst or member (Unlu Securities Inc., the US broker-dealer) that the research analyst or an associated person of the member with the ability to influence the content of a research report knows or has reason to know at the time of the publication or distribution of a research report is as follows: NONE

Please refer to Fig 4 for all other companies mentioned.

### UNLU & Co distribution of stock rating is:

Ratings Distribution as of the date of this report	BUY	HOLD	SELL	RESTRICTED
All Recommendations (%)	65	33	2	0

\* Our stock ratings of **BUY**, **HOLD**, and **SELL** most closely correspond to Buy, Hold, and Sell, respectively; however, the meanings are not the same, as our stock ratings are determined on a relative basis. (Please refer to definitions above.) An investor's decision to buy or sell a security should be based on investment objectives, current holdings, and other individual factors.

UNLU & Co policy is to update research reports as it deems appropriate, based on developments with the subject company, the sector or the market that may have a material impact on the research views or opinions stated herein.

UNLU & Co policy is only to publish investment research that is impartial, independent, clear, fair and not misleading. For more detail please contact the Compliance Division of UNLU & Co and request their Policies for Managing Conflicts of Interest in connection with Investment Research.

UNLU & Co does not provide any tax advice. Any statement herein regarding any US federal tax is not intended or written to be used, and cannot be used, by any taxpayer for the purposes of avoiding any penalties.

**Unlu Menkul Degerler A.S. ("UNLU & Co")**, is authorized and regulated by the Capital Markets Board of Turkey ("CMB") and a member of Borsa Istanbul A.S. ("BIST"). Under CMB's legislation, the information, comments and recommendations contained in this report fall outside of the definition of investment advisory services. Investment advisory services are provided by authorized entities by taking into account the risk and return preferences of the concerned persons. The comments and recommendations contained in this report have general nature. These recommendations may not fit to your financial status, risk and return preferences. For this reason, to make an investment decision by relying solely to this information stated here may not bring about outcomes that fit your expectations

**Company Specific Disclosures:** Important Disclosures, including price charts are available for compendium reports and all UNLU & Co covered companies by emailing [UnluResearch@unluco.com](mailto:UnluResearch@unluco.com) or calling +90 212 367 3690 with your request. UNLU & Co Research team may screen companies not covered by UNLU & Co. For important disclosures for these companies, please call + 90 212 367 3817 or e-mail [UNSCCompliance@unluco.com](mailto:UNSCCompliance@unluco.com)

## Important Regional Disclosures

This report covers the Turkish Equities Earning Previews. All other companies were used for illustrative purposes only. We are not commenting on the investment merit of the securities of these companies

Singapore recipients should contact a Singapore financial adviser for any matters arising from this research report.

The analyst(s) involved in the preparation of this report have not visited the material operations of the subject company () within the past 12 months.

As of the date of this report, UNLU & Co does not act as a market maker or liquidity provider in the equities securities that are the subject of this report.

Principal is not guaranteed in the case of equities because equity prices are variable.

Commission is the commission rate or the amount agreed with a customer when setting up an account or at any time after that.

Investors should carefully consider their own investment risk.

Investment results are the responsibility of the individual investor. Reports may not be reprinted without permission of UNLU & Co.

## Important UNLU & Co Disclosures

### Potential Conflicts

Company	Disclosure
Aksigorta	D
Bizim Toptan	D
Hitit Bilgisayar	D
Pegasus Airlines	D
Sok Marketler	D
Ulker Biskuvi	D

A: The analyst, a team member, a member of the analyst's household or a team member's household serves as an officer, director or advisory board member of the subject company

B: The company beneficially owns 5% or more of the equity shares of UNLU & Co as at date of this report

C: UNLU & Co beneficially owns 1% or more of the equity shares of the company

D: The Company is a client of UNLU & Co

E: UNLU & Co has lead managed or co-lead managed a public offering of securities in the Company or any related derivatives in the last 12 months

F: UNLU & Co has received compensation for investment banking services from the company within the last 12 months

G: UNLU & Co expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services from the company during the next 3 months

H: UNLU & Co has sent extracts of this research report to the subject company prior to publication for the purpose of verifying factual accuracy. Based on information provided by the subject company, factual changes have been made as a result.

I: Analyst or a member of their household holds long or short personal positions in a class of common equity securities of this company

J: UNLU & Co is a market maker or liquidity provider in the financial instruments of the relevant issuer or any related derivatives

K: UNLU & Co provided non-investment banking services, which may include Sales and Trading services, to the subject company within the past 12 months

L: UNLU & Co has received compensation for products and services other than investment banking services from the subject company within the past 12 months

M: UNLU & Co beneficially owns 5% or more of the equity shares of the Company

---

\* *Disclosures are correct as of date of this report*

*For purposes CMB, in connection to the distribution of UNLU & Co research, UNLU & Co must disclose certain material conflicts of interest.*

This report may include references to UNLU & Co's research recommendations. For further information and for published UNLU & Co reports in their entirety, please visit the website at <https://www.unluco.com> and <https://www.unlumenkul.com>.

For UNLU & Co disclosure information on other companies mentioned in this report, please visit the website at <https://www.unluco.com> and <https://www.unlumenkul.com>.

Disclaimers continue on next page.

## Disclaimer and Confidentiality Note

This report is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or which would subject UNLU & Co to any registration or licensing requirement within such jurisdiction. All material presented in this report, unless specifically indicated otherwise, is under copyright to UNLU & Co. None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party, without the prior express written permission of UNLU & Co. All trademarks, service marks and logos used in this report are trademarks or service marks or registered trademarks or service marks of UNLU & Co or their subsidiaries.

The information, tools and material presented in this report are provided to you for information purposes only and are not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. UNLU & Co may not have taken any steps to ensure that the securities referred to in this report are suitable for any particular investor. UNLU & Co will not treat recipients as their customers by virtue of their receiving the report. The investments or services contained or referred to in this report may not be suitable for you and it is recommended that you consult an independent investment advisor if you are in doubt about such investments or investment services. Nothing in this report constitutes investment, legal, accounting or tax advice or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate to your individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation to you. UNLU & Co does not offer advice on the tax consequences of investment and you are advised to contact an independent tax adviser. Please note in particular that the bases and levels of taxation may change.

UNLU & Co believe the information and opinions in the Disclosure Appendix of this report are accurate and complete. Information and opinions presented in the other sections of the report were obtained or derived from sources UNLU & Co believe are reliable, but UNLU & Co makes no representations as to their accuracy or completeness. Additional information is available upon request. UNLU & Co accepts no liability for loss arising from the use of the material presented in this report, except that this exclusion of liability does not apply to the extent that liability arises under specific statutes or regulations applicable to UNLU & Co. This report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. UNLU & Co may have issued, and may in the future issue, a trading call regarding this security. In addition, UNLU & Co may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Those reports reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them and UNLU & Co is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report. UNLU & Co are involved in many businesses that relate to companies mentioned in this report.

Descriptions of any company or issuer or their securities or the markets or developments mentioned in the Research are not intended to be complete. The Research should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment as the Research has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient.

Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is made regarding future performance. Information, opinions and estimates contained in this report reflect a judgment at its original date of publication by UNLU & Co and are subject to change without notice. The price, value of and income from any of the securities or financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise. The value of securities and financial instruments is subject to exchange rate fluctuation that may have a positive or adverse effect on the price or income of such securities or financial instruments. Investors in securities such as ADRs, the values of which are influenced by currency volatility, effectively assume this risk.

Structured securities are complex instruments, typically involve a high degree of risk and are intended for sale only to sophisticated investors who are capable of understanding and assuming the risks involved. The market value of any structured security may be affected by changes in economic, financial and political factors (including, but not limited to, spot and forward interest and exchange rates), time to maturity, market conditions and volatility, and the credit quality of any issuer or reference issuer. Any investor interested in purchasing a structured product should conduct their own investigation and analysis of the product and consult with their own professional advisers as to the risks involved in making such a purchase.

Some investments may not be readily realizable since the market in the securities is illiquid or there is no secondary market for the investor's interest and therefore valuing the investment and identifying the risk to which the investor is exposed may be difficult to quantify. Investments in illiquid securities involve a high degree of risk and are suitable only for sophisticated investors who can tolerate such risk and do not require an investment easily and quickly converted into cash. Other risk factors affecting the price, value or income of an investment include but are not necessarily limited to political risks, economic risks, credit risks and market risks.

Some investments discussed in this report have a high level of volatility. High volatility investments may experience sudden and large falls in their value causing losses when that investment is realised. Those losses may equal your original investment. Indeed, in the case of some investments the potential losses may exceed the amount of initial investment, in such circumstances you may be required to pay more money to support those losses. Income yields from investments may fluctuate and, in consequence, initial capital paid to make the investment may be used as part of that income yield. Some investments may not be readily realisable and it may be difficult to sell or realise those investments, similarly it may prove difficult for you to obtain reliable information about the value, or risks, to which such an investment is exposed.

UNLU & Co maintains information barriers between their Research Analysts and the rest of their and their shareholders business divisions, more specifically the Investment Banking business. UNLU & Co analysts', strategists' and economists' compensation is not linked to Investment Banking or Capital Markets transactions performed by UNLU & Co or their shareholders. Facts and views presented in UNLU & Co research has not been reviewed by, and may not reflect information known to, professionals in other UNLU & Co business areas, including investment banking personnel.

This report may provide the addresses of, or contain hyperlinks to, websites. Except to the extent to which the report refers to website material of UNLU & Co has not reviewed the linked site and takes no responsibility for the content contained therein. Such address or hyperlink (including addresses or hyperlinks to UNLU & Co's own website material) is provided solely for your convenience and information and the content of the linked site does not in any way form part of this document. Accessing such website or following such link through this report shall be at your own risk.

In jurisdictions where UNLU & Co is not already registered or licensed to trade in securities, transactions will only be effected in accordance with applicable securities legislation, which will vary from jurisdiction to jurisdiction and may require that the trade be made in accordance with applicable exemptions from registration or licensing requirements. **US investors transacting in the securities featured or mentioned in this research report must deal directly through a U.S. Registered broker-dealer.**

**This document does not constitute or form part of, and should not be construed as, an offer or invitation to subscribe for or purchase any securities, and neither this document nor anything contained herein shall form the basis of or be relied on in connection with or act as an inducement to enter into any contract or commitment whatsoever. This document has not been published generally and has only been made available to institutional investors. Any decision to subscribe for or purchase securities in any offering must be made solely on the basis of the information contained in an offering memorandum (and supplements thereto) or any other offering document issued in connection with any proposed offering.**

UNLU & Co does not form a fiduciary relationship or constitute advice and this Research is not and should not be construed as an offer or a solicitation of an offer of securities or related financial instruments or an invitation or inducement to engage in investment activity, and cannot be relied upon as a representation that any particular transaction necessarily could have been or can be effected at the stated price.

Please note that this report was originally prepared by UNLU & Co for distribution to market professionals and institutional investor customers. Recipients who are not market professionals or institutional investor customers of UNLU & Co should seek the advice of their independent financial advisor prior to taking any investment decision based on this report or for any necessary explanation of its contents.

UNLU & Co is a member of the BIST.

Copyright 2023 UNLU & Co All rights reserved.

# Turkey 1Q 2023

## Q1 2023 earnings preview

## Equities Turkey

### Turkey

- ◆ We present our Q1 2023 forecasts for non-bank Turkish companies under our coverage
- ◆ We expect aggregate profits to rise 57% y-o-y but decline 51% q-o-q, reflecting tax, FX and earthquake effects
- ◆ We expect relatively strong results from autos, food retailers and food & beverage; weak results from steel and petchems

### Aggregate non-bank Q1 profits to grow 57% y-o-y, contract 51% q-o-q

We present our Q1 2023 earnings forecasts for non-bank Turkish companies under our coverage. The Q1 earnings season will kick off on 19 April (Arcelik will be the first of our coverage to report) and finish on 10 May for non-banks and 22 May for banks.

Q1 was a quarter marked by moderate TRY depreciation (2.4% against USD and 4.4% against EUR) but relatively higher inflation (CPI 50.5% y-o-y, 12.5% for the quarter), thereby putting pressure on exporters. For our non-bank coverage, our estimates point to a y-o-y surge of 59% in aggregate revenues, 38% in EBITDA and 57% in profits. On a q-o-q basis, we expect declines of 5% in revenues, 20% in EBITDA and 51% in profits. 4Q22 provides a tough earnings base to beat, driven in particular by tax incentives provided by the government. Q1 should reflect a more visible seasonality-related slowdown this year with Ramadan shifting into the quarter. The earthquake tax imposed on corporates should further pressure earnings.

### Where we expect relatively stronger results:

- ◆ **Autos (Dogus, Turk Traktor, Tofas)** – expect good performance from those with strong domestic exposure as local demand and pricing remained strong during the quarter, while the supply chain pressure on production and sales volumes appeared to have eased, supporting top line growth.
- ◆ **Food retailers, food & beverage (Sok, Migros, Efes, CCI, Ulker)** – expect a positive impact from good volumes and high food inflation for food retailers. Food and beverage producers should have shown resilience against inflation despite some margin pressure.

### Where we expect relatively weaker y-o-y results:

- ◆ **Steel (Erdemir, Kardemir)** – expect a negative impact from the significant y-o-y fall in steel prices and the devastating earthquake that occurred in Southern Turkey on 6 February.
- ◆ **Petchems (Petkim)** – expect lower chemical spreads and weak demand to have impacted earnings. Turkey is seeing increased imports from the US (on top of Russian and Middle Eastern) as trade bottlenecks lift, causing oversupply.

#### Cenk Orcan\*

Aviation & Industrials Analyst  
HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S.  
cenkorcan@hsbc.com.tr  
+90 212 376 46 14

#### Bulent Yurdagul\*

Head of EEMEA Consumer Research  
HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S.  
bulentyurdagul@hsbc.com.tr  
+90 212 376 46 12

#### Ildar Khaziev\*, CFA

Analyst  
HSBC Bank plc  
ildar.khaziev@hsbc.com  
+44 20 7992 3302

#### Raj Sinha\*

Head of EEMEA Equity Research  
HSBC Bank Middle East Ltd, Dubai  
raj.sinha@hsbc.com  
+971 4 423 6932

#### Sriharsha Pappu\*

Head of Chemicals, Energy Transition Coordinator  
HSBC Bank plc  
sriharsha.pappu@hsbc.com  
+44 20 7991 9243

*\* Employed by a non-US affiliate of HSBC Securities (USA) Inc, and is not registered/ qualified pursuant to FINRA regulations*

### Institutional Investor Survey 2023

11 April – 5 May

[Click to vote](#)

### Disclosures & Disclaimer

This report must be read with the disclosures and the analyst certifications in the Disclosure appendix, and with the Disclaimer, which forms part of it.

Issuer of report: HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S.

View HSBC Global Research at:  
<https://www.research.hsbc.com>

## 1Q23 results preview – non-banks (TRYm)

Company name	Revenues					EBITDA					Net profit				
	1Q23e	1Q22	Chg y-o-y	4Q22	Chg q-o-q	1Q23e	1Q22	Chg y-o-y	4Q22	Chg q-o-q	1Q23e	1Q22	Chg y-o-y	4Q22	Chg q-o-q
Anadolu Efes	24,669	13,769	79%	22,433	10%	3,856	2,251	71%	3,493	10%	595	-132	n.m.	53	n.m.
Arcelik	40,654	28,164	44%	39,192	4%	3,777	2,993	26%	3,583	5%	1,041	1,166	-11%	2,565	-59%
Aselsan	9,906	4,365	127%	17,553	-44%	2,675	1,037	158%	5,365	-50%	2,069	1,696	22%	6,124	-66%
AgeSA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	251	261	-4%	319	-22%
BIM	51,535	27,267	89%	45,095	14%	3,519	2,284	54%	3,849	-9%	1,985	1,342	48%	3,364	-41%
Coca-Cola Icecek	15,652	8,665	81%	12,758	23%	2,783	1,749	59%	1,901	46%	1,105	630	75%	649	70%
Dogus Otomotiv	17,693	7,240	144%	16,069	10%	3,155	1,201	163%	2,117	49%	2,513	997	152%	2,364	6%
Enerjisa	21,597	17,530	23%	24,008	-10%	4,479	2,674	68%	4,641	-3%	1,089	213	411%	1,926	-43%
Enka Insaat	17,736	11,470	55%	17,560	1%	3,745	2,642	42%	3,662	2%	3,011	-492	n.m.	5,066	-41%
Erdemir	22,608	29,204	-23%	27,248	-17%	448	9,764	-95%	674	-34%	36	5,626	-99%	3,175	-99%
Ford Otosan	65,077	27,876	133%	60,939	7%	6,857	2,971	131%	7,754	-12%	5,303	2,802	89%	8,292	-36%
Hepsiburada	4,297	2,528	70%	5,447	-21%	10	-303	n.m.	-8	n.m.	(275)	-240	n.m.	-346	n.m.
Koc Holding	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17,604	6,713	162%	27,784	-37%
Kardemir	8,415	6,026	40%	7,716	9%	1,047	1,518	-31%	685	53%	625	1,171	-47%	-218	n.m.
Mavi*	3,659	1,887	94%	3,267	12%	702	550	28%	633	11%	305	289	6%	296	3%
Medical Park	3,368	2,187	54%	2,944	14%	734	491	49%	652	13%	393	159	147%	638	-38%
Migros	24,911	12,271	103%	24,448	2%	1,507	964	56%	1,551	-3%	303	158	n.m.	1,164	-74%
Petkim	10,398	11,421	-9%	8,908	17%	(71)	1,553	n.m.	-149	n.m.	(11)	1,754	n.m.	822	n.m.
Pegasus	8,563	4,064	111%	12,477	-31%	1,216	342	255%	3,966	-69%	(495)	-1,100	n.m.	4,152	n.m.
Sabancı Holding	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,487	8,251	-21%	16,613	-61%
Sisecam Holding	27,807	16,974	64%	29,070	-4%	4,952	4,456	11%	4,631	7%	2,279	3,576	-36%	5,589	-59%
Sok	20,189	10,196	98%	18,649	8%	1,585	894	77%	1,472	8%	569	258	121%	574	-1%
TAV Airports	4,970	2,332	113%	5,774	-14%	929	504	84%	1,163	-20%	(680)	-336	n.m.	30	n.m.
Turkish Airlines	79,989	42,614	88%	88,049	-9%	12,415	8,953	39%	23,746	-48%	1,153	2,220	-48%	8,936	-87%
Tekfen Holding	9,392	5,296	77%	9,450	-1%	964	127	n.m.	1,441	-33%	1,277	105	n.m.	1,660	-23%
Tofas	19,285	10,634	81%	23,474	-18%	3,722	1,738	114%	4,278	-13%	2,534	1,129	124%	3,498	-28%
Turk Traktor	9,123	3,988	129%	7,218	26%	1,519	572	166%	1,183	28%	1,235	477	159%	1,359	-9%
Tupras	90,530	76,541	18%	118,830	-24%	11,419	4,668	145%	16,152	-29%	8,651	896	n.m.	17,983	-52%
Ulker Biskuvi	9,933	5,886	69%	9,018	10%	2,011	1,247	61%	1,834	10%	447	-471	n.m.	983	-55%
<b>Total</b>	<b>621,958</b>	<b>390,397</b>	<b>59%</b>	<b>657,596</b>	<b>-5%</b>	<b>79,957</b>	<b>57,840</b>	<b>38%</b>	<b>100,269</b>	<b>-20%</b>	<b>61,399</b>	<b>39,118</b>	<b>57%</b>	<b>125,412</b>	<b>-51%</b>

Source: Company data, HSBC estimates

## HSBC Turkey coverage universe

Company name	RIC	Latest price*	Rating	Company name	RIC	Latest price*	Rating
Akbank	AKBNK	17.85	Hold	Mavi	MAVI	116.10	Buy
Anadolu Efes	AEFES	63.35	Buy	Medical Park	MPARK	66.40	Buy
Arcelik	ARCLK	121.60	Hold	Migros	MGROS	180.00	Buy
Aselsan	ASELS	53.95	Hold	Petkim	PETKM	14.90	Reduce
AgeSA	AGESA	29.12	Buy	Pegasus	PGSUS	506.40	Buy
BIM	BIMAS	162.30	Buy	Sabancı Holding	SAHOL	41.86	Buy
Coca-Cola Icecek	CCOLA	222.00	Buy	Sisecam Holding	SISE	44.50	Hold
Dogus Otomotiv	DOAS	127.40	Buy	Sok	SOKM	29.94	Buy
Enerjisa	ENJSA	29.60	Buy	TAV Airports	TAVHL	84.50	Buy
Enka Insaat	ENKAI	31.02	Hold	Turkish Airlines	THYAO	137.10	Buy
Erdemir	EREGL	36.30	Buy	Tekfen Holding	TKFEN	35.04	Hold
Ford Otosan	FROTO	601.40	Hold	Tofas	TOASO	213.10	Buy
Garanti	GARAN	29.46	Hold	Turk Traktor	TTRAK	542.30	Hold
Halkbank	HALKB	11.64	Reduce	Tupras	TUPRS	77.70	Reduce
Hepsiburada	HEPS	1.11	Buy	Turkiye Sigorta	TURSG	10.32	Buy
Isbank	ISCTR	12.12	Hold	Vakifbank	VAKBN	9.39	Hold
Koc Holding	KCHOL	80.50	Buy	Ulker Biskuvi	ULKER	33.46	Buy
Kardemir	KRDMD	19.15	Buy	Yapi Kredi	YKBNK	10.32	Hold

\*Prices in TRY as of close of 13 April 2022.  
Source: HSBC ratings, Refinitiv Datastream

# Disclosure appendix

## Analyst Certification

The following analyst(s), economist(s), or strategist(s) who is(are) primarily responsible for this report, including any analyst(s) whose name(s) appear(s) as author of an individual section or sections of the report and any analyst(s) named as the covering analyst(s) of a subsidiary company in a sum-of-the-parts valuation certifies(y) that the opinion(s) on the subject security(ies) or issuer(s), any views or forecasts expressed in the section(s) of which such individual(s) is(are) named as author(s), and any other views or forecasts expressed herein, including any views expressed on the back page of the research report, accurately reflect their personal view(s) and that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or views contained in this research report: Cenk Orcan, Bulent Yurdagul, Ildar Khaziev, CFA, Raj Sinha and Sriharsha Pappu

## Important disclosures

### Equities: Stock ratings and basis for financial analysis

HSBC and its affiliates, including the issuer of this report ("HSBC") believes an investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances such as the investor's existing holdings, risk tolerance and other considerations and that investors utilise various disciplines and investment horizons when making investment decisions. Ratings should not be used or relied on in isolation as investment advice. Different securities firms use a variety of ratings terms as well as different rating systems to describe their recommendations and therefore investors should carefully read the definitions of the ratings used in each research report. Further, investors should carefully read the entire research report and not infer its contents from the rating because research reports contain more complete information concerning the analysts' views and the basis for the rating.

### From 23rd March 2015 HSBC has assigned ratings on the following basis:

The target price is based on the analyst's assessment of the stock's actual current value, although we expect it to take six to 12 months for the market price to reflect this. When the target price is more than 20% above the current share price, the stock will be classified as a Buy; when it is between 5% and 20% above the current share price, the stock may be classified as a Buy or a Hold; when it is between 5% below and 5% above the current share price, the stock will be classified as a Hold; when it is between 5% and 20% below the current share price, the stock may be classified as a Hold or a Reduce; and when it is more than 20% below the current share price, the stock will be classified as a Reduce.

Our ratings are re-calibrated against these bands at the time of any 'material change' (initiation or resumption of coverage, change in target price or estimates).

Upside/Downside is the percentage difference between the target price and the share price.

### Prior to this date, HSBC's rating structure was applied on the following basis:

For each stock we set a required rate of return calculated from the cost of equity for that stock's domestic or, as appropriate, regional market established by our strategy team. The target price for a stock represented the value the analyst expected the stock to reach over our performance horizon. The performance horizon was 12 months. For a stock to be classified as Overweight, the potential return, which equals the percentage difference between the current share price and the target price, including the forecast dividend yield when indicated, had to exceed the required return by at least 5 percentage points over the succeeding 12 months (or 10 percentage points for a stock classified as Volatile\*). For a stock to be classified as Underweight, the stock was expected to underperform its required return by at least 5 percentage points over the succeeding 12 months (or 10 percentage points for a stock classified as Volatile\*). Stocks between these bands were classified as Neutral.

\*A stock was classified as volatile if its historical volatility had exceeded 40%, if the stock had been listed for less than 12 months (unless it was in an industry or sector where volatility is low) or if the analyst expected significant volatility. However, stocks which we did not consider volatile may in fact also have behaved in such a way. Historical volatility was defined as the past month's average of the daily 365-day moving average volatilities. In order to avoid misleadingly frequent changes in rating, however, volatility had to move 2.5 percentage points past the 40% benchmark in either direction for a stock's status to change.

### Rating distribution for long-term investment opportunities

As of 31 March 2023, the distribution of all independent ratings published by HSBC is as follows:

<b>Buy</b>	60%	(13% of these provided with Investment Banking Services in the past 12 months)
<b>Hold</b>	33%	(12% of these provided with Investment Banking Services in the past 12 months)
<b>Sell</b>	7%	(9% of these provided with Investment Banking Services in the past 12 months)

For the purposes of the distribution above the following mapping structure is used during the transition from the previous to current rating models: under our previous model, Overweight = Buy, Neutral = Hold and Underweight = Sell; under our current model Buy = Buy, Hold = Hold and Reduce = Sell. For rating definitions under both models, please see “Stock ratings and basis for financial analysis” above.

For the distribution of non-independent ratings published by HSBC, please see the disclosure page available at <http://www.hsbcnet.com/qbm/financial-regulation/investment-recommendations-disclosures>.

To view a list of all the independent fundamental ratings disseminated by HSBC during the preceding 12-month period, please use the following links to access the disclosure page:

Clients of HSBC Private Banking: [www.research.privatebank.hsbc.com/Disclosures](http://www.research.privatebank.hsbc.com/Disclosures)

All other clients: [www.research.hsbc.com/A/Disclosures](http://www.research.hsbc.com/A/Disclosures)

HSBC and its affiliates will from time to time sell to and buy from customers the securities/instruments, both equity and debt (including derivatives) of companies covered in HSBC Research on a principal or agency basis or act as a market maker or liquidity provider in the securities/instruments mentioned in this report.

Analysts, economists, and strategists are paid in part by reference to the profitability of HSBC which includes investment banking, sales & trading, and principal trading revenues.

Whether, or in what time frame, an update of this analysis will be published is not determined in advance.

Non-U.S. analysts may not be associated persons of HSBC Securities (USA) Inc, and therefore may not be subject to FINRA Rule 2241 or FINRA Rule 2242 restrictions on communications with the subject company, public appearances and trading securities held by the analysts.

Economic sanctions imposed by the EU, the UK, the USA and certain other jurisdictions generally prohibit transacting or dealing in any debt or equity issued by Russian SSI entities on or after 16 July 2014 (Restricted SSI Securities). Economic sanctions imposed by the USA also generally prohibit US persons from purchasing or selling publicly traded securities issued by companies designated by the US Government as “Chinese Military-Industrial Complex Companies” (CMICs) or any publicly traded securities that are derivative of, or designed to provide investment exposure to, the targeted CMIC securities (collectively, Restricted CMIC Securities). This report does not constitute advice in relation to any Restricted SSI Securities or Restricted CMIC Securities, and as such, this report should not be construed as an inducement to transact in any Restricted SSI Securities or Restricted CMIC Securities.

For disclosures in respect of any company mentioned in this report, please see the most recently published report on that company available at [www.hsbcnet.com/research](http://www.hsbcnet.com/research). HSBC Private Banking clients should contact their Relationship Manager for queries regarding other research reports. In order to find out more about the proprietary models used to produce this report, please contact the authoring analyst.

**Additional disclosures**

- 1 This report is dated as at 17 April 2023.
- 2 All market data included in this report are dated as at close 13 April 2023, unless a different date and/or a specific time of day is indicated in the report.
- 3 HSBC has procedures in place to identify and manage any potential conflicts of interest that arise in connection with its Research business. HSBC's analysts and its other staff who are involved in the preparation and dissemination of Research operate and have a management reporting line independent of HSBC's Investment Banking business. Information Barrier procedures are in place between the Investment Banking, Principal Trading, and Research businesses to ensure that any confidential and/or price sensitive information is handled in an appropriate manner.
- 4 You are not permitted to use, for reference, any data in this document for the purpose of (i) determining the interest payable, or other sums due, under loan agreements or under other financial contracts or instruments, (ii) determining the price at which a financial instrument may be bought or sold or traded or redeemed, or the value of a financial instrument, and/or (iii) measuring the performance of a financial instrument or of an investment fund.

**Production & distribution disclosures**

1. This report was produced and signed off by the author on 14 Apr 2023 19:25 GMT.
2. In order to see when this report was first disseminated please see the disclosure page available at <https://www.research.hsbc.com/R/34/XzfFSM2>

# Disclaimer

## Legal entities as at 25 May 2022:

'UAE' HSBC Bank Middle East Limited, DIFC; HSBC Bank Middle East Limited, Dubai; 'HK' The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Hong Kong; 'TW' HSBC Securities (Taiwan) Corporation Limited; 'CA' HSBC Securities (Canada) Inc.; 'France' HSBC Continental Europe; 'Spain' HSBC Continental Europe, Sucursal en España; 'Italy' HSBC Continental Europe, Italy; 'Sweden' HSBC Continental Europe Bank, Sweden Filial; 'DE' HSBC Trinkaus & Burkhardt GmbH, Düsseldorf; '000' HSBC Bank (RR), Moscow; 'IN' HSBC Securities and Capital Markets (India) Private Limited, Mumbai; 'JP' HSBC Securities (Japan) Limited, Tokyo; 'EG' HSBC Securities Egypt SAE, Cairo; 'CN' HSBC Investment Bank Asia Limited, Beijing Representative Office; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore Branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Securities Branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Branch; HSBC Securities (South Africa) (Pty) Ltd, Johannesburg; HSBC Bank plc, London, Tel Aviv; 'US' HSBC Securities (USA) Inc., New York; HSBC Yatirim Menkul Degerler AS, Istanbul; HSBC México, SA, Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC; HSBC Bank Australia Limited; HSBC Bank Argentina SA; HSBC Saudi Arabia Limited; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, New Zealand Branch incorporated in Hong Kong SAR; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Bangkok Branch; PT Bank HSBC Indonesia; HSBC Qianhai Securities Limited; Banco HSBC SA

## Issuer of report

HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S.  
Buyukdere Caddesi No: 122 / D Kat:9  
Esentepe/Sisli 34394 Istanbul, Turkey  
Telephone: +90 212 376 46 00  
Fax: +90 212 376 49 13  
www.research.hsbc.com  
www.hsbcyatirim.com.tr

This document has been issued by HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S. (HSBC) for the information of its customers only. If it is received by a customer of an affiliate of HSBC, its provision to the recipient is subject to the terms of business in place between the recipient and such affiliate.

HSBC has based this document on information obtained from sources it believes to be reliable but which it has not independently verified; HSBC makes no guarantee, representation or warranty and accepts no responsibility or liability as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion are those of the Research Department of HSBC only and are subject to change without notice. From time to time research analysts conduct site visits of covered issuers. HSBC policies prohibit research analysts from accepting payment or reimbursement for travel expenses from the issuer for such visits.

The investment information, comments and advice given herein are not part of investment advice activity. Investment advice services are provided by authorized institutions to persons and entities privately by considering their risk and return preferences, whereas the comments and advice included herein are of a general nature. Therefore, they may not fit your financial situation and risk and return preferences. For this reason, making an investment decision only by relying on the information given herein may not give rise to results that fit your expectations.

HSBC and its affiliates and/or their officers, directors and employees may have positions in any securities mentioned in this document (or in any related investment) and may from time to time add to or dispose of any such securities (or investment). HSBC and its affiliates may have assumed an underwriting commitment in the securities of companies discussed in this document (or in related investments), may sell them to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking or underwriting services for or relating to those companies and may also be represented in the supervisory board or any other committee of those companies.

The information and opinions contained within the research reports are based upon rates of taxation applicable at the time of publication but which are subject to change from time to time. Past performance is not necessarily a guide to future performance. The value of any investment or income may go down as well as up and you may not get back the full amount invested. Where an investment is denominated in a currency other than the local currency of the recipient of the research report, changes in the exchange rates may have an adverse effect on the value, price or income of that investment. In case of investments for which there is no recognised market it may be difficult for investors to sell their investments or to obtain reliable information about its value or the extent of the risk to which it is exposed.

HSBC Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the content of this research report prepared by its non-US foreign affiliate. The information contained herein is under no circumstances to be construed as investment advice and is not tailored to the needs of the recipient. All US persons receiving and/or accessing this report and wishing to effect transactions in any security discussed herein should do so with HSBC Securities (USA) Inc. in the United States and not with its non-US foreign affiliate, the issuer of this report.

In the UK, this publication is distributed by HSBC Bank plc for the information of its Clients (as defined in the Rules of FCA) and those of its affiliates only. Nothing herein excludes or restricts any duty or liability to a customer which HSBC Bank plc has under the Financial Services and Markets Act 2000 or under the Rules of FCA and PRA. A recipient who chooses to deal with any person who is not a representative of HSBC Bank plc in the UK will not enjoy the protections afforded by the UK regulatory regime. HSBC Bank plc is regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority. In Singapore, this publication is distributed by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore Branch for the general information of institutional investors or other persons specified in Sections 274 and 304 of the Securities and Futures Act (Chapter 289) ("SFA") and accredited investors and other persons in accordance with the conditions specified in Sections 275 and 305 of the SFA. Only Economics or Currencies reports are intended for distribution to a person who is not an Accredited Investor, Expert Investor or Institutional Investor as defined in SFA. The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore Branch accepts legal responsibility for the contents of reports pursuant to Regulation 32C(1)(d) of the Financial Advisers Regulations. This publication is not a prospectus as defined in the SFA. This publication is not a prospectus as defined in the SFA. It may not be further distributed in whole or in part for any purpose. The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited Singapore Branch is regulated by the Monetary Authority of Singapore. Recipients in Singapore should contact a "Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore Branch" representative in respect of any matters arising from, or in connection with this report. Please refer to The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited Singapore Branch's website at [www.business.hsbc.com.sg](http://www.business.hsbc.com.sg) for contact details. In Canada, this publication may be distributed by HSBC Securities (Canada) Inc for the information of its customers only. All inquiries by such recipients must be directed to HSBC Securities (Canada) Inc. In Australia, this publication may be distributed by HSBC Stockbroking (Australia) Pty Limited. In Malaysia, this publication may be distributed by HSBC Research (Malaysia) Sdn Bhd. In Korea, this publication is distributed by either The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Securities Branch ("HBAP SLS") or The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Branch ("HBAP SEL") for the general information of professional investors specified in Article 9 of the Financial Investment Services and Capital Markets Act ("FSCMA"). This publication is not a prospectus as defined in the FSCMA. It may not be further distributed in whole or in part for any purpose. Both HBAP SLS and HBAP SEL are regulated by the Financial Services Commission and the Financial Supervisory Service of Korea. This publication is distributed in New Zealand by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, New Zealand Branch incorporated in Hong Kong SAR. In Japan, this publication may be distributed by HSBC Securities (Japan) Limited. It may not be reproduced or further distributed in whole or in part for any purpose.

In the European Economic Area, this publication has been distributed by HSBC Continental Europe or by such other HSBC affiliate from which the recipient receives relevant services.

In Australia, this publication has been distributed by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737) for the general information of its "wholesale" customers (as defined in the Corporations Act 2001). Where distributed to retail customers, this research is distributed by HSBC Bank Australia Limited (ABN 48 006 434 162, AFSL No. 232595). These respective entities make no representations that the products or services mentioned in this document are available to persons in Australia or are necessarily suitable for any particular person or appropriate in accordance with local law. No consideration has been given to the particular investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient.

In Canada, this document has been distributed by HSBC Securities (Canada) Inc. (member IIROC), and/or its affiliates. The information contained herein is under no circumstances to be construed as investment advice in any province or territory of Canada and is not tailored to the needs of the recipient. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed judgment upon these materials, the information contained herein or the merits of the securities described herein, and any representation to the contrary is an offense. In Brazil, this document has been distributed by Banco HSBC SA ("HSBC Brazil"), and/or its affiliates. As required by Resolution No. 20/2021 of the Securities and Exchange Commission of Brazil (Comissão de Valores Mobiliários), potential conflicts of interest concerning (i) HSBC Brazil and/or its affiliates; and (ii) the analyst(s) responsible for authoring this report are stated on the chart above labelled "HSBC & Analyst Disclosures".

This communication is only intended for investment professionals within Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on it. HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S. is regulated and authorised by the Capital Markets Board of Turkey and is a member of Borsa Istanbul AS.

If you are an HSBC Private Banking ("PB") customer with approval for receipt of relevant research publications by an applicable HSBC legal entity, you are eligible to receive this publication. To be eligible to receive such publications, you must have agreed to the applicable HSBC entity's terms and conditions for accessing research and the terms and conditions of any other internet banking service offered by that HSBC entity through which you will access research publications ("the Terms"). Distribution of this publication is the sole responsibility of the HSBC entity with whom you have agreed the Terms. If you do not meet the aforementioned eligibility requirements please disregard this publication and, if you are a customer of PB, please notify your Relationship Manager. Receipt of research publications is strictly subject to the Terms and any other conditions or disclaimers applicable to the provision of the publications that may be advised by PB.

© Copyright 2023, HSBC Yatirim Menkul Degerler AS, ALL RIGHTS RESERVED. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, on any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written permission of HSBC. MCI (P) 017/01/2023, MCI (P) 027/10/2022

# 1Ç23 Kar Beklentileri

## Büyüme halen güçlüyken, karlılık zayıflıyor...

AK Yatırım Araştırma  
[research@akyatirim.com.tr](mailto:research@akyatirim.com.tr)

**Araştırma kapsamındaki bankaların toplam karının 1Ç23'te önceki çeyreğe göre %40 gerilemesini bekliyoruz.** Performanstaki zayıflamanın temel nedenleri arasında TÜFE tahvillerinin getirisinde beklenen düşüş, kredi-mevduat getiri makasının düzenlemelerin etkisiyle kötüleşmesi, faaliyet giderlerindeki artış sayılabilir. Buna karşılık, komisyon gelirlerinin güçlü artışını koruması (kısmen önden yüklemeli karşılıklar nedeniyle), karşılık ayırma baskısının rahatlaması ve taşınmaz değerlemesi ve bağış kaynaklı olarak etkin vergi oranının düşmesi sektör genelinde kar açısından bir miktar rahatlama yaratmış görünüyor. Bankaların net faiz marjının 1Ç23'te 2022 yılı ortalamasına göre 275 baz puan gerileyerek ortalama %4,3 düzeyinde kalacağını ve ortalama öz kaynak karlılık oranının özel bankalarda 2022'deki %50'den %30'a; kamu bankalarında da 2022'deki %25'ten %16'ya gerileyeceğini öngörüyoruz.

**Banka dışı şirketlerde önceki yılın aynı dönemine göre satış gelirlerinde %63, FAVÖK'te %29 ve net karda %24 artış bekliyoruz.** Yılbaşıdaki ücret artışlarının talep üzerindeki olumlu etkisi ve halen yüksek seyreden enflasyon ile satışlarda güçlü büyüme trendi devam ediyor. Ancak güçlü satış büyümesine rağmen, devam eden maliyet baskıları, yaşanan deprem stoklar üzerindeki olumsuz etkileri ve kısmen de görece yüksek baz etkisiyle FAVÖK marjında daralma öngörüyoruz. Yılın geri kalan çeyreklerinde enflasyonun gerilemeye devam etmesi ile büyümenin ivme kaybetmesini ancak diğer taraftan marj baskısının da azalmasını bekliyoruz. Operasyonel olarak otomotiv, gıda&içecek, perakende, havayolları ve rafineri sektörlerinin görece güçlü büyüme göstermesini bekliyoruz. Buna karşılık operasyonel olarak büyümelerinin görece zayıf kalacağını beklediğimiz sektörler ise petrokimya, demir-çelik ve tüketici elektroniği olarak öne çıkıyor.

Banka tarafında **Albaraka Türk** (rahatlayan karşılık baskısı ve TÜFE tahvil getirisindeki düşüşten daha az etkilenmesi nedeniyle) 1Ç23'te çeyreksel kar artışı sağlayan tek banka olarak dikkat çekiyor. Buna ek olarak, **Garanti BBVA**'nın (nispeten daha küçük TÜFE tahvil portföyü ve daha olumlu kredi-mevduat fiyatlaması) ve **TSKB**'nin (düzenlemelerden çok daha az etkileniş) 1Ç23 net karlarında ortalamaya göre daha hafif daralmalar bekliyoruz. Banka dışı şirketler tarafında **Tofaş, Türk Traktör, Doğu Oto, Ford, Tüpraş, Turkcell, Ülker, Migros, Anadolu Efes ve Yataş** pozitif anlamda öne çıkarken, **Pegasus, Tav, Erdemir, Petkim, Şişe ve Vestel Beyaz** nispeten daha zayıf performans beklediğimiz hisseler olarak öne çıkıyor.

**1Ç23 bilanço dönemi 19 Nisan tarihinde Arçelik ile, bankacılık sektörü bilanço dönemi ise 26 Nisan tarihinde Akbank ile başlayacak.** Finansal sonuçların son gönderilme tarihi konsolide olmayan şirketler için 2 Mayıs, konsolide şirketler ve konsolide olmayan bankalar için 10 Mayıs, konsolide bankalar için ise 22 Mayıs olarak açıklandı.

(milyon TL)	1Ç23T	1Ç22	% değ.	4Ç22	% değ.	2023T	2022A	% değ.
<b>Net Kâr</b>	82.505	58.757	%40	162.069	-%49	449.752	469.968	-%4
Mali Kesim	46.484	29.728	%56	76.986	-%40	172.196	216.983	-%21
Mali Kesim Dışı	35.874	29.030	%24	85.083	-%58	277.556	252.985	%10
<b>Mali Kesim Dışı</b>								
Satış Gelirleri	675.057	414.287	%63	694.454	-%3	3.326.253	2.351.772	%41
FAVÖK	82.425	64.022	%29	103.300	-%20	493.554	383.699	%29
FAVÖK Marjı	%12,2	%15,5	-324 bps	%14,9	-266 bps	%14,8	%16,3	-148 bps
Net kâr Marjı	%5,3	%7,0	-169 bps	%12,3	-694 bps	%8,3	%10,8	-241 bps

## BANKALAR

HİSSE KODU	BEKLENEN AÇIKLAMA TARİHİ	NET KAR			YORUMLAR
		1Ç23T	4Ç22	Ç/Ç DEĞİŞİM	
ALBRK	8-12 Mayıs	505	459	%10	Serbest karşılık nedeniyle net kâra yansımayan 4Ç22 gayrimenkul değerleme farkı dikkate alındığında bankanın kar payı gelirindeki azalma diğer bankalara göre sınırlı kaldı. Bu gelişmede TÜFE'ye endeksli kira sertifikası payının nispeten düşük olması rol oynadı. Ayrıca, TL mevduat payında %60'ın tutturulması ile net komisyon gelirinin 100 milyon TL kadar artarak normal seviyesine yükselmesi ve faaliyet giderlerindeki artışın diğer bankalara göre sınırlı kalması kârı destekliyor. Son olarak bankanın sorunlu kredilerinin bir bölümünü daha bilançodan silmesini ve kredi karşılık oranlarını güçlendirmeye devam etmesini bekliyoruz.
GARAN	27 Nisan	13.500	19.902	-%32	Net kâr farkının sektör ortalamasından olumlu ayrışması TÜFE tahvil etkisinin (enflasyon varsayımı: %35) daha sınırlı kalmasından ve kredi randımanında ortalamaya göre daha az daralma sağlanabilmesinden kaynaklandı. Yine de TÜFE tahvillerin faiz katkısının önceki çeyreğe göre 10 milyar TL azalması ve daralan kredi randımanı nedeniyle çekirdek net faiz marjının 5 puanın üzerinde gerilemesini bekliyoruz. Bankanın faaliyet giderlerinde de deprem başlıları ve enflasyonist etkilere %150'ye yakın artış bekliyoruz. Buna karşılık giderlerinin yüksek bazdan aşağıya gelmesi ve yeniden değerlemeye ilişkin vergi düzenlemesi kâra olumlu yansıyor.
HALKB	8-12 Mayıs	4.030	5.849	-%31	1Ç23'te %58 TÜFE beklentisini ve 2022'de yıl sonu enflasyonunu baz alan bankada TÜFE tahvil gelirinin rakiplere göre daha az daralmasını bekliyoruz. Buna karşılık bankanın diğer net faiz gelirinde mevduat maliyet baskısı ve düşen kredi getirisi nedeniyle ortalamadan yüksek daralma beklenebilir. Deprem başlıları ve enflasyon nedeniyle faaliyet giderlerinin yıllık 4 kat artışı da kârlılığı baskılayacaktır. Buna karşılık son çeyrekte yüklü ek karşılık ayrılmasının ardından karşılık tutarının daha normal seviyelere düşmesi net kâra destek verecektir. Dönem içerisindeki 30 milyar TL'lik sermaye enjeksiyonu ile SYR ve menkul kıymet portföyünde de artış bekliyoruz.
ISCTR	2-5 Mayıs	11.800	23.528	-%50	Enflasyon beklentisine göre hesaplandığından TÜFE tahvil gelirinin (diğer bankalardan ayrılarak) yatay kalmasını, mevduat rekabetine girilmediği için TL mevduat faiz artışının rakiplere göre sınırlı kalmasını bekliyoruz. Buna karşılık TL mevduat oranı %50'nin altında kaldığından komisyon maliyeti net faiz marjını baskılayacaktır. Buna rağmen net faiz marjı daralmasının 100-150 baz puan ile rakiplere kıyasla sınırlı kalacaktır. Son olarak 4Ç22'de yeniden değerlendirme kaynaklı olarak yüksek gelen iştirak gelir katkısının sert düşmesi ve karşılık giderlerindeki artış net kâr üzerinde azaltıcı etki yapacaktır. Banka EYT sonrası sandık yükümlülüklerini dikkate alarak karşılık tutarını arttırabilir.
TSKB	2-5 Mayıs	1.325	1.411	-%6	GYO değerlendirme geliri ve serbest karşılık gideri 4Ç22'de birbirini nötrlemişti. 1Ç23'te faiz gelirindeki düşüş TÜFE tahvil geliri bazı nispeten az olduğundan ve 1Ç23'ün TÜFE oranı %50'den hesaplandığından ortalamanın oldukça altında kalacaktır. Regülasyonların etkisinin de sektöre göre sınırlı olması nedeniyle kârda rakiplere kıyasla sınırlı bir gerileme hesaplıyoruz.
VAKBN	8-12 Mayıs	4.300	8.407	-%49	TÜFE tahvil gelirinde enflasyon oranına bağlı 20 milyar TL'lik düşüş ve faaliyet giderlerine eklenen deprem başlıları 1Ç23'te kârı baskılayan temel faktörler arasında yer alıyor. Buna karşılık bankanın önceki çeyrekte ayırdığı serbest karşılıklardan 12 milyar TL kadarını iptal ederek diğer gelir olarak yazmasını ve böylece kârdaki düşüşü bir miktar sınırlamasını bekliyoruz. Dönem içerisindeki 32 milyar TL'lik sermaye enjeksiyonu ile bankanın SYR ve menkul kıymet portföyünde artışlar bekliyoruz.
YKBNK	28 Nisan	11.025	17.429	-%37	%45 TÜFE varsayımıyla TÜFE faiz gelirinde 1Ç23 için 12 milyar TL düşüş bekliyoruz. Bankanın TÜFE hariç net faiz gelirinin de daralan getiri makası nedeniyle önceki çeyreğe göre yarı yarıya azalacağını tahmin ediyoruz. Buna göre net faiz marjında önceki çeyreğe göre 7 puanın üzerinde sert düşüş olası görünüyor. Önden yüklemeli gider ve karşılıklar nedeniyle faaliyet giderlerinin (deprem başlılarına rağmen rakiplerden ayrılarak) önceki çeyreğin hafif altında ve karşılık giderlerinin (güçlü tahsilat performansı ile birlikte) önceki çeyreğin belirgin şekilde altında olmasını bekliyoruz. Önceki çeyreğin üç katına ulaşmasını beklediğimiz döviz alım satım / hazine geliri ile birlikte bu kalemlerin net kârdaki düşüşü azaltacağını hesaplıyoruz.
TOPLAM		46.484	76.986	-%40	

## BANKA DIŞI

HİSSE KODU	BEKLENEN AÇIKLAMA TARİHİ	NET SATIŞLAR			FAVÖK			NET KAR			YORUMLAR
		1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	
AEFES	3 Mayıs	24.790	13.769	%80	3.947	2.037	%94	581	-132	a.d.	Güçlü Türkiye hacimlerine rağmen (+%8), özellikle Rusya pazarının zayıflığı nedeniyle konsolide bira grubu hacimlerinde %7 daralma öngörüyoruz. Türkiye bira operasyonlarında turizmin (özellikle Rus ve Ukraynalı turistler) katkısı ile yüksek talep ve fiyat artışları sayesinde %114 satış büyümesi, yurt dışı bira operasyonlarda ise fiyat artışları ve kur çevrim farkları sayesinde %70 satış büyümesi ve buna göre konsolide bira grubu satışlarında ise %77 büyüme öngörüyoruz. Artan maliyet baskısına ve zayıf hacimlere rağmen, güçlü fiyatlama sayesinde bira grubu marjlarının yıllık bazda yaklaşık 300 baz puan iyileşeceğini tahmin ediyoruz. Marj beklentimizin, Yönetim'in muhafazakar olan 2023 öngörülerine yukarı yönlü risk oluşturduğunu düşünüyoruz.
ARCLK	19 Nisan	40.177	28.164	%43	3.691	3.002	%23	1.074	1.166	-%8	Nispeten zayıf ihracat hacimleri nedeniyle fiyat ayarlamalarının ciro büyümesini desteklemesini bekliyoruz. FAVÖK marjının, şirketin yaklaşık %10 olan yılsonu öngörüsünün hafif altında gerçekleşmesini bekliyoruz.
ASELS	27 Nisan	6.111	4.365	%40	1.438	1.037	%39	1.867	1.696	%10	Bakiye siparişlerdeki düşüşün satışlar üzerinde oluşturduğu baskıya rağmen, proje teslimlerindeki hızlanma beklentimiz sebebiyle satışlarda dolar bazında %5'e yakın artış bekliyoruz. FAVÖK beklentimiz satışlardaki artışa paralel olmakla beraber marjda önemli değişiklikler beklemiyoruz. Aselsan'ın deprem vergisi mükellefi olacağına ilişkin beklentimiz sebebiyle net kar marjında tek seferlik bir daralma öngörüyoruz. Mükellefiyetin oluşmaması net kar beklentimize yukarı yönlü risk oluşturmaktadır.
AYGAZ	28 Nisan	12.160	6.413	%90	46	183	-%75	583	201	%190	Aygaz'da tüm segmentlerde talebin toparlanmasıyla beraber hacim büyümesi beklenirken dağıtıcı marjlarındaki artışın 1Ç23'de de devam etmiş olabileceğini düşünüyoruz. Ancak, stok karındaki farklılıklar, Sendeo'dan gelen negatif faaliyet karı ve genel olarak artan faaliyet giderleri nedeniyle Aygaz'ın FAVÖK rakamında 1Ç22'ye göre %75'lik bir düşüş bekliyoruz. Aygaz'ın 1Ç23'te net karının daha çok ürün marjlarındaki kuvvetli seyir nedeniyle Tüpraş'tan gelen katkının artmasıyla destekleneceğini tahmin ediyoruz.
BIMAS	8 Mayıs	52.707	27.267	%93	3.210	2.284	%41	1.742	1.342	%30	Ücret artışları sonrası güçlü talep, mağaza açılışları (yıllık +%6) ve gıda enflasyonunun etkisiyle (1Ç23 gıda enflasyonu ortalaması %69) güçlü büyüme bekliyoruz. Ancak geçtiğimiz yıl aynı dönem rakiplerinden oldukça yüksek benzer mağaza büyümesi (Lfl) açıklamış olmasının yarattığı yüksek baz etkisi ile yıllık benzer mağaza büyümesinin rakiplerinin gerisinde kalacağını öngörüyoruz. Marj tarafında, hem depremin stoklar üzerindeki etkisi hem de yüksek personel maliyetleri nedenleri ile daralma göreceğimizi tahmin ediyoruz. Rakiplerine göre görece zayıf Lfl büyüme beklentimize ve zayıf marjlara rağmen, bunun beklentilere paralel olduğunu ve Şirket'in 2023 öngörülerini üzerinde bir değişiklik yaratmayacağını düşünüyoruz.

HİSSE KODU	BEKLENEN AÇIKLAMA TARİHİ	NET SATIŞLAR			FAVÖK			NET KAR			YORUMLAR
		1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	
BIZIM	9-10 Mayıs	4.490	2.348	%91	185	146	%27	-12	25	a.d.	Franchise büyüme, bireysel müşteri kategorisinde momentumun devam etmesi ve güçlü HoReCa segmenti katkısı sayesinde Şirket'in güçlü satış büyümesi açıklamasını bekliyoruz. Ancak yüksek maliyet baskısı ve depremin stok etkileri ile yıllık bazda marjlarda sert daralma öngörüyoruz. Ancak zayıf marjlara rağmen, bunun beklentilere paralel olduğunu ve Şirket'in 2023 öngörülerini üzerinde bir değişiklik yaratmayacağını düşünüyoruz.
COLLA	2 Mayıs	15.780	8.665	%82	2.865	1.721	%66	1.057	630	%68	Türkiye hacimlerinde daralma beklentimize rağmen, güçlü uluslararası operasyonlar sayesinde konsolide hacimlerde %6 büyüme öngörüyoruz. Türkiye'de güçlü fiyat artışları sayesinde ve uluslararası operasyonlarda hem hacim büyümesi hem de fiyat artışları ve kur çevrim farkları sayesinde konsolide satışlarda %82 büyüme bekliyoruz. Güçlü fiyat artışları ve hacim büyümesine rağmen, artan hammadde maliyetleri (özellikle Türkiye'de şeker ve enerji) kaynaklı FAVÖK marjında yaklaşık 170 baz puan daralma öngörüyoruz. Marj baskısının yılın ikinci yarısında ortadan kalkacağını öngörmekle birlikte, Şirket'in 2023 marj öngörülerine aşağı yönlü risk oluşturduğunu düşünüyoruz.
DOAS	9 Mayıs	18.765	7.240	%159	3.293	1.201	%174	2.711	997	%172	Skoda dâhil toplam satış hacmi geçen yıla göre %71, Skoda hariç satış hacmi ise %54 arttı. FAVÖK'ün TL bazında %174, Euro bazında ise %111 oranında artmasını bekliyoruz. 1Ç23'de güçlü fiyatlamasının devam ettiğini izliyoruz.
EREGL	24-28 Nisan	24.705	29.204	-%15	510	9.764	-%95	30	5.626	-%99	İsdemir tarafındaki üretim durdurma sürecine bağlı olarak normalize çeyreklik satış hacminin 400 bin ton civarı daralmayla 1,5 milyon ton seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Görece hızlı yükselen girdi maliyetlerinin ve düşen hacme bağlı olarak artan birim sabit maliyetlerin FAVÖK'ü 18\$/ton seviyesine kadar indireceğini düşünüyoruz.
FROTO	27 Nisan	67.154	27.876	%141	6.536	2.971	%120	5.503	2.802	%96	Ford Romanya dâhil toplam satış hacminin %72 artmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün TL bazında %120 artarken Euro bazında ise %70 artmasını bekliyoruz. 1Ç23'de güçlü fiyatlandırmanın devam ettiğini görüyoruz.
INDES	5-10 Mayıs	8.270	5.168	%60	331	175	%89	145	103	%40	Esas olarak talepteki artıştan kaynaklanan güçlü bir gelir artışı bekliyoruz. Kur farkı getirilerindeki yüksek baz etkisinin net kar marjını aşağı yönlü etkileyeceğini tahmin ediyoruz.
KLKIM	24-28 Nisan	590	302	%95	115	75	%54	95	71	%34	Yurt içi satışlarda yıllık bazda orta tek haneli hacimsel daralmaya karşılık ortalama satış fiyatlarında enflasyona paralel artış sonucunda yıllık %64 yurt içi ciro büyümesi bekliyoruz. Irak Merkez Bankası'nın 2023'ün başında ulusal para birimini %20 oranında devalüe etmesi sonrası Irak pazarındaki daralmanın izlerini Kalekim'in yurt dışı satış hacminde düşük çift haneli daralmayla görmeyi bekliyoruz. Buna karşılık ortalama satış fiyatlarında TL bazında %40 civarında artış ile çeyreklik yurt dışı cirosunun yıllık bazda %21 civarında artış kaydetmesini bekliyoruz. Lyksor tarafından gelecek %37 seviyesinde ciro büyümesinin de etkisiyle Kalekim'in toplam cirosunu yıllık bazda %95 seviyesinde artırmasını bekliyoruz. FAVÖK marjının %20'lik sürdürülebilir seviyeye yakın gerçekleştiğini tahmin ediyoruz.

HİSSE KODU	BEKLENEN AÇIKLAMA TARİHİ	NET SATIŞLAR			FAVÖK			NET KAR			YORUMLAR
		1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	
KOZAL	2 Mayıs	1.496	1.409	%6	767	830	-%8	1.720	1.058	%63	Şirketin altın satışlarını 42bin ons seviyesinde bekliyoruz. Ons başına nakit üretim maliyetinin 920 dolar seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 859mn TL'lik varlık satışlarının net kar tarafını desteklemesini bekliyoruz.
KRDMD	5 Mayıs	8.725	6.026	%45	1.030	1.518	-%32	575	1.171	-%51	Kardemir'in normalize çeyreklik satış hacminin bir miktar üzerinde 600-610 bin ton civarında satış gerçekleştirmiş olmasını bekliyoruz. Şirket'in FAVÖK'ünün 89\$/ton seviyesine iyileşmesini bekliyoruz.
KRVGD	8-10 Mayıs	1.518	998	%52	163	140	%17	65	64	%1	Polonya operasyonlarında marj iyileşmesinin 1Ç23'de devam etmesini bekliyoruz. Diğer tarafta görece güçlenen TL ve artan hammadde maliyetleri ile Türkiye faaliyetlerinin karlılığı üzerinde baskı yaratıyor.
LOGO	9 Mayıs	450	269	%67	144	114	%27	113	93	%22	Türkiye'de yüksek baz nedeniyle marjlarda normalleşme bekliyoruz. Ayrıca Romanya operasyonlarında %13 ile nispeten zayıf FAVÖK marjı bekliyoruz.
LKMNH	8-12 Mayıs	281	152	%85	60	37	%62	28	27	%5	Mart 2023'de SGK fiyatlarında artış oldu. SGK fiyat artışının 2Ç23'ü tamamen etkileyeceğini görüyoruz. Nisan 2022'de LH İstanbul'un satın alınması, doktor ve elektrik, su, doğal gaz giderlerinin artması nedeniyle FAVÖK marjında yıllık bazda 317 baz puan düşüş bekliyoruz.
MAVI	8 Haziran	3.820	1.887	%102	832	550	%51	418	289	%45	Ücret artışları sonrası Türkiye'de güçlü talebin devam etmesi, güçlü hacim büyümesi ve yüksek fiyat artışlarının etkisi, uluslararası operasyonlarda ise kur çevrim farkları ve fiyat artışları sayesinde yüksek satış büyümesi göreceğimizi tahmin ediyoruz. Ancak güçlü maliyet baskısı ve geçtiğimiz yılın ilk çeyreğinde görülen olağanüstü yüksek marjların baz etkisi nedenleriyle yüksek marj baskısı göreceğimizi düşünüyoruz.
MGROS	3 Mayıs	25.315	12.271	%106	1.490	964	%55	310	158	%96	Ücret artışları sonrası güçlü talep, hızlı alan büyümesi (yıllık +%8), online satış kanalının katkısı ve enflasyonunun etkisi ile (1Ç23 manşet enflasyon ortalama %54, gıda enflasyonu ortalama %69) güçlü satış büyüme bekliyoruz. Migros'un sektörde en yüksek benzer mağaza büyümesine (Lfl) ulaşmasını öngörüyoruz. Marj tarafında ise personel ve enerji maliyetlerindeki yüksek artış ve depremin tek seferlik etkileri nedeniyle baskı göreceğimizi tahmin ediyoruz. Ancak zayıf marjlara rağmen, bunun beklentilere paralel olduğunu ve Şirket'in 2023 öngörülerini üzerinde bir değişiklik yaratmayacağını düşünüyoruz.
MPARK	24-28 Nisan	3.395	2.187	%55	726	502	%45	335	170	%97	Mart 2023'de SGK fiyatlarında artış oldu. SGK fiyat artışının 2Ç23'ü tamamen etkileyeceğini görüyoruz. FAVÖK marjının ağırlıklı olarak doktor ve elektrik, su, doğal gaz giderlerindeki artış nedeniyle yıllık bazda 158 baz puan daralmasını bekliyoruz.
PETKM	9 Mayıs	9.211	11.421	-%19	180	1.553	-%88	93	1.724	-%95	Petrokimya sektöründe zayıf talep ve yüksek stok birikimiyle beraber zayıf seyreden ürün marjları ve düşük kapasite kullanımı sebebiyle Petkim'in 1Ç23'te oldukça zayıf bir FAVÖK açıklamasını bekliyoruz. Bu dönemde varlık yeniden değerlemelerinden elde edilebilecek tek seferlik gelir nette zarar yazılmasını önlemiş olabilir.

HİSSE KODU	BEKLENEN AÇIKLAMA TARİHİ	NET SATIŞLAR			FAVÖK			NET KAR			YORUMLAR
		1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	
PGSUS	10 Mayıs	8.814	4.064	%117	1.159	342	%239	-441	-1.100	a.d.	Net satışların 1Ç23'de Euro bazında %61 artmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün 1Ç23'de Euro bazında yıllık %76 artmasını bekliyoruz.
SELEC	3-10 Mayıs	18.200	8.568	%112	1.208	655	%84	979	549	%78	İlaç fiyatlarında Aralık ortasında yapılan %36'lık artış ve 55 lira altı ilaçlara Mart ortasında yapılan 4TL'lik nominal zammın getirdiği stok kazançlarının 1Ç23 karını olumlu etkilemesini bekliyoruz.
SISE	1-5 Mayıs	27.920	16.974	%64	4.931	4.456	%11	2.068	3.576	-%42	Düzcam ve kimyasallar iş kollarında güçlü fiyat etkisinin ciro büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Diğer yandan tüm segmentlerde zayıf hacimler bekliyoruz. Net karın, azalan kur farkı geliri ve yüksek efektif vergi (%35) yıllık bazda gerilmesini bekliyoruz.
SOKM	9 Mayıs	20.400	10.196	%100	1.329	894	%49	355	258	%38	Ücret artışları sonrası güçlü talep, mağaza açılışları (yıllık +%5) ve gıda enflasyonunun etkisiyle (1Ç23 ortalaması %69) etkisi ile güçlü büyüme bekliyoruz. Marj tarafında hem depremin stoklar üzerindeki etkisi hem de yüksek personel maliyetleri nedenleri ile sert daralma göreceğimizi tahmin ediyoruz. Zayıf marjlara rağmen, bunun ilk beklentilerimize paralel olduğunu ve Şirket'in 2023 öngörülerinde bir değişiklik yaratmayacağını düşünüyoruz.
TAVHL	25-Nisan	4.942	2.332	%112	918	542	%69	-617	-336	a.d.	1Ç23'de net satışların Euro bazında yıllık %64 artmasını bekliyoruz. 1Ç23'de FAVÖK'ün Euro bazında yıllık %39 artmasını bekliyoruz.
TCELL	9 Mayıs	17.103	10.695	%60	6.756	4.375	%54	2.001	803	%149	Müşteri tarifelerinin yeniden fiyatlandırılması ve fiyat ayarlamaları neticesinde büyüme tarafında kademeli toparlanma bekliyoruz. FAVÖK marjında deprem kaynaklı giderler nedeniyle hafif gerileme bekliyoruz. Henüz Genel Kurul'da onaylanmadığı için 1Ç23'te herhangi bir bağış etkisi beklemiyoruz.
TKFEN	27 Nisan	7.591	5.296	%43	501	92	%445	350	105	%232	Gübre tarafının karlılığında düşen ürün fiyatları nedeniyle normalleşme bekliyoruz. Taahhüt iş kolunda %4 FAVÖK marjı öngörüyoruz.
THYAO	3 Mayıs	79.156	42.614	%86	11.427	8.247	%39	738	2.220	-%67	1Ç23'de net satışların ABD doları bazında %38 artmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün 1Ç23'de ABD doları bazında yıllık %3 artmasını bekliyoruz.
TOASO	27 Nisan	18.247	10.902	%67	3.025	1.738	%74	2.218	1.129	%96	1Ç23'de toplam satış hacminin yıllık %23 artmasını bekliyoruz. FAVÖK'ün TL bazında %74 artarken EUR bazında ise %34 artmasını bekliyoruz. 1Ç23'de güçlü fiyatlandırmanın devam ettiğini görüyoruz.
TTKOM	5-10 Mayıs	14.586	9.471	%54	4.988	3.880	%29	590	561	%5	Müşteri tarifelerinin yeniden fiyatlandırılması ve fiyat ayarlamaları neticesinde büyüme tarafında kademeli toparlanma bekliyoruz. FAVÖK marjının deprem kaynaklı giderler ve sabit internet işindeki uzun dönemli tarifeler nedeniyle zayıf kalmaya devam etmesini bekliyoruz. Henüz Genel Kurul'da onaylanmadığı için 1Ç23'te herhangi bir bağış etkisi beklemiyoruz.
TTRAK	26 Nisan	9.006	3.988	%126	1.395	572	%144	1.113	477	%134	1Ç23'de toplam traktör satış hacminin yıllık %29 arttığını tahmin ediyoruz. FAVÖK'ün TL bazında %144, EUR bazında ise %88 artmasını bekliyoruz.

HİSSE KODU	BEKLENEN AÇIKLAMA TARİHİ	NET SATIŞLAR			FAVÖK			NET KAR			YORUMLAR
		1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	1Ç23T	1Ç22	Y/Y DEĞİŞİM	
TUPRS	28 Nisan	98.505	79.345	%24	10.298	5.175	%99	6.461	1.290	%401	Akdeniz piyasasında 1Ç23 ortalama dizel, jet yakıtı ve benzin ürün marjları sırasıyla 30,8 dolar, 29,7 dolar ve 21,8 dolar seviyesinde olurken geçen senenin aynı döneminde göre %67, %93 ve %78'lik bir artışa denk geldi. Düşük kapasite kullanımı, 1Ç22'de stok karının yüksek oluşu ve olası tek seferlik deprem vergisine rağmen Tüpraş'ın bu çeyrekte 1Ç22'ye göre güçlü bir kar açıklamasını bekliyoruz. Normallerin üzerinde seyreden ürün marjları, ağır-hafif ham petrol makasındaki açılma ve olumlu kur etkisi sayesinde güçlü bir kar artışı tahmin ediyoruz. Öte yandan, mevsimsellikten ötürü 4Ç22'ye göre net kar ve FAVÖK'te düşüş gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
ULKER	8-10 Mayıs	9.977	5.886	%70	1.996	1.245	%60	640	-471	a.d.	Fiyat artışları ciro ve FAVÖK büyümesini desteklemeye devam ediyor. Düşük kur farkı zararlarının net karı olumlu etkilemesini bekliyoruz.
VESBE	3-10 Mayıs	8.700	5.418	%61	670	857	-%22	245	573	-%57	Yıllık marjlarda, yüksek maliyet enflasyonu, sabit ihracat fiyatları ve yüksek baz etkisi kaynaklı gerileme bekliyoruz. Çift haneli hacim artışı büyüme tarafını destekliyor.
YATAS	9-10 Mayıs	2.000	1.133	%77	265	148	%79	146	87	%68	Büyüyen mağaza ağı, pazar payı artışları ve fiyat ayarlamaları neticesinde güçlü büyümenin devam etmesini öngörüyoruz.
<b>TOPLAM</b>		<b>675.057</b>	<b>414.287</b>	<b>%63</b>	<b>82.425</b>	<b>64.022</b>	<b>%29</b>	<b>35.874</b>	<b>29.030</b>	<b>%24</b>	

## 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 dayanılarak 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 İnternet 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.

## 1Ç23 Kar Tahminleri

- 1Ç23 finansalları sezonu başlıyor:** BIST'te işlem gören şirketler için 2023'ün ilk çeyrek finansallarının son açıklama tarihi, solo finansallar için 1 Mayıs ve konsolide finansallar için 10 Mayıs'tır. Bankaların ise son finansal açıklama tarihi ise 22 Mayıs.
- Bankalar: Zayıf net faiz marjı gelişimi, yüksek faaliyet giderleri, korunan aktif kalitesi.** 1Ç23'te takibimizdeki bankaların net karında çeyreklik %44 düşüş, yıllık olarak ise %50 artış öngörmekteyiz. Azalan TL kredi-mevduat makası, TÜFEye endeksli tahvillerden düşük katkı ve yüksek faaliyet giderleri artışı zayıf çeyreklik karlılık gelişiminin en temel nedenleri. Yaklaşık %15 TL kredi büyümesi sayesinde komisyon gelirlerinde güçlü seyir olmasını öngörüyoruz. Aktif kalitesi korunurken bankaların karşılık giderlerini azaltmalarını tahmin ediyoruz. Takibimizdeki bankalar arasında **ALBRK**, **TSKB** ve **GARAN**'in görece daha güçlü çeyreklik performans göstermelerini bekliyoruz. Sigortacılık şirketleri arasında **ANHYT**'in ilk çeyrekte hayat branşında güçlü teknik kar elde etmesini ve yatırım portföyünden artan katkı sayesinde yıllık olarak iyileşen karlılık elde etmesini tahmin ediyoruz. **ÜNLÜ**'nün ise tüm iş birimlerinden yüksek gelir katkısı sayesinde yıllık bazda güçlü net kar gelişimi elde etmesini bekliyoruz.
- Banka dışı: Genel olarak zayıf sonuçlar olmakla birlikte sürprizlere açık.** Banka-dışı şirketlerde toplam satış gelirlerinin ve VAFÖK'ün sırasıyla yıllık 66% ve %35 artış göstermesini tahmin ederken net karlarda ise yıllık %43 artış bekliyoruz. Çeyrekle ilgili ön plana çıkan ana temalar yıllık gelir artış trendinde yavaşlama ve önceki çeyreklerle göre marjlarda zayıflama olarak sıralayabiliriz. Marjlardaki zayıflamanın ana nedenleri enflasyonda gerileme (hala yüksek), asgari ücretin yıllık iki kat artışı ve yüksek enerji maliyetleri. Finansman koşullarındaki sıkılaşma işletme sermayesi ihtiyacı olan şirketlere olumsuz yansırken, görece yatay seyreden TL kur farkı değerlemelerinin her iki yönde de etkisini sınırlandırmaktadır. Ayrıca yaşadığımız deprem felaketi şirketlerde bazı tek seferlik ek maliyetlere neden oldu. Tüm bunlara rağmen ilk çeyrek finansallarının piyasa etkisinin 14 Mayıs seçimlerine yaklaşmamız nedeniyle sınırlı olabileceğini de düşünüyoruz.
- AEFES, CCOLA, ENKAI, FROTO, TOASO** ve **ULKER**'in görece daha güçlü finansallar açıklamalarını beklerken **ARCLK**, **EREGL**, **KRDMD** ve **OTKAR**'in ise görece daha zayıf finansallar açıklamasını tahmin ediyoruz.

### YKY Öneri Listesi

YKY Tahminler	TLmn			Yıllık Büyüme		
	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar
1Q23E						
BANKACILIK			45.709			50%
SIGORTA & EMEKLİLİK & YATIRIM			1.065			104%
OTOMOTİV	86.500	9.675	7.373	116%	98%	78%
HAVACILIK	97.746	14.978	556	99%	64%	-29%
HOLDİNG	73.650	9.875	6.590	88%	66%	a.d.
SAVUNMA	6.950	1.700	980	59%	64%	-42%
ENERJİ	7.819	1.511	873	33%	-8%	-26%
YİVEDEK & İÇECEK	51.320	9.075	2.145	81%	81%	a.d.
MADENCİLİK	1.781	933	780	26%	12%	-26%
PETROL	117.713	10.884	6.288	37%	103%	32%
PERAKENDE	97.800	5.775	2.300	97%	39%	31%
YAZILIM	450	145	115	67%	28%	24%
DEMİR ÇELİK	31.224	1.683	600	-11%	-85%	-91%
TELEKOM	31.739	11.908	2.086	57%	44%	53%
BEYAZ EŞYA	40.000	3.690	810	42%	23%	-31%

(TLmn)	Net Satış		VAFÖK		Net Kar	
	1Ç23T	YY	1Ç23T	YY	1Ç23T	YY
AEFES	25,100	82%	4,150	104%	530	a.d.
AGHOL	56,450	104%	6,125	85%	320	a.d.
AKSEN	7,819	33%	1,511	-8%	873	-26%
ALARK					1,720	67%
ARCLK	40,000	42%	3,690	23%	810	-31%
ASELS	6,950	59%	1,700	64%	980	-2%
AYGAZ	12,184	30%	35	31%	352	75%
BIMAS	51,800	30%	3,200	30%	1,800	3%
CCOLA	16,200	87%	2,900	69%	1,020	62%
ENKAI	17,200	50%	3,750	42%	4,550	a.d.
EREGL	22,487	23%	585	34%	7	###
FROTO	65,000	133%	5,700	32%	4,450	53%
KRDMD	8,737	85%	1,098	28%	593	19%
KOZAL	1,781	26%	933	12%	780	26%
LOGO	450	67%	145	28%	115	24%
MGROS	25,500	108%	1,425	38%	250	53%
OTKAR	2,250	74%	110	42%	33	54%
PGSUS	9,722	139%	1,519	34%	-552	a.d.
SOKM	20,500	101%	1,150	29%	250	-1%
TAVHL	5,025	115%	1,009	96%	-589	a.d.
TCELL	16,585	85%	7,093	82%	1,787	123%
THYAO	82,999	95%	12,450	51%	1,698	44%
TOASO	19,250	77%	3,865	22%	2,890	156%
TTKOM	15,154	60%	4,815	24%	299	27%
TUPRS	105,529	33%	10,849	110%	5,936	360%
ULKER	10,020	70%	2,025	83%	595	a.d.
Sanayii	644,692	66%	81,832	35%	31,497	43%

**Görkem Göker**

Araştırma Müdürü

[gorkem.goker@ykyatirim.com.tr](mailto:gorkem.goker@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 7949

**Behlül Katas, CFA**

Kıdemli Analist

[behlul.katas@ykyatirim.com.tr](mailto:behlul.katas@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 83 66

**Burak Yılmaztürk, CFA**

Kıdemli Analist

[burak.yilmazturk@ykyatirim.com.tr](mailto:burak.yilmazturk@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 83 67

**Oguzhan Vural**

Kıdemli Analist

[oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr](mailto:oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 83 65

**İnanç Güngör**

Analist

[inanc.gungor@ykyatirim.com.tr](mailto:inanc.gungor@ykyatirim.com.tr)**Nuray Aparı**

Veritabanı Sorumlusu

[nuray.apari@ykyatirim.com.tr](mailto:nuray.apari@ykyatirim.com.tr)

+90 212 319 84 35

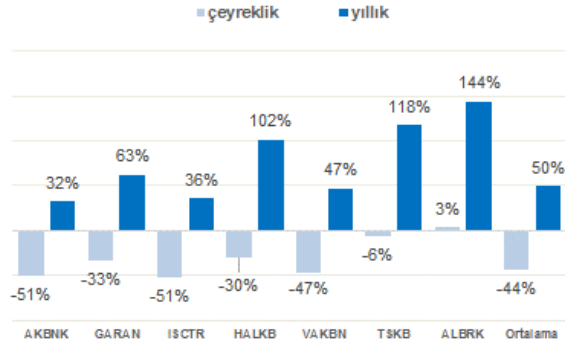
## Bankalar & Sigorta & Emeklilik & Yatırım Şirketleri – 1Ç23 Kar Tahminleri

2023'ün ilk çeyreği banka finansalları 26 Nisan itibarı ile açıklanmaya başlayacak. Akbank 26 Nisan'da finansallarını açıklayacak ilk banka olacak.

**1Ç23 Temaları: Zayıf net faiz marjı gelişimi, yüksek faaliyet giderleri, korunan aktif kalitesi.** 1Ç23'te takibimizdeki bankaların net karında çeyreklik %44 düşüş, yıllık olarak ise %50 artış öngörmekteyiz. Azalan TL kredi-mevduat makası, TÜFE'ye endeksli tahvillerden düşük katkı ve yüksek faaliyet giderleri artışı zayıf çeyreklik karlılık gelişiminin en temel nedenleri. Son aylarda artan TL mevduat faizleri ve TL kredi faizleri üzerindeki düzenlemeler bankaların marjlarını olumsuz etkilemektedir. Yüksek faaliyet giderleri ise EYT ödemeleri, bağışlar, promosyon ödemeleri ve maaş artışları kaynaklı. İlk çeyrekte yaklaşık %15 TL kredi büyümesi beklentimiz sayesinde komisyon gelirlerinde güçlü seyir olmasını öngörüyoruz. Aktif kalitesi korunurken bankaların karşılık giderlerini azaltmalarını tahmin ediyoruz. Takibimizdeki bankalar arasında **ALBRK**, **TSKB** ve **GARAN**'ın görece daha güçlü çeyreklik performans göstermelerini bekliyoruz.

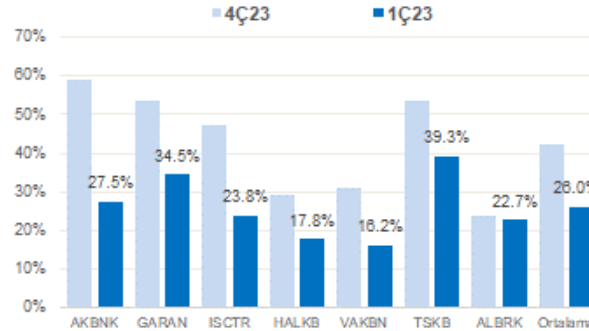
Sigortacılık şirketleri arasında **ANHYT**'in ilk çeyrekte güçlü teknik kar elde etmesini ve yatırım portföyünden artan katkı sayesinde yıllık olarak iyileşen karlılık elde etmesini tahmin ediyoruz. **ÜNLÜ**'nün ise tüm iş birimlerinden yüksek gelir katkısı sayesinde yıllık bazda güçlü net kar gelişimi elde etmesini bekliyoruz.

Grafik 1: Bankalar Çeyreklik ve Yıllık Net Kar Gelişimi



Kaynak: YKY Araştırma

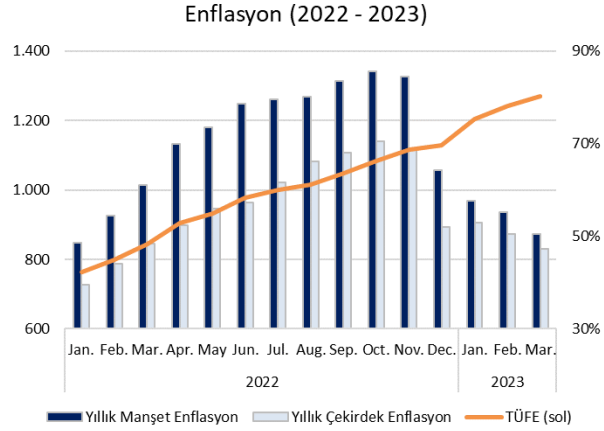
Grafik 2: Bankalar 4Ç22 & 1Ç23 Özkaynak Karlılığı



Kaynak: YKY Araştırma

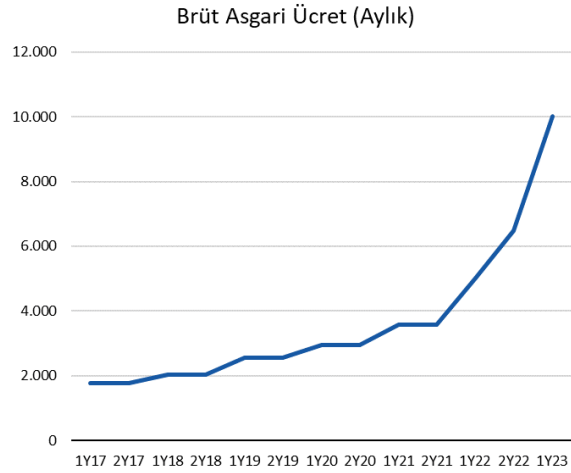
## Önemli Makro Gelişmeler

**Grafik 3: Enflasyon (2022-2023)**



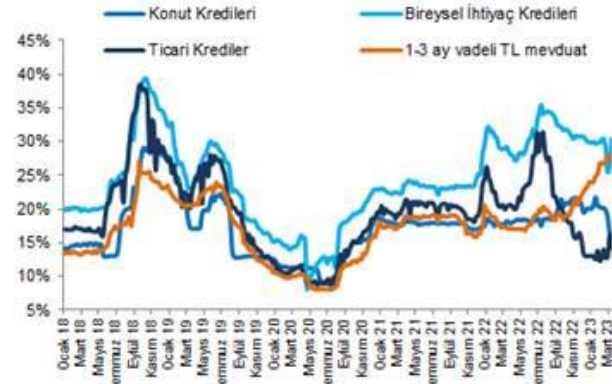
Kaynak: YKY Araştırma

**Grafik 5: Asgari Ücret (2017-2023)**



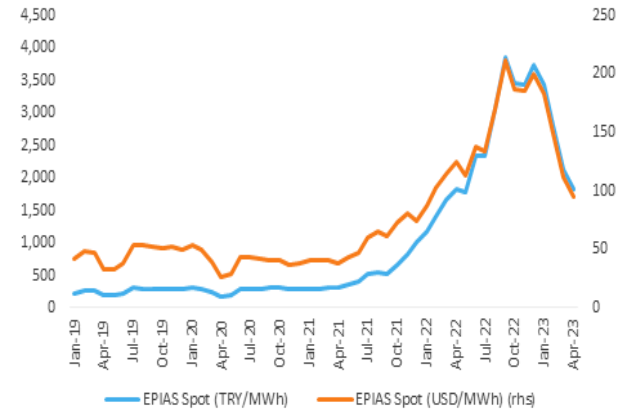
Kaynak: YKY Araştırma

**Grafik 4: Faiz Oranları**



Kaynak: YKY Araştırma

**Grafik 6: Elektrik Fiyatları**



Kaynak: YKY Araştırma

(TLmn)	4Ç22 YKY Tahminleri			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksele Değişim (%)			
	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	
<b>BANKACILIK</b>										
AKBNK			10,631			32%			-51%	Çeyreklik net kar gelişiminin zayıf olmasını tahmin ediyoruz. TÜFE'ye endeksli tahvillerden daha düşük katkı, TL kredi-mevduat makasında düşüş ve yüksek faaliyet gider artışı bu zayıf beklentimizin ana nedenleri. TL kredilerde %15 büyüme sayesinde komisyon gelirlerinde güçlü artış ve karşılık giderlerinde düşüş ise karlılık düşüşünü bir miktar telafi etmesini tahmin ediyoruz.
ALBRK			474			144%			3%	Mevduat bankalarına görece daha olumlu olarak net karda çeyreklik bazda sınırlı artış tahmin ediyoruz. Bu olumlu seyrinde korunan marjlar, hızlanan komisyon gelirleri ve azalan karşılıkların etkili olmasını bekliyoruz. Faaliyet giderlerindeki artış ve ticari/kur sonuçlarından daha düşük katkı ise kar artışını sınırlandıran etkenler.
GARAN			13,352			63%			-33%	Çeyreklik net kar gelişiminin zayıf olmasını tahmin ediyoruz. TÜFE'ye endeksli tahvillerden daha düşük katkı, TL kredi-mevduat makasında düşüş ve yüksek faaliyet gider artışı bu zayıf beklentimizin ana nedenleri. TL kredilerde %11 büyüme sayesinde komisyon gelirlerinde güçlü artış ve karşılık giderlerinde düşüş ise karlılık düşüşünü bir miktar telafi etmesini tahmin ediyoruz.
HALKB			4,083			102%			-30%	Yüksek faaliyet gider artışı ve TL kredi-mevduat makasında gerileme nedeniyle çeyreklik net karda düşüş bekliyoruz. Komisyon gelirlerinin de güçlü gelişmesini bekliyoruz. Korunan aktif kalitesi sayesinde karşılıklarda da çeyreklik bazda düşüş bekliyoruz.
ISCTR			11,429			36%			-51%	Çeyreklik net kar gelişiminin zayıf olmasını tahmin ediyoruz. İştraklerden elde edilen gelirlerden daha düşük katkı, TL kredi-mevduat makasında düşüş ve yüksek faaliyet gider artışı bu zayıf beklentimizin ana nedenleri. TL kredilerde %13 artış sayesinde komisyon gelirlerinde güçlü artış ve karşılık giderlerinde düşüş ise karlılık düşüşünü bir miktar telafi etmesini tahmin ediyoruz.
TSKB			1,320			118%			-6%	Net karın çeyreklik olarak yataya yakın seyretmesini tahmin ediyoruz. Mevduat bankalarına görece daha olumlu gelişimde mevduat fonlaması olmaması sayesinde korunan marjlar, güçlü tahsilatlar ve azalan karşılık giderlerinin etkili olmasını bekliyoruz.
VAKBN			4,420			47%			-47%	Yüksek faaliyet gider artışı, TL kredi-mevduat makasında düşüş ve TÜFE'ye endeksli tahvillerden daha düşük katkı nedeniyle çeyreklik net karda düşüş bekliyoruz. Bankanın faaliyet gider artışını 2022'de ayrılan serbest karşılıkların belli oranda terse çevrilmesi ile bir miktar telafi etmesini bekliyoruz. Komisyon gelirlerinin de güçlü gelişmesini bekliyoruz.
<b>SİGORTA &amp; EMEKLİLİK &amp; YATIRIM</b>										
AKGRT			125			a.d.			-54%	Zorunlu trafik sigortasında olumsuz karlılık gelişimi nedeniyle zayıf teknik sonuçlar tahmin ediyoruz. Yatırım gelirlerinin ise güçlü seyretmesini tahmin ediyoruz ve karlılığı desteklemesini bekliyoruz.
ANHYT			315			66%			-47%	Yıllık sonuçların güçlü gelişmesini tahmin ediyoruz. Hayat sigortacılığı teknik karlılığında güçlü trend, BES operasyonlarının iyileşen katkısı ve yatırım portföyünden yüksek karlılık gelişimi beklentilerimizin ana etkenleri.
AGESA			230			-5%			30%	Hayat operasyonundan güçlü sonuçlar tahmin ediyoruz fakat emeklilik operasyonlarında yüksek faaliyet gideri artışı ve TÜFE'ye endeksli tahvillerden düşük katkı nedeniyle yıllık net kar gelişiminin zayıf seyretmesini öngörüyoruz.
TURSG			320			4%			-24%	Teknik sonuçlarda çeyreklik olarak toparlanma bekliyoruz fakat yatırım & iştrak gelirlerinde bir miktar düşüş olması beklentimiz nedeniyle çeyreklik net kar gelişimini aşağı yönlü tahmin ediyoruz.
UNLU			75			94%			-27%	Güçlü gelişen takipteki kredi tahsilatları, varlık yönetimi gelirleri ve hazine gelirleri sayesinde yıllık net kar gelişiminin kuvvetli olmasını tahmin ediyoruz.

(TLmn)	4Ç22 YKY Tahminleri			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksel Değişim (%)			
	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	
<b>OTOMOTİV</b>										
FROTO	65,000	5,700	4,450	133%	92%	59%	7%	-26%	-46%	Yurt içindeki ve ihracattaki güçlü hacimlerin yanında Romanya'ya kaynaklı inorganik büyüme sayesinde ciroda yıllık bazda nemli bir büyüme öngörüyoruz. Öte yandan Romanya'daki düşük karlılık nedeniyle kar marjlarında yıllık bazda düşüş bekliyoruz.
OTKAR	2,250	110	33	74%	-42%	-84%	-50%	-83%	-95%	Zirhli araç teslimatlarının hemen hemen hiç olmaması nedeniyle 1Ç23 karlılığının görünümü 3Ç22'deki zayıflığa benzer olabilir.
TOASO	19,250	3,865	2,890	77%	122%	156%	-19%	-10%	-17%	İhracat hacimlerindeki sert daralmaya rağmen özellikle yurt içi hacimlerdeki büyüme sayesinde ciro büyümesinin tatminkar düzeyde gerçekleşmesini bekliyoruz. Yurt içi operasyonların toplam içindeki ağırlığının artması ise karlılığı olumlu yönde etkiliyor.
<b>HAVACILIK</b>										
PGSUS	9,722	1,519	-552	139%	344%	a.d.	-22%	-62%	a.d.	Pegasus için 440mn Euro gelir, 55mn Euro VAFÖK ve 27mn Euro net zarar öngörüyoruz. Mevsimsel olarak yılın en zayıf çeyreğinde, deprem ve ramazanın talep üzerindeki olumsuz etkisi, hızında yavaşlama olsa da girdi maliyet enflasyonunun halen yüksek seyri şirket marjlarını baskılayacaktır. Yenilenen filoyla artan faiz giderlerinin net kar üzerindeki baskısı ise, Euro'nun USD'ye karşı, 4Ç22'de olduğu gibi değer kazanması sonucu kaydedilecek kur farkı gelirleriyle kısmen azalacaktır ancak şirket yine de ilk çeyrekte zarar açıklayacaktır diye düşünüyoruz.
TAVHL	5,025	1,009	-589	115%	86%	a.d.	-13%	-14%	a.d.	TAV, 1Ç23'te yolcu hacminde yakaladığı %42'lik büyümenin olumlu sonuçlarını ciro tarafında göreceklerdir. Şirketin VAFÖK büyümesinin ciro artışının gerisinde kalmasının temel nedenleri, çok düşük marjlı Almatı akaryakıt satışları ve personel giderlerinde görmeyi beklediğimiz artıştır. Bu yıl yüksek faiz giderlerinin ve olası kur kayıplarının net karlılıktaki olumsuz etkisi, mevsimsel olarak da en zayıf çeyrek olması nedeniyle 1Ç23'te daha ön plana çıkacaktır. Özetle, TAV'ın 1Ç23 finansallarında, baz etkisiyle beraber, yıllık en yüksek ciro artışını en düşük VAFÖK marjıyla yakalamasını, takip eden çeyreklerde ise bunun terse dönmesini ve ciro artış hızının azalmasını, karlılığın ise iyileşmesini bekliyoruz.
THYAO	82,999	12,450	1,698	95%	51%	-24%	-6%	-40%	-81%	USD cinsinden 1Ç23 tahminlerimiz şu şekildedir: 4,4 milyar USD gelir, 700 milyon USD şirket tanımlı VAFÖK ve 90mn USD net kar Güçlü uluslararası talep, özellikle uzun mesafelerde, deprem nedeniyle bir defaya mahsus harcamaların olumsuz etkisini belli oranda telafi edecektir ancak yılın en zayıf zamanında bu daha az ölçüde finansallara yansıtacaktır ve marjlar, yılın geri kalanına göre daha fazla baskı altında kalacaktır.
<b>HOLDİNG</b>										
AGHOL	56,450	6,125	320	104%	85%	a.d.	10%	22%	-39%	Hem ana varlıkların (AEFES&MGROS) hem de otomotiv segmentinin güçlü performansı sayesinde ciro ve VAFK büyümelerinin tatminkar düzeyde seyretmesini bekliyoruz.
ALARK			1,720			67%			-57%	TL spot elektrik fiyatlarının yıllık bazlı güçlü seyri enerji üretim segmentini, enflasyondaki yüksek seyir ise elektrik dağıtım segmentini olumlu etkilemeyi sürdürdü. Bu nedenle yıllık olarak net karda önemli bir büyüme öngörüyoruz.
ENKAI	17,200	3,750	4,550	50%	42%	a.d.	-2%	2%	-10%	Şirketin net karının eldeki tahvil portföyünün dışarıda global faizler sayesinde değer kazanmasına bağlı olarak yıllık bazda önemli bir gelişim kaydetmesini bekliyoruz.
<b>SAVUNMA</b>										
ASELS	6,950	1,700	980	59%	64%	-42%	-60%	-68%	-84%	Şirketin net karının daha düşük kur farkı gelirleri nedeniyle yıllık bazda daralmasını bekliyoruz.
<b>ENERJİ</b>										
AKSEN	7,819	1,511	873	33%	-8%	-26%	-34%	37%	35%	Düşük marjlı elektrik ticareti aktivitelerinin azaltılması ile birlikte, gelirlerde çeyrek bazda önemli bir derecede düşüş görünürken marjlarda artış görmeyi bekliyoruz. VAFÖK'ün geçtiğimiz çeyreğe göre artarken, bir önceki senenin altında kalmasını bekliyoruz. Özbekistan satralından gelen VAFÖK'ün bir önceki seneye göre artış göstermesine rağmen Türkiye ve Afrika'dan gelen VAFÖK'ün geçtiğimiz senenin altında kalmasını bekliyoruz.

(TLmn)	4Ç22 YKY Tahminleri			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksel Değişim (%)			
	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	
<b>YİYECEK &amp; İÇECEK</b>										
AEFES	25,100	4,150	530	82%	104%	a.d.	12%	41%	a.d.	Türkiye bira hacimleri büyümeye devam ederken Rusya pazarında daralma yaşandı. Bira marjları ise yıllık bazda gelişim kaydetti. Öte yandan bira operasyonları yüksek finansal ve kur farkı giderleri nedeniyle net kara önemli bir katkıda bulunamadı.
CCOLA	16,200	2,900	1,020	87%	69%	62%	27%	55%	57%	Özellikle yurt dışı b,ra hacimlerinin sağlıklı büyümesi 1Ç23 dnmünde de devam etti. Te yandan geçen yılın yüksek bazı nedeniyle faaliyet marjlarında bir miktar daralma öngörüyoruz.
ULKER	10,020	2,025	595	70%	63%	a.d.	11%	10%	-39%	Özellikle TL'nin görece stabil seyri sayesinde şirketin net karında yıllık bazda önemli bir gelişim bekliyoruz.
<b>MADENCİLİK</b>										
KOZAL	1,781	933	780	26%	12%	-26%	64%	105%	-13%	Satış hacminin yıllık bazda hemen hemen sanit kalmasını beklerken satışlardai büyüme daha ziyade TL basında altın fiyatlarında yaşanan yükselişten kaynaklanıyor. Net kar bu çeyrekte kaydedilen yüksek başış tutarları nedniyle bir miktar baskı altında kalabilir.
<b>PETROL</b>										
AYGAZ	12,184	35	352	90%	-81%	75%	11%	38%	-81%	Şirket'in ana iş kolu olan LPG segmentinde operasyonel karlılığın artan hacim ve marjlar sayesinde güçlü seyretmemesini bekliyoruz, fakat konsolide operasyonel karlılığın Sendeo tarafından gelen operasyonel zararlar nedeniyle zayıf.
TUPRS	105,529	10,849	5,936	33%	110%	360%	-9%	-35%	-66%	Tüpraş'ın 1Ç'de yüksek rafinaj karlılıkları sayesinde güçlü bir VAFÖK açıklamasını bekliyoruz, fakat depremden sonra açıklanan vergi düzenlemesi için ayrılacak karşılıklar net kar'da baskı oluşturacaktır.
<b>PERAKENDE</b>										
BIMAS	51,800	3,200	1,800	90%	40%	34%	14%	-19%	-46%	Bim'in 1Ç23'te cirosunu yıllık %90 arttırmasını, bunu çoklukla %80'e yakın büyümesini beklediğimiz benzer mağaza satışıyla yakalamasını bekliyoruz. Şirketin, faaliyet marjlarının ise öncelikle deprem kapsamında yüklenen maliyetler ve aynı zamanda, geçen yıla göre artan personel ve kira giderleri nedeniyle yıllık 2.1 puan gerilemesini bekliyoruz.
MGROS	25,500	1,425	250	108%	48%	58%	4%	-8%	-78%	Migros inceme kapsamımız altında bulunan gıda perakendecileri arasında 1Ç23'te en yüksek ciro artışını yakalamasını beklediğimiz isim. Güçlü talep, artan e-ticaret gelirleri ve yavaşlamayan mağaza açılışları büyümenin ana etmenleri olacaktır. Ancak, deprem kaynaklı maliyetler, brüt kar marjında 1 aylık fiyat sabitleme nedeniyle gözlemlenecek gerileme, geçen yılın aynı çeyreğine göre iki katına çıkan asgari ücret kaynaklı personel giderleri şirketin VAFÖK marjının yıllık 3.0 puana yakın daralmasına yol açacaktır.
SOKM	20,500	1,150	250	101%	29%	-3%	10%	-22%	-57%	ŞOK'un son yıllarda açtığı mağazaların olgunlaşmasıyla artan katkısı, yüksek seyreden gıda enflasyonu, çeyrek bazda iyileşen müşteri trafiği ve yurtiçi talepten artan oranda faydalanması sayesinde 1Ç23'de gelirlerini ikiye katlamasını bekleriz. Bununla birlikte, yılın ilk aylarındaki fiyat sabitleme ve asgari ücret kaynaklı artan personel giderleri şirketin operasyonel karlılığını baskılayacaktır. ŞOK'un karlılığı açısından en zayıf çeyrek olmasını beklediğimiz 1Ç23'de VAFÖK marjında yıllık 3.2 puan daralma görmeyi bekleriz.

(TLmn)	4Ç22 YKY Tahminleri			Yıllık Değişim (%)			Çeyreksele Değişim (%)			
	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	Satışlar	VAFÖK	Net Kar	
<b>YAZILIM</b>										
LOGO	450	145	115	67%	28%	24%	-14%	46%	83%	Satışlarda makul ölçüde bir büyüme beklerken faaliyet kar marjlarında hem Türkiye marjlarında yıllık bazda beklenen daralma hem de Romanya'nın marjları düşürücü etkisi nedeniyle bir miktar daralma öngörüyoruz.
<b>DEMİR ÇELİK</b>										
EREGL	22,487	585	7	-23%	-94%	-100%	-17%	-13%	-100%	Avrupa yassı çelik fiyatlarındaki artışa rağmen, İskenderun fabrikasındaki üretim ve satışların depremden etkilenmesi nedeniyle gelirlerde ve VAFÖK'te düşüş bekliyoruz.
KRDMD	8,737	1,098	593	45%	-28%	-49%	13%	60%	a.d.	Şirket'in 1Ç'de artan taleple iyileşen demir çelik fiyatlarından yararlanmasını bekliyoruz. Gelir ve VAFÖK kalemlerinin 4Ç'ye göre artış göstermesini bekliyoruz, fakat operasyonel karlılık 1Ç22'nin altında seyretmeye devam edecek.
<b>TELEKOM</b>										
TCELL	16,585	7,093	1,787	55%	62%	123%	3%	5%	-70%	Güçlü gelir büyümesine rağmen, 1Ç23'te operasyonel giderlerdeki enflasyonist baskı ve deprem kaynaklı tek seferlik giderler nedeni ile VAFÖK marjlarında hafif daralma bekliyoruz.
TTKOM	15,154	4,815	299	60%	24%	-47%	-1%	-8%	-70%	Şirket'in gelirlerindeki yıllık büyümenin bir önceki çeyreğe göre hızlanmasını beklememize rağmen, VAFÖK marjlarının daralmasını bekliyoruz. Bunun ana sebebi operasyonel giderlerdeki artışın gelirlerdeki artıştan daha fazla olması ve deprem nedeniyle gerçekleşecek olan tek seferlik masraflardır.
<b>BEYAZ EŞYA</b>										
ARCLK	40,000	3,690	810	42%	23%	-31%	2%	2%	-68%	Özellikle yurt dışı satış hacimlerindeki zayıflık nedeniyle ciro büyümesi bir miktar düşük kalabilir. Faaliyet kar marjları da yıllık bazda yüksek faaliyet giderleri nedeniyle bir miktar baskı altında kalabilir. Yine vergi önesi kar üzerinde yüke finansal giderler bir miktar olumsuz etki yaratsa da ertelenmiş vergi geliri net kar düzeyinde bu olumsuzluğu belli ölçüde bertaraf edebilir.

KRDMD estimates include all share groups (A, B, D)  
Kaynak: YKY Araştırma

(TLmn)	Net Satış			VAFÖK					Net Kar			
	1Ç23T	Y/Y	Ç/Ç	1Ç21	4Ç21	1Ç23T	Y/Y	Ç/Ç	1Ç21	4Ç21	1Ç23T	Y/Y
AEFES	25,100	82%	12%	2,037	2,951	4,150	104%	41%	-132	53	530	a.d.
AGHOL	56,450	104%	10%	3,315	5,019	6,125	85%	22%	-39	521	320	a.d.
AKSEN	7,819	33%	-34%	1,637	1,100	1,511	-8%	37%	1,176	649	873	-26%
ALARK									1,031	3,956	1,720	67%
ARCLK	40,000	42%	2%	3,002	3,601	3,690	23%	2%	1,166	2,565	810	-31%
ASELS	6,950	59%	-60%	1,037	5,365	1,700	64%	-68%	1,696	6,124	980	-42%
AYGAZ	12,184	90%	11%	183	25	35	81%	38%	201	1,901	352	75%
BIMAS	51,800	90%	14%	2,284	3,949	3,200	40%	-15%	1,342	3,364	1,800	34%
CCOLA	16,200	87%	27%	1,721	1,870	2,900	69%	55%	630	649	1,020	62%
ENKAI	17,200	50%	-2%	2,642	3,662	3,750	42%	2%	-492	5,066	4,550	a.d.
EREGL	22,487	-23%	-17%	9,764	674	585	94%	-13%	5,626	3,175	7	-100%
FROTO	65,000	133%	7%	2,971	7,754	5,700	92%	-28%	2,802	8,292	4,450	59%
KRDMD	8,737	45%	13%	1,518	685	1,098	28%	60%	1,171	-218	593	-49%
KOZAL	1,781	26%	64%	830	455	933	12%	105%	1,058	900	780	-26%
LOGO	450	67%	-14%	114	99	145	28%	46%	93	63	115	24%
MGROS	25,500	108%	4%	964	1,551	1,425	48%	-8%	158	1,164	250	58%
OTKAR	2,250	74%	-50%	189	644	110	42%	-83%	201	639	33	-84%
PGSUS	9,722	139%	-22%	342	3,966	1,519	344%	-62%	-1,100	4,152	-552	a.d.
SOKM	20,500	101%	10%	894	1,472	1,150	29%	22%	258	574	250	-9%
TAVHL	5,025	115%	-13%	542	1,178	1,009	86%	-14%	-336	30	-589	a.d.
TCELL	16,585	55%	3%	4,375	6,744	7,093	62%	5%	803	5,996	1,787	123%
THYAO	82,999	95%	-6%	8,247	20,627	12,450	51%	-40%	2,220	8,936	1,698	-24%
TOASO	19,250	77%	-19%	1,738	4,278	3,865	122%	-10%	1,129	3,498	2,890	156%
TTKOM	15,154	60%	-1%	3,880	5,239	4,815	24%	-8%	561	1,011	299	-47%
TUPRS	105,529	33%	-9%	5,175	16,636	10,849	110%	-35%	1,290	17,589	5,936	360%
ULKER	10,020	70%	11%	1,245	1,834	2,025	63%	10%	-471	983	595	a.d.
<b>Sanayii</b>	<b>644,692</b>	<b>66%</b>	<b>-2%</b>	<b>60,647</b>	<b>101,381</b>	<b>81,832</b>	<b>35%</b>	<b>-19%</b>	<b>22,040</b>	<b>81,631</b>	<b>31,497</b>	<b>43%</b>

KRDMD tahminlerinde tüm hisse grupları dahildir (A, B, D)

Kaynak: YKY Research

## ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.

# 1Ç23 BEKLENTİ RAPORU

## Bankacılık & finans dışı sektörler kar tahminleri

**1Ç23 dönemine ait finansalları takip süreci geçtiğimiz günlerde başladı.** Finans dışı kesimde 14 Nisan tarihinde **KARSN**'in açıklamasının ardından 19 Nisan tarihinde **ARCLK**; bankalar tarafında ise 26 Nisan'dan itibaren **AKBNK** bilançosu izlenecek.

**Bu dönemde Araştırma kapsamımızda yer alan bankaların net kar rakamları (beklentimiz) bir önceki çeyreğe göre %43 daralırken, geçen yılın aynı dönemine göre ise %50 artış gösterecek. Özsermaye karlılığı yaklaşık %30 ile 4Ç22'ye göre 20 puan kadar daralırken, 1Ç22'ye göre ise hemen hemen yatay kalabilir.**

Bu dönemin ön plana çıkan dinamikleri ise; **TL kredilerdeki büyümenin bir önceki döneme göre hafif hızlanmış olması, TL mevduat büyümesinin TL kredi artışının üzerinde gerçekleşmesi, TL tarafta mevduatın krediye dönüşüm oranının önceki çeyreğe göre 5 puan kadar iyileşmesi ve güçlü aktif kalitesinin artan karşılık oranları ile birlikte korunmuş olması olarak sıralanabilir. Karlılık tarafında ise artan TL mevduat maliyetleri nedeniyle TL kredi/mevduat faiz makasında aşağı yönlü net bir eğilim, TÜFE'ye endekli bonoların enflasyondaki gerilemeye bağlı olarak marj katkısının önceki çeyreğe göre çok daha düşük olması, komisyon gelirlerindeki güçlü seyrin devamı olarak sıralanabilir. Ancak, operasyonel giderlere ayrı bir parantez açılırsa; personel ve kira giderlerindeki artışın yansımalarının yanı sıra deprem ile ilgili destek harcamalarının operasyonel giderlerin bu dönemki yıllık artışını ortalamada %150 seviyesinin üzerine taşımaları beklenebilir.**

Yıllık bazda kar artışı anlamında **TSKB** ve **HALKB** daha ön planda olabilir. TÜFE'ye endekli bono portföylerinin yüksek olmasından dolayı **AKBNK** ve **YKBNK** bu dönemde daha fazla marj baskısı hissedecek olsa da takip eden dönemlerde bu negatif etkinin dengelenmesini ve her iki bankanın da yılın özellikle ikinci yarısında çok daha kuvvetli bir marj artışı yakalamasını bekliyoruz.

Hayat dışı sigortacılık sektöründe prim üretimindeki artışın artan poliçe fiyatları ile birlikte enflasyonu aştığı görülüyor. Kasko segmentinde, yedek parça fiyat artışının kurdaki stabilizasyona bağlı yatay seyretmesi beklentisine rağmen deprem nedeni ile ilave karşılık ihtiyacı doğabilecek olması operasyonel karlılıkları bu dönem de baskı altında tutabilir. Deprem etkisi altındaki bu bilanço dönemi sonrasında TL mevduat faizlerindeki artışın da katkısı ile hayat dışı sigorta şirketlerinde yılın ikinci yarısında çok daha yüksek bir karlılık performansı bekliyoruz.

Hayat sigortacılığı prim üretimi artışı hem **ANHYT** hem de **AGESA** için enflasyonun oldukça üzerinde gerçekleşti. BES fon hacimlerindeki artış oranı da enflasyonun kısmen üzerinde gerçekleştiği için her iki şirkette de iyi bir operasyonel performans görülebilir. **ANHYT** düşük baz etkisi nedeniyle daha kuvvetli bir yıllık kar büyümesi elde edebilir.

**ISMEN** için ise aracılık komisyon gelirleri 4Ç22'ye kıyasla hafif gerileyebilir. Kredili işlemlerde faizlerin yükselmesi ile birlikte hacmin gerilemesini ama gelirin hafif artmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında daha yüksek bir operasyonel performans olacağı kanaatindeyiz.

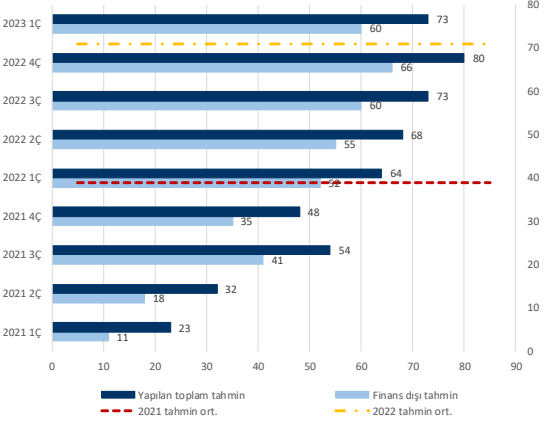
GYO tarafında ise tahminlerimize göre **TRGYO** yıllık kar büyümesi olarak öne çıkıyor. Ciroya endekli kira gelirlerinin enflasyon paralelinde artıyor olmasının yanı sıra şirketin net borcunu aşağı çekmesine bağlı olarak azalan finansman giderlerinin net kar üzerinde olumlu etkisi olmasını bekliyoruz. **OZKGY** için konut satış gelirlerinden ziyade AVM kiralalarının gelirleri desteklemesini beklerken, **EKGYO** ise geçmiş dönemlerdeki satışların etkisi ile şirketin yıl başlangıcındaki 4,2 milyar TL tüm yıl kar hedefi trendinin üzerinde bir kar açıklayabilir.

	1Ç22	4Ç22	1Ç23T	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim
<b>Finansal Olmayan</b>					
Net Satış Geliri	460,296	751,886	727,098	58%	-3%
FAVÖK	71,412	107,300	92,289	29%	-14%
Net Kar	47,692	150,305	67,408	41%	-55%
<b>Bankalar</b>					
Net Kar	37,580	98,328	56,316	50%	-43%
<b>Sigorta</b>					
Net Kar	680	2,105	1,087	60%	-48%
<b>Toplam</b>					
Net Kar	85,952	250,737	124,811	45%	-50%

Kaynak: Şirket Verileri, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

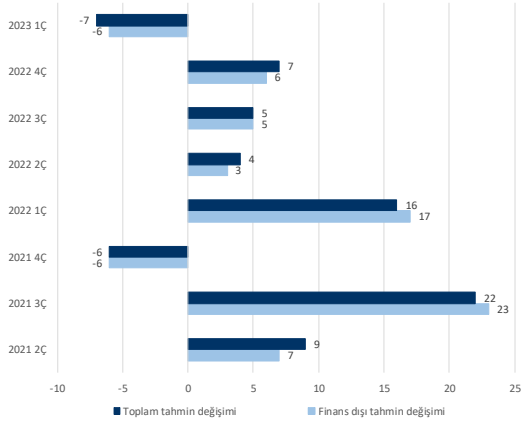
Mn TL

### Bilanço dönemleri içerisinde yapılan tahminler



Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü

### Bilanço dönemleri içerisinde yapılan tahminler



Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü

**Bu dönemde Araştırma kapsamımızda yer alan finans dışı şirketlerin net kar rakamının bir önceki çeyreğe göre %55 azalış, geçen yılın aynı dönemine göre de %41 artış göstermesini bekliyoruz.**

**Finans dışı tarafta; holdinglerde,** şirket özelindeki gelişmeler dolayısıyla farklılaşmalar olabileceğini öngörürken, **beyaz eşya sektöründe** yıllık bazda zayıflayan parite ve artan maliyetler dolayısıyla operasyonel karlılıkların geçen yılın dönemine göre zayıf kalacağını, **demir çelik sektöründe** de daralan ürün fiyatı-maliyet makası dolayısıyla yıllık bazda zayıf finansallar görüleceğini tahmin ediyoruz. **Havacılık sektörü,** 2023 yılı ilk çeyreğinde yolcu trafik rakamlarını artırmayı başarmış olsa da ülkemizde yaşanan yıkıcı depremin etkilerinin neredeyse en çok görüldüğü sektör olmuştur. Ücretsiz yapılan kurtarma uçuşları, yardım malzemeleri taşıyan kargo uçuşlarının yanı sıra şirketlerin nakdi yardımlarda bulunması net kar üzerinde baskı yapan temel unsur olmuştur. **Otomotiv sektöründe** araç bulunabilirliğindeki artışa paralel güçlü üretim ve satış rakamları elde etmiş olup artan maliyet ve personel giderleri marjlar üzerinde baskı yapmaya devam etmiştir. Özellikle teşviklerden yararlanan üretici şirketler üzerinde deprem vergisi baskı yapmaktadır. **Çimento sektörünün** ise yılın ilk çeyreğinde elektrik ve yakıt maliyetlerindeki düşüş ve döviz kurlarındaki stabil seyir ile kar marjlarının olumlu etkilendiğini düşünüyoruz. Depremin yaşandığı Şubat ayında yurt içi talepte ciddi düşüş yaşanmasına rağmen Mart ayı itibarıyla havaların ısınması inşaat faaliyetlerini hızlandıran etki yarattı. Mevsimselliğin yaşandığı ve küresel ekonomik ivme kaybının devam ettiği bu çeyrekte yurt dışı talepte düşüş görüldü. Tüm bu etkenlere rağmen marjlardaki artış beklentisi ve yurt içi inşaat faaliyetlerindeki artış beklentisi ile önceki yılın aynı dönemine göre iyi bir çeyrek gerçekleşti. **Perakende sektöründe** bu dönemde ivme düşse de süren enflasyon etkisiyle büyüme devam ederken, artan personel maliyetleri ile çeyrek özelinde deprem nedeniyle yapılan tek seferlik bağış ve yardımlar marjlar üzerinde negatif etki yaratıyor. Tüketicinin alımlarını öne çektiği bu dönemde, zincir marketlerin öz markalı ürünleri de mağaza trafiğine olumlu katkı sağlıyor. Enerji maliyetlerinin düşen grafiği bu çeyrek özelinde olmasa da yıl içinde marjlara olumlu etki etmeye başlayacak. **Enerji sektöründe** Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın açıkladığı 2035 hedeflerine yönelik yönetmelik düzenlemeleri yatırımları hızlandırmaya başladı. Hibrit yönetmeliğinin ardından hızlanan güneş enerjisi yatırımları 2023 yılında da etkili olmaya devam ediyor. Güncellenen depolama mevzuatı ardından açıklanan döviz bazlı teşvik kararı ise döviz finansmanlı depolama yatırımlarının cazibesini artırıyor. Enerji üretiminde kaynak bazında gelişmeler incelendiğinde; yerli kömürün azami uzlaştırma fiyatı üretimi baskılıyor, yatırımları yavaşlatıyor. Kuraklık ilk çeyrekte etkisini gösterirken, hidroelektrik santrallerinin üretim verileri geriledi. Deprem etkisi ile düşen fabrika ve mesken tüketimleri perakende satış şirketlerinin, düşük yatırımlar da dağıtım şirketlerinin finansallarını baskıladı. **Telekom sektöründe** ilk çeyrekte yaşanan depremler dolayısıyla fiyat revizyonu yapılmamış olup bölgeye ve personellere yapılan ek yardımların giderlere kısmi etkisinin yansımaları ve personel zamları, enerji fiyatlarının etkisinin devam etmesi dolayısıyla marjlarında hafif azalış beklemekteyiz.

**Şirketler özelinde** ise hem yurt içi hem de yurt dışı pazardaki hacimsel büyümeleri ile **TTRAK**, erkene çekilen ilaç kuru zammının stok karına pozitif etkisi ile **SELEC**, yıllık bazda iyileşen ürün marjları ile **TUPRS**, güçlü satış hacmi ve iştiraki Tüpraş'ın etkisi ile **AYGAZ**, enerji segmentinin katkısı ve zayıf TL ile **ENKAI**, finans ve finans dışı (rafineri ve otomotiv) segmentlerin katkısıyla **KCHOL**, döviz açık pozisyonunu kapatmaya devam eden **ULKER**, yeni partner kazanımları ve havacılık sektöründeki pozitif seyrin devam etmesi ile **HTTBT**, Marmara ve Ege Bölgelerinde ağırlıklı satışlarını gerçekleştiren **AKNS**, hem hacimsel büyüme hem de fiyatlandırma stratejisiyle **otomotiv sektörü hisselerinin (DOAS, FROTO, TOASO)** kuvvetli sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz.

## En çok beğendiğimiz finansallar

	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 2-5 Mayıs
<b>TSKB</b>						
Net Kar	606	1,411	1,257	107%	-11%	Mevduat bankalarına kıyasla daha stabil marj yapısı ve yüksek kredi kalitesi ile öne çıkıyor. TÜFE'ye endeksli bonolar nedeniyle çeyreksel bazda 2 puan civarında marj daralması olabilir. İkinci yarıda TÜFE'ye endeksli bonolar yüksek katkı verebilir.
<b>ANHYT</b>						
Net Kar	189	595	385	103%	-35%	Yıllık bazda BES fon artışı (%58) enflasyona paralel, hayat sigortası prim artışı %169 ile enflasyonun oldukça üzerinde. Bu nedenle hayat sigortalılarının karlılık üzerindeki etkisini daha olumlu bekliyoruz. Finansal gelirler önceki döneme göre düşük olabilir.
<b>TRGYO</b>						
Net Kar	171	18,553	624	264%	-97%	Operasyonel karlılık 4Ç22'ye paralel olabilir. İştiraklerden gelir beklemediğimiz bu dönemde net kar bir önceki dönemin altında kalmasına rağmen kira gelirlerindeki artış ile birlikte 1Ç22'ye göre belirgin bir şekilde yukarıda olacaktır.
<b>TUPRS</b>						
Net Satış Geliri	79,345	116,026	97,201	23%	-16%	Yıllık bazda iyileşen ürün marjları beraberinde güçlü sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz.
FAVÖK	5,175	16,636	10,020	94%	-40%	
Net Kar	1,290	17,589	6,273	386%	-64%	
<b>AYGAZ</b>						
Net Satış Geliri	6,413	11,016	11,321	77%	3%	Artan satış hacmi ve İştiraki Tüpraş'tan beklediğimiz yüksek katkı dolayısıyla güçlü net kar büyümesi kaydedeceğini öngörüyoruz.
FAVÖK	183	25	90	-51%	253%	
Net Kar	201	1,901	481	139%	-75%	
<b>KCHOL</b>						
Net Kar	6,713	27,784	15,508	131%	-44%	Finans segmentinin yanı sıra başta Tüpraş ve otomotiv grubu olmak üzere finans dışı segmentin de katkısı beraberinde yıllık net kar büyümesinin güçlü bir seviyede gerçekleşeceğini düşünüyoruz.
<b>ENKAI</b>						
Net Satış Geliri	11,470	17,560	16,377	43%	-7%	Enerji segmentinin katkısı ve TL'deki değer kaybı beraberinde yıllık ciro ve FAVÖK büyümesini devam ettireceğini ve yatırım faaliyetlerinden gelir-gider dengesindeki iyileşme ile birlikte geçen yılın aynı dönemine göre net zarardan net kara döneceğini düşünüyoruz.
FAVÖK	2,642	3,662	3,627	37%	-1%	
Net Kar	-492	5,066	3,279	n.m.	-35%	
<b>TRAK</b>						
Net Satış Geliri	3,988	7,218	8,951	124%	24%	İç pazardaki büyüme ve ihracat hacmindeki artışa paralel olarak satışların güçlü seyirde devam edeceğini öngörüyoruz.
FAVÖK	572	1,183	1,576	176%	33%	
Net Kar	477	1,359	1,127	136%	-17%	
<b>SELEC</b>						
Net Satış Geliri	8,568	14,504	17,840	108%	23%	Şubat'ta planlanan ilaç kuru zammının Aralık ayında yapılması neticesinde oluşan stok kar etkisinin 1Ç23 rakamları üzerinde etkili olacağını öngörüyoruz. Diğer taraftan, asgari ücrete yapılan zam artışlarının FAVÖK marjı üzerinde baskı yaratacağını düşünüyoruz.
FAVÖK	655	962	1,183	81%	23%	
Net Kar	549	720	865	58%	20%	

## En çok beğendiğimiz finansallar/devam

<b>AKNS</b>	<b>1Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>Yıllık Değişim</b>	<b>Çeyrek Değişim</b>	<b>Açıklanma Tarihi: 28 Nisan</b>
Net Satış Geliri	1,240	3,029	3,059	147%	1%	Yurt dışı talep yavaşlamasına rağmen yurt içinde talebin canlanması ile kar marjlarında iyileşme öngörüyoruz. Elektrik ve yakıt maliyetlerindeki düşüş de marjları destekledi.
FAVÖK	157	408	615	291%	51%	
Net Kar	103	361	584	466%	62%	
<b>DOAS</b>	<b>1Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>Yıllık Değişim</b>	<b>Çeyrek Değişim</b>	<b>Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs</b>
Net Satış Geliri	7,240	16,069	18,381	154%	14%	Araç bulunurluğunun pozitif katkısıyla güçlü satış geliri elde etmesini beklerken ikramiye ve artan personel giderlerinin marjlar üzerinde baskı yapmasını öngörmekteyiz. Vergi hesaplamaları ve özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar net kar tahminimizde risk oluşturan unsurlardır.
FAVÖK	1,201	2,117	2,892	141%	37%	
Net Kar	997	2,364	2,877	189%	22%	
<b>FROTO</b>	<b>1Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>Yıllık Değişim</b>	<b>Çeyrek Değişim</b>	<b>Açıklanma Tarihi: 27 Nisan</b>
Net Satış Geliri	27,876	60,939	67,850	143%	11%	Romanya'nın dahil olması, güçlü geçen yurt içi ve yurt dışı satışlarının etkisiyle güçlü satış geliri elde etmesini beklemekteyiz. Yatırımlar kaynaklı vergi teşviğinden yararlanan Şirket için yeni gelen deprem vergisi net kar üzerinde baskı oluşturmaz.
FAVÖK	2,971	7,754	7,033	137%	-9%	
Net Kar	2,802	8,292	5,836	108%	-30%	
<b>TOASO</b>	<b>1Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>Yıllık Değişim</b>	<b>Çeyrek Değişim</b>	<b>Açıklanma Tarihi: 27 Nisan</b>
Net Satış Geliri	10,634	23,474	19,435	83%	-17%	Güçlü geçen yurt içi ve yurt dışı satışlarının pozitif etkisini görmeyi beklemekteyiz.
FAVÖK	1,738	4,278	3,482	100%	-19%	
Net Kar	1,129	3,498	2,463	118%	-30%	
<b>HTTBT</b>	<b>1Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>Yıllık Değişim</b>	<b>Çeyrek Değişim</b>	<b>Açıklanma Tarihi: ---</b>
Net Satış Geliri	53	104	147	180%	41%	Yeni partner kazanımlarıyla ön plana çıkan Şirket'in havacılık sektöründeki toparlanmayla güçlü sonuçlar açıklamasını beklemekteyiz. 2023'te Şirket için "Net Kar" ifadesinin çok daha yüksek sesle konuşulacağı kanaatindeyiz.
FAVÖK	27	45	59	116%	31%	
Net Kar	10	40	46	343%	14%	
<b>ULKER</b>	<b>1Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>Yıllık Değişim</b>	<b>Çeyrek Değişim</b>	<b>Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs</b>
Net Satış Geliri	5,886	9,018	10,038	71%	11%	Açık döviz pozisyonunu kapatmaya devam eden Şirket'in operasyonel verimliliğini de artırmasıyla güçlü sonuçlar açıklamasını beklemekteyiz.
FAVÖK	1,245	1,834	2,088	68%	14%	
Net Kar	-471	983	492	n.m.	-50%	
<b>KMPUR</b>	<b>1Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>Yıllık Değişim</b>	<b>Çeyrek Değişim</b>	<b>Açıklanma Tarihi: ---</b>
Net Satış Geliri	981	1,525	1,593	62%	4%	İlk çeyrekte beklentinin üzerinde performansla, tonajlarında geçen senenin %40 üzerinde artış yaşandı. Deprem sebebiyle hacim artışı ayakkabıdan rigit ürün grubuna kaydı. Şirket'in 1Ç23'te olumlu rakamlar açıklamasını bekliyoruz.
FAVÖK	136	184	195	43%	6%	
Net Kar	174	66	145	-17%	119%	
<b>CCOLA</b>	<b>1Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>Yıllık Değişim</b>	<b>Çeyrek Değişim</b>	<b>Açıklanma Tarihi: 2 Mayıs</b>
Net Satış Geliri	8,665	12,758	16,006	85%	25%	Türkiye ve yurt dışı operasyonlarında büyüme trendinin devam etmesini ve Şirket operasyonlarının önceki yıla göre pozitif seyratesini bekliyoruz. FAVÖK'te ilk yarı yılın daha düşük seyratesine karşın 1Ç23 finansallarında yıllık artış öngörüyoruz.
FAVÖK	1,721	1,870	2,481	44%	33%	
Net Kar	630	649	736	17%	13%	

## DENİZ YATIRIM STRATEJİ & ARAŞTIRMA 1Ç23 KAR TAHMİNLERİ (Bankacılık, Mn TL)

<b>AKBNK</b>	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 26 Nisan
Net Kar	8,047	21,801	10,889	35%	-50%	Çeyreklik bazda 5 puan civarında marj daralması, operasyonel giderlerdeki yüksek oranlı artış ve %12 civarında TL kredi büyümesi bu çeyrekteki önemli unsurlar olabilir. TÜFE'ye endeksli bono katkısı 2023 beklentileri için pozitif bir risk olabilir.
<b>GARAN</b>	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 27 Nisan
Net Kar	8,210	19,902	13,056	59%	-34%	Çeyreklik bazda 3.7 puan civarında marj daralması, operasyonel giderlerdeki yüksek oranlı artış ve %11 civarında TL kredi büyümesi bu çeyrekteki önemli unsurlar olabilir. 1Ç23'teki hızlı TL mevduat artışı nedeniyle 2Ç23 marjı biraz daha baskılanabilir.
<b>HALKB</b>	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 8-12 Mayıs
Net Kar	2,025	5,849	4,027	99%	-31%	Faiz marjında 2.2 puan civarında çeyreklik daralma, operasyonel giderlerdeki yüksek oranlı artış ve %21 civarında TL kredi büyümesi bu çeyrekteki önemli unsurlar olabilir. İkinci yarıda daha yüksek bir karlılık patikası yakalanması beklenebilir.
<b>ISCTR</b>	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 2-5 Mayıs
Net Kar	8,432	23,528	11,416	35%	-51%	Çeyreklik bazda 2 puanlık TL kredi/mevduat faiz makasındaki daralmaya rağmen TÜFE'ye endeksli bonoların farklı muhasebesinden dolayı 1 puan civarında marj daralması, %10 TL kredi büyümesi ve yüksek operasyonel gider artışı önemli unsurlardır.
<b>VAKBN</b>	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 8-12 Mayıs
Net Kar	3,002	8,407	4,420	47%	-47%	6.7 puan kadar çeyreklik marj daralması, %21 civarında TL kredi büyümesi, yüksek oranlı operasyonel gider artışı ve bu rakama isabet eden tutarda serbest karşılık çözülmesi bu dönemin öne çıkan unsurları olabilir.
<b>YKBNK</b>	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 28 Nisan
Net Kar	7,258	17,429	11,251	55%	-35%	TÜFE'ye endeksli bonolardan dolayı 6 puan civarında çeyreklik marj daralması, yüksek oranlı operasyonel gider artışı ve %12 civarında bireysel ağırlıklı TL kredi büyümesi öne çıkan hususlar. TÜFE'ye endeksli bono katkısı 2023 beklentileri için pozitif bir risk olabilir.
<b>TSKB</b>	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 2-5 Mayıs
Net Kar	606	1,411	1,257	107%	-11%	Mevduat bankalarına kıyasla daha stabil marj yapısı ve yüksek kredi kalitesi ile öne çıkıyor. TÜFE'ye endeksli bonolar nedeniyle çeyreklik bazda 2 puan civarında marj daralması olabilir. İkinci yarıda TÜFE'ye endeksli bonolar yüksek katkı verebilir.

## DENİZ YATIRIM STRATEJİ & ARAŞTIRMA 1Ç23 KAR TAHMİNLERİ

### (Sigortacılık ve GYO, Mn TL)

AKGRT	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 3 Mayıs
Net Kar	-254	274	138	n.m.	-50%	1Ç23'te yıllık prim üretimi %108 artan şirketin yatırım gelirleri hariç operasyonel performansı önceki döneme göre yatay kalabilir. Mevduat faizlerindeki yükseliş ile şirket yılın kalan kısmında çok daha yüksek finansal gelir elde edebilir.
ANSGR	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 2-5 Mayıs
Net Kar	197	635	30	-85%	-95%	1Ç23'te prim üretimi yıllık bazda enflasyonun oldukça üzerinde, %125 artış gösterebilir. Yatırım gelirleri hariç operasyonel karlılık önceki döneme göre toparlanabilir; ancak, karşılık giderleri ve hasar ödemeleri nedeni ile zayıf bir net kar bekliyoruz.
TURSG	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 2 Mayıs
Net Kar	307	424	310	1%	-27%	1Ç23'te yıllık prim üretimi %115 artan şirketin yatırım gelirleri hariç operasyonel performansı önceki döneme göre kısmen iyileşebilir. Mevduat faizlerindeki yükseliş ile şirket yılın kalan kısmında çok daha yüksek finansal gelir elde edebilir.
ANHYT	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 2-5 Mayıs
Net Kar	189	595	385	103%	-35%	Yıllık bazda BES fon artışı (%58) enflasyona paralel, hayat sigortası prim artışı %169 ile enflasyonun oldukça üzerinde. Bu nedenle hayat sigortalarının karlılık üzerindeki etkisini daha olumlu bekliyoruz. Finansal gelirler önceki döneme göre düşük olabilir.
AGESA	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 2 Mayıs
Net Kar	242	177	224	-7%	26%	1Ç23'te yıllık bazda %129 artmasını beklediğimiz hayat sigortalarındaki operasyonel karlılık önceki dönemin üzerinde olabilir. Yıllık %68 artan BES fon hacmi ve operasyonel giderlerin çeyreklik bazda yataylaşması ile segment zararı azalabilir.
ISMEN	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 2-5 Mayıs
Net Kar	558	2,300	816	46%	-65%	Aracılık komisyon gelirleri 4Ç22'ye göre hafif gerileyebilir. Kredili işlemlerde faizlerin yükselmesi ile birlikte hacmin gerilemesini ama gelirin hafif artmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında daha yüksek bir operasyonel performans öngörüyoruz.
EKGYO	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 8-12 Mayıs
Net Kar	771	953	1,475	91%	55%	Geçmiş dönem satışlarından gelir tablosuna kaydedilecek kar paylaşım gelirlerinin görece artmış olması bu dönemde kar rakamının artmasına imkan verebilir. Beklentimiz, şirketin 4.2 milyar TL'lik 2023 tüm yıl hedefine göre kısmen iyimserdir.
OZKGY	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 8-12 Mayıs
Net Kar	447	3,138	305	-32%	-90%	Konut satış gelirleri 1Ç22'nin gerisinde, kira gelirleri ise üzerinde olabilir. Otel gelirleri ise mevsimsel olarak düşük kalacaktır. Yüksek nakit pozisyonundan elde edilebilecek finansal gelir tahminimize yukarı yönlü risk olabilir.
TRGYO	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 8-12 Mayıs
Net Kar	171	18,553	624	264%	-97%	Operasyonel karlılık 4Ç22'ye paralel olabilir. İştiraklerden gelir beklemediğimiz bu dönemde net kar bir önceki dönemin altında kalmasına rağmen kira gelirlerindeki artış ile birlikte 1Ç22'ye göre belirgin bir şekilde yukarıda olacaktır.

## DENİZ YATIRIM STRATEJİ & ARAŞTIRMA 1Ç23 KAR TAHMİNLERİ (Finans dışı, Mn TL)

ARCLK	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 19 Nisan
Net Satış Geliri	28,164	39,192	39,671	41%	1%	Satış gelirleri ve FAVÖK rakamlarındaki büyümenin devam edeceğini ancak maliyet enflasyonu dolayısıyla marjında yıllık bazda daralma görüleceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, net karın da çeyreksel ve yıllık bazda azalacağını öngörüyoruz.
FAVÖK	3,002	3,601	3,636	21%	1%	
Net Kar	1,166	2,565	918	-21%	-64%	
VESBE	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	5,418	10,191	8,705	61%	-15%	Hacimde büyüme, artan fiyatlar ve Türk Lirası'ndaki değer kaybı eşliğinde ciro büyümesini sürdüreceğini ancak yıllık bazda zayıflayan parite ve artan maliyetler dolayısıyla FAVÖK marjının daralacağını düşünüyoruz.
FAVÖK	857	309	566	-34%	83%	
Net Kar	573	-15	89	-85%	n.m.	
VESTL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	11,741	19,272	16,762	43%	-13%	Şirket'in beyaz eşya segmenti öncülüğünde yıllık bazda gelir büyümesini sürdüreceğini ancak artan maliyetlerin karlılık üzerindeki baskısı nedeniyle FAVÖK rakamının yıllık bazda azalacağını ve yüksek finansman giderleri dolayısıyla net zarar açıklayacağını düşünüyoruz.
FAVÖK	1,491	1,329	1,024	-31%	-23%	
Net Kar	472	-102	-92	n.m.	-10%	
EREGL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 24 Nisan Haftası
Net Satış Geliri	29,204	27,248	24,363	-17%	-11%	Daralan ürün makası nedeniyle 4Ç22'ye benzer şekilde yıllık bazda zayıf sonuçlar kaydetmesini bekliyoruz.
FAVÖK	9,764	674	429	-96%	-36%	
Net Kar	5,626	3,175	19	-100%	-99%	
KARDM	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 5 Mayıs
Net Satış Geliri	6,026	7,716	8,702	44%	13%	Düşen karlılık paralelinde yıllık bazda zayıf finansallar açıklamasını beklerken, çeyreksel bazda marjlarda toparlanma görüleceğini ve geçen çeyreğe kıyasla net zarardan net kara geçeceğini düşünüyoruz.
FAVÖK	1,518	685	1,051	-31%	53%	
Net Kar	1,171	-218	544	-54%	n.m.	
PETKM	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs
Net Satış Geliri	11,421	8,908	9,175	-20%	3%	Olumsuz koşulların etkisiyle Şirket, ilk çeyrekte üretimi optimize etmek için bazı ürünlerde üretimi durdurdu. Avrupa'da talepte yavaşlama, arz fazlası sebebiyle düşen birim fiyatlar ve artan maliyetler dolayısıyla oldukça zayıf sonuçlar açıklamasını bekliyoruz.
FAVÖK	1,553	-149	605	-61%	n.m.	
Net Kar	1,754	822	-10	-101%	n.m.	
TUPRS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 28 Nisan
Net Satış Geliri	79,345	116,026	97,201	23%	-16%	Yıllık bazda iyileşen ürün marjları beraberinde güçlü sonuçlar açıklayacağını tahmin ediyoruz.
FAVÖK	5,175	16,636	10,020	94%	-40%	
Net Kar	1,290	17,589	6,273	386%	-64%	
AYGAZ	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 28 Nisan
Net Satış Geliri	6,413	11,016	11,321	77%	3%	Artan satış hacmi ve iştiraki Tüpraş'tan beklediğimiz yüksek katkı dolayısıyla güçlü net kar büyümesi kaydedeceğini öngörüyoruz.
FAVÖK	183	25	90	-51%	253%	
Net Kar	201	1,901	481	139%	-75%	
AKSA	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 2 Mayıs
Net Satış Geliri	3,915	4,310	3,976	2%	-8%	Zayıflayan talep ve fiyatlama ortamı dolayısıyla FAVÖK ve net kar rakamlarında azalış olabileceğini düşünüyoruz.
FAVÖK	922	835	752	-18%	-10%	
Net Kar	625	1,383	527	-16%	-62%	
ALKIM	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 9-10 Mayıs
Net Satış Geliri	545	750	786	44%	5%	Kağıt segmentinin zayıflasa da devam eden katkısına ek olarak zayıf TL beraberinde genel anlamda yıllık büyümesini sürdürmesini bekliyoruz.
FAVÖK	161	170	195	21%	15%	
Net Kar	118	119	142	20%	19%	
HEKTS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 24 Nisan Haftası
Net Satış Geliri	1,078	1,177	1,349	25%	15%	Deprem haberesinin olumsuz etkisine karşılık yükselen birim fiyatlar beraberinde yıllık bazda ciro büyümesini sürdüreceğini öngörüyoruz. Diğer yandan, yüksek finansal giderler dolayısıyla net karının hem çeyreksel hem de yıllık bazda daralacağını tahmin ediyoruz.
FAVÖK	381	250	365	-4%	46%	
Net Kar	212	186	94	-55%	-49%	
DOAS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs
Net Satış Geliri	7,240	16,069	18,381	154%	14%	Araç bulunurluğunun pozitif katkısıyla güçlü satış geliri elde etmesini beklerken ikramiye ve artan personel giderlerinin marjlar üzerinde baskı yapmasını öngörmekteyiz. Vergi hesaplamaları ve özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar net kar tahminimizde risk oluşturan unsurlardır.
FAVÖK	1,201	2,117	2,892	141%	37%	
Net Kar	997	2,364	2,877	189%	22%	
FROTO	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 27 Nisan
Net Satış Geliri	27,876	60,939	67,850	143%	11%	Romanya'nın dahil olması, güçlü geçen yurt içi ve yurt dışı satışlarının etkisiyle güçlü satış geliri elde etmesini beklemekteyiz. Yatırımlar kaynaklı vergi teşviğinden yararlanan Şirket için yeni gelen deprem vergisi net kar üzerinde baskı oluşturmaktadır.
FAVÖK	2,971	7,754	7,033	137%	-9%	
Net Kar	2,802	8,292	5,836	108%	-30%	
TOASO	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 27 Nisan
Net Satış Geliri	10,634	23,474	19,435	83%	-17%	Güçlü geçen yurt içi ve yurt dışı satışlarının pozitif etkisini görmeyi beklemekteyiz.
FAVÖK	1,738	4,278	3,482	100%	-19%	
Net Kar	1,129	3,498	2,463	118%	-30%	
TTRAK	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 26 Nisan
Net Satış Geliri	3,988	7,218	8,951	124%	24%	İç pazardaki büyüme ve ihracat hacmindeki artışa paralel olarak satışların güçlü seyirde devam edeceğini öngörüyoruz.
FAVÖK	572	1,183	1,576	176%	33%	
Net Kar	477	1,359	1,127	136%	-17%	
BRISA	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 3 Mayıs
Net Satış Geliri	2,714	4,505	4,623	70%	3%	Artan otomotiv satışları ile orjinal ekipman tarafında hacimsel artış beklemekteyiz. Vergi teşviğinden yararlanan Şirket için deprem vergisi net kar üzerinde baskı oluşturmaktadır.
FAVÖK	792	850	941	19%	11%	
Net Kar	613	510	518	-16%	2%	

## Finans Dışı (Mn TL)/devam

KORDS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 5 Mayıs
Net Satış Geliri	4,160	4,679	5,350	29%	14%	Küreselde talepteki daralmanın devam etmesiyle Şirket'in gelirleri üzerindeki baskı devam etmektedir. Artan personel gideri enerji fiyatlarındaki düşüşle dengelenmiştir.
FAVÖK	788	315	397	-50%	26%	
Net Kar	417	185	112	-73%	-39%	
ALARK	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs
Net Kar	1,031	3,956	1,634	58%	-59%	Yavaşlayan enerji segmentinin katkısı dolayısıyla net kar rakamında çeyrek bazda azalış olabileceğini ancak yıllık bazda artacağını öngörüyoruz.
KCHOL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 2 Mayıs
Net Kar	6,713	27,784	15,508	131%	-44%	Finans segmentinin yanı sıra başta Tüpraş ve otomotiv grubu olmak üzere finans dışı segmentin de katkısı beraberinde yıllık net kar büyümesinin güçlü bir seviyede gerçekleşeceğini düşünüyoruz.
SAHOL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs
Net Kar	8,251	16,613	6,451	-22%	-61%	Net kar rakamının yıllık bazda daralacağını ancak 1Ç22'deki Philips satışlarından arındırdığımızda net karın %15'e yakın büyüme kaydedeceğini öngörüyoruz.
DOHOL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs
Net Kar	983	1,881	952	-3%	-49%	Artan finansal giderler dolayısıyla hem çeyrek hem de yıllık bazda net karın azalış kaydedebileceğini tahmin ediyoruz. Ancak Aytemiz'in satış dolayısıyla net kar rakamında sapa olabileceğini de belirtmek isteriz.
TKFEN	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 27 Nisan
Net Satış Geliri	5,296	9,450	8,933	69%	-5%	Geçen yılın aynı dönemdeki düşük baz etkisi dolayısıyla FAVÖK ve net kar büyümesinin güçlü seviyelerde gerçekleşebileceğini ancak benzer rakamlar için çeyrek bazda azalış olacağını tahmin ediyoruz.
FAVÖK	92	559	400	335%	-28%	
Net Kar	105	1,660	387	267%	-77%	
ENKAI	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs
Net Satış Geliri	11,470	17,560	16,377	43%	-7%	Enerji segmentinin katkısı ve TL'deki değer kaybı beraberinde yıllık ciro ve FAVÖK büyümesini devam ettireceğini ve yatırım faaliyetlerinden gelir-gider dengesindeki iyileşme ile birlikte geçen yılın aynı dönemine göre net zarardan net kara döneceğini düşünüyoruz.
FAVÖK	2,642	3,662	3,627	37%	-1%	
Net Kar	-492	5,066	3,279	n.m.	-35%	
SISE	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: Mayıs ilk hafta
Net Satış Geliri	16,974	29,070	27,592	63%	-5%	Düşük sezon geçiren Şişecam'ın gelir ve marjlarında daralma öngörmekteyiz. Doğalgaz indirimi 2. çeyrek bilançolarında yer alacaktır ve şirket bu doğrultuda %10-15 aralığında indirimlere başlamıştır.
FAVÖK	4,456	4,631	4,779	7%	3%	
Net Kar	3,576	5,589	2,289	-36%	-59%	
PGSUS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 10 Mayıs
Net Satış Geliri	4,064	12,477	8,392	106%	-33%	Mevsimsellik ve depreme rağmen güçlü trafik sonuçları yakalayan Şirket'in frekans, personel ve yakıt giderlerindeki artış nedeniyle marjlar üzerinde baskı oluşturmaları öngörmekteyiz. Deprem kaynaklı giderler ve yabancı para değerlemeleri kaynaklı gelir ve giderlerin muhasebeleştirilmesi net kar hesaplamamızda sapaalara neden olacaktır.
FAVÖK	342	3,966	1,133	231%	-71%	
Net Kar	-1,100	4,152	-420	-62%	n.m.	
TAVHL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 25 Nisan
Net Satış Geliri	2,332	5,774	5,021	115%	-13%	Antalya'da vergi teşviğinden yararlanan Şirket'in deprem vergisi ödeyecek olması ve faiz giderlerindeki artışın etkisiyle karlılık üzerinde baskı oluşmasını beklemekteyiz.
FAVÖK	542	1,178	949	75%	-19%	
Net Kar	-336	30	-653	94%	n.m.	
THYAO	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 3 Mayıs
Net Satış Geliri	42,614	88,049	82,103	93%	-7%	2019'un üzerinde gerçekleşen toplam yolcu sayısının da katkısıyla birim gelirlerde artış beklenen akaryakıt ve personel giderlerindeki artışın marjlar üzerinde baskı oluşturmaları öngörmekteyiz. Deprem kaynaklı giderler ve yabancı para değerlemeleri kaynaklı gelir ve giderler ile ek üretici firmalardan alınacak olan gecikme bedelleri net kar hesaplamamızda sapaalara neden olabilir.
FAVÖK	8,247	20,627	16,010	94%	-22%	
Net Kar	2,220	8,936	5,008	126%	-44%	
MEDTR	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	168	206	224	33%	9%	Euro/Dolar paritesinin etkisi ve asgari ücrete yapılan zam sebebiyle personel maaşlarında yaşanan artışın şirketin 1Ç23 finansalları üzerinde baskı yaratacağını öngörüyoruz.
FAVÖK	58	51	60	4%	18%	
Net Kar	70	59	58	-17%	-2%	
SELEC	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	8,568	14,504	17,840	108%	23%	Şubat'ta planlanan ilaç kuru zammının Aralık ayında yapılması neticesinde oluşan stok kar etkisinin 1Ç23 rakamları üzerinde etkili olacağını öngörüyoruz. Diğer taraftan, asgari ücrete yapılan zam artışlarının FAVÖK marjı üzerinde baskı yaratacağını düşünüyoruz.
FAVÖK	655	962	1,183	81%	23%	
Net Kar	549	720	865	58%	20%	
LKMNH	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	152	265	313	106%	18%	Şirket bünyesine dahil olan Lokman Hekim İstanbul Hastanesi ve sağlık turizm alanının ön plana çıkmasının finansallar üzerinde etkili olacağını öngörüyoruz.
FAVÖK	37	54	56	50%	4%	
Net Kar	27	52	39	46%	-25%	
MPARK	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs
Net Satış Geliri	2,187	2,944	3,033	39%	3%	Şubat ayı başında yapılması planlanan SUT fiyat revizyonunun deprem nedeniyle Mart ayının sonunda yapılması ve asgari ücrete gelen %5 oranındaki zammın şirketin hasılat ve maliyet kalemleri üzerinde baskı yaratacağını öngörüyoruz.
FAVÖK	502	713	716	43%	0%	
Net Kar	170	581	346	103%	-40%	
AKSEN	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: Nisan Son Hafta - Mayıs İlk Hafta
Net Satış Geliri	5,892	11,908	7,594	29%	-36%	Şirket'in yenilenebilir enerji faaliyetleri odak noktasında olup 2023 yılı itibarıyla tam kapasitede çalışmasına karşın dengesizlik nedeniyle ilk çeyrek ciro rakamlarında çeyrek düşüş bekleniyor. Enerji fiyatlarındaki azalışın da finansallara geçen yıla kıyasla negatif etkisi olacağını düşünüyoruz.
FAVÖK	1,637	1,100	1,332	-19%	21%	
Net Kar	1,176	649	724	-38%	12%	

## Finans Dışı (Mn TL)/devam

ENJSA	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 4 Mayıs
Net Satış Geliri	17,531	24,007	20,717	18%	-14%	Gerçekleşen sınırlı katkısına ek olarak deprem ve yatırım harcamaları dolayısıyla çeyreklik bazda zayıf sonuçlar öngörüyoruz.
FAVÖK	1,525	2,493	2,422	59%	-3%	
Net Kar	193	12,122	707	266%	-94%	
GWIND	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 3 Mayıs
Net Satış Geliri	290	325	334	15%	3%	Elektrik üretimi 1Ç23'te mevsimsellik nedeniyle beklentinin altında gerçekleşmesine rağmen Şirket'in marjlarını kısmen korumaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.
FAVÖK	257	269	266	4%	-1%	
Net Kar	182	234	229	26%	-2%	
BIOEN	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	236	408	514	117%	26%	Mevsimsellik etkisiyle düşen üretim gelirlerinin karbon kredi satış gelirleri ile dengeleneceğini öngörüyoruz.
FAVÖK	74	211	219	197%	4%	
Net Kar	10	227	138	1263%	-39%	
KONTR	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 1-10 Mayıs
Net Satış Geliri	213	936	449	111%	-52%	Hem yurt içi hem de yurt dışı projelerin katkısı ile birlikte yıllık bazda güçlü ciro ve FAVÖK büyümesini sürdürmesini ancak yatırımlar kaynaklı yüksek finansman giderleri dolayısıyla net karda azalış olmasını bekliyoruz.
FAVÖK	34	141	65	89%	-54%	
Net Kar	43	274	28	-35%	-90%	
YATAS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs Haftası
Net Satış Geliri	1,133	2,196	2,080	84%	-5%	Yurt içi güçlü talep devam etse de depremin gerçekleştiği ayda sektörde talep yavaşlaması görüldü. Mart ayı ile birlikte canlanmanın başladığını düşünüyoruz. Gecikmiş talebin ikinci çeyrekte itibaren daha güçlü sonuçlar getirmesini bekliyoruz.
FAVÖK	148	358	286	93%	-20%	
Net Kar	87	145	162	87%	12%	
TELL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs
Net Satış Geliri	10,365	15,507	16,283	57%	5%	İlk çeyrekte deprem dolayısıyla fiyat revizyonu yapılmamış olup bölgeye ve personellere yapılan ek yardımların giderlere etkisinin yansımaları bekliyoruz. Personel zamları ve enerji fiyatlarının etkisinin devam etmesi dolayısıyla marjlarda azalış öngörüyoruz.
FAVÖK	4,375	6,744	6,526	49%	-3%	
Net Kar	803	5,996	1,655	106%	-72%	
TKOM	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	9,471	15,287	12,313	30%	-19%	İlk çeyrekte deprem kaynaklı abone kaybı sınırlı olmakla birlikte ek yatırım harcamalarının Şirket marjları üzerinde kısmen negatif yönde etki yaratmasını öngörüyoruz.
FAVÖK	3,880	5,239	4,070	5%	-22%	
Net Kar	561	1,011	1,022	82%	1%	
LOGO	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs haftası
Net Satış Geliri	269	522	451	68%	-14%	Yurt içinde ekonomik ivme kaybının ilk çeyrekte hissedilmesi dolayısıyla e-Logo alanında özellikle kontör gelirlerinde düşüş öngörüyoruz. Romanya faaliyetlerinin kar marjlarına destekleyici olmasını bekliyoruz.
FAVÖK	114	99	136	20%	37%	
Net Kar	93	63	121	31%	93%	
KAREL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	552	1,368	1,393	152%	2%	Şirket'in büyüme potansiyelinin devam etmesine karşın deprem sonrası altyapının iyileştirme faaliyetleri dolayısıyla ilk çeyrekte gelir ve nakit akışında kısmen sapma olmasını ve karlılık anlamında zayıf sonuçlar açıklamasını öngörüyoruz.
FAVÖK	137	199	180	31%	-10%	
Net Kar	80	21	51	-36%	146%	
KMPUR	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	981	1,525	1,593	62%	4%	İlk çeyrekte beklentinin üzerinde performansla, tonajlarında geçen senenin %40 üzerinde artış yaşandı. Deprem sebebiyle hacim artışı ayakta kalan rigit ürün grubuna kaydı. Şirket'in 1Ç23'te olumlu rakamlar açıklamasını bekliyoruz.
FAVÖK	136	184	195	43%	6%	
Net Kar	174	66	145	-17%	119%	
CCOLA	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 2 Mayıs
Net Satış Geliri	8,665	12,758	16,006	85%	25%	Türkiye ve yurt dışı operasyonlarında büyüme trendinin devam etmesini ve Şirket operasyonlarının önceki yıla göre pozitif seyretmesini bekliyoruz. FAVÖK'te ilk yarı yılın daha düşük seyretmesine karşın 1Ç23 finansallarında yıllık artış öngörüyoruz.
FAVÖK	1,721	1,870	2,481	44%	33%	
Net Kar	630	649	736	17%	13%	
BIMAS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs
Net Satış Geliri	27,267	45,393	50,444	85%	11%	Artan satış gelirlerine rağmen personel, enerji ve deprem için yapılan bağışların marjları baskılayacağını değerlendiriyoruz.
FAVÖK	2,284	3,949	2,983	31%	-24%	
Net Kar	1,342	3,364	1,279	-5%	-62%	
BİZİM	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	2,348	4,695	4,250	81%	-9%	Depremin tek seferlik olumsuz etkisini yoğun hissedileceği çeyrekte ciro büyümesini devam edeceğini öngörüyoruz.
FAVÖK	146	248	141	-4%	-43%	
Net Kar	25	186	-12	n.m.	n.m.	
MGROS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 3 Mayıs
Net Satış Geliri	12,271	24,448	25,351	107%	4%	Büyüme trendinin devamını öngörsek de artan personel ve enerji maliyetlerinin marjlar üzerinde baskı yapmasını bekliyoruz.
FAVÖK	964	1,551	1,544	60%	0%	
Net Kar	158	1,164	164	4%	-86%	
SOKM	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs
Net Satış Geliri	10,196	18,649	19,338	90%	4%	İvmesi azalsa da büyüme trendinin devamına yönelik beklentilerimiz sürüyor.
FAVÖK	894	1,472	1,185	33%	-19%	
Net Kar	258	574	387	50%	-33%	
TATGD	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreklik Değişim	Açıklanma Tarihi: 24 Nisan haftası
Net Satış Geliri	537	1,019	1,139	112%	12%	Döviz kurlarının geçen çeyreklere kıyasla daha ilimli artmış olması ihracat üzerinde baskı yapan temel unsurken artan maliyetlerinin de etkisi gözlenmektedir.
FAVÖK	85	138	158	87%	15%	
Net Kar	95	67	103	9%	53%	

## Finans Dışı (Mn TL)/devam

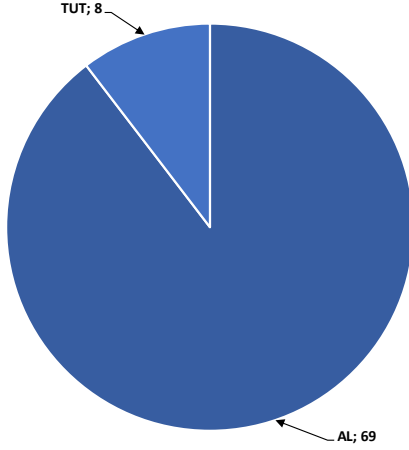
YILGD	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 28 Nisan
Net Satış Geliri	3,499	2,848	3,915	12%	37%	Maliyet ve finansal giderlerdeki artışların 1Ç23 rakamları üzerinde etkili olmasını beklemekteyiz.
FAVÖK	407	358	342	-16%	-5%	
Net Kar	289	204	191	-34%	-6%	
ULKER	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 9 Mayıs
Net Satış Geliri	5,886	9,018	10,038	71%	11%	Açık döviz pozisyonunu kapatmaya devam eden Şirket'in operasyonel verimliliğini de artırmasıyla güçlü sonuçlar açıklamasını beklemekteyiz.
FAVÖK	1,245	1,834	2,088	68%	14%	
Net Kar	-471	983	492	n.m.	-50%	
CIMSA	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 1 Mayıs Haftası
Net Satış Geliri	1,355	2,556	2,453	81%	-4%	Elektrik ve yakıt maliyetlerindeki çeyreksel düşüşün FAVÖK ve net kar marjlarına olumlu katkı sağlayacağını öngörüyoruz. Mevsimsel ortalamalarına göre iyi bir çeyrek geçiren Çimsa'nın ilerleyen dönemde büyümesini hızlandıracağını düşünüyoruz.
FAVÖK	137	241	290	111%	20%	
Net Kar	124	457	245	97%	-46%	
AKCNS	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 28 Nisan
Net Satış Geliri	1,240	3,029	3,059	147%	1%	Yurt dışı talep yavaşlamasına rağmen yurt içinde talebin canlanması ile kar marjlarında iyileşme öngörüyoruz. Elektrik ve yakıt maliyetlerindeki düşüş de marjları destekledi.
FAVÖK	157	408	615	291%	51%	
Net Kar	103	361	584	466%	62%	
KLKIM	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs Haftası
Net Satış Geliri	302	724	585	93%	-19%	Kalekim ilk çeyrekte, yurt dışı tarafta Irak pazarındaki ekonomik koşulların kötüleşmesi, yurt içinde ise depremin etkisiyle zor bir dönem geçirdi. Satış hacimlerinde düşüş beklentisi içinde olsak da Mart ayı ile birlikte yurt içi ve yurt dışı talepte canlanma öngörüyoruz.
FAVÖK	75	158	117	57%	-26%	
Net Kar	71	242	109	53%	-55%	
TEZOL	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs Haftası
Net Satış Geliri	362	751	785	117%	5%	Üretim maliyetlerindeki gerileme ve fiyat ayarlamalarıyla ilk çeyreği geçiren Tezol, yeni müşteri edinimi ve ihracat avantajıyla iyi bir dönemi geride bıraktı.
FAVÖK	63	173	151	141%	-13%	
Net Kar	92	282	180	96%	-36%	
AZTEK	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 1 Mayıs Haftası
Net Satış Geliri	503	789	910	81%	15%	Premium segmentteki katma değeri yüksek elektronik eşya talebi ilk çeyrekte güçlü bir şekilde devam etti. İyi bir çeyreği geride bırakan Aztek, yeni mağaza açılış planı devam ettirmektedir.
FAVÖK	75	110	130	74%	19%	
Net Kar	50	89	90	81%	1%	
İNDES	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: 8 Mayıs Haftası
Net Satış Geliri	5,168	8,126	8,528	65%	5%	Güçlü yurt içi talebin devam ettiği bir çeyreği geride bırakan İndeks, geri alım programıyla hisse fiyatını desteklerken, e-ticaret alanında yeni yatırımlarıyla büyümesini sürdüreceğini düşünüyoruz.
FAVÖK	175	440	341	95%	-22%	
Net Kar	103	146	171	65%	17%	
HTTBT	1Ç22	4Ç22	1Ç23	Yıllık Değişim	Çeyreksel Değişim	Açıklanma Tarihi: ---
Net Satış Geliri	53	104	147	180%	41%	Yeni partner kazanımlarıyla ön plana çıkan Şirket'in havacılık sektöründeki toparlanmayla güçlü sonuçlar açıklamasını beklemekteyiz. 2023'te Şirket için "Net Kar" ifadesinin çok daha yüksek sesle konuşulacağı kanaatindeyiz.
FAVÖK	27	45	59	116%	31%	
Net Kar	10	40	46	343%	14%	

## Değerlemeler

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	BIST 30 Endeksi'ndeki Payı	BIST 100 Endeksi'ndeki Payı	Nominal Hisse Performansı - YBB	Relatif Hisse Performansı - YBB	Hedef Fiyat (TL)	Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
<b>Finansallar</b>										
Ağesa Hayat Emeklilik	5,299	274	---	---	-25%	-19%	44.38	AL	29.44	50.7%
Akbank	91,364	4,725	4.9%	3.7%	-1%	7%	22.97	AL	17.57	30.7%
Aksigorta	4,900	253	---	---	-22%	-16%	5.20	AL	3.04	71.1%
Anadolu Hayat Emeklilik	6,927	358	---	---	-26%	-19%	23.44	AL	16.11	45.5%
Anadolu Sigorta	8,845	457	---	---	10%	19%	21.80	TUT	17.69	23.2%
Garanti Bank	114,828	5,938	1.8%	1.3%	-2%	6%	34.21	AL	27.34	25.1%
Halkbank	81,906	4,236	---	0.6%	-14%	-7%	12.90	TUT	11.40	13.2%
İş Bankası	121,200	6,268	3.8%	2.9%	2%	11%	13.58	AL	12.12	12.0%
İş Yatırım	15,265	789	---	---	-34%	-28%	74.00	AL	43.00	72.1%
TSKB	11,676	604	---	0.4%	-5%	3%	5.60	AL	4.17	34.3%
Türkiye Sigorta	11,871	614	---	0.2%	-18%	-12%	15.70	AL	10.22	53.6%
Vakıf Bank	92,416	4,779	---	0.4%	-22%	-15%	12.10	TUT	9.32	29.8%
Yapı Kredi Bank	86,667	4,482	2.7%	2.0%	-5%	3%	11.76	AL	10.26	14.7%
<b>Holdingle</b>										
Alarko Holding	30,885	1,597	0.8%	0.6%	-13%	-6%	111.40	AL	71.00	56.9%
Doğan Holding	25,044	1,295	---	0.7%	-10%	-2%	13.60	AL	9.57	42.1%
Enka İnşaat	184,800	9,557	2.3%	1.7%	-6%	2%	35.94	TUT	30.80	16.7%
Koç Holding	203,633	10,531	4.6%	3.4%	-2%	6%	100.57	AL	80.30	25.2%
Sabancı Holding	83,779	4,333	4.3%	3.2%	-5%	3%	57.75	AL	41.06	40.6%
Şişecam	134,598	6,961	6.8%	5.1%	2%	11%	52.20	AL	43.94	18.8%
Tekfen Holding	12,876	666	---	0.5%	-27%	-21%	55.79	AL	34.80	60.3%
<b>Petrol ve Gaz</b>										
Aygaz	15,694	812	---	---	-24%	-18%	103.40	AL	71.40	44.8%
Petkim	37,256	1,927	1.8%	1.4%	-26%	-20%	18.70	TUT	14.70	27.2%
Tüpraş	147,400	7,623	7.5%	5.6%	9%	18%	103.80	AL	76.50	35.7%
<b>Enerji</b>										
Akisa Enerji	38,630	1,998	0.8%	0.6%	-33%	-28%	47.50	TUT	31.50	50.8%
Biotrend Enerji	8,290	429	---	0.2%	-13%	-5%	29.20	AL	16.58	76.1%
Galata Wind	9,038	467	---	0.2%	-26%	-20%	34.30	AL	16.90	103.0%
Enerjisa Enerji	34,369	1,777	---	0.5%	-13%	-6%	48.40	AL	29.10	66.3%
<b>Demir Çelik</b>										
Erdemir	124,950	6,462	6.2%	4.7%	-13%	-6%	48.80	TUT	35.70	36.7%
Kardemir (D)	14,684	759	1.4%	1.0%	5%	13%	26.60	AL	18.82	41.3%
<b>Kimya, Tarımsal İlaç ve Gübre</b>										
Akisa Akriik	24,022	1,242	---	0.7%	-17%	-10%	97.39	AL	74.20	31.3%
Alkim Kimya	4,689	242	---	0.2%	-18%	-11%	46.87	AL	31.26	49.9%
Hektaş	71,852	3,716	3.0%	2.3%	-25%	-18%	37.80	AL	28.40	33.1%
Kimteks Polüretan	11,091	574	---	0.2%	-22%	-16%	152.10	AL	91.25	66.7%
<b>Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi</b>										
Doğuş Otomotiv	27,302	1,412	---	0.7%	-32%	-26%	240.31	AL	124.10	93.6%
Ford Otosan	212,441	10,987	3.9%	2.9%	18%	28%	617.55	AL	605.40	2.0%
Kordsa	14,074	728	---	0.3%	-25%	-19%	102.00	AL	72.35	41.0%
Tofaş	106,300	5,497	2.6%	2.0%	33%	43%	222.10	AL	212.60	4.5%
Türk Traktor	28,392	1,468	---	0.5%	-14%	-7%	774.20	AL	532.00	45.5%
Otokar	23,592	1,220	---	0.5%	-5%	2%	1357.10	AL	983.00	38.1%
Brisa	14,255	737	---	---	-16%	-9%	75.00	AL	46.72	60.5%
<b>Sağlık</b>										
Anatolia Tani ve Biyoteknoloji Ürünler	3,102	160	---	---	-35%	-29%	55.00	AL	28.20	95.0%
Eczaçibasi İlaç	21,558	1,115	---	0.3%	-2%	6%	33.30	AL	31.46	5.8%
Lokman Hekim	7,959	40	---	---	-38%	-33%	43.70	AL	21.36	104.6%
Meditera Tıbbi Malzeme	3,644	188	---	---	-20%	-13%	49.55	AL	30.62	61.8%
MPL Sağlık	13,938	721	---	---	-26%	-20%	131.30	AL	67.00	96.0%
Selçuk Ecza Deposu	21,139	1,093	---	0.2%	-16%	-9%	54.40	AL	34.04	59.8%
<b>Perakende ve Toptan</b>										
BİM	74,746	3,985	4.9%	3.7%	-10%	-1%	208.60	AL	123.10	69.5%
Bizim Toptan	1,782	95	---	---	-16%	-8%	48.30	AL	29.70	43.8%
Mavi Giyim	11,421	609	---	0.7%	-13%	-4%	187.70	AL	115.00	63.2%
Migros	23,175	1,235	---	0.9%	-13%	-3%	186.60	AL	128.00	45.8%
Şok Marketler	14,500	773	---	0.6%	-13%	-3%	36.40	AL	24.44	48.9%
<b>Gıda ve İçecek</b>										
Çiğdem İçecek	46,423	2,475	---	1.0%	-11%	-1%	320.70	AL	182.50	48.4%
Tat Gıda	3,528	188	---	---	-20%	-20%	39.70	AL	25.94	53.0%
Ülker Bisküvi	13,728	732	---	0.4%	-8%	1%	54.40	AL	40.14	35.5%
Yayla Agro Gıda	14,859	792	---	0.2%	-18%	-10%	42.60	AL	31.44	35.5%
<b>Beşerî Eya ve Mobilya</b>										
Arçelik	64,971	3,463	1.1%	0.8%	-14%	-5%	135.30	AL	96.15	40.7%
Vestel Elektronik	20,983	1,119	---	0.6%	-12%	-3%	85.80	AL	62.55	37.2%
Yataş	4,701	251	---	---	-7%	2%	56.90	AL	31.38	65.4%
<b>Telekom &amp; Teknoloji &amp; Yazılım</b>										
Aztek Teknoloji	2,692	139	---	---	-8%	0%	37.00	AL	26.92	37.4%
HİTİT Bilgisayar Hizmetleri	3,866	200	---	---	9%	18%	48.20	AL	30.32	59.0%
İndeks Bilgisayar	4,316	223	---	---	-8%	0%	37.30	AL	19.27	93.6%
Karel Elektronik	7,088	367	---	---	-29%	-24%	28.20	AL	17.59	60.3%
Kontrolmatik Teknoloji	28,440	1,471	---	0.9%	-10%	-3%	217.00	AL	142.20	52.6%
Logo Yazılım	6,535	338	---	---	-6%	1%	84.80	AL	65.35	29.8%
Turkcell	80,740	4,176	4.4%	3.3%	-3%	5%	42.70	AL	36.70	16.3%
Türk Telekom	67,900	3,512	---	0.7%	-21%	-15%	26.40	AL	19.40	36.1%
<b>Savunma</b>										
Aselsan	120,612	6,238	3.3%	2.4%	-15%	-8%	68.80	AL	52.90	30.1%
<b>Yapı Malzemeleri</b>										
Akçansa	10,960	567	---	---	-6%	2%	80.00	AL	57.25	39.7%
Çimsa	12,644	654	---	0.4%	-4%	4%	165.54	AL	93.60	76.9%
Kalekim	6,613	342	---	---	18%	27%	75.60	AL	57.50	31.5%
<b>Havacılık</b>										
Pegasus	50,833	2,629	2.3%	1.7%	4%	12%	690.60	AL	496.90	37.0%
TAV Havalimanları	30,225	1,563	1.5%	1.1%	-11%	-4%	139.80	AL	83.20	68.0%
Türk Hava Yolları	185,472	9,592	9.6%	7.2%	-5%	3%	202.40	AL	134.40	50.6%
<b>Kağıt ve Kağıt Ürünleri</b>										
Europap Tezol Kağıt	4,532	234	---	---	-30%	-24%	38.60	AL	20.60	87.4%
<b>GYO'lar</b>										
Emlak GYO	26,106	1,350	1.4%	1.0%	-19%	-12%	8.46	TUT	6.87	23.2%
Ozak GYO	8,947	463	---	---	-40%	-35%	21.20	AL	12.29	72.5%
Torunlar GYO	13,850	716	---	---	-28%	-22%	30.00	AL	13.85	116.6%
<b>Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet</b>										
			89.6%	81.0%						

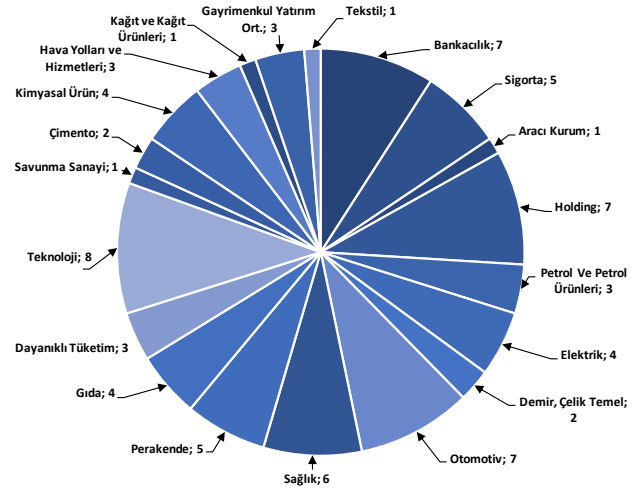
## Araştırma kapsamı

Araştırma öneri dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü

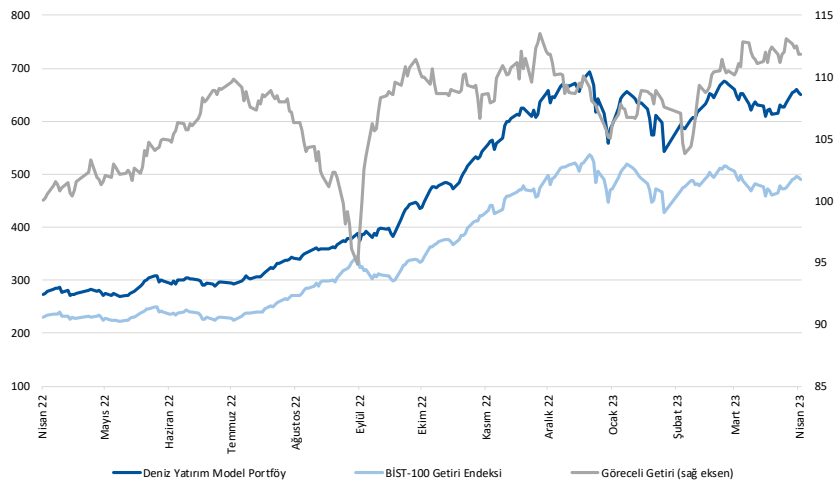
Araştırma kapsamı sektörel dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü

DENİZ YATIRIM MODEL PORTFÖY						
Hisse	Portföye Giriş Tarihi	Hedef Fiyat	Potansiyel	Nominal Getiri (Portföye girişten itibaren)	BIST-100'e Rölatif Getiri (Portföye girişten itibaren)	
SISE	04.09.2020	52.20	19%	633.4%	55.7%	
TAVHL	10.05.2021	139.80	68%	248.3%	-0.5%	
TUPRS	21.03.2022	103.80	36%	184.7%	21.0%	
AKSA	23.03.2022	97.39	31%	101.1%	-13.6%	
VESTL	30.05.2022	85.80	75%	86.7%	-8.3%	
FROTO	07.09.2022	617.55	2%	87.1%	24.2%	
KONTR	07.09.2022	217.00	53%	218.1%	111.2%	
ALARK	13.09.2022	111.40	57%	28.0%	-10.2%	
AKBNK	19.09.2022	22.97	31%	62.7%	5.3%	
HTTBT	03.11.2022	48.20	59%	34.0%	7.5%	
KAREL	30.11.2022	28.20	60%	-14.2%	-16.6%	
PGSUS	27.12.2022	680.60	37%	-1.8%	5.5%	
AKGRT	16.01.2023	5.20	71%	-10.9%	-10.9%	
BIMAS	16.01.2023	208.60	26%	31.3%	31.3%	
CCOLA	16.01.2023	320.70	44%	19.7%	19.7%	

	Nominal Getiri	BIST-100 Endeksi'ne Göre Rölatif Getiri	BIST-100 Getiri Endeksi'ne Göre Rölatif Getiri
2019	56.2%	26.8%	24.6%
2020	48.3%	14.9%	13.3%
2021	45.1%	15.4%	11.6%
2022	215.9%	6.5%	3.1%
12A	136.2%	14.8%	11.7%
YBB	-4.4%	3.4%	1.6%
2019'dan bugüne	715.7%	46.2%	28.2%



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

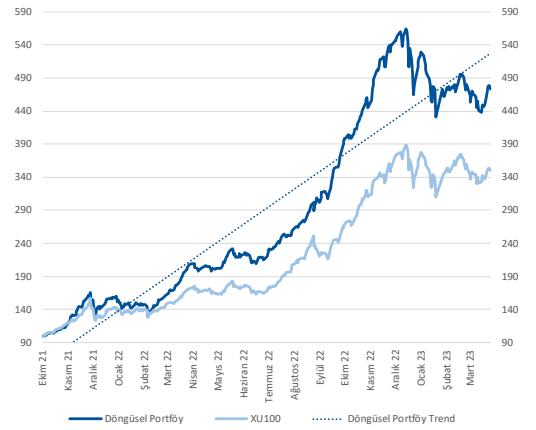
Deniz Yatırım Döngüsel Portföy									
Hisse senedi	Giriş tarihi	Giriş seviyesi	Son kapanış	Değişim	Rölatif	Porföyde kalma süresi, gün	Yıl başlangıcından değişim	Haftalık beta	Haftalık korelasyon
HEKTS	18.11.2021	3.10	28.40	815.0%	210.5%	515	-25%	1.41	0.53
THYAO	25.01.2022	26.05	134.40	415.9%	94.1%	447	-5%	1.02	0.73
SELEC	05.04.2022	12.00	34.04	183.7%	29.4%	377	-16%	0.42	0.31
YYLGD	08.08.2022	19.01	29.18	53.5%	-16.2%	252	-24%	0.70	0.39
KCHOL	10.08.2022	39.78	80.30	101.9%	10.9%	250	-2%	1.05	0.83
TCELL	10.10.2022	23.56	36.70	55.8%	9.6%	189	-3%	0.97	0.66
MEDTR	10.10.2022	25.45	30.62	20.3%	-15.3%	189	-20%	0.51	0.33
GARAN	17.10.2022	21.76	27.34	25.6%	-7.6%	182	-2%	1.13	0.58
İNDE	08.12.2022	21.24	19.27	-9.3%	-14.7%	130	-8%	0.87	0.61
ULKER	13.12.2022	38.36	33.00	-14.0%	-11.5%	125	-25%	0.89	0.51
AYGAZ	16.01.2023	81.08	71.40	-11.9%	-11.9%	91	-24%	1.14	0.73
MPARK	16.01.2023	78.44	67.00	-14.6%	-14.5%	91	-26%	0.79	0.55
BİZİM	15.03.2023	29.86	28.92	-3.1%	-2.0%	33	-19%	0.93	0.50
KLKIM	15.03.2023	56.79	57.50	1.3%	2.4%	33	18%	0.69	0.39
AKCNS	12.04.2023	56.73	57.25	0.9%	2.3%	5	-6%	0.83	0.41

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Dönem	Döngüsel Portföy endeks seviyesi	Döngüsel Portföy rölatif (XU100)	Döngüsel Portföy rölatif (XU30)	XU100
14.04.2023	473.7	35.3%	32.2%	349.9
07.04.2023	452.5	33.6%	31.0%	338.4
30.12.2022	553.6	46.1%	45.8%	378.5
31.12.2021	143.8	12.6%	11.2%	127.6
21.10.2021	100.0	0.0%	0.0%	100.0
Haftalık performans (Portföy)	4.7%			
Yıl başlangıcından performans (Portföy)	-14.4%			
Kurulduğu günden performans (Portföy)	373.7%			
Haftalık ortalama beta (Portföy)	0.89			
Haftalık ortalama korelasyon (Portföy)	0.54			
Ortalama gün (Portföy)	194			
Toplam gün (Portföy kuruluşundan)	540			
XU100 haftalık performans	3.4%			
XU100 yıl başlangıcından performans	-7.6%			
XU100 Döngüsel Portföy kurulduğu günden performans	249.9%			
Döngüsel Portföy, XU100 haftalık rölatif	1.2%			
Döngüsel Portföy, XU100 yıl başlangıcından rölatif	-7.4%			
Döngüsel Portföy, XU100 kurulduğu günden rölatif	35.4%			

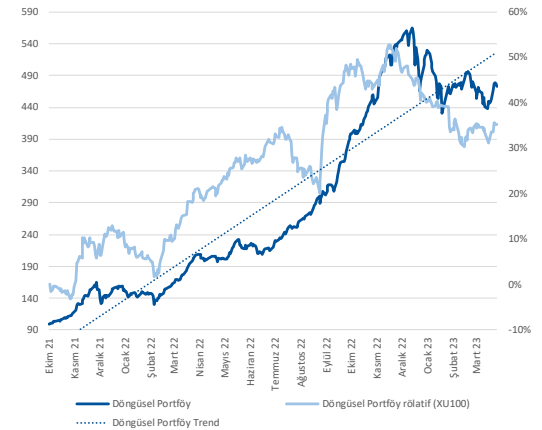
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

#### Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Döngüsel Portföy & XU100



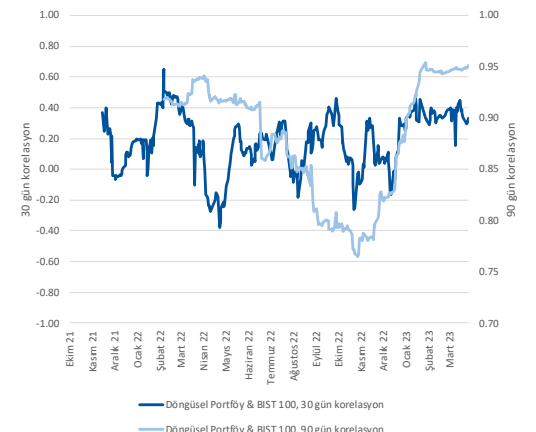
Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg  
21 Ekim 2021=100 olarak alınmıştır.

#### Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Döngüsel Portföy & XU100



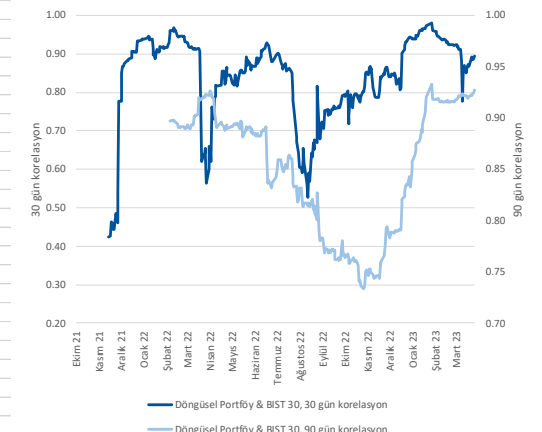
Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg  
21 Ekim 2021=100 olarak alınmıştır.

#### Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Döngüsel Portföy & XU100, 30-90 gün korelasyonları



Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

#### Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Döngüsel Portföy & XU30, 30-90 gün korelasyonları



Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

## Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

## Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

**AL:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin en az %20 ve üzerinde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

**TUT:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0-20 aralığında oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

**SAT:** Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin %0'dan daha düşük seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.