

# Gedik Yatırım Strateji Raporu

20 Aralık 2023

2024: Sürdürülebilir Büyüme Geçiş Dönemi

### 2024'te büyümenin yavaşlatılmasını ileride «sürdürülebilir büyüme» ve «sürdürülebilir dezenflasyon» için en gerekli koşullardan biri olarak görüyoruz

- Türk Lirası'nda Ağustos'tan bu yana enflasyona eşgüdümlü olarak (bir miktar altında) bir değer kaybı eğilimi izleniyor. Kurda mevcut süreç, Türkiye'de 1980 ve 1990'larda uygulanan «yönetilen dalgalı kur» rejimine benzetilebilir. Mevcut trendin en azından yerel seçimlere kadar sürdürülebileceğini (sürdürülmek isteneceğini) düşünüyoruz.
- Ancak, Yİ-ÜFE bazlı reel kur endeksinin tarihi zirve seviyelerine yakın ve istatistiksel olarak kritik seviyelerde seyretmesi ve bunun dış ticaret dinamiklerinde yarattığı olumsuzluk, bir noktada TL'de yeni bir düzeltme ihtiyacına neden olabilir. Dolayısıyla, \$/TL projeksiyonlarımızı şekillendirirken, yılın ilk döneminde mevcut trendin sürdüğü, yıl içinde %10-15 bir yükselişin yaşandığı, ancak yılın son döneminde sermaye girişlerinin yardımıyla TL'de reel değerlenmenin devam ettiği bir çerçeveyi baz alıyoruz. Buna göre, \$/TL tahminimiz 2024 sonu için 40,0, 2024 ortalaması için ise 35,60 olarak ortaya çıkıyor.
- TCMB'nin 23 Kasım'daki PPK toplantısında net bir şekilde belirttiği üzere, politika faizini %42,5-%45,0 gibi bir seviyeye getirdikten sonra, iç talebe, fiyatlandırma davranışlarına ve enflasyona ilişkin gelişmeleri izlemek üzere beklemeye geçmesini bekliyoruz.
- 2024 ve daha önemlisi daha sonraki yıllar için öngörülen dezenflasyon sürecinin başarılabilmesi için, mevduat faizlerinin biraz daha yükselişin ardından bir süreliğine bu yüksek seviyelerde kalmasının gerekli koşullardan biri olduğunu düşünüyoruz. Bu durum, ticari aktivitede durgunluğa yol açsa ve GSYH büyümesini aşağı çekse de, sonunda enflasyonun arkasındaki en önemli nedenlerden biri olan «geriye dönük fiyatlandırma» eğiliminin kırılmasında çok önemli bir rol oynayacaktır.
- Özetle, 2024'te GSYH büyümesinin yavaşlatılabilmesini ileriki yıllarda «sürdürülebilir büyüme» ve «sürdürülebilir dezenflasyon süreci» performansını sağlamak için en gerekli koşullardan biri olarak görüyoruz.
- Bu bağlamda, kurala-dayalı ekonomi politikalarının sürdürülmesi, mevduat faizinin bir süreliğine yüksek tutulması ve 2024'te GSYH büyümesinin yavaşlatılması ve bu yolla yabancı sermaye girişlerini cesaretlendirilmesinin, kurun öngördüğümüz patikada seyretmesi için kritik önemde olacağını düşünüyoruz.
- TCMB'nin bu kritik eşiği atacak kararlılığı göstereceğini ve gerekli sıkılığı koruyacağını öngörüyoruz. Bu bağlamda, TCMB'nin ancak 2024'ün ancak son çeyreğinden itibaren 250 baz puanlık adımlarla faiz indirimlerine başlayarak, politika faizini 2024 sonunda %37,50 seviyesine getirebileceğini düşünüyoruz.
- Mevcut sıkı duruşun korunmasıyla yılın ilk 3 çeyreklik bölümünde (özellikle de 2. ve 3. çeyreklerde daha belirgin olarak) iç talepteki yavaşlamanın sertleşmesini bekliyoruz. Küresel ekonomide resesyon olmasa da düşük büyümenin devamı da ihracatta istenen katkıyı getirmeyebilir. Özetle, tüm bu koşulları bir arada değerlendirdiğimizde, son çeyrekte sermaye girişlerine bağlı bir miktar canlanmaya karşın, tüm yıl GSYH büyümesini (TCMB'nin çıktı açığı projeksiyonları ile de uyumlu olarak) %2,0 olarak öngörüyoruz.
- 2024 sonunda TÜFE enflasyonu için %40-45 arasında şekillenen piyasa tahminleri makul görünüyor, ki bizim de sene sonu tahminimiz %42 seviyesinde. Ancak, enflasyonun bu noktadan sonra bu hızlı düşüş sürecini sürdürülebilmesi net bir şekilde firmaların geriye dönük fiyatlandırma, tüketicilerin de talebi öne çekme eğiliminin kırılmasına bağlı olacak. Bu açıdan, sıkı para politikasının uzunca bir süre korunmasının (tasarruf eğiliminin desteklenmesi adına mevduat faizleri de daha yüksek seviyelerde tutulmalı) ve iç talebin yavaşlatılmasının ekonomi yönetiminin temel önceliği olması gerektiğini düşünüyoruz.
- Cari açığın 2023 sonunda 46 milyar \$ (GSYH'nin %4,3'ü), yaz aylarında da e 30 milyar \$ seviyelerine kadar geriledikten sonra, 2024 sonunda 37 milyar \$ (GSYH'nin %3,3'ü) yükselmesini bekliyoruz.
- 2024 yılında vergi gelirlerindeki potansiyel yavaşlama ve depreme bağlı zorunlu harcamalar göz önünde bulundurulduğunda, merkezi bütçe açığı/GSYH oranının 2023-2024 yılları ortalamasının %5,0 civarında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz (OVP projeksiyonu: %6,4).
- DİBS piyasasına TL tahvil faizlerinin enflasyon beklentileriyle uyumlu seviyelere gelmesiyle oluşan yabancı ilgisinin 2024 yılında katlanarak devam etmesini bekliyoruz.
- Ekonomi politikalarında normalleşmenin devam etmesine bağlı olarak, 2024 yılı içinde her 3 kredi derecelendirme kuruluşundan da kredi notu artışları görülmesi kuvvetle muhtemel görünüyor. Kredi notu artışlarıyla beraber, Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 200-250 civarında dengelenebilir.

**2024 yılının ilk yarısında yüksek oynaklık, ikinci yarısında ise olumlu bir trend bekliyoruz.**

- 2023 yılının Mayıs ayından itibaren borsaya ilişkin olumlu görüşümüz akabinde endeksin doyum noktalarına geldiğini üçüncü çeyrek strateji raporumuz ve çeşitli platformlarda belirtmiştik. Görüş değişikliğimizin ana nedenleri: (1) Endeksin Mayıs-Eylül ortası döneminde %65 (USD bazında %28) getiri sağlaması, (2) Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin reel olarak artış eğilimine girmesi ve borsa için bir rekabet unsuru yaratması, (3) Son 2 senedir düşük baz ve enflasyon etkisiyle güçlü artan şirket karlarının doyum noktasına gelmesi ve reel artış hızlarının yavaşlama eğilimine girmesi, (4) global ekonomilerin yavaşlaması ve (5) değerlemelerin doyum noktasına gelmesi idi.
- 2024 yılına girerken yukarıda bahsedilen ana temalar günümüzde de geçerli. Öte yandan, BIST-100 Endeksi adına 2024 yılını değerlendirdiğimizde yılı (1) Belirsizliğin göreceli olarak daha yüksek olacağını düşündüğümüz yılın ilk yarısı ve (2) Günümüz ekonomi politikalarının meyvelerini vermeye başlayacağı yılın ikinci yarısı olarak ikiye ayırıyoruz. Birinci dönemdeki varsayımlarımız, yüksek faizlerin devam etmesi sonucunda tüketici talebi ve şirket karlarının artış hızının baskı altında kalmasının devam edeceği, enflasyon muhasebesine geçiş döneminin karların nasıl şekilleneceğine dair belirsizlik ve yine yerel seçimler kaynaklı belirsizlikler olarak sıralayabiliriz. Bu faktörler bu dönemde borsada oynak bir seyrin devamı anlamına gelebilir. Yılın ikinci yarısında ise enflasyonun ve faizlerin düşüş trendine geçmesi ile birlikte, 12 aylık geleceğe dönük şirket kar artış beklentilerinin de ivme kazanması borsa performansına aynı doğrultuda yansiyabilir düşüncesindeyiz. Ülke notuna dair olumlu haberlerinde yıl genelinde devam etmesini beklemekteyiz.
- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise (reel 2023-2024 yılları averajı) net kar ve FAVÖK büyümesi açısından Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran daha yavaş bir yıl geçirme ihtimalinin olduğudur. Ancak, yukarıda da belirtildiği üzere 12 aylık geleceğe göre beklentilerin yıl içerisinde artma ihtimalinin yüksek olduğunu düşünüyoruz.

**BIST-100 Endeks hedefimiz %30'luk yükselme potansiyeliyle 10,300.** Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %40, sanayii sektörlerindeki ise %25.

### Sektörel beklentiler:

- 2022 yılında toplam FAVÖK %153, net kar %272 artış göstermiş, ve çoğu ana sektör yüksek reel kar büyümeleri ile yılı kapatmış idi.
- 2023 yılında reel FAVÖK ve net kar büyümesi beklediğimiz sektörler oto, giyim perakende, gıda, gıda perakende ve sağlık. Beklentimiz 2023 yılında takip listemiz ortalamasının reel olarak enflasyona paralel bir FAVÖK'e karşın %19 reel kar düşüşü yaşayacağı yönünde.
- 2024 yılında, özellikle yılın ilk yarısında yüksek seyretmesini beklediğimiz faizler ve azalan tüketim harcamalarından dolayı yıl genelinde reel olarak %13 FAVÖK ve %17 kar daralması beklemekteyiz. Yıl genelinde karlılıkta olumlu anlamda ayrışmasını beklediğimiz sektörler alfabetik olarak, demir çelik, elektrik üretim, gıda, gıda perakende, giyim perakende, sağlık, savunma sanayii, taahhüt ve telekom sektörleri.

### Model portföye Aksa Enerji ve İş Bankası'nı eklerken, Garanti Bankası, Ford Otosan, Medikal Park, ve Tekfen'i çıkartıyoruz.

- Aksa Enerji'yi model portföyümüze ekleme nedenimiz: Özbekistan'da yakın zamanda imzalanan son 430 MW'lık santral anlaşmasından kaynaklanan büyüme potansiyeli ile birlikte Göynük'teki kömür santralının 4Ç23 ve 2024'te AUF mekanizmasının uzatılmaması nedeniyle öngördüğümüz daha yüksek FAVÖK katkısı beklentimizdir. Hisse, 2024 tahminlerimize dayalı olarak 2024T 5,1x FD/FAVÖK'de işlem görmekte olup, BIST-100 Endeksi'nin yılbaşından beri %51 altında performans sergilemiştir.
- Garanti Bankası/İş Bankası değişikliğimizin nedeni: Garanti Bankası'ndan kar alırken, İş Bankası'nı 2024 yılında iştiraklerin bankadan "kısmi bölünme" işlemi ile ayrılmasını banka için bir hikaye yaratma potansiyeli ve daha düşük çarpanlar nedeni ile portföye ekliyoruz.
- MLP Care'i şirketin faaliyetlerini ve sektöre 2024 yılındaki olumlu bakış açımıza rağmen, artması olası hisse arzından dolayı şu aşamada model portföyümüzden çıkartıyoruz.
- Tekfen'den ise zayıf hisse performansı akabinde zarar kesiyoruz.

**Ali Kerim Akkoyunlu**  
Araştırma Direktörü

# Strateji Raporu

## İçerik

- Ekonomik Görünüm
- Piyasalara Dair Beklentiler
- Sektör Yorumları
- Ana Tahminler
- Model Portföy ve Hisse Önerileri



# Ekonomik Görünüm: Özet



## Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimiz şöyle özetlenebilir...

- **Türkiye’de 1980 ve 1990’larda uygulanan «yönetilen dalgalı kur» rejimine benzer bir süreç yaşanıyor.** Türk Lirası’nda Ağustos’tan bu yana enflasyona eşgüdümlü olarak (bir miktar altında) bir değer kaybı eğilimi izleniyor. Mevcut süreç, Türkiye’de 1980 ve 1990’larda uygulanan «yönetilen dalgalı kur» rejimine benzetilebilir. Mevcut trendin en azından yerel seçimlere kadar sürdürülebileceğini (sürdürülmek isteneceğini) düşünüyoruz. Bu durumda, ekonomi yönetiminin de hedeflediği üzere, TL’deki reel değerlenme sürecidir.
- **\$/TL tahminimiz 2024 sonu için 40,00, 2024 ortalaması için ise 35,60 olarak ortaya çıkıyor.** Ancak, Yİ-ÜFE bazlı reel kur endeksinin tarihi zirve seviyelerine yakın ve istatistiksel olarak kritik seviyelerde seyretmesi ve bunun dış ticaret dinamiklerinde yarattığı olumsuzluk, bir noktada TL’de yeni bir düzeltme ihtiyacına neden olabilir. Dolayısıyla, \$/TL projeksiyonlarımızı şekillendirirken, yılın ilk döneminde mevcut trendin sürdüğü, yıl içinde %10-15 bir yükselişin yaşandığı, ancak yılın son döneminde sermaye girişlerinin yardımıyla TL’de reel değerlenmenin devam ettiği bir çerçeveyi baz alıyoruz. Buna göre, \$/TL tahminimiz 2024 sonu için 40,00, 2024 ortalaması için ise 35,60 olarak ortaya çıkıyor.
- **Mevduat faizlerinde son dönemdeki artışı, tasarrufu teşvik ederek talebi öne çekme eğilimini kısabileceğ önemli bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.** Uzunca bir süredir, kalıcı dezenflasyon sürecine geçebilmek için iç talebin (talebi öne çekme eğiliminin) yavaşlatılması gerektiğini, bunun için de sadece kredi faizleriyle tüketimi kısmanın yeterli olmadığını ve mevduat faizlerinin tüketicileri tasarrufa teşvik edecek makul seviyelere (mevcutta %50-60 arası seviyelere) yükseltilmesi gerektiğini savunmaktayız. TCMB’nin de yaptığı iletişimden mevduat faizlerinin artmasını istediğini anlıyoruz. Ortalama mevduat faizlerinin son günlerde %50 seviyesini aşmasını, tasarrufu teşvik ederek talebi öne çekme eğilimini kısabileceğ önemli bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.
- **TCMB politika faizini %42,5-45,0 seviyelerine getirdikten sonra izleme dönemine geçecek gibi duruyor.** TCMB’nin 23 Kasım’daki PPK toplantısında net bir şekilde iletişimini yaptığı üzere, politika faizini %42,5-%45,0 gibi bir seviyeye getirdikten sonra, iç talebe, fiyatlama davranışlarına ve enflasyona ilişkin gelişmeleri izlemek üzere bir süreliğine beklemeye geçmesini bekliyoruz.
- **Büyümenin 2024’te yavaşlatılabilmesini, ileride sürdürülebilir büyüme ve dezenflasyon için en gerekli koşullardan biri olarak görüyoruz.** 2024 ve daha önemlisi daha sonraki yıllar için öngörülen dezenflasyon sürecinin başarılı olabilmesi için, mevduat faizlerinin biraz daha yükseliş ardından bir süreliğine bu yüksek seviyelerde kalmasının gerekli koşullardan biri olduğunu düşünüyoruz. Bu durum, ticari aktivitede durgunluğa yol açsa ve GSYH büyümesini aşağı çekse de, sonunda enflasyonun arkasındaki en önemli nedenlerden biri olan «geriye dönük fiyatlama» eğiliminin kırılmasında çok önemli bir rol oynayacaktır. 2024’te GSYH büyümesinin yavaşlatılabilmesini ileriki yıllarda «sürdürülebilir dezenflasyon süreci» ve «sürdürülebilir büyüme» performansını sağlamak için en gerekli koşullardan biri olarak görüyoruz.
- **Kurala-dayalı ekonomi politikalarının sürdürülmesi, kur istikrarı için kritik önemde olacak.** Bu bağlamda, kurala-dayalı ekonomi politikalarının sürdürülmesi, mevduat faizinin bir süreliğine yüksek tutulması, 2024’te GSYH büyümesinin yavaşlatılması ve bu yolla yabancı sermaye girişlerinin cesaretlendirilmesinin, kurun öngördüğümüz patikada seyretmesi ve öngördüğümüz dezenflasyon süreci için kritik önemde olacağını düşünüyoruz.

# Ekonomik Görünüm: Özet



Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimiz şöyle özetlenebilir...

- **Bu kritik eşiğin aşılabilmesi (fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kırılması) faiz indirim sürecinin (son çeyrekte) başlamasını da beraberinde getirecektir.** TCMB'nin bu kritik eşiği atacak kararlılığı göstereceğini ve gerekli sıklığı koruyacağını öngörüyoruz. Bu bağlamda, TCMB'nin 2024'ün ancak son çeyreğinden itibaren 250 baz puanlık adımlarla faiz indirimlere başlayarak, politika faizini 2024 sonunda %37,50 seviyesine getirebileceğini düşünüyoruz.
- **İç talepteki yavaşlama henüz çok sınırlı olsa da, ilerleyen aylarda bu etkinin sertleşmesini bekliyoruz.** Harcamalarda henüz çok sınırlı seviyede yavaşlama olsa da, kredi kartı akdi ve gecikme faizlerindeki artışların faturalara yansımalarının gecikmeli etkileriyle bu yavaşlamanın ilerleyen aylarda çok daha hissedilir olmasını bekliyoruz. Buna ek olarak, mevduat faizlerinin yüksek seviyelerde tutulması da bir yandan süreçte tüketim eğilimini törpülerken, bir yandan da artık yatırım aracı olarak görülen otomobil ve konut talebini de ciddi anlamda azaltacaktır.
- **2024 yılı GSYH büyümesini (TCMB'nin çıktı açığı projeksiyonları ile de uyumlu olarak) %2,0 olarak öngörüyoruz.** Talebin yavaşlatılması hedefine karşılık ücret artışlarının çok yüksek belirlenmesi ve yerel seçimler öncesinde bir kredi genişlemesine gidilmesi gibi risk unsurları bulunsa da, mevcut sıkı duruşun korunmasıyla yılın ilk 3 çeyreklik bölümünde (özellikle de 2. ve 3. çeyreklerde daha belirgin olarak) iç talepteki yavaşlamanın sertleşmesini bekliyoruz. Küresel ekonomide resesyon olmasa bile, düşük büyümenin devamı edecek olması da ihracatta istenen katkıyı getirmeyebilir. Özetle, tüm bu koşulları bir arada değerlendirdiğimizde, son çeyrekte sermaye girişlerine bağlı bir miktar canlanmaya karşın, tüm yıl GSYH büyümesini (TCMB'nin çıktı açığı projeksiyonları ile de uyumlu olarak) %2,0 olarak öngörüyoruz.
- **TÜFE enflasyonunun yılın ikinci yarısında düşüşe geçmesi makul görünüyor; sene sonu öngörümüz: %42.** 2024'te Türk Lirası'nda 2023'teki kadar hızlı bir değer kaybı olmayacağı varsayımıyla, TÜFE enflasyonunun yılın ikinci yarısında baz etkilerinin de devreye girmesiyle hızlı bir düşüş sürecine girmesi beklenebilir. Bu açıdan, sene sonu için %40-45 arasında şekillenen piyasa tahminleri genel anlamda makul görünüyor, ki bizim de sene sonu tahminimiz %42 seviyesinde (USD/TL için 40,00 öngörüsüne dayanarak).
- **Ancak, TÜFE enflasyonunun bu noktadan sonra (2025 yılı ve devamında) bu hızlı düşüş sürecini sürdürülebilmesi aynı ölçüde kolay olmayacaktır.** Bunun için net bir şekilde firmaların geriye dönük fiyatlama, tüketicilerin de talebi öne çekme eğiliminin kırılması gerekiyor, ki bu da ancak toplumun bozulmuş enflasyon algısının iyileştirilmesiyle mümkün. Bu açıdan, sıkı para politikasının uzunca bir süre korunmasının (tasarruf eğiliminin desteklenmesi adına mevduat faizlerinin yüksek seviyelerde tutulmasına da özel bir önem atfediyoruz) ve iç talebin yavaşlatılabilmesinin ekonomi yönetiminin temel önceliklerinden biri olması gerektiğini düşünüyoruz.
- **Cari açıkta düşüş hızlanarak devam edebilir; tahminlerimiz, 2024 ortasında 30 milyar \$, 2024 sonunda 37 milyar \$.** İç talebin gücünü korumasıyla tüketim ve yatırım malı ithalatında henüz bir gevşeme görmesek de, ilerleyen aylarda özellikle ara malı ithalatındaki geri çekilmeye ve baz etkilerine bağlı olarak, 12-aylık birikim cari açığındaki düşüşün hızlanmasını bekliyoruz. Cari açığın 2023 sonunda 46 milyar \$ (GSYH'nin %4,3'ü), ilk çeyrekte 35 milyar \$, yaz aylarına gelindiğinde de 30 milyar \$ seviyelerine kadar geri çekilmesi mümkün görünüyor. Ancak 2024'ün son döneminde baz etkilerinin terse dönmesiyle beraber, cari açığın yeniden yükselişe geçerek 2024 sonunda kabaca 37 milyar \$ (GSYH'nin %3,3'ü) seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

# Ekonomik Görünüm: Özet



Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimiz şöyle özetlenebilir...

- **2023 yıl sonu bütçe açığı OVP öngörülerinin önemli miktarda altında kalacak gibi görünüyor.** Bütçe açığı projeksiyonu OVP ile 659 milyar TL'den 1,63 trilyon TL'ye yükseltilmiş olsa da, Kasım sonu itibariyle merkezi bütçe açığı ise sadece 532 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Kullanılmayan bütçe ödeneklerin Aralık ayında kısmen de olsa kullanılmasıyla birlikte, bütçe açığında özellikle aralık ayında önemli bir artış olacaktır. Buna karşın, vergi geliri hedeflerinin aşılması ihtimalini de değerlendirdiğimizde, sene sonunda bütçe açığının 1,66 trilyon TL'lik (GSYH'nin %6,4'ü) OVP öngörüsünün altında, 1,2-1,3 trilyon TL civarlarında (GSYH'nin kabaca %5,0'i) gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, 2023 yılından 2024'e aktarılan deprem ödeneklerinin beklentilerimizi aşması durumunda, 2023 yılı daha düşük bir bütçe açığıyla da kapanabilir. Fakat, bu durumda da, 2024 yılı için öngörülenden daha yüksek bir bütçe açığı söz konusu olacaktır. 2024 yılında vergi gelirlerindeki potansiyel yavaşlama ve depreme bağlı zorunlu harcamalar göz önünde bulundurulduğunda, merkezi bütçe açığı/GSYH oranının 2023-2024 yılları ortalamasının %5,0 civarında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz (OVP projeksiyonu: %6,4).
- **Seçimlerin ardından canlanmaya başlayan sermaye girişlerinde asıl ivmelenme 2024 yılında olabilir.** Kasım başından 8 Aralık ile biten haftaya kadar hisse senetlerine 1,4 milyar \$, TL bonolara 1,3 milyar \$ olmak üzere toplam 2,7 milyar \$ yabancı sermaye girişi yaşandı. DİBS piyasasına TL tahvil faizlerinin enflasyon beklentileriyle uyumlu seviyelere gelmesiyle oluşan yabancı ilgisinin 2024 yılında katlanarak devam etmesini bekliyoruz. Sıkı para politikasıyla enflasyonun düşüşe geçeceği yönündeki algı güçlendikçe bu ilgi daha da artacaktır.
- **Kur korumalı mevduatlardaki düşüş de 40 milyar \$'ı aşarken, döviz talebinde kayda değer bir artış izlenmiyor.** Şimdiye kadarki çıkışların ağırlıkla (%80-90) TL'den dönüşümlü KKM hesaplarından gerçekleşmiş olabileceğini değerlendiriyoruz. Bu açıdan, KKM sisteminin küçülme hızı konusunda ilerleyen aylarda dövizden dönüşümlü KKM sisteminden çıkışların nasıl geliştiği asıl belirleyici olacak. Şirketlere tanınan vergi avantajının muhtemelen 2024 yılı içinde kaldırılması, ek döviz talebi yaratma potansiyeli taşıması açısından yakından takip edilmeli.
- **Son dönemde risk primindeki iyileşme hızlanarak sürüyor, CDS primi ilk etapta 250 bazpuana kadar gerileyebilir.** CDS primi 14 Aralık'ta 300 bazpuanın altına gerilerken, 2034 vadeli Eurobond'un faizi ise Kasım sonuna göre yaklaşık %1 puan kadar düşerek %7,18'i test etti. Türkiye'nin CDS priminin 2010-2018 arası ortalaması kabaca 208 bazpuan olurken, 2018'den itibaren CDS primi ortalaması 443 puan civarında seyretti. Mevcut görünümün korunması ve de küresel risk iştahında ani bir bozulma olmaması durumunda, Türkiye'nin CDS priminin kısa vadede ilk etapta 250 bazpuan seviyelerine kadar gerilemesi beklenebilir.
- **2024 yılında Türkiye'nin kredi notunda her 3 derecelendirme kuruluşundan da artışlar bekliyoruz.** Ekonomi politikalarında normalleşmenin devam etmesine bağlı olarak, 2024 yılı içinde her 3 kredi derecelendirme kuruluşundan da kredi notu artışları görülmesi kuvvetle muhtemel görünüyor. Kredi notu artışlarıyla beraber, Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 200-250 civarında dengelenebilir. Bununla beraber, küresel risk iştahında bozulma olması durumunda ülkelerin CDS primlerinde topyekün yükselişler olabileceği de not edilmeli.

# Ekonomik Görünüm: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet...



Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler Tablosu

		<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023T</u>	<u>2024T</u>
USD/TL	Dönem sonu	7.42	13.33	18.70	29.50	40.00
	Dönem ortalaması	7.02	8.89	16.62	23.78	35.60
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	14.6%	36.1%	64.3%	65.8%	42.0%
	Dönem ortalaması	12.3%	19.6%	72.3%	54.0%	55.4%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	14.3%	31.9%	51.3%	70.3%	43.9%
	Dönem ortalaması	11.2%	18.3%	57.0%	58.3%	55.1%
10-yıllık Tahvil	Dönem sonu	12.9%	24.6%	10.6%	28.2%	22.5%
	Dönem ortalaması	12.8%	17.6%	18.3%	18.5%	26.3%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	17.03%	14.00%	9.04%	42.50%	37.50%
	Dönem ortalaması	10.8%	17.6%	12.7%	20.7%	43.8%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	1.8%	11.0%	5.6%	4.2%	2.0%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	5,047	7,209	15,007	25,712	40,219
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	717	810	893	1,071	1,122
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-3.4%	-2.7%	-0.9%	-4.9%	-5.0%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.8%	-0.2%	1.1%	-2.9%	-2.6%
Faiz-Dışı Denge (IMF)	GSYH'ye oranı	-2.5%	-1.6%	-0.2%	-3.9%	-3.5%
Cari Denge	Milyar \$	-31.9	-7.3	-48.7	-45.8	-37.1
	GSYH'ye oranı	-4.5%	-1.7%	-5.5%	-4.3%	-3.3%

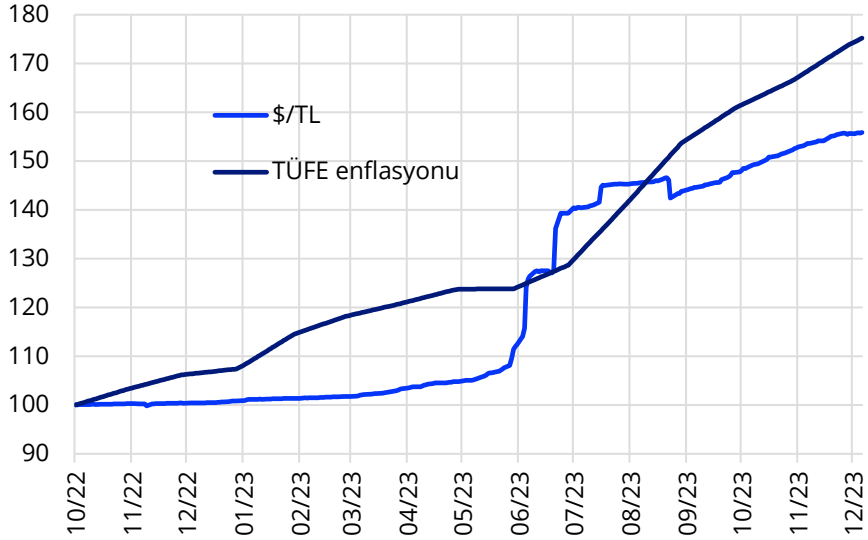


# Ekonomik Görünüm: Türkiye

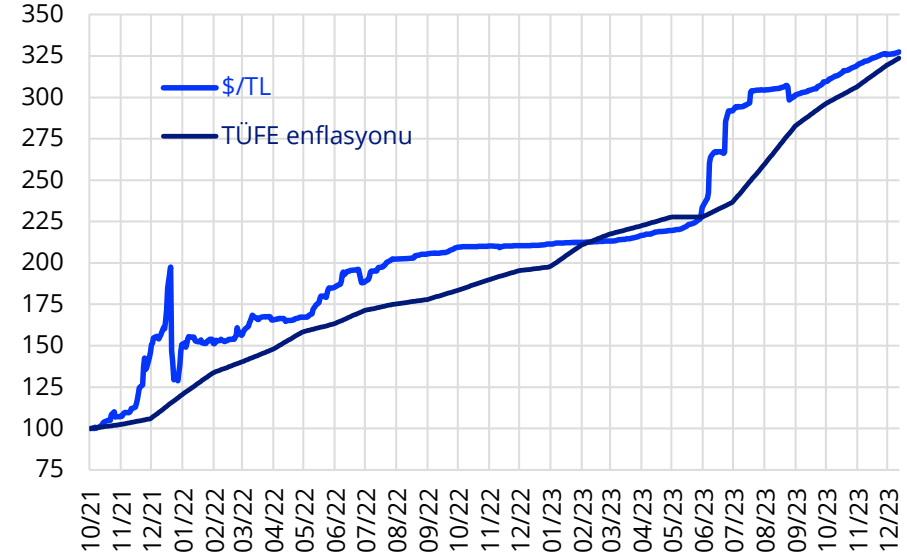


Türkiye’de 1980 ve 1990’larda uygulanan «yönetilen dalgalı kur» rejimine benzer bir süreç izleniyor

\$/TL Kuru - TÜFE Enflasyonu (1 Ekim 2022=100)



\$/TL Kuru - TÜFE Enflasyonu (1 Ekim 2021=100)



- Türk Lirası’nda Haziran ve Temmuz’daki hızlı değer kayıplarının (düzeltmenin) ardından enflasyona eşgüdümlü olarak (bir miktar altında) bir değer kaybı eğilimi izleniyor.
- Mevcut süreç, Türkiye’de 1980 ve 1990’larda uygulanan «yönetilen dalgalı kur» rejimine benzetilebilir. **Mevcut trendin en azından yerel seçimlere kadar sürdürülebileceğini düşünüyoruz. Bu durumda, ekonomi yönetiminin de hedeflediği üzere, TL’deki reel değerlenme sürecidir.**
- TÜFE enflasyonu ve \$/TL’nin seyri TL’de sert değer kayıplarının başladığı Ekim 2021’den bu yana izlenirse, TL’nin reel olarak Ekim 2021’deki seviyelerine döndüğü söylenebilir (ABD enflasyonu etkisi dışlandığında). Sadece buna bakarsak, TL’nin adil değerine yakın olduğu sonucu da çıkarılabilir.
- Ancak, hikayenin tamamı bundan ibaret değil...

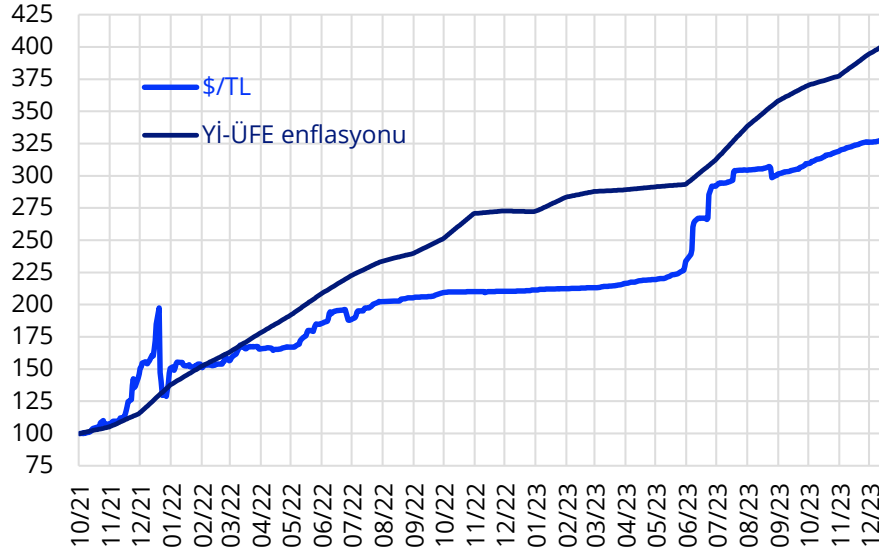
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

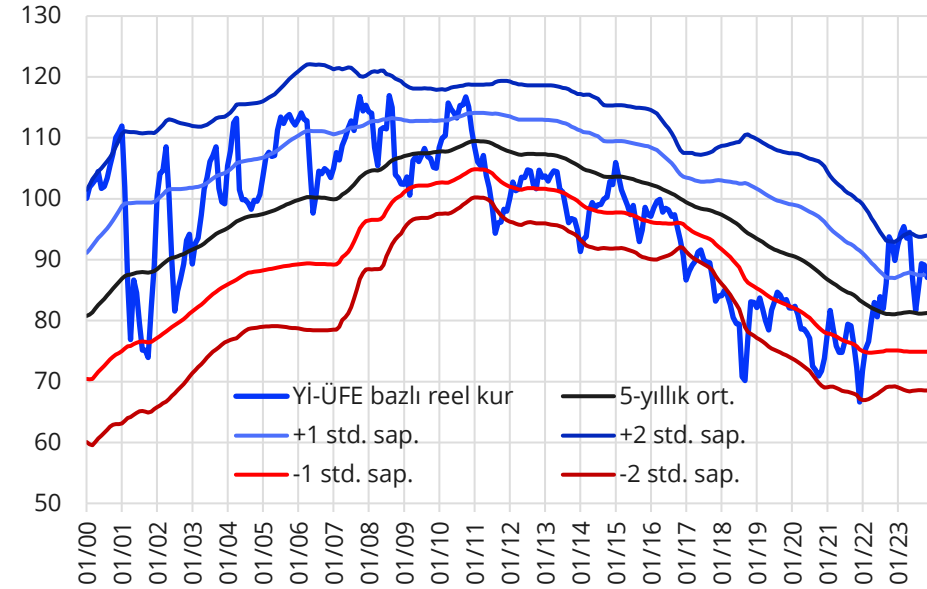


Ekim 2021'den bu yana kurlardaki artış Yİ-ÜFE enflasyonunun oldukça altında kaldı

\$/TL Kuru - Yİ-ÜFE Enflasyonu (1 Ekim 2021=100)



Yİ-ÜFE Bazlı Reel Kur (2003=100)



- Yİ-ÜFE enflasyonu baz alındığında ise, \$/TL'deki artışın enflasyonun oldukça gerisinde kaldığı görülüyor. Bunun da ihracatçılardan gelen «rekabetçi kur» şikayetlerinin arkasındaki temel etmen olduğu söylenebilir.
- Bu durum, reel kur grafiğinden de net bir şekilde izleniyor; Yİ-ÜFE bazlı reel kur tarihi zirve seviyelerine yakın ve istatistiksel olarak kritik seviyelerde seyrediyor. Sadece buna dayanarak, TL'nin «aşırı-değerli» kabul edilebilecek seviyelere yakın seyrettiği söylenebilir.
- **\$/TL'de enflasyonun bir miktar altında bir artışa izin verildiği mevcut trend (de-facto olarak yönlendirilen dalgalı kur rejimi) sürdürülmesi, TL'nin reel olarak değer kazanmaya devam etmesine yol açacak. Bu da bir noktada, TL'de yeni bir düzeltme ihtiyacına neden olabilir.**

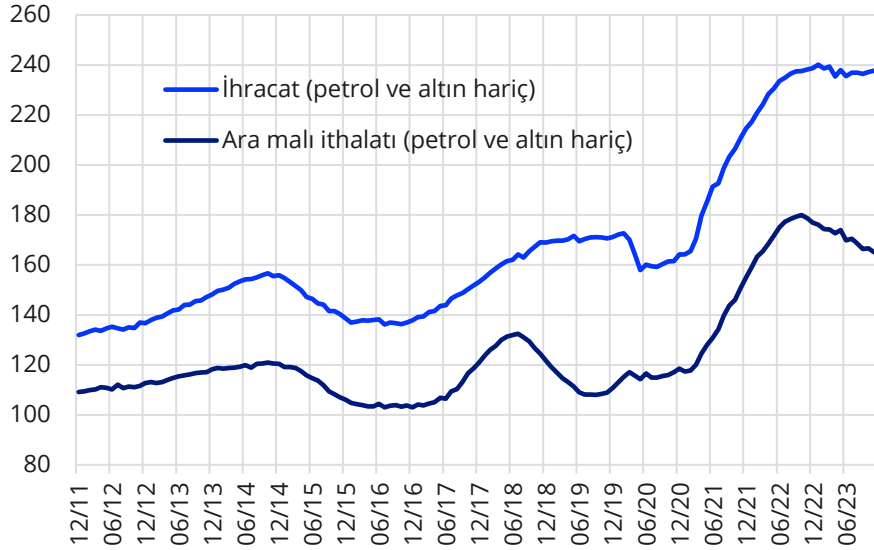
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

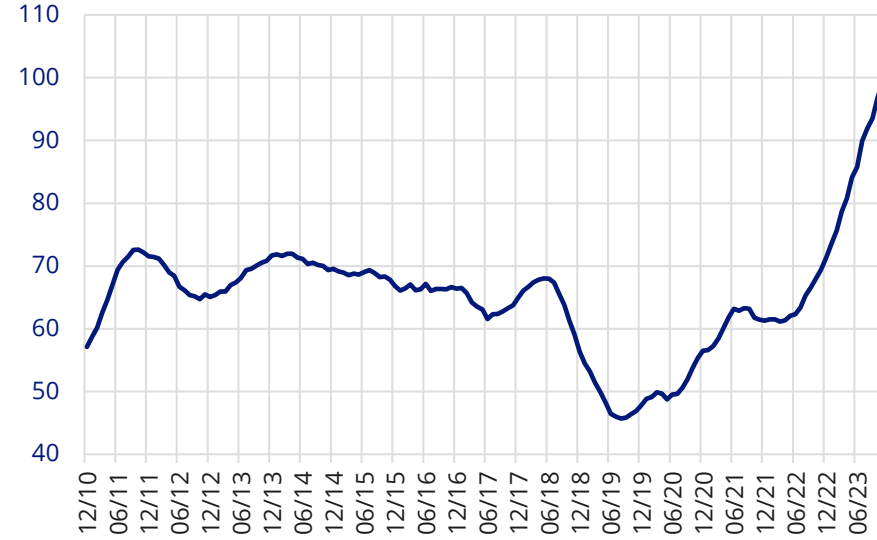


Tüketim malı ithalatında devam eden hızlı artış eğilimi de TL'de bir düzeltme potansiyeline işaret ediyor

İhracat - ara malı ithalatı, petrol ve altın hariç (Milyar \$)



Tüketim+Yatırım Malları İthalatı (Milyar \$)



- «Değerli TL» ve tüketicilerde devam eden talebi öne çekme eğilimine bağlı olarak tüketim ve yatırım malı ithalatındaki ivmelenmenin sürdüğü gözlemleniyor.
- İhracatın son 1-1,5 senelik dönemdeki yatay seyri ise sürüyor.
- **Özetle, her ne kadar ara malı ithalatındaki daralma sayesinde dış ticaret açığı ve de cari açık geriliyor olsa da, tüketim ve yatırım malı ithalatında süregelen ivmelenme de, TL'de bir düzeltme potansiyeline işaret ediyor olabilir.**

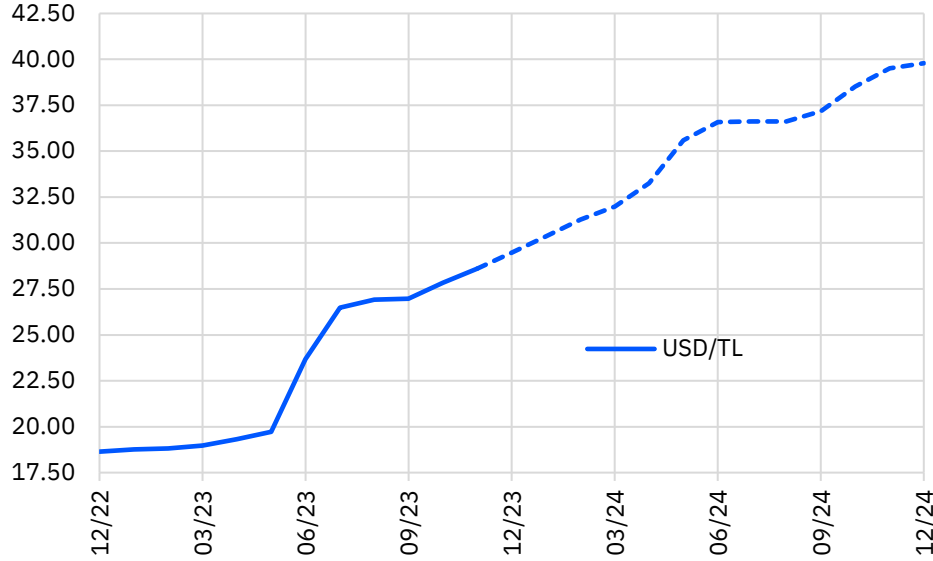
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



Kurala-dayalı ekonomi politikalarının sürdürülmesi, kur istikrarı için kritik önemde olacak

\$/TL Projeksiyonumuz



- Önceki sayfalarda belirttiğimiz gibi, kurun en azından yerel seçimlerin sonrasına ya da yılın ilk yarısının sonlarına kadar belli bir marj içinde yükselmesine (enflasyon ya da politika faizine endeksli olarak) izin verilen politikanın sürdürülmesini muhtemel buluyoruz.
- Bu durumda, ekonomi yönetiminin de hedeflediği üzere, TL'deki reel değerlenme sürecidir. Ancak, Yİ-ÜFE bazlı reel kur endeksinin tarihi zirve seviyelerine yakın ve istatistiksel olarak kritik seviyelerde seyretmesi ve bunun dış ticaret dinamiklerinde yarattığı olumsuzluk, bir noktada TL'de yeni bir düzeltme ihtiyacına neden olabilir
- Dolayısıyla, **\$/TL projeksiyonlarımızı şekillendirirken, yılın ilk döneminde mevcut trendin sürdüğü, yıl içinde %10-15 bir yükselişin yaşandığı, ancak yılın son döneminde sermaye girişlerinin yardımıyla TL'de reel değerlenmenin devam ettiği bir çerçeveyi baz alıyoruz. Buna göre, \$/TL tahminimiz 2024 sonu için 40,00, 2024 ortalaması için ise 35,60 olarak ortaya çıkıyor.**
- Kurala-dayalı ekonomi politikalarının sürdürülmesi, TL mevduat faizinin bir süreliğine yüksek tutulması, 2024'te GSYH büyümesinin yavaşlatılması ve bu yolla yabancı sermaye girişlerinin cesaretlendirilmesi, kurun öngördüğümüz patikada seyretmesi için kritik önemde olacak.

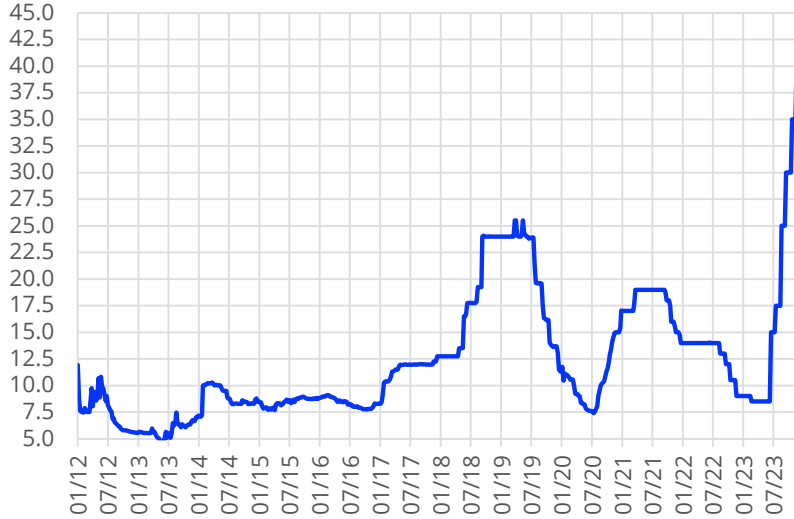
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

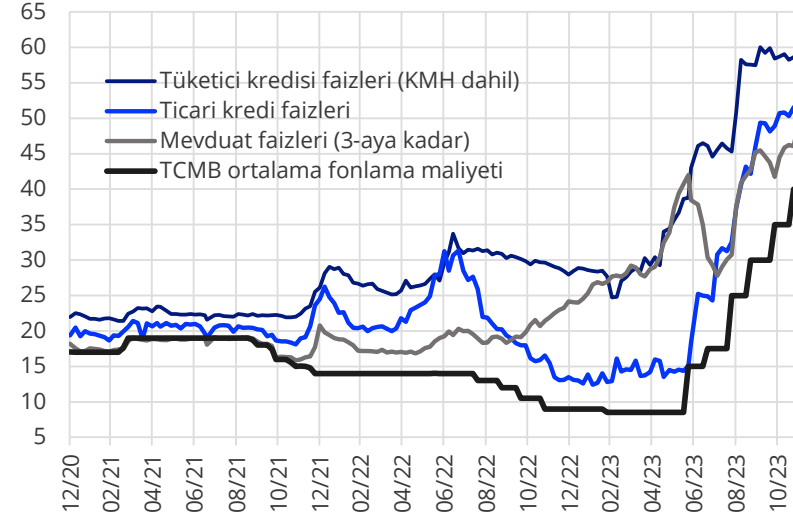


Mevduat faizlerinde son dönemde yaşanan artış tüketim eğilimini törpüleyebilir

TCMB'nin Ortalama Fonlama Faizi (%)



Politika Faizi ve Bankacılık Faizleri (%)



- Uzunca bir süredir, kalıcı dezenflasyon sürecine geçebilmek için iç talebin (talebi öne çekme eğiliminin) yavaşlatılması gerektiğini, bunun için de sadece kredi faizleriyle tüketimi kısmanın yeterli olmadığını ve mevduat faizlerinin tüketicileri tasarrufa teşvik edecek makul seviyelere (mevcutta %50-60 arası seviyelere) yükseltilmesi gerektiğini savunmaktayız.
- TCMB de sürekli olarak Türk Lirası mevduat payının artırılmasına ve parasal sıkılaşmaya vurgu yaparak mevduat faizlerinin daha fazla yükselmesi gerektiği mesajını veriyor. Mevduat faizlerinin 23 Kasım'daki PPK toplantısının ardından yeni bir yükseliş eğilimine girerek %50 seviyesini aşması, TCMB'nin mesajının piyasada karşılık bulduğuna işaret ediyor.
- **Mevduat faizlerinde son dönemdeki bu artışı, tasarrufu teşvik ederek talebi öne çekme eğilimini kısıbilecek önemli bir gelişme olarak değerlendiriyoruz.**
- **TCMB'nin 23 Kasım'daki PPK toplantısında net bir şekilde iletişimini yaptığı üzere, politika faizini %42,5-%45,0 gibi bir seviyeye getirdikten sonra, iç talebe, fiyatlama davranışlarına ve enflasyona ilişkin gelişmeleri izlemek üzere bir süreliğine beklemeye geçmesini bekliyoruz.**
- TCMB'nin «gerekli parasal sıkılığın gerektiği müddetçe sürdürüleceği» ifadesinin, politika faizinin en azından son çeyreğe kadar sabit tutulabileceğini çağrıştırdığını, ancak aynı zamanda gelişmelere göre ek faiz artışlarına da açık kapı bıraktığını düşünüyoruz.

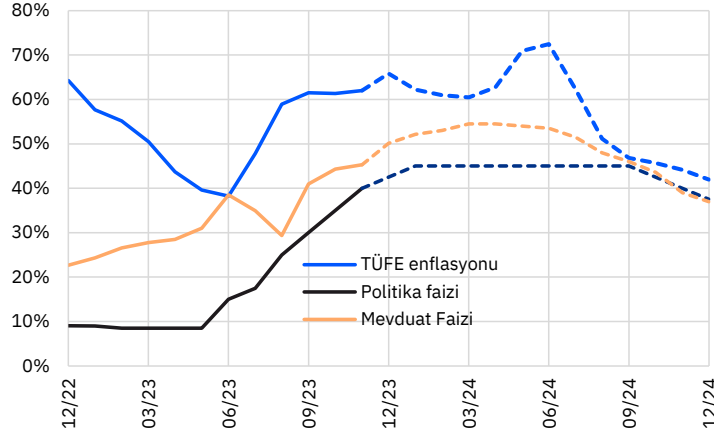
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

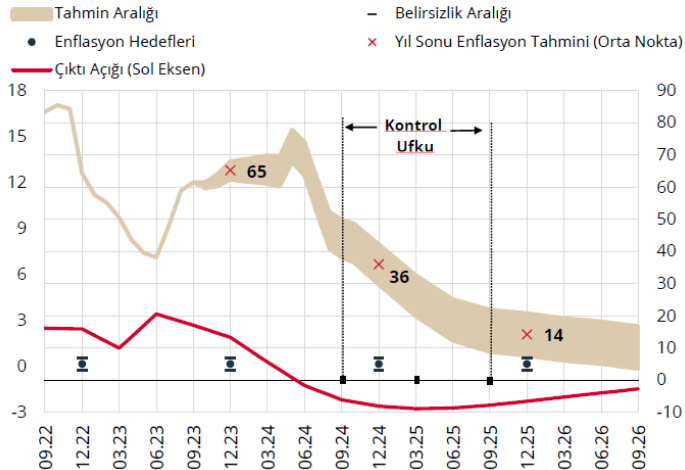


2024'te büyümenin yavaşlatılması ileride sürdürülebilir büyüme ve dezenflasyon için en gerekli koşullardan biri

## TÜFE Enflasyonu ve Politika Faizi Projeksiyonlarımız



## TCMB'nin TÜFE Enflasyonu ve Çıktı Açığı Projeksiyonları



- 2024 ve daha önemlisi daha sonraki yıllar için öngörülen dezenflasyon sürecinin başarılabilmesi için, mevduat faizlerinin biraz daha yükselişin ardından bir süreliğine bu yüksek seviyelerde kalmasının gerekli koşullardan biri olduğunu düşünüyoruz.
- Bu durum, ticari aktivitede durgunluğa yol açsa ve GSYH büyümesini aşağı çekse de, sonunda enflasyonun arkasındaki en önemli nedenlerden biri olan «geriye dönük fiyatlama» eğiliminin kırılmasında çok önemli bir rol oynayacaktır.
- Daha farklı bir ifadeyle, 2024 yılında ekonomik büyümenin yavaşlatılmasını enflasyonda atalet yaratan çok önemli bir faktör olan fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın ve enflasyon beklentilerini kırabilmenin çok önemli bir ön şartı olarak görüyoruz. Bu şartın sağlanmasını, ileriki yıllarda «sürdürülebilir büyüme» ve «sürdürülebilir dezenflasyon süreci» performansını sağlamak için en gerekli koşullardan biri olarak görüyoruz.
- Bu kritik eşiğin aşılabilmesi (fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın kırılması) faiz indirim sürecinin başlamasını da beraberinde getirecektir. TCMB'nin bu kritik eşiği atacak kararlılığı göstereceğini ve para politikasında gerekli sıkılığı koruyacağını öngörüyoruz.
- Bu bağlamda, reel sektör tarafından faiz indirme baskısı oluşsa bile, **TCMB'nin ancak 2024'ün son çeyreğinden itibaren 250 baz puanlık adımlarla faiz indirimlere başlayabileceğini ve politika faizini 2024 sonunda %37,50 seviyesine getirebileceğini düşünüyoruz.**
- TCMB de son Enflasyon Raporu'nda paylaştığı grafikte de görüldüğü üzere, enflasyon patikasına paralel olarak, 2024'te ve hatta sonrasında negatif çıktı açığı (potansiyelin altında bir GSYH büyümesi) öngörüyor.

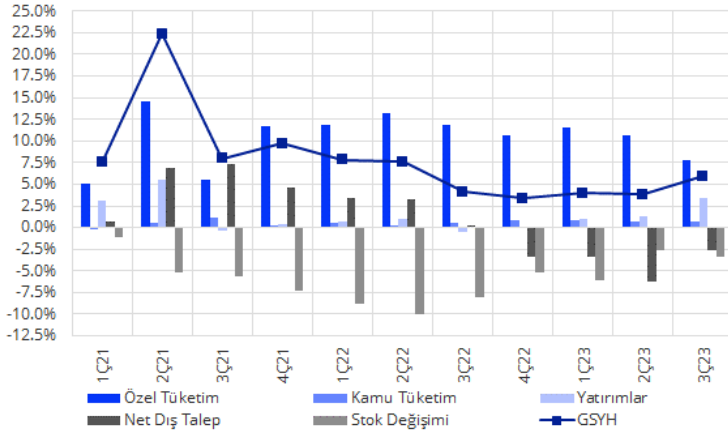
Kaynak: TCMB, TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

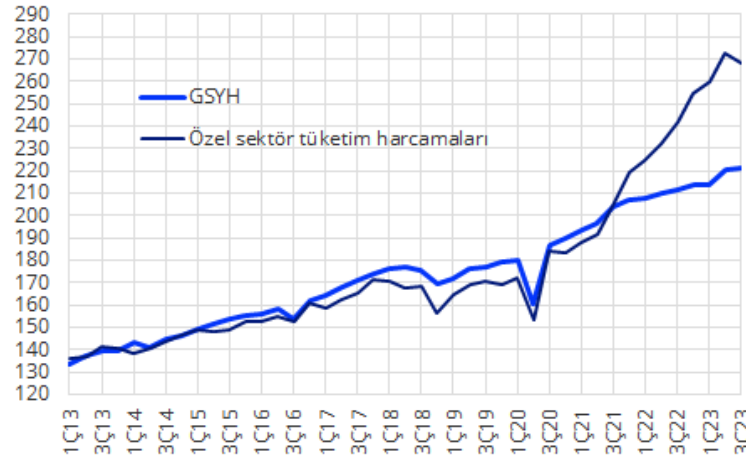


İç talebin hafif yavaşlamaya karşın 3. çeyrek itibariyle gücünü koruduğu görülüyor...

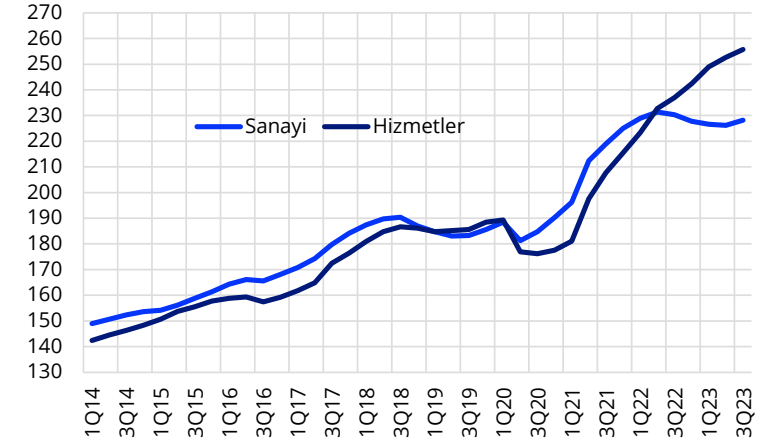
GSYH büyümesine katkı, alt kalemler (%)



GSYH hacim endeksleri (2009=100), harcama



GSYH hacim endeksleri (2009=100), üretim



- 3. çeyrekte GSYH büyümesi %5,9 seviyesinde gerçekleşirken, büyümeye en fazla katkı gene özel tüketim harcamalarından geldi. 2020'nin son çeyreğinden itibaren hızla ivmelenen özel tüketim harcamalarında 11 çeyrek sonra ilk kez bir düşüş yaşandıysa da, bu düşüşün %1,7 gibi çok sınırlı oranda gerçekleştiği görülüyor. Bu geri çekilmeye karşın, özel tüketim harcamaları yıllık %11,2'lik büyümeyle GSYH büyümesine %7,8 oranında katkı yaptı.
- Üretim tarafından bakıldığında da, hizmet sektörlerinde sınırlı miktarda bir yavaşlama olsa da, büyümeye güçlü katkı vermeye devam ettiklerini görüyoruz, ki bu da iç talepteki yavaşlamanın henüz çok sınırlı olmasıyla doğrudan ilişkili bir durum. Son 4 çeyrektir yıllık bazda daralan sanayi sektöründe ise hafif bir toparlanma (çeyreksel %2,0) yaşandı. İnşaat sektöründe ise düşük baz etkisinin de desteğiyle yıllık %8,1'lik bir yıllık büyüme rakamı var.
- **4. çeyrek için ilk (geçici) hesaplamalarımız %3,0 civarında bir GSYH büyümesine işaret etmekte, ki bu da 2023 yılı GSYH büyümesini %4,2 civarında tutacaktır.**

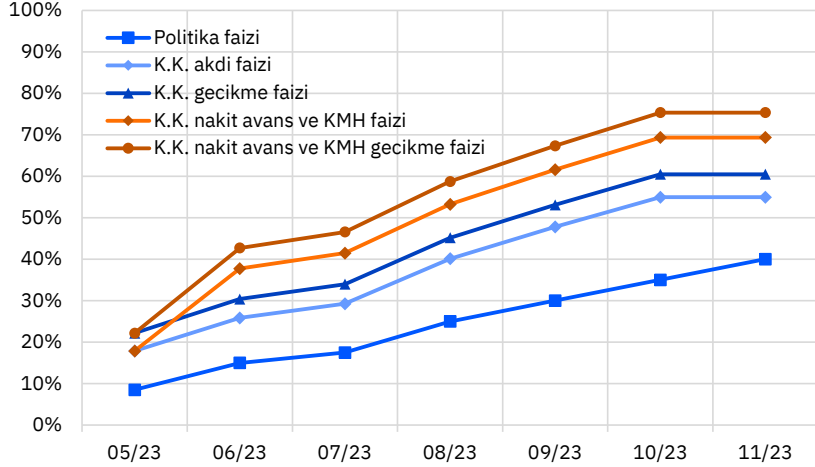
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

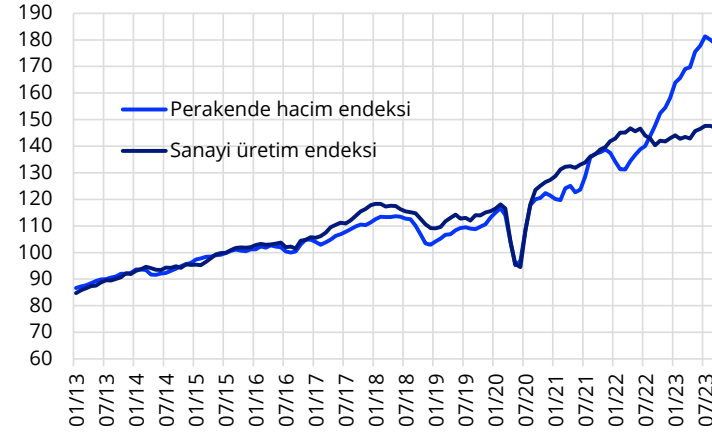


İç talepteki yavaşlama henüz çok sınırlı olsa da, ilerleyen aylarda bu etkinin sertleşmesini bekliyoruz

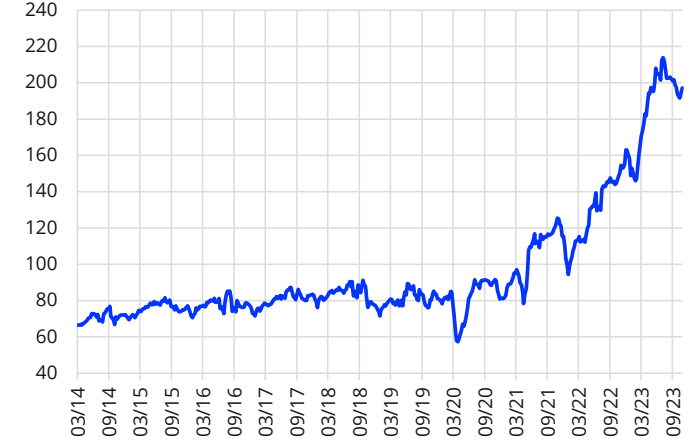
### Kredi Kartı Akdi ve Gecikme Faizleri



### Perakende Hacim Endeksi- Sanayi Üretim Endeksi



### Haftalık Kredi Kartı Harcamaları, Aralık 2023 Fiyatlarıyla (Milyar TL)



- **Haziran'dan bu yana gerçekleştirilen politika faiz artışları ve kredi ve kredi kartı faizlerindeki yükselişlere karşın, tüketim eğilimindeki yavaşlama henüz çok sınırlı seyretmekte.** Bu yavaşlama hızının dezenflasyon sürecinin güçlü bir şekilde başlayabilmesi için henüz yeterli seviyede olmadığını düşünüyoruz.
- Ancak, kredi kartı akdi ve gecikme faizlerindeki artışların faturalara yansımalarının gecikmeli etkileriyle, yavaşlamanın ileriki aylarda çok daha hissedilir olmasını bekliyoruz. Mevduat faizlerinin yüksek seviyelerde tutulması da bir yandan tüketim eğilimini törpülerken, bir yandan da yatırım aracı olarak görülen otomobil ve konut talebini de ciddi anlamda azaltacaktır.
- Talebin yavaşlatılması hedefine karşılık ücret artışlarının çok yüksek belirlenmesi ve yerel seçimler öncesinde bir kredi genişlemesine gidilmesi gibi risk unsurları bulunsa da, mevcut sıkı duruşun korunmasıyla yılın ilk 3 çeyreklik bölümünde (özellikle de 2. ve 3. çeyreklerde daha belirgin olarak) iç talepteki yavaşlamanın sertleşmesini bekliyoruz. Küresel ekonomide resesyon olmasa bile, düşük büyümenin devamı edecek olması da ihracatta istenen katkıyı getirmeyebilir.
- Özetle, **tüm bu koşulları bir arada değerlendirdiğimizde, son çeyrekte sermaye girişlerine bağlı bir miktar canlanmaya karşın, tüm yıl GSYH büyümesini (TCMB'nin çıktığı projeksiyonları ile de uyumlu olarak) %2,0 olarak öngörüyoruz.**
- **Önceki sayfalarda da belirttiğimiz gibi, 2024 yılında GSYH büyümesinin yavaşlatılabilmesini, ileride «sürdürülebilir büyüme» ve «sürdürülebilir dezenflasyon süreci» için önemli bir koşul olarak görüyoruz.**

Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

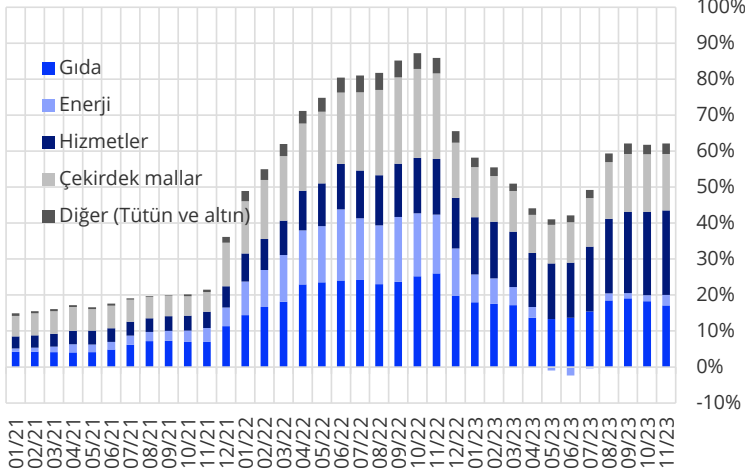


# Ekonomik Görünüm: Türkiye

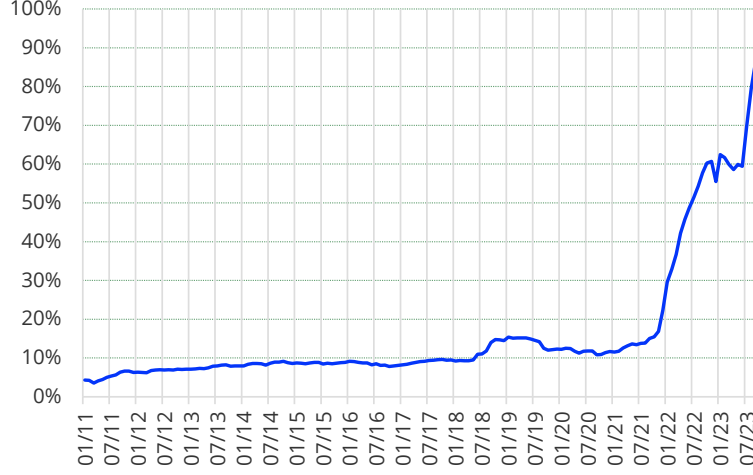


TÜFE enflasyonunun yılın ikinci yarısında düşüşe geçmesi makul görünüyor; sene sonu öngörümüz: %42

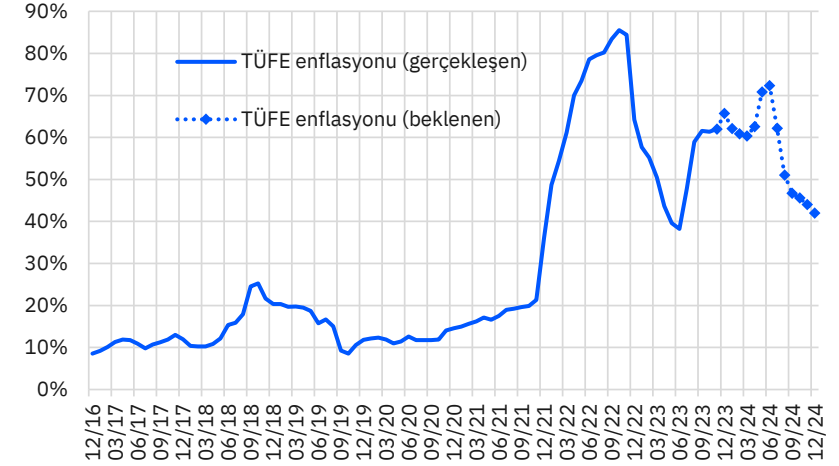
TÜFE Enflasyonunun Kırılımı, Yıllık



Hizmet Enflasyonu



TÜFE Enflasyonu Projeksiyonumuz



- 2024'te Türk Lirası'nda 2023'teki kadar hızlı bir değer kaybı olmayacağı varsayımıyla, TÜFE enflasyonunun yılın ikinci yarısında baz etkilerinin de devreye girmesiyle hızlı bir düşüş sürecine girmesi beklenebilir. Bu açıdan, **sene sonu için %40-45 arasında şekillenen piyasa tahminleri genel anlamda makul görünüyor, ki bizim de sene sonu tahminimiz %42 seviyesinde (USD/TL için 40,00 öngörüsüne dayanarak).**
- **Ancak, TÜFE enflasyonunun bu noktadan sonra (2025 yılı ve devamında) bu hızlı düşüş sürecini sürdürülebilmesi aynı ölçüde kolay olmayacaktır. Bunun için net bir şekilde firmaların geriye dönük fiyatlandırma, tüketicilerin de talebi öne çekme eğiliminin kırılması gerekiyor, ki bu da ancak toplumun bozulmuş enflasyon algısının iyileştirilmesiyle mümkün. Bu açıdan, sıkı para politikasının uzunca bir süre korunmasının (tasarruf eğiliminin desteklenmesi adına mevduat faizlerinin politika faizinin oldukça üzerinde seviyelerde tutulmasına da özel bir önem atfediyoruz) ve iç talebin yavaşlatılabilmesinin ekonomi yönetiminin temel önceliklerinden biri olması gerektiğini düşünüyoruz.**
- Özetle, önceki sayfalarda da dikkat çektiğimiz üzere, 2024 yılında ekonominin potansiyelin altında büyümesine katlanılması, ileriki yıllarda sürdürülebilir büyümenin olduğu gibi, sürdürülebilir dezenflasyon sürecinin de anahtarı olabileceğini düşünüyoruz.

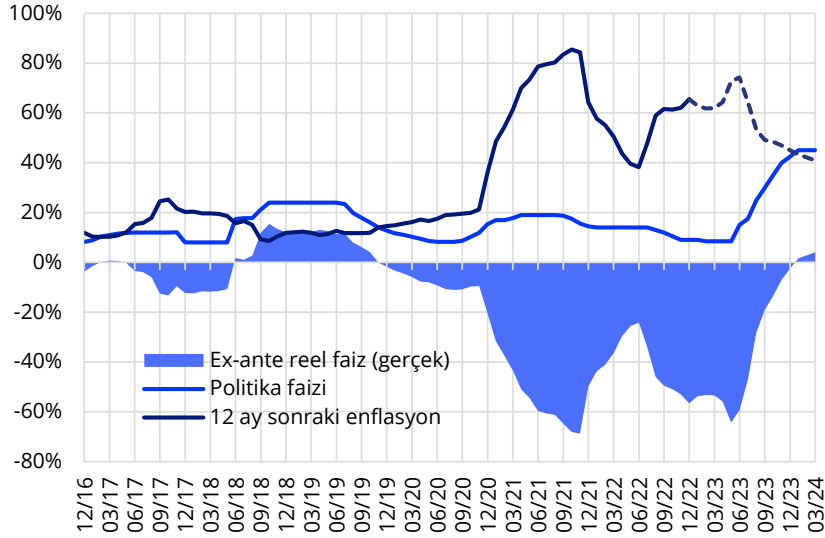
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

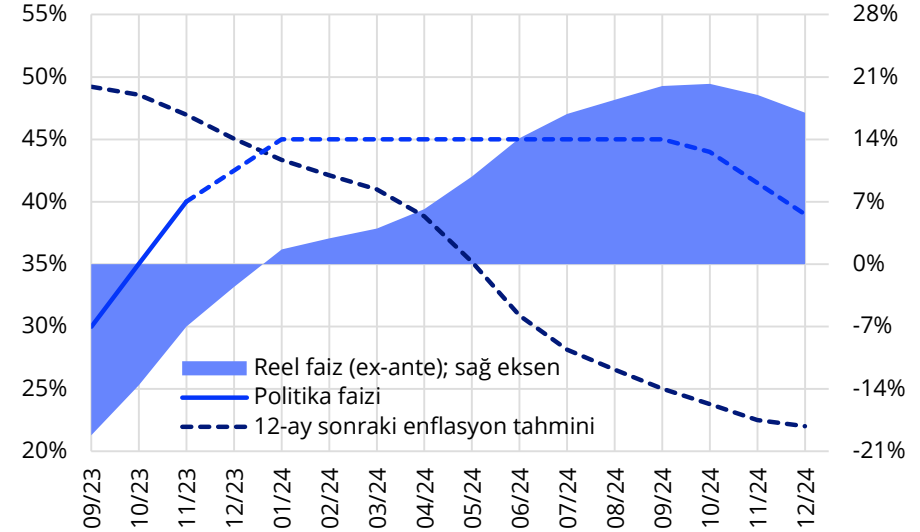


Enflasyon beklentilere doğru yönlendirilebilirse, politika faizi 2019'dan beri ilk kez pozitif reel faize geçmiş olacak

12 Ay Sonra Gerçekleşen TÜFE Enflasyonuna Göre Reel Faiz



12 ay sonra Beklenen TÜFE Enflasyonuna Göre Reel Faiz



- Enflasyon beklentilerine dayanarak mevcut politika faizinin reel faize işaret ettiği düşünülüyor olsa da, reel faiz verilir verilmediğini aslında 1 sene sonra enflasyon gerçekleşmelerine göre öğreneceğiz.
- 2024 yılında ancak firmaların geriye dönük fiyatlaması, tüketicilerin de talebi öne çekme eğilimi kırılırsa, TÜFE enflasyonu ileriki yıllarda TCMB'nin öngördüğü patikaya girecektir. Bu başarılı olduğu takdirde, Türkiye'nin uzun bir aradan sonra (2019'dan sonra) ilk kez reel faiz verme noktasına geçebilecek, bu da sermaye girişleri için yeni bir döneme işaret edebilecektir.

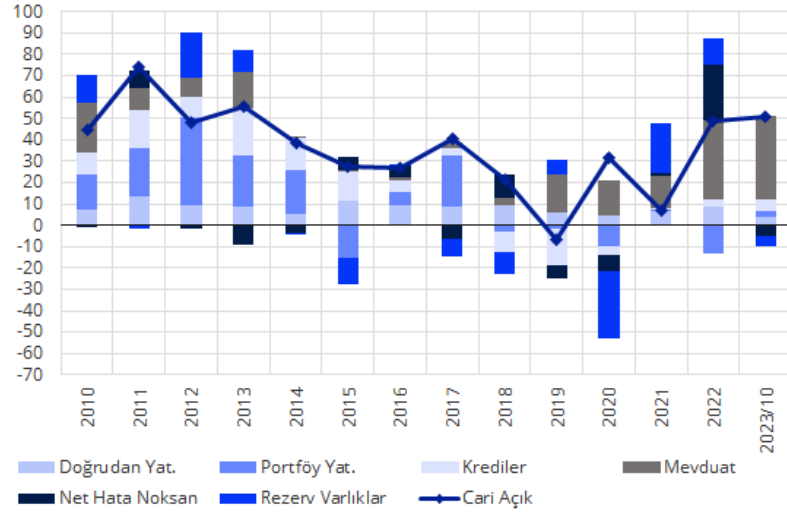
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

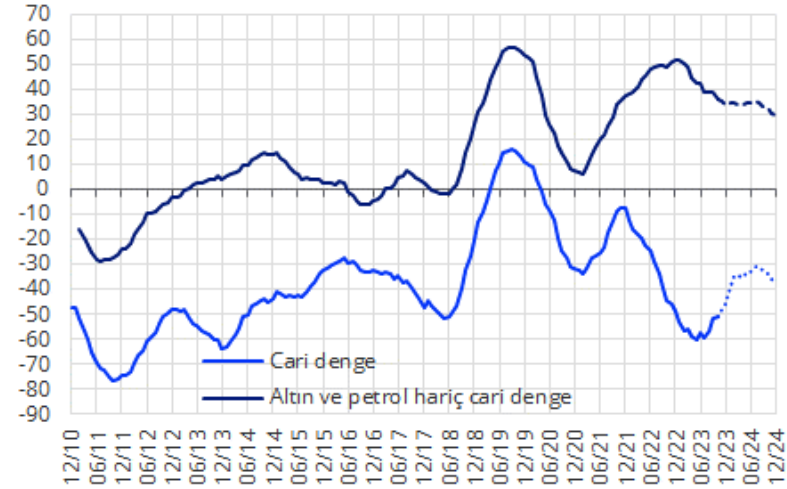


Cari açıkta düşüş hızlanarak devam edebilir; tahminlerimiz, 2024 ortasında 30 milyar \$, 2024 sonunda 37 milyar \$

Cari Açığın Finansmanı, 12-ay Birikimli (Milyar \$)



Cari Denge (Milyar \$)



- 12-aylık birikimli cari açık mayıs ayında 60,3 milyar seviyesinde zirve yaptıktan sonra düşüş sürecine girerek, Ekim'de 50,7 milyar \$'a geriledi. Ticaret Bakanlığı'nın açıkladığı Kasım'daki 5,9 milyar \$'lık dış ticaret açığına dayanarak, 1,5 milyar \$ civarında bir cari açık bekliyoruz, ki bu durumda 12-aylık birikimli cari açık 48 milyar \$ civarına gerilemiş olacak.
- İç talebin gücünü korumasıyla tüketim ve yatırım malı ithalatında henüz bir gevşeme görmesek de, ilerleyen aylarda özellikle ara malı ithalatındaki geri çekilmeye ve baz etkilerine bağlı olarak, 12-aylık birikim cari açığındaki düşüşün hızlanmasını bekliyoruz.
- **Cari açığın 2023 sonunda 46 milyar \$ (GSYH'nin %4,3'ü), ilk çeyrekte 35 milyar \$, yaz aylarına gelindiğinde de 30 milyar \$ seviyelerine kadar geri çekilmesi mümkün görünüyor. Ancak 2024'ün son döneminde baz etkilerinin terse dönmesiyle beraber, cari açığın yeniden yükselişe geçerek 2024 sonunda kabaca 37 milyar \$ (GSYH'nin %3,3'ü) seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.**

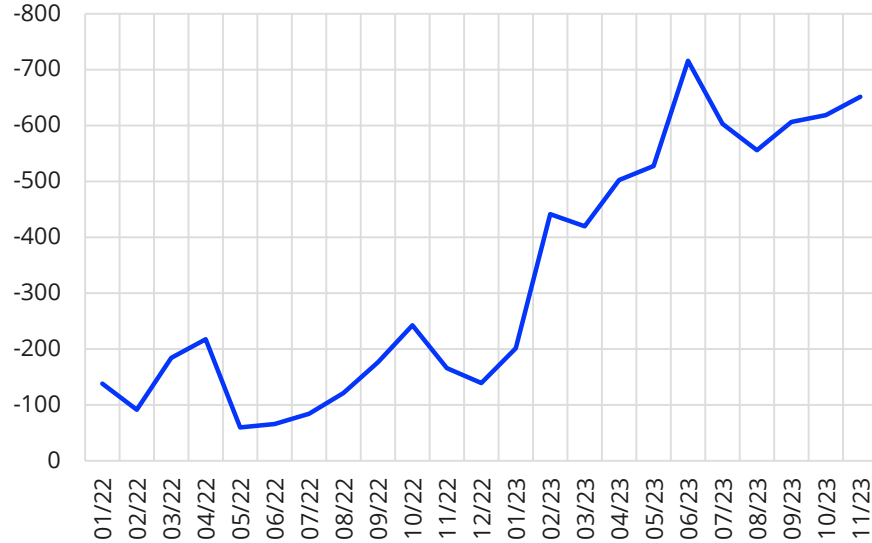
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

Güçlü vergi gelirleri bütçe performansını desteklemeye devam ediyor



Merkezi Bütçe Dengesi (Milyar TL)



Çeşitli Vergi Gelirleri, Temmuz-Kasım Dönemi (Milyar TL)

	2023	2022	Değişim
<b>Motorlu Taşıtlar Vergisi</b>	<b>46.7</b>	<b>11.7</b>	<b>300.4%</b>
<b>Tüketimden alınan vergiler</b>	<b>662.8</b>	<b>223.8</b>	<b>196.2%</b>
<b>Dahili Mal ve Hizmetlerden KDV</b>	<b>330.7</b>	<b>100.6</b>	<b>228.7%</b>
<b>Özel Tüketim Vergisi</b>	<b>486.5</b>	<b>254.4</b>	<b>91.2%</b>
Petrol ve Doğalgaz Ürünleri (I)	110.4	40.9	169.8%
Motorlu Taşıtlar (II)	215.7	106.6	102.5%
Diğer Vergiler	160.4	106.9	49.9%

- Yılın ilk yarısında depreme ve seçime bağlı harcamalar nedeniyle hızla yükselen 12-ay birikimli bütçe açığı, Temmuz'dan itibaren güçlenen vergi gelirleri ve bütçe ödeneklerinin kullanımındaki gecikme sayesinde kontrol altına alınmış görünüyor. Şöyle ki, **2022 sonundaki 139 milyar TL seviyesinden Haziran'da 716 milyar TL'ye yükselen 12-ay birikimli bütçe açığı kasım itibariyle 651 milyar TL'ye gerilemiş durumda.**
- Bu dengelenmede etkili olan en önemli faktörün güçlü iç talep ve çeşitli vergi düzenlemelerine bağlı olarak vergi gelirlerinde Temmuz'dan itibaren görülen hızlanma olduğunu söyleyebiliriz.
- Şöyle ki, Temmuz-Kasım arasındaki 5 aylık dönemde vergi tahsilatlarındaki yıllık nominal artışlar motorlu taşıtlar vergisinde (MTV) %300'e, dahili mal ve hizmetlerden alınan KDV'de %229'a, akaryakıttan alınan ÖTV'de %170'e ve motorlu taşıtlardan alınan ÖTV'de ise %103'e ulaşmış durumda. Vergi gelirlerindeki bu güçlenme sayesinde, Kasım itibariyle dahili mal ve hizmetlerden alınan KDV'de bütçe hedeflerinin (OVP) %104'üne, toplam ÖTV'de ise %99'una (motorlu taşıtlardan alınan ÖTV için %110) ulaşıldığı görülüyor.

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



Depreme bağlı ödeneklerinin henüz çok az kullanılmış olması da bütçedeki dengelenmede etkili oldu

## Merkezi Bütçe Projeksiyonları, 2023 Revizyonları (Milyar TL)

	2022	İlk Tahmin	Ek Bütçe	OVP
<b>Gelirler</b>	<b>2,800.1</b>	<b>3,810.1</b>	<b>4,929.7</b>	<b>4,929.7</b>
Vergi gelirleri	2,353.4	3,199.5	4,270.7	4,270.7
Vergi-dışı gelirler	446.7	610.6	659.0	659.0
<b>Harcamalar</b>	<b>2,942.7</b>	<b>4,469.6</b>	<b>5,589.1</b>	<b>6,562.6</b>
Faiz harcamaları	310.9	565.6	646.1	646.1
Faiz-dışı harcamalar	2,631.8	3,904.0	4,942.9	5,916.5
Personel	615.3	952.3	952.3	1,326.5
SGK primleri	96.9	150.4	150.4	183.2
Mal ve hizmet alımları	257.7	318.7	419.4	471.0
Cari transferler	1,126.4	1,682.0	1,940.9	2,501.6
Sermaye harcamaları	276.9	315.8	383.3	538.8
Sermaye transferleri	48.8	37.3	521.0	685.1
Borç Verme	209.9	359.2	410.4	210.4
Yedek Ödenekler	0.0	88.2	165.2	0.0
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-142.6</b>	<b>-659.4</b>	<b>-659.4</b>	<b>-1,632.9</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>168.3</b>	<b>-93.8</b>	<b>-13.2</b>	<b>-986.8</b>
<b>IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge</b>	<b>-19.9</b>	<b>-323.6</b>	<b>n.a.</b>	<b>-1,232.2</b>
<b>GSYH'ye Oranı:</b>				
Bütçe Dengesi	-0.9%	-3.5%	n.a.	-6.4%
Faiz Dışı Denge	1.1%	-0.5%	n.a.	-3.9%
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-0.1%	-1.7%	n.a.	-4.8%

## Çeşitli Harcama Kalemleri, Gerçekleşme-Ödenek Karşılaştırması (Milyar TL)

	İlk Tahmin	OVP	Ocak-Kasım	Kullanılmayan Ödenek
Cari transferler	1,682.0	2,501.6	2,064.0	437.6
Sermaye harcamaları	315.8	538.8	363.1	175.7
Sermaye transferleri	37.3	685.1	218.7	466.4

- Hatırlanacağı gibi, hükümet bütçe harcama projeksiyonlarını çeşitli seçim vaatleri ve depreme bağlı harcama artışları (ve de enflasyonun öngörülmesi aşması) nedeniyle, sene başındaki 4,5 trilyon TL'den önce Temmuz'da ek bütçeyle 5,6 trilyon TL'ye, daha sonra da Eylül'de OVP ile 6,6 trilyon TL'ye yükseltti. **Bütçe açığı projeksiyonu da 659 milyar TL'den 1,63 trilyon TL'ye yükseltildi.**
- **Kasım sonu itibarıyla merkezi bütçe açığı ise sadece 532 milyar TL seviyesinde gerçekleşti.**
- Bütçe açığının hükümetin sene sonu projeksiyonuna göre oldukça kontrollü seyretmesinde yukarıda da belirttiğimiz gibi Temmuz'dan itibaren vergi gelirlerindeki dramatik iyileşmenin payı büyük. Ancak bu sonuçlarda, deprem ödenekleri başta olmak üzere çeşitli bütçe ödeneklerinin henüz küçük bir kısmının kullanılmış olmasının da önemli bir rolü olduğunu belirtmek lazım.
- Örneğin, sene başında 37 milyar TL olan sermaye transferlerine ilişkin projeksiyon deprem ödenekleri nedeniyle 685 milyar TL'ye yükseltildiyse de, kasım ayı itibarıyla henüz 219 milyar TL'lik bir kullanım yapıldığı görülüyor. Benzer şekilde, sermaye giderlerinde 539 milyar TL'lik ödeneğin 363 milyar TL'si, cari transferlerde ise 2,5 trilyon TL'lik ödeneğin 2,06 milyar TL'si kullanılmış durumda.
- Kullanılmayan bütçe ödeneklerin Aralık ayında kısmen kullanılabileceğini düşünüyoruz. Bu kullanımlarla birlikte, bütçe açığında özellikle aralık ayında önemli bir artış olacaktır. Buna karşın, vergi geliri hedeflerinin aşılması ihtimalini de değerlendirdiğimizde, **sene sonunda bütçe açığının 1,66 trilyon TL'lik (GSYH'nin %6,4'ü) OVP öngörüsünün altında, 1,2-1,3 trilyon TL civarlarında (GSYH'nin kabaca %5,0'i) gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.** Bununla beraber, 2023 yılından 2024'e aktarılan deprem ödeneklerinin beklentilerimizi aşması durumunda, 2023 yılı daha düşük bir bütçe açığıyla da kapanabilir. Fakat, bu durumda da, 2024 yılı için öngörülenden daha yüksek bir bütçe açığı söz konusu olacaktır.
- **2024 yılında vergi gelirlerindeki potansiyel yavaşlama ve depreme bağlı zorunlu harcamalar göz önünde bulundurulduğunda, merkezi bütçe açığı/GSYH oranının 2023-2024 yılları ortalamasının %5,0 civarında gerçekleşebileceğini düşünüyoruz (OVP projeksiyonu: %6,4).**

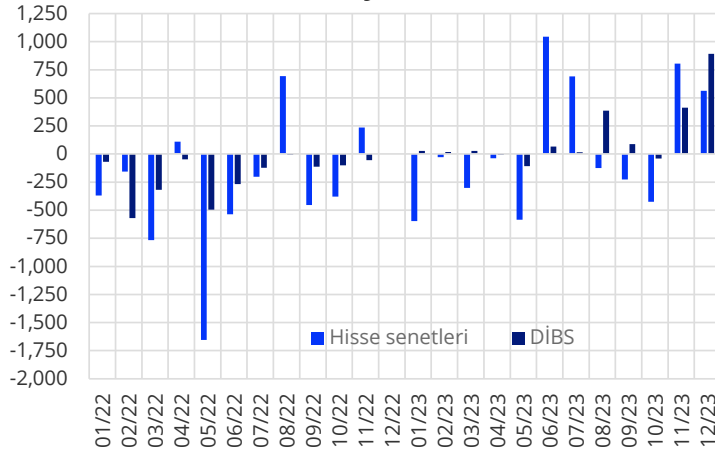
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

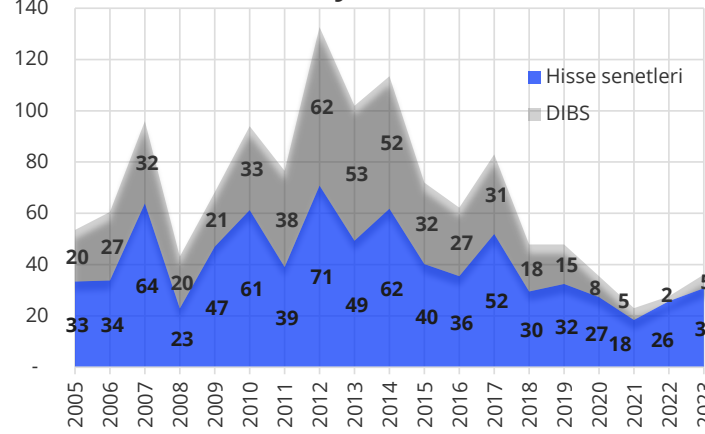


Seçimlerin ardından canlanmaya başlayan sermaye girişlerinde asıl ivmelenme 2024 yılında olabilir

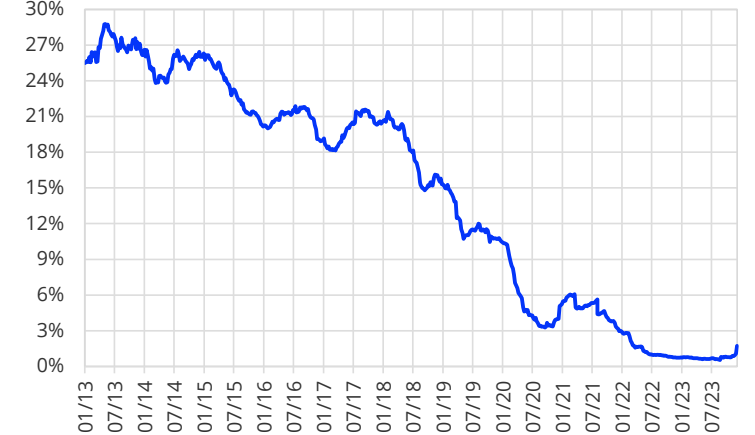
Yurtdışı Yerleşiklerin Net Sermaye Hareketleri (Milyon \$)



Yurtdışı Yerleşiklerin Hisse Senedi & DİBS Stoğu (Milyar \$)



Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Sahipliği (Payı)



- Ekonomi politikalarındaki yön değişikliği ve özellikle de TL verim eğrisindeki normalleşmeye bağlı olarak son dönemde Türk varlıklarına olan ilginin arttığı görülüyor. Bu ilgi uluslararası yatırım bankaları tarafından Türkiye'ye ilişkin kaleme alınan rapor sayılarındaki ciddi artışla gözlenirken, son 2 aydır hisse senetleri ve TL bonolara henüz küçük çapta da olsa (tarihsel ortalamalara göre) yabancı sermaye girişlerinin başladığı da görülüyor.
- Şöyle ki, **Kasım başından 8 Aralık ile biten haftaya kadar hisse senetlerine 1,4 milyar \$, TL bonolara 1,3 milyar \$ olmak üzere toplam 2,7 milyar \$ yabancı sermaye girişi yaşandı. Özellikle 1-8 Aralık haftasındaki girişler, hisse senetlerine 562 milyon \$, TL bonolara ise 891 milyon \$ oldu.**
- Yurtdışı yerleşiklerin elindeki hisse senedi ve DİBS stoğunun nominal değeri son girişlerin ardından 2022 sonundaki 28 milyar \$'dan 36 milyar \$'a yükselmiş durumda. Ancak bu miktarın 2012 yılında 130 milyar \$'ın üzerine çıktığını da hatırlatmak gerek. 2013 yılında DİBS stoğu içindeki payları %30'a yaklaşan yurtdışı yerleşiklerin yıllar içinde portföylerini azaltmalarıyla payları %1,0'in de altına gerilemişti. Mevcutta payları son dönemdeki girişlere karşın halen %2,0'nin altında seyrediyor.
- **DİBS piyasasına TL tahvil faizlerinin enflasyon beklentileriyle uyumlu seviyelere gelmesiyle oluşan yabancı ilgisinin 2024 yılında katlanarak devam etmesini bekliyoruz.** Sıkı para politikasıyla enflasyonun düşüşe geçeceği yönündeki algı güçlendikçe bu ilgi daha da artacaktır.

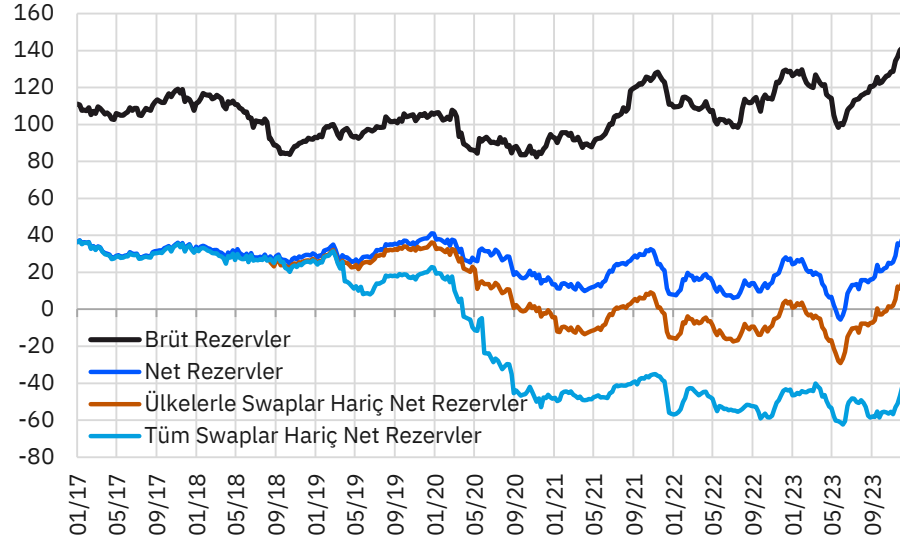
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

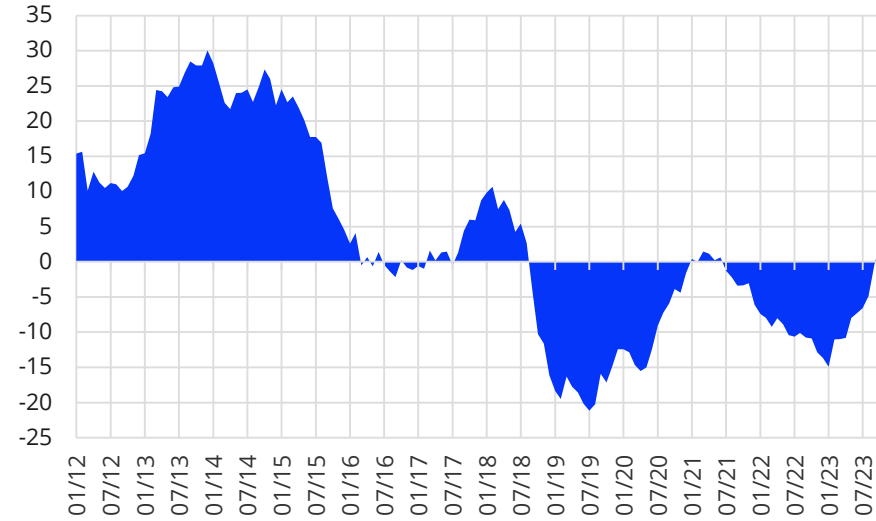


Seçimlerin ardından brüt rezervlerdeki artış 40 milyar \$'ı aşarken, bankalar yurtdışı borçlanmayı arttırdı

Uluslararası Rezervler (Milyar \$)



Bankaların yurtdışından net borçlanması, 12-ay birikimli (Milyar \$)



- Sermaye girişlerindeki iyileşmeyle de uyumlu olarak, resmi rezervlerde seçimlerin ardından başlayan yükseliş eğilimi de sürüyor. Mayıs sonunda 98,5 milyar \$'a kadar gerileyen **TCMB'nin brüt döviz rezervleri son dönemdeki hızlı artışlarla birlikte 8 Aralık itibariyle 141,4 milyar \$'a ulaşırken, net döviz rezervleri ise aynı süreçte kabaca -6 milyar \$'dan 38 milyar \$'a yükselmiş durumda. Bu dönemde döviz rezervlerindeki bu yükselişin kabaca 25 milyar \$'lık kısmı TCMB'nin bankalarla yaptığı swap işlemlerindeki artıştan (32 milyar \$'dan 57 milyar \$'a) kaynaklanıyor.**
- Bankaların ise son dönemde yurtdışından borçlanmalarını önemli oranda artırdıkları görülüyor. Ekim ayı ödemeler dengesi detaylarından görüldüğü üzere, **bankalar son 3 aylık dönemde 3,4 milyar \$ net kredi kullanırken (yeniden borçlanma oranı da %187'ye ulaşmış), bunun dışında son 5 ayda 2,4 milyar \$'lık da net tahvil ihracı gerçekleştirmiş.** Böylece bankaların 12-aylık birikimli net borçlanmasının uzunca bir süre sonra (Haziran 2021'den beri) ilk kez artıya geçmiş olduğu görülüyor.

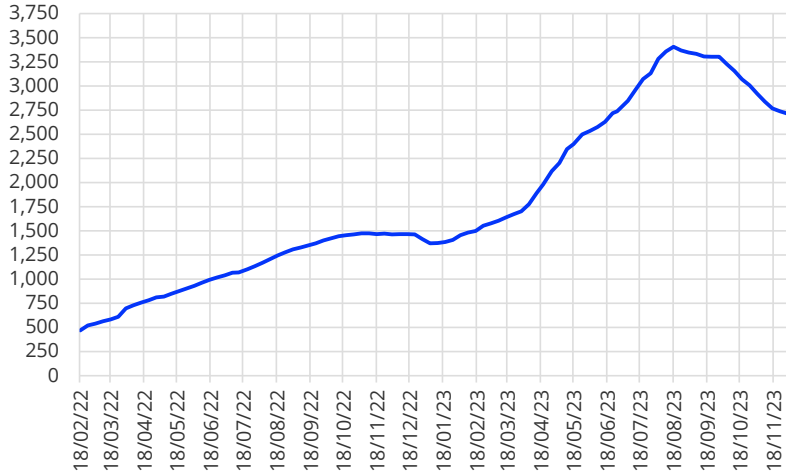
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

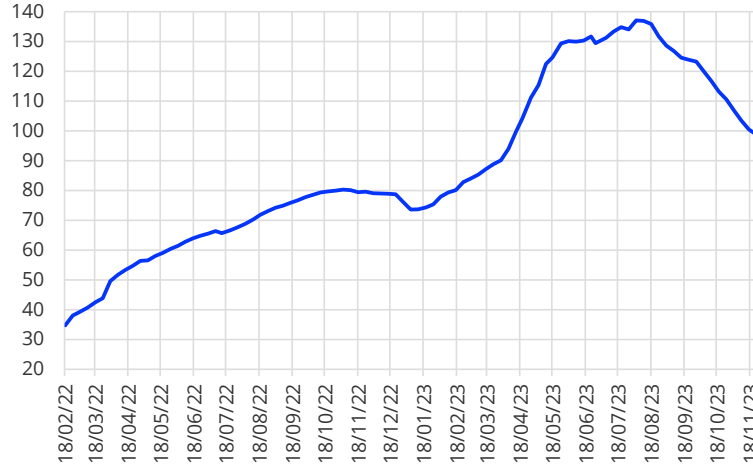


Kur korumalı mevduatlardaki düşüş de 40 milyar \$'ı aşarken, döviz talebinde kayda değer bir artış izlenmiyor

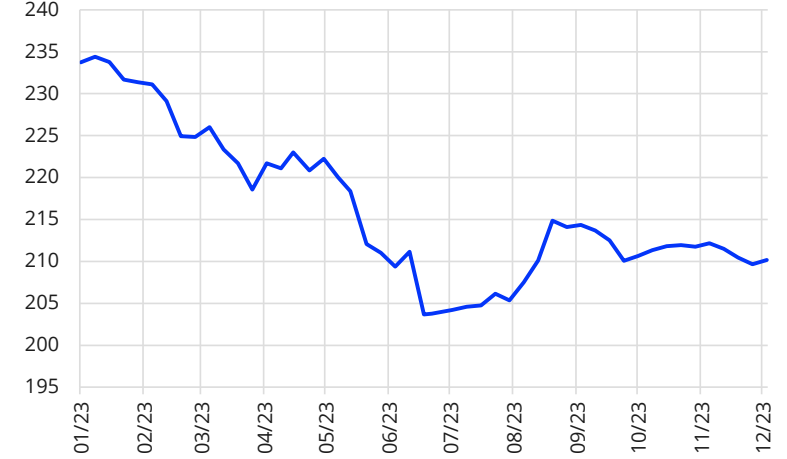
Kur Korumalı Mevduat (Milyar TL)



Kur Korumalı Mevduat (Milyar \$)



Döviz Tevdiat Hesapları, DTH (Milyar \$)



- TCMB'nin Ağustos ortasında kur korumalı mevduat (KKM) sisteminden çıkış hedefleri koymasının ardından başlayan düşüş eğilimi ise son haftalardaki yavaşlamaya karşın sürüyor. Son çıkışlarla beraber, **KKM sisteminden çıkışlar yaklaşık 40 milyar \$'a ulaştı. KKM sisteminden çıkışlara karşın, döviz tevdiat hesaplarında (DTH) da kayda değer bir artış gözlenmiyor.**
- Bununla beraber, şimdiye kadarki çıkışların ağırlıklı (%80-90) TL'den dönüşümlü KKM hesaplarından gerçekleşmiş olabileceğini değerlendiriyoruz. Bu açıdan, KKM sisteminin küçülme hızı konusunda ilerleyen aylarda dövizden dönüşümlü KKM sisteminden çıkışların nasıl geliştiği asıl belirleyici olacak. **Şirketlere tanınan vergi avantajının muhtemelen 2024 yılı içinde kaldırılması, ek döviz talebi yaratma potansiyeli taşıyor.**

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

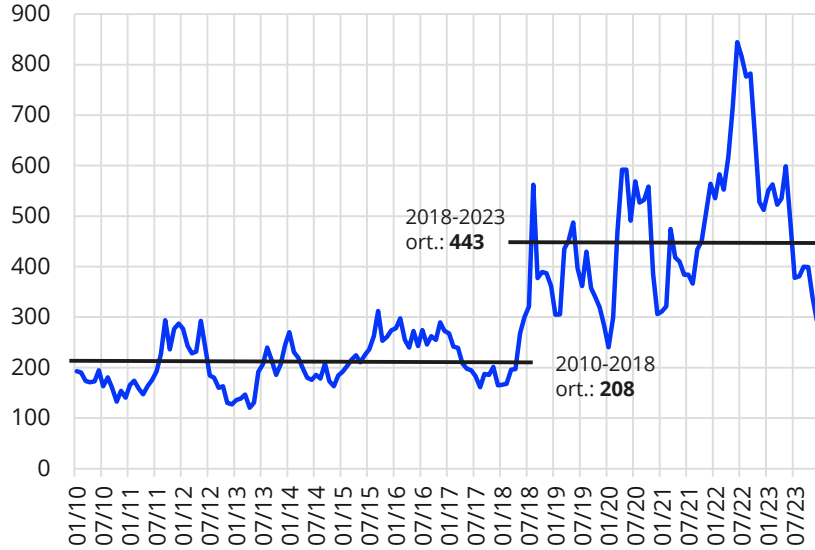


# Ekonomik Görünüm: Türkiye

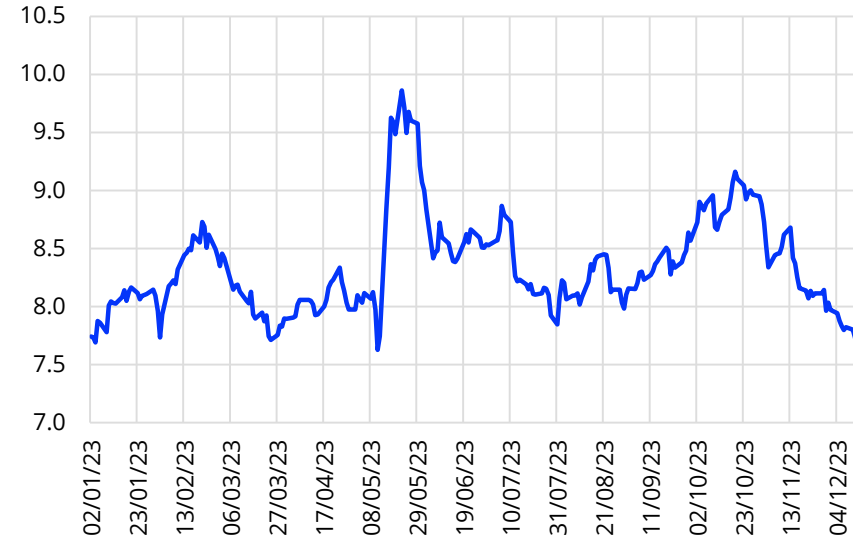


Son dönemde risk primindeki iyileşme hızlanarak sürüyor, CDS primi ilk etapta 250 bazpuana kadar gerileyebilir

5 yıllık CDS Primi (bazpuan)



2034 Vadeli Eurobond Faizi (%)



- Son dönemde Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi ve Eurobond faizlerinde de ciddi iyileşmeler yaşanıyor. CDS primi 14 Aralık'ta 300 bazpuanın altına gerilerken, 2034 vadeli Eurobond'un faizi ise Kasım sonuna göre yaklaşık %1 puan kadar düşerek %7,18'i test etti.
- **Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseldiği 2012'nin sonları ve 2013'ün başlarını kapsayan dönemde Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 110'lu seviyelere kadar gerilerken, bu dönemde ortalama CDS primi kabaca 130 olmuştur.** 2015-2017 arasında 300 civarında seyreden CDS primi 2017 yılı içinde 160'lu seviyelere kadar geriledikten sonra 2018 yılından itibaren daha yüksek bir patikaya yerleşti.
- Türkiye'nin CDS primininin 2010-2018 arası ortalaması kabaca 208 bazpuan olurken, 2018'den itibaren CDS primi ortalaması 443 puan civarında seyretti.
- **Mevcut görünümün korunması ve de küresel risk iştahında ani bir bozulma olmaması durumunda, Türkiye'nin CDS primininin kısa vadede ilk etapta 250 bazpuan seviyelerine kadar gerilemesi beklenebilir.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



Kredi derecelendirme kuruluşları da ekonomi politikalarındaki normalleşmeye olumlu tepki verdi

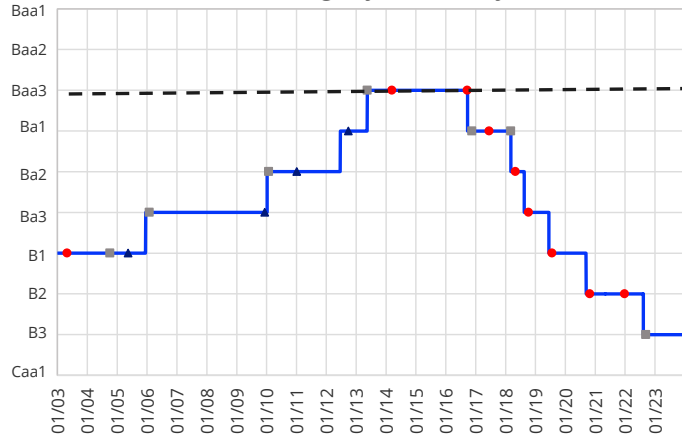
	S&P	Moody's	Fitch
<b>Son güncelleme tarihi:</b>	30/11/23	12/08/22	08/09/23
<b>Kredi notu güncellemesi:</b>	B teyit edildi	B3'e indirildi	B teyit edildi
<b>Görünüm güncellemesi:</b>	Pozitifte yükseltildi	Durağana yükseltildi	Durağana yükseltildi
<b>Yatırım yapılabilir kademe:</b>	5 kademe altı	6 kademe altı	5 kademe altı
<b>Değerlendirme takvimi:</b>	03/24 - 09/24	06/24 - 12/24	03/24 - 09/24

Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
30/11/23	S&P	B	→	pozitif	↑
29/09/23	S&P	B	→	durağan	↑
08/09/23	Fitch	B	→	durağan	↑
31/03/23	S&P	B	→	negatif	↓
17/03/23	Fitch	B	→	negatif	→
18/11/22	Fitch	B	→	negatif	→
30/09/22	S&P	B	↓	durağan	↑
12/08/22	Moody's	B3	↓	durağan	↑

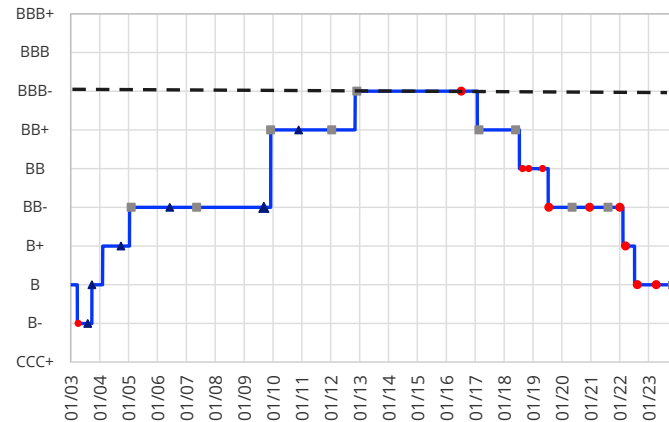
\* Moody's 16 Haziran ve 15 Aralık'taki resmi değerlendirme günlerinde herhangi bir güncellemeye gitmedi. 10 Ağustos'ta bankacılık sektörünün görünümünü durağandan pozitifte yükseltti.

YATIRIM YAPILABİLİR													J UNK										
Moody's	AAA1	AAA2	AAA3	AA1	AA2	AA3	A1	A2	A3	BAA1	BAA2	BAA3	BA1	BA2	BA3	B1	B2	B3	CAA1	CAA2	CAA3	CA	C
S&P/Fitch	AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
	Prime			Yüksek Not			Yüksek Orta Not			Alt Orta Not			Spekülatif			Çok Spekülatif			Aşırı Riskli			Batık	

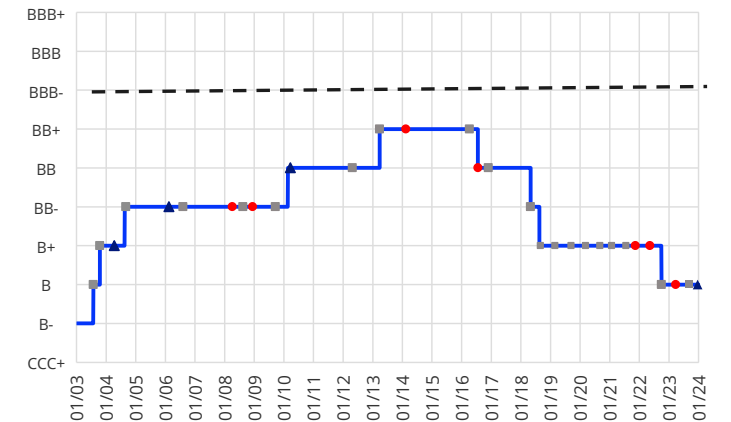
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



▲ Pozitif görünüm ■ Durağan görünüm ● Negatif görünüm

Kaynak: S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

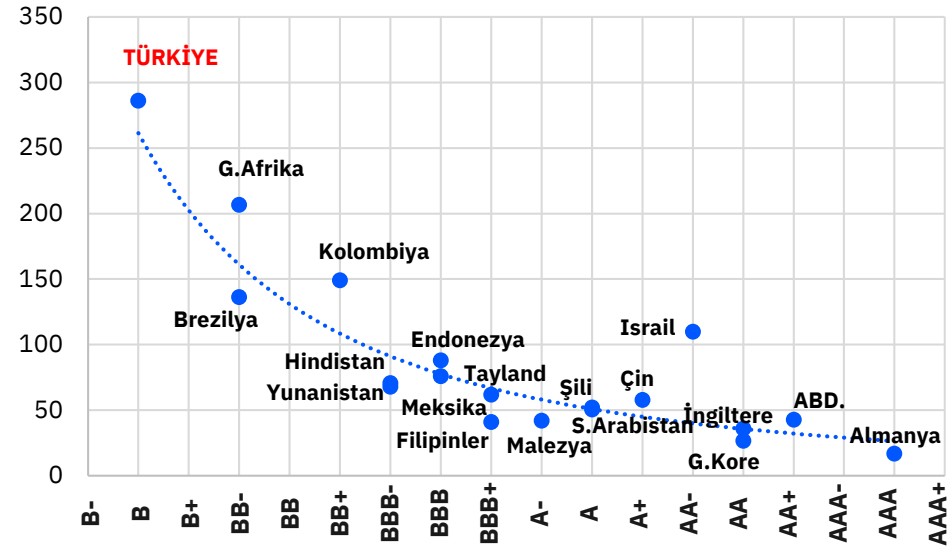
# Ekonomik Görünüm: Türkiye



2024 yılında Türkiye'nin kredi notunda her 3 derecelendirme kuruluşundan da artışlar bekliyoruz

Ülke	Kredi Notu (S&P)	CDS
Almanya	AAA	17
ABD	AA+	43
G.Kore	AA	27
İngiltere	AA	36
İsrail	AA-	110
Çin	A+	58
S.Arabistan	A	51
Şili	A	52
Malezya	A-	42
Tayland	BBB+	41
Filipinler	BBB+	62
Endonezya	BBB	76
Meksika	BBB	88
Hindistan	BBB-	71
Yunanistan	BBB-	68
Kolombiya	BB+	149
Brezilya	BB-	136
G.Afrika	BB-	207
<b>TÜRKİYE</b>	<b>B</b>	<b>286</b>

Ülkelerin CDS - Kredi Notu Matrisi



- Ekonomi politikalarında normalleşmenin devam etmesine bağlı olarak, **2024 yılı içinde her 3 kredi derecelendirme kuruluşundan da kredi notu artışları görülmesi kuvvetle muhtemel görünüyor. Kredi notu artışlarıyla beraber, Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 200-250 civarında dengelenebilir.**
- Bununla beraber, küresel risk iştahında bozulma olması durumunda ülkelerin CDS primlerinde topyekûn yükselişler olabileceği de not edilmeli.

\* CDS primleri 15/12/23 itibarıyla.

Kaynak: Trading Economics, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Strateji Raporu

## Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - I



	S&P	Moody's	Fitch
<b>Prime</b>	<b>AAA</b> Avustralya, Kanada, Danimarka, Almanya, Lihtenştayn, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre	<b>Aaa</b> Avustralya, Kanada, Danimarka, Avrupa Birliği, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Singapur, İsveçİsviçre, Amerika Birleşik Devletleri	<b>AAA</b> Avustralya, Danimarka, Avrupa Birliği, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre
<b>Yüksek Not</b>	<b>AA+</b> Avusturya, Finlandiya, Hong Kong, Yeni Zelanda, Tayvan, Amerika Birleşik Devletleri	<b>Aa1</b> Avusturya, Finlandiya	<b>AA+</b> Avusturya, Kanada
	<b>AA</b> Belçika, Avrupa Birliği, İrlanda, Katar, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık, Fransa	<b>Aa2</b> Fransa, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri	<b>AA</b> Tayvan, Makao
	<b>AA-</b> Çek Cumhuriyeti, Estonya, İsrail, Slovenya	<b>Aa3</b> Belçika, Cayman Adaları, Çek Cumhuriyeti, Hong Kong, İrlanda, Man Adası, Makao, Katar, Tayvan, Birleşik Krallık	<b>AA-</b> Belçika, Çek Cumhuriyeti, Fransa, Hong Kong, İrlanda, Kuveyt, Katar, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık
<b>Yüksek Orta Not</b>	<b>A+</b> Bermuda, Çin, İzlanda, Japonya, Kuveyt, Slovakya, Letonya	<b>A1</b> Estonya, İsrail, Japonya, Kuveyt, Çin, Suudi Arabistan	<b>A+</b> Çin, Estonya, İsrail, Malta, Suudi Arabistan
	<b>A</b> Şili, Suudi Arabistan, İspanya	<b>A2</b> Bermuda, Şili, Litvanya, Malta, Polonya, İzlanda, Slovakya	<b>A</b> İzlanda, Japonya, Litvanya, Slovakya, Slovenya
	<b>A-</b> Malezya, Malta, Polonya	<b>A3</b> Botswana, Letonya, Malezya, Portekiz, Slovenya	<b>A-</b> Andorra, Şili, Letonya, Polonya, İspanya
<b>Alt Ara Not</b>	<b>BBB+</b> Andorra, Botswana, Hırvatistan, Filipinler, Portekiz, Tayland, Uruguay	<b>Baa1</b> Bulgaristan, Peru, İspanya, Tayland	<b>BBB+</b> Hırvatistan, Malezya, Portekiz, Tayland
	<b>BBB</b> Aruba, Bulgaristan, Kıbrıs, Endonezya, İtalya, Meksika, Panama, Peru	<b>Baa2</b> Andorra, Kolombiya, Hırvatistan, Kıbrıs, Macaristan, Endonezya, Kazakistan, Meksika, Filipinler, Uruguay	<b>BBB</b> Bulgaristan, Kıbrıs, Macaristan, Endonezya, İtalya, Kazakistan, Peru, Filipinler, Uruguay
	<b>BBB-</b> Yunanistan, Macaristan, Hindistan, Kazakistan, Mauritius, Montserrat, Romanya	<b>Baa3</b> Hindistan, İtalya, Mauritius, Panama, Romanya	<b>BBB-</b> Yunanistan, Hindistan, Meksika, Panama, Romanya

Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

# Strateji Raporu

## Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - II



	S&P	Moody's	Fitch
Spekülatif	<b>BB+</b> Azerbaycan, Kolombiya, Fas, Umman, Sırbistan, Vietnam	<b>Ba1</b> Azerbaycan, Yunanistan, Guatemala, Fas, Umman, Paraguay	<b>BB+</b> Aruba, Azerbaycan, Kolombiya, Makedonya, Fas, Paraguay, Sırbistan, Vietnam
	<b>BB</b> Dominik Cumhuriyeti, Gürcistan, Guatemala, Paraguay	<b>Ba2</b> Brezilya, Gürcistan, Sırbistan, Güney Afrika, Trinidad ve Tobago, Vietnam	<b>BB</b> Brezilya, Gürcistan, Guatemala, Umman, San Marino
	<b>BB-</b> Ermenistan, Bangladeş, Brezilya, Kosta Rika, Honduras, Fildişi Sahili, Jamaika, Makedonya, Güney Afrika, Uzbekistan	<b>Ba3</b> Ermenistan, Dominik Cumhuriyeti, Fildişi Sahili, Senegal, Özbekistan	<b>BB-</b> Ermenistan, Bangladeş, Kosta Rika, Dominik Cumhuriyeti, Fildişi Sahili, Ürdün, Namibya, Seyşeller, Güney Afrika, Özbekistan
Çok Spekülatif	<b>B+</b> Arnavutluk, Bahamalar, Bahreyn, Benin, Bosna Hersek, Fiji, Ürdün, Ruanda, Senegal	<b>B1</b> Arnavutluk, Bahamalar, Bangladeş, Benin, Kosta Rika, Fiji, Honduras, Jamaika, Ürdün, Karadağ, Namibya	<b>B+</b> Bahreyn, Benin, Jamaika, Ruanda, Tanzanya, Uganda, Türkmenistan
	<b>B</b> Kenya, Moğolistan, Karadağ, Nikaragua, Togo, <b>TÜRKİYE</b>	<b>B2</b> Bahreyn, Kamboçya, Papua Yeni Gine, Ruanda, Tanzanya, Uganda	<b>B</b> Barbados, Kamerun, Mısır, Kenya, Lesoto, Moğolistan, <b>TÜRKİYE</b>
	<b>B-</b> Angola, Barbados, Belize, Yeşil Burun Adaları, Kongo, Ekvador, Mısır, El Salvador, Irak, Madagaskar, Nijerya, Papua Yeni Gine, Kongo Cumhuriyeti, Tacikistan	<b>B3</b> Angola, Barbados, Bosna Hersek, Kongo, Kenya, Kırgızistan, Moldova, Moğolistan, Nikaragua, St Vincent ve Grenadinler, Svaziland, Tacikistan, Togo, <b>TÜRKİYE</b>	<b>B-</b> Angola, Bolivya, Yeşil Burun Adaları, Gabon, Irak, Maldivler, Nikaragua, Nijerya
Aşırı riskli	<b>CCC+</b> Bolivya, Burkina Faso, Mozambik, Pakistan, Surinam	<b>Caa1</b> Bolivya, Kamerun, Mısır, Gabon, Irak, Maldivler, Nijerya, Solomon Adaları	<b>CCC</b> Pakistan
	<b>CCC</b> Etiyopya, Ukrayna	<b>Caa2</b> Belize, Mali, Mozambik, Nijer, Kongo Cumhuriyeti, Tunus	<b>DDD</b>
	<b>CCC-</b> Arjantin	<b>Caa3</b> Ekvador, El Salvador, Etiyopya, Laos, Pakistan, Surinam	<b>DD</b>
	<b>CC</b>	<b>Ca</b> Arjantin, Gana, Sri Lanka, Ukrayna, Zambiya	<b>D</b>
Batık	<b>C</b>	<b>C</b> Belarus, Lübnan, Venezuela	<b>D</b>
	<b>DD</b>	<b>DDD</b>	<b>D</b>
	<b>D</b> Lübnan, Porto Riko	<b>D</b>	

Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

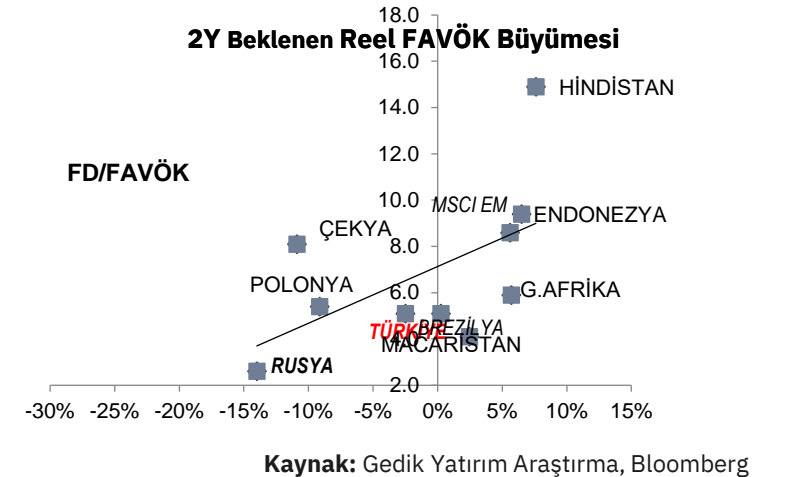
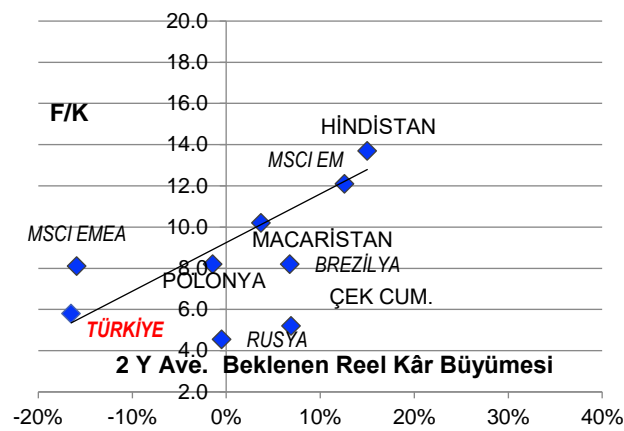
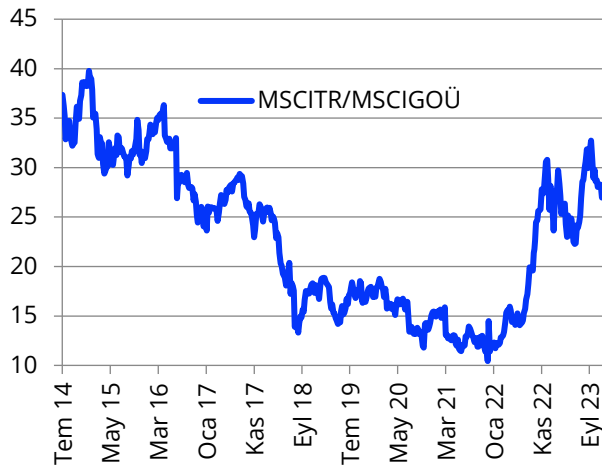


# Piyasalara Dair Beklentiler (I)



2024 yılının ilk yarısında yüksek oynaklık, ikinci yarısında ise olumlu bir trend bekliyoruz...

- 2023 yılının Mayıs ayından itibaren borsaya ilişkin olumlu görüşümüz akabinde endeksin doyum noktalarına geldiğini üçüncü çeyrek raporumuz ve çeşitli platformlarda belirtmiştik. Görüş değişikliğimizin ana nedenleri: (1) Endeksin Mayıs-Eylül ortası döneminde %65 (USD bazında %28) getiri sağlaması, (2) Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin reel olarak artış eğilimine girmesi ve borsa için bir rekabet unsuru yaratması, (3) Son 2 senedir düşük baz ve enflasyon etkisiyle güçlü artan şirket karlarının doyum noktasına gelmesi ve reel artış hızlarının yavaşlama eğilimine girmesi, (4) global ekonomilerin yavaşlaması ve (5) değerlemelerin doyum noktasına gelmesi idi.
- 2024 yılına girerken yukarıda bahsedilen ana temalar günümüzde de geçerli. Öte yandan, BIST-100 Endeksi adına 2024 yılını değerlendirdiğimizde yılı (1) Belirsizliğin göreceli olarak daha yüksek olacağını düşündüğümüz yılın ilk yarısı, ve (2) Günümüz ekonomi politikalarının meyvelerini vermeye başlayacağı yılın ikinci yarısı olarak ikiye ayırıyoruz. Birinci dönemdeki varsayımlarımız, yüksek faizlerin devam etmesi sonucunda tüketici talebi ve şirket karlarının artış hızının baskı altında kalmasının devam edeceği, enflasyon muhasebesine geçiş döneminin karların nasıl şekilleneceğine dair belirsizlik ve yine yerel seçimler kaynaklı belirsizlikler olarak sıralanabilir. Bu faktörler bu dönemde borsada oynak bir seyrin devamı anlamına gelebilir. Yılın ikinci yarısında ise enflasyonun ve faizlerin düşüş trendine geçmesi ile birlikte, 12 aylık geleceğe dönük şirket kar artış beklentilerinin de ivme kazanması borsa performansına aynı doğrultuda yansiyabilir düşüncesindeyiz. Ülke notuna dair olumlu haberlerinde yıl genelinde devam etmesini beklemekteyiz.
- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise (reel 2023-2024 yılları averajı) net kar ve FAVÖK büyümesi açısından Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran daha yavaş bir yıl geçirme ihtimalinin olduğudur. Ancak, yukarıda da belirtildiği üzere 12 aylık geleceğe göre beklentilerin yıl içerisinde artma ihtimalinin yüksek olduğunu düşünüyoruz.
- **BIST-100 Endeks hedefimiz %30'luk yükselme potansiyeliyle 10,300.** Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %40, sanayii sektörlerindeki ise %25.

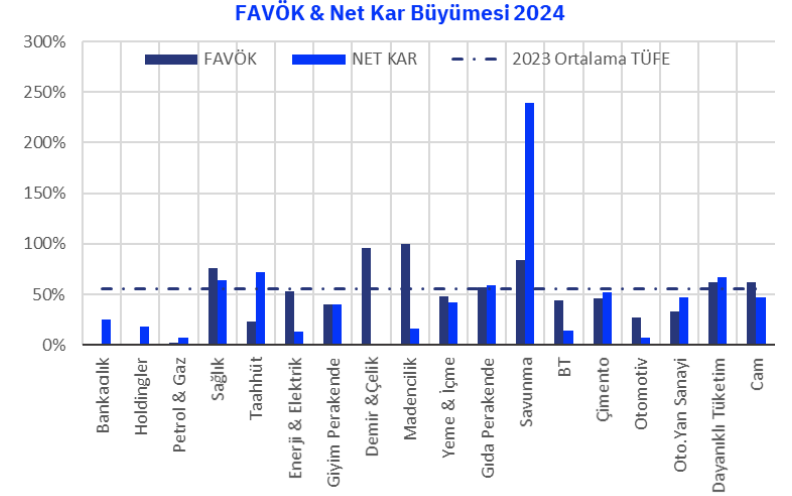
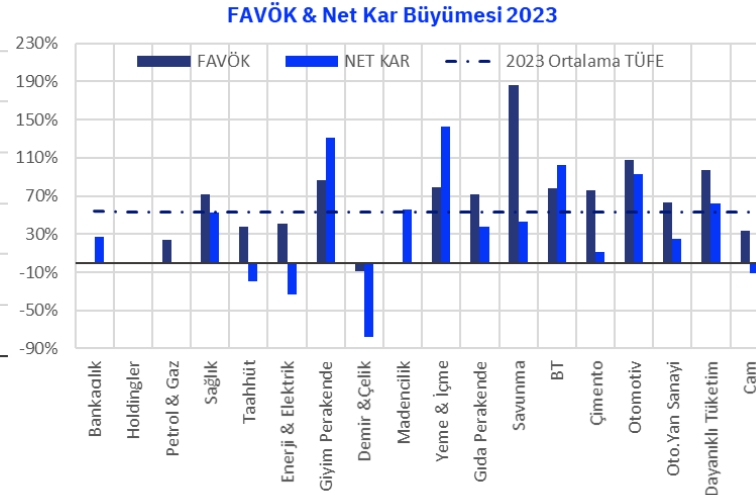
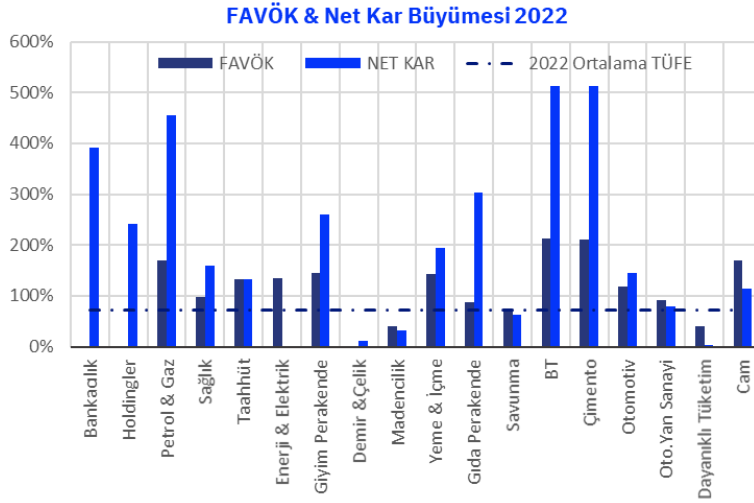


# Piyasalara Dair Beklentiler (II)



## 2024 sektörel kar beklentileri

- 2022 yılında toplam FAVÖK %153, net kar %272 artış göstermiş, ve çoğu ana sektör yüksek reel kar büyümeleri ile yılı kapatmış idi.
- 2023 yılında reel FAVÖK ve net kar büyümesi beklediğimiz sektörler oto, giyim perakende, gıda, gıda perakende ve sağlık. Beklentimiz 2023 yılında takip listemiz ortalamasının reel olarak enflasyona paralel bir FAVÖK'e karşın %19 reel kar düşüşü yaşayacağı yönünde.
- 2024 yılında, özellikle yılın ilk yarısında yüksek seyretmesini beklediğimiz faizler ve azalan tüketim harcamalarından dolayı yıl genelinde reel olarak %13 FAVÖK ve %17 kar daralması beklemekteyiz. Yıl genelinde karlılıkta olumlu anlamla ayrışmasını beklediğimiz sektörler alfabetik olarak, demir çelik, elektrik üretim, gıda, gıda perakende, giyim perakende, sağlık, savunma sanayii, taahhüt ve telekom sektörleri.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma



# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



## Bankalar

Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023 T	2024 T	F/K		PD/DD		Özsermaye Karlılığı (%)	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Kar	Net Kar	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T
Akbank	39,10	40,68	55,58	42%	EÜG	EÜG	73.147	94.149	2,8	2,2	1,0	0,6	41,6	34,1
Garanti Bankası	62,05	63,25	80,00	29%	EÜG	EÜG	80.014	91.951	3,3	2,8	1,2	1,0	42,0	38,2
İş Bankası	24,38	25,62	32,86	35%	EÜG	EÜG	72.423	89.942	3,4	2,7	1,0	0,7	34,2	32,9
TSKB	7,26	9,00	11,00	52%	EÜG	EÜG	7.215	9.086	2,8	2,2	1,0	0,7	43,3	36,5
Vakıfbank	14,04	15,00	16,82	20%	GG	EPG	25.951	38.465	5,4	3,6	0,8	0,7	18,5	22,9
Yapı ve Kredi Bankası	21,64	22,56	30,38	40%	EÜG	EÜG	72.967	91.264	2,5	2,0	0,9	0,6	47,7	38,6

\* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

\*\***EÜG:** Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG:** Endekse Paralel Getiri / **EAG:** Endeksin Altında Getiri / **GG:** Gözden Geçiriliyor

15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



## Banka Dışı

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023 T			2024 T			F/K		FD/FAVÖK		Özsermaye Karlılığı (%)	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T
Akiş GMYO	10,97	10,49	11,37	4%	EPG	EPG	1.518	1.133	8.300	2.530	1.885	9.919	1,1	0,9	10,0	6,0	45,9	35,4
Akçansa	128,30	174,61	151,28	18%	EPG	EPG	15.469	3.519	3.993	24.881	4.944	5.789	6,2	4,2	5,7	4,0	51,4	46,1
Aksa Akrilik	85,80	89,61	93,80	9%	EPG	EPG	18.483	3.995	2.915	29.258	6.267	4.256	9,5	6,5	7,1	4,5	41,0	54,9
Aksa Enerji	30,76	46,24	46,24	50%	GG	EÜG	29.243	7.168	4.712	40.274	9.726	5.127	8,0	7,4	6,9	5,1	20,4	20,4
Anadolu Efes	118,20	148,00	178,00	51%	EÜG	EÜG	152.500	28.250	8.562	221.800	43.622	11.952	8,2	5,9	4,5	2,9	22,3	24,9
Anadolu Holding	199,90	303,86	303,86	52%	EÜG	EÜG	335.000	52.500	10.250	490.000	73.500	12.750	4,7	3,8	-	-	37,3	33,6
Arçelik	128,30	198,26	147,91	15%	EPG	EPG	207.557	21.309	6.350	462.774	35.208	9.218	13,7	9,4	6,2	3,8	17,6	21,6
Aygaz	129,90	135,93	143,49	10%	EPG	EPG	52.178	1.189	4.618	71.578	1.568	5.773	6,2	4,9	15,1	11,4	35,9	36,4
Bim Mağazaları	320,50	285,00	306,00	-5%	EPG	EPG	271.235	20.835	11.106	395.821	31.109	17.125	17,5	11,4	9,7	6,5	38,3	56,9
Brisa	81,40	87,35	94,35	16%	EPG	EPG	22.060	4.621	2.470	30.365	5.873	3.330	10,1	7,5	5,9	4,7	54,5	51,3
Coca Cola İçecek	466,50	475,00	630,00	35%	EÜG	EÜG	98.323	19.963	8.962	147.275	28.642	13.125	13,2	9,0	6,7	4,6	26,2	49,4
Çimsa	30,68	33,82	32,83	7%	EPG	EPG	13.527	2.462	3.230	21.149	3.809	5.225	9,0	5,6	11,0	7,1	35,0	36,8
Doğan Holding	11,70	17,50	17,50	50%	EÜG	EÜG	-	-	9.029	-	-	11.662	3,4	2,6	-	-	25,8	27,4
Doğuş Otomotiv	249,70	371,62	281,62	13%	EÜG	EPG	112.033	20.676	19.541	124.579	17.596	20.849	2,8	2,6	2,0	2,3	66,3	47,8
Enerjisa	46,70	65,22	65,22	40%	EÜG	EÜG	131.234	15.228	5.249	212.074	24.685	7.953	10,5	6,9	5,0	3,1	21,8	27,6

\* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

\*\*EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor

15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



## Banka Dışı

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023 T			2024 T			F/K		FD/FAVÖK		Özsermaye Karlılığı (%)	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T
Enka İnşaat	35,80	42,12	42,12	18%	EPG	EPG	85.768	18.672	15.380	99.916	22.119	22.089	14,0	9,7	4,7	4,0	8,5	11,3
Ereğli	41,90	43,50	47,15	13%	EPG	EPG	148.164	19.655	926	227.048	39.569	19.826	158,4	7,4	9,6	4,8	0,5	10,3
Ford Otosan	801,50	1117,24	938,42	17%	EÜG	EPG	370.219	41.093	31.165	578.553	63.362	35.831	9,0	7,8	7,6	5,0	67,2	49,3
Galata Wind	24,00	38,00	38,00	58%	EÜG	EÜG	1.511	1.145	1.112	3.032	2.315	1.730	11,7	7,5	11,2	5,6	44,5	48,5
Good Year	21,50	27,89	21,59	0%	EPG	EPG	15.797	2.091	311	23.218	3.037	754	18,7	7,7	3,0	2,1	17,1	29,9
İndeks Bilgisayar	6,84	10,40	10,40	52%	EPG	EÜG	43.154	2.089	1.315	58.931	2.845	1.293	3,9	4,0	2,1	1,5	67,5	51,2
Kardemir	23,64	38,46	39,77	68%	EÜG	EÜG	38.406	6.750	2.156	63.692	12.874	5.918	12,5	4,6	4,3	2,3	16,6	32,8
Kocaer Çelik	30,66	36,71	36,71	20%	EÜG	EÜG	12.922	2.055	1.481	17.774	3.285	1.676	13,6	12,0	-	-	34,8	30,4
Koç Holding	148,00	177,04	177,04	20%	EÜG	EPG	-	-	68.178	-	-	80.482	5,5	4,7	-	-	34,1	34,2
Kordsa	79,10	94,87	94,87	20%	EPG	EPG	23.487	2.043	88	36.841	3.387	615	174,9	25,0	13,5	8,1	0,7	4,4
Koza Altın	21,18	25,50	25,50	20%	EPG	EPG	8.887	2.998	6.109	12.678	5.980	7.087	11,1	9,6	19,3	9,7	38,7	34,3
Koza Anadolu	48,44	76,50	76,50	58%	EPG	EPG	9.231	3.062	2.601	13.169	6.109	3.018	7,2	6,2	5,2	2,6	15,5	13,8
Logo	74,10	82,22	84,60	14%	EPG	EPG	2.239	681	643	3.948	1.154	938	11,5	7,9	9,9	5,8	40,9	48,8
Lokman Hekim	60,00	47,58	71,98	20%	EPG	EPG	1.543	296	152	2.320	452	214	14,2	10,1	9,1	5,9	38,4	45,2
Mavi Giyim	114,80	138,00	165,00	44%	EÜG	EÜG	19.674	4.621	3.325	31.601	6.478	4.661	6,9	4,9	4,7	3,3	71,5	59,8
Migros Ticaret	351,50	444,00	454,00	29%	EÜG	EÜG	142.728	9.590	3.505	234.061	16.180	7.190	18,2	8,9	6,0	3,6	49,5	57,7

\* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

\*\*EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor

15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



## Banka Dışı

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023 T			2024 T			F/K		FD/FAVÖK		Özsermaye Karlılığı (%)	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T
MLP Sağlık Hizmetleri	133,40	245,87	245,87	84%	EÜG	EÜG	16.889	4.027	2.495	26.596	7.158	4.140	11,1	6,7	7,7	4,3	58,2	49,1
Orge Elektrik	56,50	99,49	99,49	76%	EÜG	EÜG	1.503	703	581	2.184	919	771	7,8	5,9	6,5	5,0	46,4	37,9
Otokar	439,00	580,00	580,00	32%	EÜG	EÜG	19.112	3.552	1.775	30.125	6.523	6.014	29,7	8,8	17,3	9,4	18,6	93,6
Petkim	19,58	19,44	25,85	32%	EPG	EÜG	47.651	2.319	5.882	86.611	8.259	10.079	8,4	4,9	32,4	9,1	21,9	25,8
Sabancı Holding	66,90	94,31	94,31	41%	EÜG	EÜG	-	-	33.855	-	-	38.458	4,0	3,5	-	-	26,0	25,6
Şişecam	48,48	64,57	54,14	12%	EPG	EPG	147.999	27.221	17.222	232.933	44.048	25.293	8,6	5,9	6,1	3,8	17,7	21,6
Şok Marketler	58,20	86,00	86,00	48%	EÜG	EÜG	110.228	8.387	3.406	191.187	13.592	4.412	10,1	7,8	4,3	2,7	57,0	43,9
Tekfen Holding	43,60	62,55	62,55	43%	EÜG	EÜG	42.672	3.782	2.476	55.316	5.592	4.473	6,5	3,6	3,8	2,6	20,9	31,2
Tofaş	233,70	354,81	259,24	11%	EÜG	EPG	104.405	17.020	16.154	114.558	19.721	14.647	7,2	8,0	6,1	5,3	65,6	48,0
Türk Telekom	25,16	29,38	32,84	31%	EPG	EÜG	82.806	27.643	8.472	122.327	43.092	12.820	10,4	6,9	4,7	3,0	23,1	27,5
Türk Traktor	740,50	973,24	798,61	8%	EPG	EPG	49.397	9.106	6.505	66.053	11.111	7.391	11,4	10,0	7,7	6,3	81,5	77,7
Turkcell	56,60	72,19	72,19	28%	EÜG	EÜG	93.727	39.375	16.819	146.013	61.547	23.723	7,4	5,2	3,9	2,5	35,6	38,2
Tüpraş	151,20	175,55	202,19	34%	EÜG	EPG	536.025	71.330	43.815	791.823	63.491	41.076	6,6	7,1	3,3	3,7	58,5	49,0
Ülker Gıda	81,60	71,00	85,00	4%	EPG	EPG	43.950	9.021	470	60.125	12.321	579	64,1	52,0	5,2	3,8	7,2	8,0
Zorlu Enerji	4,67	5,55	5,55	19%	EPG	EPG	34.125	5.516	2.418	47.800	7.883	513	3,3	45,5	10,6	7,4	10,7	2,0

\* Hisse Fiyatı ve Hedef Fiyat TL, Gelir, FAVÖK ve Net Kar rakamları ise milyon TL şeklinde yazılmıştır.

\*\*EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor

15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri (%)
Aksa Enerji	0,4%	37.722	310,3	46,2	50,1%
Galata Wind Enerji	0,2%	12.960	220,5	38,0	60,4%
Is Bankasi (C)	3,6%	243.799	3.828,5	32,9	34,2%
Kardemir (D)	0,7%	18.445	1.937,3	39,8	72,5%
Mavi Giyim	0,8%	22.802	231,8	165,0	47,4%
Migros	1,5%	63.641	619,8	454,0	29,4%
Orge Enerji	-	4.520	211,0	99,5	78,4%
Otokar	0,7%	52.680	270,4	580,0	32,3%
Sabancı Holding	3,1%	136.503	2.056,3	94,3	43,8%
Sok Marketler Ticaret	0,8%	34.529	601,7	86,0	50,1%
Turkcell	3,2%	124.520	1.709,6	72,2	28,2%
Yapi Ve Kredi Bankasi	3,4%	182.794	3.767,3	30,4	39,3%

## Değişiklik

Eklenen AKSEN, ISCTR

Çıkarılan FROTO, GARAN, MPARK, TKFEN

Portföy Performans	Nominal Getiri (%)	BIST-100 Rölatif Getiri (%)
Yıl Başından Beri	69,5%	16,8%
28 Mayıs 2019* - Bugün	1048,4%	24,7%

\* Portföy başlangıcı.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

- Model portföye Aksa Enerji ve İş Bankası'nı eklerken, Garanti Bankası, Ford Otosan, Medikal Park ve Tekfen'i çıkartıyoruz.
- Aksa Enerji'yi model portföyümüze ekleme nedenimiz: Özbekistan'da yakın zamanda imzalanan son 430 MW'lik santral anlaşmasından kaynaklanan büyüme potansiyeli ile birlikte Göynük'teki kömür santralinin 4Ç23 ve 2024'te AUF mekanizmasının uzatılmaması nedeniyle öngördüğümüz daha yüksek FAVÖK katkısı beklentimizdir. Hisse, 2024 tahminlerimize dayalı olarak 2024T 5,1x FD/FAVÖK'de işlem görmekte olup, BIST100 endeksinin yılbaşından beri %51 altında performans sergilemiştir.
- Garanti Bankası/İş Bankası değişikliğimizin nedeni: Garanti bankasından kar alırken, İş Bankası'nı 2024 yılında iştiraklerin bankadan "kısmi bölünme" işlemi ile ayrılmasını banka için bir hikaye yaratma potansiyeli ve daha düşük çarpanlar nedeni ile portföye ekliyoruz.
- MLP Care'i şirketin faaliyetlerini ve sektöre 2024 yılındaki olumlu bakış açımıza rağmen, artması olası hisse arzından dolayı şu aşamada model portföyümüzden çıkartıyoruz.
- Tekfen'den ise zayıf hisse performansı akabinde zarar kesiyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



Detaylı Model Portföy		15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla									
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Nominal Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2023T	FK 2023T
Aksa Enerji	20.12.2023		30,81			46,24	50,1%	37.722	310,3	6,9	8,0
Galata Wind Enerji	07.11.2023	28,46	23,69	-16,8%	-18,3%	38,00	60,4%	12.960	220,5	11,2	11,7
İş Bankası (C)	20.12.2023		24,49			32,86	34,2%	243.799	3828,5	1,0	3,4
Kardemir (D)	21.06.2023	19,55	23,06	18,0%	-23,5%	39,77	72,5%	18.445	1937,3	4,3	12,5
Mavi Giyim	01.03.2021	12,18	111,91	818,7%	75,5%	165,00	47,4%	22.802	231,8	4,7	6,9
Migros	26.07.2022	53,07	350,83	561,1%	109,8%	454,00	29,4%	63.641	619,8	6,0	18,2
Orge Enerji	07.11.2023	53,44	55,78	4,4%	2,4%	99,49	78,4%	4.520	211,0	6,5	7,8
Otokar	07.11.2023	429,93	438,31	1,9%	0,0%	580,00	32,3%	52.680	270,4	17,3	29,7
Sabancı Holding	21.06.2023	42,74	65,58	53,4%	-0,4%	94,31	43,8%	136.503	2056,3	1,1	4,0
Şok Marketler Ticaret	20.01.2023	29,19	57,31	96,3%	34,8%	86,00	50,1%	34.529	601,7	4,3	10,1
Turkcell	25.07.2023	45,09	56,30	24,9%	3,2%	72,19	28,2%	124.520	1709,6	3,9	7,4
Yapı Ve Kredi Bankası	02.10.2023	18,73	21,81	16,5%	23,7%	30,38	39,3%	182.794	3767,3	0,9	2,5
Performans											
YBB					69,5%	16,8%					
Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019)					1048,4%	24,7%					

\* Banka rasyoları PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Aksa Enerji



AKSEN TI / AKSEN.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		46,24	
Hisse Fiyatı (TL)		30,76	
Yükseliş Potansiyeli (%)		50%	
Piyasa Değeri (TL mn)		37.722	
Firma Değeri (TL mn)		46.851	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	45.638	29.243	40.274
artış	229%	-36%	38%
FAVÖK	6.401	7.168	9.726
marj	14,0%	24,5%	24,1%
Net Kar	4.562	4.712	5.127
marj	10,0%	16,1%	12,7%
Net Borç	7.365	9.512	11.189
HB Temettü	0,6	0,8	0,9
Tem. Verimi	1,9%	2,7%	3,1%
FD/FAVÖK	6,6	6,9	5,1
F/K	7,2	8,0	7,4
PD/DD	2,2	1,6	1,5

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 4Ç23'ün başlangıcından itibaren, AUF mekanizması uzatılmadı. Aksa Enerji'nin mevcut üretim portföyü, Göynük'teki 270 MW'lık kurulu kapasiteli kömür/linyit santralini içeriyor; AUF'un uzatılmamasıyla birlikte Göynük kömür (linyit) santralinin 4Ç23 ve sonrasında yerel operasyonlara ivme kazandırmasını bekliyoruz.
- Aksa Enerji halihazırda Özbekistan'da 740 MW kurulu kapasiteyle faaliyet gösteriyor. 9 Kasım'da şirket, Özbekistan Ulusal Elektrik Şebekesi (NEGU; yerel enerji bakanlığıyla ilişkili) ile 430 MW kurulu kapasiteli bir doğal gaz kombine çevrim santrali kurmak ve işletmek için bir anlaşma imzaladı. Buradaki önemli husus, Özbekistan hükümetinin Aksa Enerji'ye bedelsiz olarak üretim için gereken doğal gazı sağlayacağı ve bunun yanında 25 yıllık USD bazlı satın alma garantisi vereceğidir. Santralin inşaat tarihi belirtilmemiş olsa da, alan tahsisleri tamamlandıktan sonra başlayacak. Ayrıca, santralin ilk inşasının ardından 12 ay içinde devreye alınacağı belirtiliyor. Genel olarak, santral tamamlandıktan sonra Özbekistan'daki kurulu kapasite 1.170 MW'a ulaşacaktır.
- Asya genişleme hikayesi ile Aksa Enerji Enerji üreticileri arasında bir büyüme profili sunarken, mevcut yurtdışı operasyonlardan USD cinsinden FAVÖK katkısı da olumlu bir katalizör olarak ön plana çıkmaktadır.
- Şirket hisseleri, 2024T 5,1x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmekte ve BIST100 Endeksi'ni bu yıl bazında %51 oranında gerisinde kalmıştır.

Source: Gedik Investment Research, Rasyonet

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Galata Wind



GWIND TI / GWIND.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			38,00
Hisse Fiyatı (TL)			24,00
Yükseliş Potansiyeli (%)			58%
Piyasa Değeri (TL mn)			12.960
Firma Değeri (TL mn)			12.879
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	1.187	1.511	3.032
artış	120%	27%	101%
FAVÖK	1.003	1.145	2.315
marj	84,5%	75,8%	76,4%
Net Kar	1.044	1.112	1.730
marj	87,9%	73,6%	57,1%
Net Borç	-208	134	337
HB Temettü	0,3	0,7	0,9
Tem. Verimi	1,2%	3,1%	3,8%
FD/FAVÖK	6,3	11,2	5,6
F/K	6,2	11,7	7,5
PD/DD	4,5	5,2	3,6

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Galata Wind 7 Aralık tarihinde Taşpınar'da hibrit GES yatırımının 9.4 MW'lık kısmını devreye aldı ve toplam kurulu kapasitesini 278 MW'ye çıkardı. Yıl sonuna kadar, 21 MW'lık kapasitenin daha devreye alınmasını bekliyoruz. İlgili kapasiteler, yukarıda bahsedilen hibrit GES projesi kapsamında 7.6 MW daha ve mevcut Taşpınar santrali için 13 MW'lık RES kapasite artışını içermektedir. Devreye alınan 9.4 MW'nin 4Ç23'te ciro katkısının ılımlı olmasını, üretim katkısının ise finansallara 1Ç24'te aslen yansımalarını bekliyoruz. Ayrıca, Mersin RES tarafında 39 MW'lık kapasite artışının 3Ç24'ün başında üretime geçmesini bekliyoruz.
- Aksa Enerji bölümünde de bahsettiğimiz üzere, AUF mekanizması 4Ç23'ün başında uzatılmadı, bu nedenle elektrik satış fiyatları PTF aracılığıyla gerçekleşmektedir. İleriye dönük olarak, firmanın YEKDEM kapsamı dışındaki santralleri için PTF kullanılmasını olumlu bir katalizör olarak nitelendiriyoruz.
- Galata Wind'in enerji üretim alt segmentinde göreceli düşük borçluluğu, 3Ç23 itibarıyla TL81mn net nakit pozisyonu ile olumlu bir tablo sunarken, sektör benzerlerinin yüksek rölatif borçluluk seyrinin altını çizmekte fayda görüyoruz.
- Hisse, 2024 tahminlerimize dayalı olarak 2024T 5.6x FD/FAVÖK ile işlem görüyor ve BIST100 Endeksi'nin yılbaşından beri %26 altında performans sergilemiştir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg



# Model Portföy ve Hisse Önerileri

İş Bankası



ISCTR TI / ISCTR.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	32,86		
Hisse Fiyatı (TL)	24,38		
Yükseliş Potansiyeli (%)	35%		
Piyasa Değeri	243.799		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	61.538	72.423	89.942
artış	357%	18%	24%
Özsermaye Karlılığı	47%	34%	33%
F/K	1,0	3,4	2,7
PD/DD	0,5	1,0	0,7

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- İş Bankası güçlü iştirak portföyü sayesinde hem her yıl sürdürülebilir gelir elde etmekte hem de maddi duran varlıklarının sermayeye oranının yüksek olmasından kaynaklı enflasyon muhasebesinden emsallerine kıyasla daha az olumsuz etkilenmektedir.
- İş Bankası iştiraklerinin kısmi bölünme ile bankadan ayrılması işlemini hem bankanın kendi faaliyetlerine odaklanması açısından hem de gelecekte potansiyel bir hikaye oluşturması açısından olumlu bulmaktayız. İşlemin 2023 yılsonu mali tabloları esas alınarak gerekli otorite izinlerinin ardından 2024 yılı içerisinde tamamlanması beklenmektedir.
- Hisse son 3 ayda %16, yılbaşından bu yana %42 endeks üzeri getiri sağlarken, özel benzerleri ortalama %42 ve %49 rölatif getiri sağladı.
- Banka 2023 ve 2024 tahminlerimize göre sırasıyla 3.4x-2.7x F/K ve 1.0x-0.7x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Kardemir



KRDMD TI / KRDMD.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		39,77	
Hisse Fiyatı (TL)		23,64	
Yükseliş Potansiyeli (%)		68%	
Piyasa Değeri (TL mn)		18.445	
Firma Değeri (TL mn)		29.228	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	18.751	38.406	63.692
artış	86%	105%	66%
FAVÖK	2.959	6.750	12.874
marj	15,8%	17,6%	20,2%
Net Kar	1.488	2.156	5.918
marj	7,9%	5,6%	9,3%
Net Borç	592	2.024	4.318
HB Temettü	0,9	0,0	0,0
Tem. Verimi	3,7%	-	0,0%
FD/FAVÖK	5,4	4,3	2,3
F/K	10,3	12,5	4,6
PD/DD	1,4	2,1	1,5

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Kardemir'in ton başına FAVÖK'ü 3Ç22'de 52 USD ile son yıllardaki en güçsüz verilerden birisi olurken, 1Ç23'te bir miktar toparlanma göstererek 94 USD'ye kadar toparlanma gösterdi. 2Ç23'te ise çeyreklik %72'lik artışla 162 USD'ye ulaştı ancak 3Ç23'te bu ivmelenme korunamadı ve 114 USD'lik ton başına FAVÖK figürü gördük.
- Hatırlanacağı üzere 2Ç sonuçlarının ardından 2023T için 118 USD'de olan muhafazakar beklentimizi 135 USD'ye; 2024T için 133 USD olan beklentimizi ise 150 USD olarak güncellemiştik. 2024 beklentimizi 155 USD olarak hafif yukarı güncelliyoruz. Son yıllardaki en güçlü verilerin elde edildiği 2021'de ton başına FAVÖK 196USD-282USD arasında seyretmişti.
- Satış hacminin 2023'te yıllık ~%10 artışla 2,3 milyon tona çıkması bekleniyor. Yönetim, 1Ç yatırımcı toplantısında 2023 yılında ton başına FAVÖK'ün 110-130 USD arasında beklendiğini belirtmişti, 2Ç ve 3Ç yatırımcı toplantısında ise spesifik bir aralık verilmedi.
- Şirketin önümüzdeki beş yıl içinde yaklaşık 1 milyar USD tutarında yatırım gerçekleştirmesi bekleniyor. Bu tür yatırımlar, Şirket'in operasyonel kârlılığını desteklemesi beklenen katma değeri daha yüksek ürünlerin payındaki artışı hızlandırabilecektir. Özellikle nispeten daha güçlü marjlara sahip olan demiryolu ürünlerinde/tekerleklerine ilişkin girişimler sürmektedir. Ayrıca, liman girişimi gibi olası yatırımlar, daha yüksek operasyonel marjla birlikte müşteri/ihracat ağını güçlendirebilir.
- Deprem bölgesinden bu yıl ve gelecek yıl önemli bir gelir katkısı beklemesek de, yukarı yönlü potansiyel göz önünde bulundurulmalıdır. Zira, deprem bölgesinden sektörün yıllık üretiminin neredeyse dörtte biri kadar, ~5mn ton civarında ek talep olabilir ve bize göre bölgesel sektör oyuncularının fazlalık kapasitelerine öncelik verilebilir. Deprem sonrası doğal afetlere karşı önceden önlem konusuna daha fazla önem verileceğini düşündüğümüz kentlerde kentsel dönüşüm planları sektörü destekleyebilir. Ayrıca yerel seçimlerin de yakın olduğu düşünüldüğünde altyapı/konut/demiryolu yatırımları hızlanabilir ve Kardemir için ek fırsatlar yaratabilir.
- Şirket payları, 2024 beklentilerimize göre 2,3 x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi



MAVI TI / MAVI.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			165,00
Hisse Fiyatı (TL)			114,80
Yükseliş Potansiyeli (%)			44%
Piyasa Değeri (TL mn)			22.802
Firma Değeri (TL mn)			21.394
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	10.592	19.674	31.601
artış	129%	86%	61%
FAVÖK	2.481	4.621	6.478
marj	23,4%	23,5%	20,5%
Net Kar	1.439	3.325	4.661
marj	13,6%	16,9%	14,7%
Net Borç	-1.122	-1.589	-3.166
HB Temettü	0,2	0,6	1,4
Tem. Verimi	0,1%	0,5%	1,2%
FD/FAVÖK	2,1	4,7	3,3
F/K	4,2	6,9	4,9
PD/DD	3,1	4,9	2,9

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2023 yılı için şirket %85 (+/-%5) satış geliri büyümesi, %23.5 FAVÖK marjı (+/-%5), satışların %3'ü kadar yatırım harcaması ve net nakdini tutmayı hedeflemektedir. Biz, 2023 yılı için satış gelirlerinde %86,5 artış ve şirket beklentilerinin altında %23,5 FAVÖK marjı öngörüyoruz.
- 2024 yılı için ise şirketin satışlarını %61, FAVÖK'ünü ise %40 arttırmalarını beklemekteyiz. Türkiye genelinde tüketim ürünlerinde beklediğimiz azalmaya rağmen, Mavi'nin maliyet avantajından kaynaklanan uygun fiyatlama politikasının şirketin büyümesinde bir etken olmaya devam edeceğini düşünmekteyiz.
- Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2023 beklentilerimize göre cazip 4,7x FD/FAVÖK, 2024 beklentilerimize göre ise 3,3 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmekte.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Migros



MGROS TI / MGROS.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	454,00		
Hisse Fiyatı (TL)	351,50		
Yükseliş Potansiyeli (%)	29%		
Piyasa Değeri (TL mn)	63.641		
Firma Değeri (TL mn)	58.526		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	74.502	142.728	234.061
artış	105%	92%	64%
FAVÖK	5.968	9.590	16.180
marj	8,0%	6,7%	6,9%
Net Kar	2.570	3.505	7.190
marj	3,4%	2,5%	3,1%
Net Borç	-611	-7.868	-16.830
HB Temettü	0,0	2,6	9,9
Tem. Verimi	-	0,7%	2,8%
FD/FAVÖK	2,1	6,0	3,6
F/K	5,1	18,2	8,9
PD/DD	5,7	9,0	5,1

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlerle göre daha net olarak devam etmekte. Buna ek olarak, fast food, yemek, kafe vb. gibi tüm ev dışı gıda maliyetlerinin ortalama ücret artışlarının önemli ölçüde üzerinde artmasının tüketiciyi evde yemeğe, ve dolayısıyla gıda perakende şirketlerinin müşteri trafiğini daha da arttırmasına neden olmasının muhtemel olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket teknolojik olarak da online işleri ile sektörün lideri konumunda.
- Şirket geçen ay 2023 yılı için %90 seviyesindeki satış gelirleri büyüme tahminini %95 büyüme (Gedik: %91,6) olarak revize etmiştir. FAVÖK marjının %6,5-7,0 (Gedik: %6,7) olarak teyit etmiş, mağaza açılışı hedefi 500 üzeri (önceki: 450) (Gedik: 425) ve yatırım harcamalarının 6 milyar TL (önceki: 6,0 milyar TL) olması beklenmektedir. Şirketin güçlü nakit yaratmaya devam etmektedir.
- 2024 yılı için şirketin satışlarında %64, FAVÖK'ünde ise %68'lük büyüme beklentilerimiz bulunmakta. Ayrıca şirketin net nakdinin artışının da güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz.
- Şirket hisseleri, 6,0x FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte. 2024 yılı beklentilerimize göre ise aynı rasyo oldukça iskontoda olan 3,6x.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Orge

ORGE TI / ORGE.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	99,49		
Hisse Fiyatı (TL)	56,50		
Yükseliş Potansiyeli (%)	76%		
Piyasa Değeri (TL mn)	4.520		
Firma Değeri (TL mn)	4.582		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	720	1.503	2.184
artış	133%	109%	45%
FAVÖK	289	703	919
marj	40,1%	46,8%	42,0%
Net Kar	310	581	771
marj	43,0%	38,7%	35,3%
Net Borç	46	41	-477
HB Temettü	0,0	0,0	0,0
Tem. Verimi	-	-	0,0%
FD/FAVÖK	3,6	6,5	5,0
F/K	3,2	7,8	5,9
PD/DD	2,0	3,6	2,2

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Orge, kuruluşunun yaklaşık ilk on beş yılında ağırlıklı olarak konut/ofis/avm projelerinin elektrik taahhüt işlerinde yer alırken, 2014 yılından itibaren raylı sistem projelerinde de yer almaya başlamıştır.
- Raylı sistemler günümüzde Şirket'in en büyük iş alanı olmaya devam etmektedir. Şirket, 2022 yılı ortalarında ise güneş enerjisi sistemleri alanında girişimlere başlamış olup, elektrikli araç şarj istasyonu alanında da faaliyete başlamayı hedeflemektedir. Mevcut iş kollarındaki güçlü büyüme potansiyeline ek olarak, Şirket'in elektrifikasyon tecrübesiyle oluşturduğu yeni iş alanları gelecek yıllar için ek nakit akışı potansiyeli sunmaktadır.
- Çok fazlı projeler kapsamında; yeni alınan işler büyüyerek devam edebilmektedir. Bu durum Şirket'in orta vadede ciro yaratımını desteklemekle kalmayıp, marjlarını daha yüksek seviyeye çekebilmesini de sağlamaktadır.
- Eyl.23 itibariyle 1.0mr TL'lik devam eden proje (backlog) bulunmaktadır. Şirket yıl başından Eyl.23'ye kadar 731mn TL'lik yeni proje kazanımı gerçekleştirmiştir.
- Öte yandan, 3Ç bilançosunun ardından -döviz kuruna göre değişim göstermekle birlikte- TL bazında yaklaşık 750mn TL'lik daha yeni proje açıklanmıştır. 2Ç23'te tamamlanan iki adet metro projesinin ardından Şirket iki adet daha metro projesi ihalesi (İstanbul ve Bursa) açıklamış olup; Alarko GYO'nun Bodrum Hillside Hotel projesi ihalesi, izmir Amerikan Hastanesi projesi (sözleşme aşamasında), elektrik ekipmanı satış sözleşmesi ve İsviçre merkezli Secheron SA ile işbirliği anlaşması gibi sözleşmeler imzalamıştır.
- Şirket payları, 2024 beklentilerimize göre 5,0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



Otokar

OTKAR TI / OTKAR.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	580,00		
Hisse Fiyatı (TL)	439,00		
Yükseliş Potansiyeli (%)	32%		
Piyasa Değeri (TL mn)	52.680		
Firma Değeri (TL mn)	61.388		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	9.604	19.112	30.125
artış	113%	99%	58%
FAVÖK	1.244	3.552	6.523
marj	12,9%	18,6%	21,7%
Net Kar	1.239	1.775	6.014
marj	12,9%	9,3%	20,0%
Net Borç	5.816	7.812	7.952
HB Temettü	18,8	0,0	15,0
Tem. Verimi	4,3%	-	3,4%
FD/FAVÖK	14,7	17,3	9,4
F/K	10,0	29,7	8,8
PD/DD	6,9	5,5	8,2

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Otokar'ın da parçası olduğu savunma sanayii sektörünün 2024 yılında faaliyet ve karlılık anlamında Türkiye genelinden daha güçlü bir performans göstereceğini düşünmekteyiz.
- Şirket gerek otobüs, gerekse savunda sanayii iş kollarında ihracat ağırlıklı büyümesini ivme kaybetmeden devam ettirmektedir.
- Şirketin hali hazırdaki iş hacmi USD600m üzerinde olup, son zamanlardaki artan iş hacminin karlı ürünlerde devam etmesini beklemekteyiz.
- Şirketin 2024'de satış gelirlerini %60'a yakın, FAVÖK'ünün ise güçlü karlılığın da etkisiyle %83 artmasını bekliyoruz.
- Şirket 2024 beklentilerimize göre 9.4 FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Sabancı Holding



## SAHOL TI / SAHOL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	94,31
Hisse Fiyatı (TL)	66,90
Yükseliş Potansiyeli (%)	41%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-41%
Piyasa Değeri (TL mn)	136.503
Firma Değeri (TL mn)	1.203.537

## Finansal Göstergeler

TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	43.828	33.855	38.458
artış	264,3%	-22,8%	13,6%
Net Borç	784.718	800.000	825.000
HB Temettü	0,8	1,8	2,8
Tem. Verimi (%)	1,1	2,6	4,1
Özsermaye Karlılığı	60,1	26,0	25,6
F/K	1,1	4,0	3,5
PD/DD	0,3	1,1	0,9

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket'in gelecek yıllar için hedeflediği Finansal Net Borç/Banka Dışı FAVÖK rasyosu olan  $\leq 2x$ , mevcutta oldukça düşük seviyedeki  $0,5x$  seviyesi göz önüne alındığında, grubun stratejik yatırımlarının önümüzdeki yıllarda da devam edeceğine işaret ediyor. Ayrıca, orta vadeli Banka Dışı Yatırım Harcamaları/Satışlar rasyo hedefi, son 3 yılın ortalaması olan  $\%8$ 'den oldukça yüksek seviyede,  $\%14$  bandındadır.
- Şirket, ana faaliyet alanlarını koruyarak bu sektörlerdeki pazar öncülüğü konumunu güçlendirmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca; grubun yeni platformlara yatırım yapma odaklı stratejisinin, hissedarların orta-uzun vadeli getirisini maksimize edebileceğine inanıyoruz. Yönetim, «büyüme ve olanı koruma» stratejisine uygun olarak, orta vadede yatırım yapmayı sürdüreceği yeni alanların banka dışı gelirler içindeki payını (2021'deki seviyeye kıyasla) neredeyse ikiye katlamayı hedefliyor. Bu kapsamda Şirket, daha yüksek döviz üretimi sağlamak ve güncel küresel düzenlemelere uyum sağlamak amacıyla, ağırlıklı olarak Enerji&İklim, Yüksek Malzeme Teknolojileri ve Dijital Teknolojilere yatırım yapmaktadır. Şirket, hedeflenen Yatırım Harcamalarının  $\%75$ 'ini bahsi geçen bu yeni alanlarda kullanmayı planlamaktadır.
- Grubun sermaye tahsisini ve çeşitlendirmesini beğeniyor ve güçlü beklenen iç verim oranının (ABD dolarına dayalı AOSM'dan 1-3 puan daha yüksek) Şirket'in temettü büyümesini de hızlandırabileceğini düşünüyoruz. Son beş yılın temettü verimi  $\%3-5$  arasında şekillenmiştir. Çeşitli stratejik yatırımların tamamlanmasının ardından, temettü veriminde büyüme için alan olduğuna inanıyoruz. Mevcut temettü politikası, net kârın  $\%5-20$ 'sinin dağıtılması şeklindedir.
- Hisse geri alım programı Şirket paylarını destekleyici niteliktedir. Mevcut program, Şirketin ödenmiş sermayesinin  $\%5$ 'ine kadar geri alıma izin vermektedir ve tahsis edilen toplam fon  $\sim 3,3$  milyar TL'dir.
- Hisse senedi, 2024 beklentilerimize göre  $3,5x$  F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız  $0,9x$ 'lik (azınlık payları hariç) 2024T PD/DD çarpanına işaret ediyor. Hisse, halka açık olmayan iştiraklerin bağımsız değerlendirme kuruluşu tarafından hesaplanan NAD'larını da dahil ettiğimizde  $\sim\%41$  NAD iskontosu ile işlem görmektedir. Son dönemde halka açık olmayan iştirakler aracılığıyla yapılan stratejik yatırımların önümüzdeki yıllarda daha dar bir NAD iskontosu ile sonuçlanabileceğine inanıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Şok Marketler



SOKM TI / SOKM.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				86,00
Hisse Fiyatı (TL)				58,20
Yükseliş Potansiyeli (%)				48%
Piyasa Değeri (TL mn)				34.529
Firma Değeri (TL mn)				36.399
Finansal Göstergeler				
TL mn	2022	2023T	2024T	
Gelirler	59.292	110.228	191.187	
artış	109%	86%	73%	
FAVÖK	4.772	8.387	13.592	
marj	8,0%	7,6%	7,1%	
Net Kar	2.380	3.406	4.412	
marj	4,0%	3,1%	2,3%	
Net Borç	3.417	1.865	1.655	
HB Temettü	0,0	0,5	0,6	
Tem. Verimi	-	0,9%	1,0%	
FD/FAVÖK	2,8	4,3	2,7	
F/K	4,2	10,1	7,8	
PD/DD	6,0	5,8	3,4	

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Migros bölümünde de bahsettiğimiz üzere, önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlere göre daha net olarak devam etmekte.
- Şirketin 2023'ün faaliyet anlamında güçlü bir yıl geçirdiğini düşünüyoruz: Şirket 2023 yılında satış gelirlerinde %80 (+/- %5) büyüme, FAVÖK marjının %7,5-8,0 seviyesinde (Gedik: %7.6), yatırım harcamalarının ~ 2,5 milyar TL olması ve mağaza büyümesinin %4,8 olması hedeflenmektedir. Ancak şirketi halihazırda yarattığı nakit beklentilerden güçlü devam etmektedir.
- Beklentilerimize göre, 2023 yılında net borç %45 azalıp, finansal nakit 4,5 milyar TL'nin üzerine çıkabilir. Ayrıca, uzun vadeli tahmin dönemimizde, FAVÖK marjı öngörümüzü kademeli olarak aşağı çekerek %6,5'e indiriyoruz. Yönetimin, stratejik bakış açısına dayanarak bu yaklaşımımızın fazla muhafazakâr olduğunu düşündüğünü belirtmek isteriz. Sektörün genel faaliyet konumu olarak ise, mevcut ticaret aktivitesi faaliyetleri son derece destekleyicidir.
- Elverişli sektör dinamikleri ortamı ve üretilen nakit göz önüne alındığında, 2023 yılı tahminlerimize göre hisse 4.3x FD/FAVÖK ile oldukça cazip çarpanlardan işlem görmektedir. 2024 yılı beklentilerimize göre ise aynı rasyo oldukça iskontoda olan 2,7x.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg



# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Turkcell



TCELL TI / TCELL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat			72,19
Hisse Fiyatı (TL)			56,60
Yükseliş Potansiyeli (%)			28%
Piyasa Değeri (TL mn)			124.520
Firma Değeri (TL mn)			155.517
Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Gelirler	52.170	93.727	146.013
artış	49%	80%	56%
FAVÖK	22.160	39.375	61.547
marj	42,5%	42,0%	42,2%
Net Kar	11.053	16.819	23.723
marj	21,2%	17,9%	16,2%
Net Borç	23.110	29.976	37.389
HB Temettü	0,6	1,0	3,3
Tem. Verimi	1,0%	1,8%	5,8%
FD/FAVÖK	3,3	3,9	2,5
F/K	4,5	7,4	5,2
PD/DD	1,9	2,6	2,0

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle Turkcell payları, enflasyonist ortamlarda fiyat yansıtma zorluğu nedeniyle 2022 yılında BIST-100'e kıyasla %30'a yakın daha düşük getiri sağladı. Bu derin ayrışmaya karşın 2023 yılı başından günümüze ise yalnızca %3'lük endeks üzeri getiri görüyoruz. 2023 yılında fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının daha belirgin olduğunu geçtiğimiz çeyreklerdeki güçlü finansallarda görürken, bu durumun son çeyrekte de devam etmesini; 2024 yılında ise marjların -şu aşamada muhafazakar bir yaklaşımla- yataya yakın seyretmesini bekliyoruz.
- Şirket; beklentilerin üzerinde seyreden ilk yarıyıl sonuçlarının ardından 2023 yılı beklentilerini yukarı yönlü revize etmişti, 3Ç sonuçlarının ardından ise yeniden yukarı yönlü revizyon gördük. Bunun ardından Şirket beklentileri de halihazırda güçlü olan beklentilerimize yakınsamış oldu. 2023T FAVÖK marjı beklentimizi %42,0 (Önceki: %38,7); 2024T FAVÖK marjı beklentimizi ise %42,2'dir (Önceki: %38,0) olarak koruyoruz.
- FAVÖK seviyesinde 2024 yılında %60'a yakın büyüme bekliyor; benzerlerine ve birçok sanayi şirketine göre daha güçlü bir büyüme potansiyeli sunduğuna inanıyoruz.
- Uzun vadede ise; mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/popülasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun geniş bant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülüyor. Pilot bölge olarak seçilen İstanbul Havalimanı'nın bazı noktalarında kullanımına başlanan 5G teknolojisine geçişin sektör oyuncuları ve Turkcell için özellikle data kullanımı tarafında önemli atılımlar sağlayacağını düşünüyoruz. Yine uzun vadede; 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırdaki defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğu da inanıyoruz.
- Şirket payları, 2024 beklentilerimize göre 2,5x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Yapı Kredi Bankası



YKBNK TI / YKBNK.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	30,38
Hisse Fiyatı (TL)	21,64
Yükseliş Potansiyeli (%)	40%
Piyasa Değeri	182.794

Finansal Göstergeler			
TL mn	2022	2023T	2024T
Net Kar	52.745	72.967	91.264
artış	403%	38%	25%
Özsermaye Karlılığı	56%	48%	39%
F/K	1,0	2,5	2,0
PD/DD	0,6	0,9	0,6

\* 15/12/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Son dönemde artan faizlere karşın mevduat maliyetlerini göreceli iyi yöneten bankanın marj yönetimi konusunda başarılı olduğunu düşünmekteyiz. Ayrıca yüksek Tüfe'ye endekli tahvil portföyü de bankanın net faiz marjı gelişimine destek sunarken bir yandan da her ne kadar bankalarda enflasyon muhasebesi uygulanmayacak olsa da emsallerine kıyasla yüksek tahvil portföyü bankanın parasal pozisyon zararını sınırlandırmaktadır.
- Özel benzerleri arasında en yüksek ve sürdürülebilir ROE yaratma kapasitesi sebebiyle Yapıkredi'yi beğenmeye devam ediyoruz. Özel benzerler için ortalama ROE beklentimiz 2023 ve 2024 için sırasıyla %39 ve %35 iken, Yapı ve Kredi için sırasıyla %48 ve %39'dir.
- Banka 2023 ve 2024 tahminlerimize göre sırasıyla 2.5x-2.0x F/K ve 0.9x-0.6x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Ana Tahminler

## Makroekonomik Veriler



Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (T)	2024 (T)
<b>Ekonomik Büyüme</b>							
<b>GSYH</b> (cari, milyar TL)	3,758	4,320	5,049	7,256	15,012	25,712	40,219
<b>GSYH</b> (cari, milyar dolar)	785	760	717	815	894	1,071	1,122
<b>GSYH</b> (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	2.9	0.9	1.9	11.4	5.5	4.2	2.0
<b>Kişi Başına GSYH</b> (bin dolar)	9,693	9,283	8,576	9,625	10,418	12,316	12,726
<b>Enflasyon</b>							
<b>Yılsonu TÜFE</b> (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	36.1	64.3	65.8	42.0
<b>Ortalama TÜFE</b> (yıllık, yüzde)	16.2	15.5	12.3	19.8	72.5	54.2	55.6
<b>Ödemeler Dengesi</b>							
<b>Cari Denge</b> (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-31.9	-7.2	-49.1	-45.8	-37.1
<b>Cari Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	-3.5	0.3	-4.4	-0.9	-5.5	-4.3	-3.3
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi</b>							
<b>Bütçe Dengesi</b> (yılsonu, milyar TL)	-72.6	-130.0	-172.7	-192.2	-139.1	-1,250.0	659.4
<b>Bütçe Dengesi/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-2.6	-0.9	-4.9	93.8
<b>Faiz Dışı Denge</b> (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-11.4	171.8	-750.0	565.6
<b>Faiz Dışı Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-0.2	1.1	-2.9	-2.6

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, TÜİK, HMB, Bloomberg

# Ana Tahminler

## Piyasalar



Piyasalara Yönelik Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (T)	2024 (T)
<b>BİST-100</b>							
Düşük - Yüksek	847 - 1,235	837 - 1,148	842 - 1,420	1,330 - 2,279	1,851 - 5,500	4,401 - 8,514	6,500 - 10,300
Kapanış	913	1,144	1,476	1,858	5509	n.a.	n.a.
<b>Dolar/TL</b>							
Düşük - Yüksek	3.74 - 6.88	5.19 - 6.20	5.85 - 8.46	6.92 - 17.47	13.20 -18.80	18.65 -29.50	29.50 - 40.00
Ortalama	4.82	5.68	7.02	8.89	16.62	23.78	35.60
Kapanış	5.26	5.94	7.4194	13.329	18.6983	29.50	40.00
<b>2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi</b>							
Düşük - Yüksek	12.9 -27.0	11.7 - 26.1	8.8 - 13.8	14.65 - 24.07	10.41- 28.29	5.47 - 41.74	30.0 - 41.0
Kapanış	19.7	11.7	15.0	22.7	20.29	39.3	30.0
<b>10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi</b>							
Düşük - Yüksek	11.7 - 22.2	12.2 - 21.4	10.1 - 14.8	12.92 - 24.77	10.51 - 27.80	8.32 - 31.85	22.5 - 31.0
Kapanış	16.4	12.3	12.9	24.6	19.43	28.2	22.5
<b>TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi</b>							
Düşük - Yüksek	12.8 -24.1	11.3 - 25.5	7.3 - 16.0	14.0 -19.0	9.00 - 14.00	8.50 - 42.50	37.50 - 45.00
Ortalama	17.7	20.7	10.8	17.6	12.66	20.7	43.8
Kapanış	24.1	11.4	17.0	17.0-18.0	9	42.5	37.5
<b>Brent</b>							
Ortalama	72	64	42	71	101	81	78

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, TCMB, TÜİK, HMB, Bloomberg

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Perakende, Savunma Sanayii, Giyim, Mobilya	aakkoyunlu@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Araştırma Direktörü	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Cam, Çimento, GYO	emre.akyol@gedik.com
Serkan Gönençler	Baş Ekonomist	Makroekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Holdingleler, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Servis ve Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Kıdemli Uzman	Veri Yönetimi	cigdem.ay@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Yunus Emre Yenikalaycı	Uzman Yardımcısı	Havacılık, Kimyevi Maddeler, Enerji (Elektrik), Bilişim, Sağlık	yunus.yenikalayci@gedik.com
Doğu Kurnaz	Uzman Yardımcısı	Düşük Piyasa Değerli Şirketler, Holding, Değerli Maden	dogu.kurnaz@gedik.com

### Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Gedik Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Gedik Yatırım sorumlu değildir.

### Bizi Takip Edin



[www.gedik.com](http://www.gedik.com)

[/gedikyatirim](https://www.facebook.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.instagram.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.linkedin.com/company/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.youtube.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://twitter.com/gedikyatirim)



 **TVF** | **GedikYatırım**  
Voleybol Milli Takımlar Ana Sponsoru