

# Gedik Yatırım

## Strateji Raporu

05 Eylül 2023

*Ekonomi politikaları normalleşirken  
piyasaların seyri...*

GedikYatırım



### **Ekonomi politikaları normalleşirken, risk algısındaki iyileşme de korunuyor...**

- TCMB 22 Haziran'daki PPK toplantısında beklendiği gibi enflasyonist risklere dikkat çekerek faiz artırımı döngüsünü başlattıysa da, Haziran ve Temmuz toplantılarındaki 650 ve 250 baz puanlık faiz artışları piyasa beklentilerini karşılamadı. 22 Haziran'daki sınırlı faiz artışı sonrasında \$/TL kuru 23,50 civarındaki seviyelerden önce 26,00, ilerleyen günlerde de 27,00'li seviyelere kadar yükseldi. Böylece \$/TL'de son dönemde yaşanan değer artışı kabaca %40'ı buldu. 20 Haziran'da yayınladığımız önceki strateji raporumuzda paylaştığımız gibi, TL'deki kademeli değer kaybı makro senaryomuz dahilinde olsa da, kısa sürede bu orandaki değer kaybının beklentilerimizi aştığını belirtmek gerekiyor, ki bunu da faiz artış hızının piyasa beklentilerinin çok altında kalmasına bağlayabiliriz.
- TCMB'nin 750 baz puanlık son faiz artırımı adımının ardından, ticari kredi faizlerindeki referans faiz (mevcutta %31,3) üzerinden 1,8'lik katsayı da dikkate alındığında, ticari kredi faizlerindeki üst sınır da kabaca %38'den %56'ya yükselmiş oldu. Buna göre, önümüzdeki günlerde KKM'den çıkışı teşvik edici adımların da etkisiyle hem kredi faizlerinde hem de TL mevduat faizlerinde hızlı yükselişler (mevduatta %40'ın, kredilerde %50'nin üzerine) görebiliriz.
- Politika faizinin üst sınır olduğu varsayılan %25 seviyesine yükseltilmesine karşın, parasal sıkılaştırmanın kademeli olarak güçlendirileceği ifadesinin metinde tutulması, faiz artışlarının devam edebileceğine işaret ediyor. Buna göre, politika faizinin birkaç ay içinde %35 seviyelerine yükseltilebileceğini düşünüyoruz.
- Seçimlerin ardından hükümet de hızla bozulan bütçe açığını kontrol etmek üzere bir dizi vergi artışına gitti. Vergi artışları beklentimiz dahilinde olsa da, özellikle akaryakıtta %200'ü aşan maktu ÖTV artışı beklentilerimizin oldukça üzerinde gerçekleşti.
- Kurdaki yükseliş ve vergi artışlarının beklentilerimizin ötesine geçmesi, akaryakıt zamlarının dolaylı enflasyonist etkileri ve bu gelişmelerin fiyatlama davranışlarında yol açtığı bozulmayı dikkate alarak sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi 26 Temmuz'da %55'ten %69'a revize etmiştik. Ancak mevcut enflasyon görünümü bu tahmin üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğuna ve TÜFE enflasyonunun en geç 2024 içinde %70-80 aralığına doğru yönlenebileceğine işaret ediyor.

- TL mevduat faizleri %60'ı aşan enflasyon beklentilerine yaklaştığı ölçüde, ilerleyen dönemde TL'de değer kaybı baskısı hafifleyebilir. Uluslararası rezervlerdeki güçlenme ve Ortadoğu bölgesinden beklenen sermaye girişleri de TL'deki değer kaybı baskısını bir süre sınırlandırabilir. Bununla beraber, dış ticaret dinamikleri ve enflasyon görünümü kur üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir. Temmuz ve Ağustos'ta kümülatif enflasyon neredeyse %20'ye ulaştı ve önümüzdeki aylarda parasal sıkılaştırmaya rağmen %4-5 civarında aylık enflasyon rakamları görülmesi mümkün görünüyor. Bu durum da “kur artışı – enflasyon artışı – ücret artışı” spiralini derinleştirebilir. TCMB'nin KKM'den çıkışları teşvik ettiği ve KKM'den dönüşlerin çok yoğun olduğu önümüzdeki birkaç aylık dönemde, bireylerin potansiyel döviz talebi de kur üzerinde ek bir baskı unsuru olabilir.
- Yukarıda saydığımız tüm bu unsurları bir arada değerlendirdiğimizde, \$/TL kurunu sene sonunda 29,50 seviyesinde (riskler yukarı yönlü olmak üzere) öngörüyoruz (varsayıyoruz).
- İhracat ve sanayi üretimindeki zayıflığa karşın, iç talebin çok güçlü katkısıyla hizmet sektörlerinin sürüklediği dengesiz büyüme görünümü sürüyor. Talebin güçlü seyretmesinde, enflasyonist ortamda talebi sürekli öne çekme eğilimi etkili olurken, kredi kartı faizlerinin enflasyonun çok altında kalması da bu eğilimi destekliyordu (örneğin nakit çekim gecikme faizi Haziran'da %22 idi). Ancak, son politika faizi artışlarıyla beraber bu oran de %59'a ulaştı ve ek politika faizi artışlarıyla bu oran 2-3 ay içinde %80'e yaklaşabilir. Faizlerdeki bu artış eğiliminin özellikle son çeyrekte itibaren iç talepte sert bir yavaşlamaya yol açabileceğini ve bunun da GSYH büyümesini %1-2 aralığına çekebileceğini düşünüyoruz. Bu potansiyel geri çekilmeye karşın, 2023 yılı GSYH büyümesinin yılın ilk yarısındaki büyüme performansının yardımıyla %3,5 civarında gerçekleşebileceği görülüyor.
- Cari açık Temmuz sonrasında altın ve enerji ithalatındaki gerileme sayesinde düşüşe geçebilir. Buna göre, mevcutta 56,5 milyar \$ seviyesindeki cari açığın Temmuz'a 58 milyar \$ civarına yükseldikten sonra, sene sonunda 50 milyar \$, 2024'ün ilk çeyreğinde 40-45 milyar \$ seviyelerine gerileyebileceğini düşünüyoruz.
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının bu sene görünüm iyileştirmelerine gitmelerini mümkün görmekte beraber, Fitch ve S&P özelinde olası kredi notu artışlarının 2024'e sarkabileceğini düşünüyoruz.

**Serkan Gönençler**  
Baş Ekonomist

### Orta vadeli endeks görüşümüz yüzde %24'lük bir potansiyele işaret etmekte.

- Yazığımız raporlar ve çeşitli platformlarda Mayıs ayı ortasından itibaren endekse ilişkin olumlu görüşümüzü belirtmiştik. Görüşümüzün ana nedenleri: (1) Endeksin Yılbaşı-Mayıs ortası arasındaki zayıf performansı ve şirket değerlemelerinin ucuzlaması, (2) Seçim belirsizliğinin sona ermesi ve (3) Seçim sonrasında görev alacak yeni ekonomi yönetiminden daha ortodoks politikalar beklentisi.
- Öte yandan Mayıs ortasından günümüze BIST-100 endeksi 65% (USD bazında %28%) getiri sağladı. Yukarıda bahsettiğimiz nedenlerin dışında; (1) Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin reel olarak düşük kalması, (2) Şirket karlarının reel anlamda göreceli olarak hala güçlü olması, yüksek devam eden enflasyon, enflasyondan korunmak için öne çekilen talebin şirket hasılatlarına olumlu etkisi, TL'nin değer kaybının ihracatçı şirketlere olumlu yansımaları ana katalizörler olarak öne çıkmıştır.
- BIST 100 adına önümüzdeki dönemi değerlendirdiğimizde ise potansiyel katalizörlerin etkilerinin geçmişe oranla daha güçsüz kalabileceğini düşünmekteyiz. Hisselerde halen yükselme potansiyeli olmasına, ve sağlıklı kar trendinin üçüncü çeyrekte devam etmesi beklentimize rağmen, bu faktörlerin önemli bir kısmının fiyatlarda olması muhtemel. Daha da önemlisi, günümüzde orta 30'larda bulunan ve hala 12 aylık enflasyon beklentisinin altında bulunan mevduat faizleri, TCMB'nin faizi daha fazla arttırması durumunda, borsa için ciddi bir rekabet oluşturabilir. Dolayısıyla, borsadaki getiri/risk rasyosunun geçtiğimiz aylara göre azaldığını belirtmek isteriz.
- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise (enflasyondan arındırılmış, yani reel, 2023-2024 yılları averajı) net kar büyümesi açısından gördüğümüz gelişme global büyüme beklentilerinin toparlamaya başladığıdır. Buna karşın, Türkiye'nin reel kar büyüme beklentisi ise negatif gözükmemekte. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise 3 ay önceki %57'den %40'a düşmüş durumda.

- **BIST-100 Endeks hedefimiz %24'lük yükselme potansiyeliyle 9,975.** Endeks hedefimizi ekonomi ve şirketlerdeki son gelişmeler ışığında artırmış durumdayız. Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %33, sanayii sektörlerindeki ise %23. Öte yandan, İNA modellerinde kullandığımız risksiz faiz oranlarının %25'den başlayıp, yıllar itibarı ile makro beklentilerimize paralel kademeli olarak düşürüldüğünü, ve beklentilerden uzun sürebilecek (yüksek) faiz ortamının değerlemeler üzerinde bir risk unsuru olduğunu belirtmek isteriz. Buna rağmen, model portföyümüzde de bulunan, birçok kaliteli şirkette daha yüksek potansiyellerin mevcut olduğunu belirtmekte fayda var.
- **Model portföye Garanti Bankası ve MLP Sağlık ekliyor, Akbank ve Yapı Kredi'den kar alıyoruz.**
- Garanti Bankasını, bankacılık verilerinde gördüğümüz öncü göstergeler akabinde rakiplerinden daha karlı bir çeyrek geçirme beklentimiz sebebi ile model portföye ekliyoruz.
- Sağlık hizmetleri için %52'lik yukarı yönlü fiyat revizyonlarına işaret eden Sağlık Uygulama Tebliği duyurusu ve Macaristan'daki yeni hastane anlaşmasının ardından güçlü çeyrekse kar beklentileri dolayısı ile MLP Sağlık'ı model portföyümüze ekliyoruz. Model varsayımlarımızın ise muhafazakar olduğunu belirtmek isteriz.
- Portföye dahil olan şirketlerin detaylı analizlerini 29.sayfadan itibaren bulabilirsiniz.

**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...

- **TCMB parasal sıkılaştırmaya sınırlı faiz adımlarıyla başladı.** Seçimlerin hemen ardından yeni Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek temel ilkelerinin şeffaflık, öngörülebilirlik, tutarlılık ve uluslararası normlara uygunluk olacağını söyleyerek ekonomi politikalarında normalleşme sinyali vermişti. Biz de 20 Haziran'da yayınladığımız Strateji Raporumuzu Mehmet Şimşek'in rasyonel zemine dönme sözlerine ithafen "Seçimlerin ardından rasyonel beklentiler..." başlığıyla yayımlamıştık. Bu raporun yayımlanmasının hemen ardından 22 Haziran'daki PPK toplantısında TCMB beklendiği gibi enflasyonist risklere dikkat çekerek faiz artırımı döngüsünü başlattıysa da, Haziran ve Temmuz toplantılarındaki 650 ve 250 baz puanlık faiz artışları piyasa beklentilerini karşılamadı. TCMB bununla beraber, beklendiği gibi makroihtiyati çerçevenin sadeleştirilmesi sürecini başlatarak seçici kredi sıkılaştırması ve miktarsal sıkılaştırma (KKM için ZK artışı yoluyla piyasadan TL likidite çekilmesi) adımlarıyla beraber bankaların menkul kıymet tesisine ilişkin bazı kuralları bir miktar gevşetti.
- **Sınırlı parasal sıkılaştırma sonrasında TL'deki değer kaybı eğilimi hızlandı.** 22 Haziran'daki PPK toplantısındaki sınırlı faiz artışı sonrasında \$/TL kuru 23,50 civarındaki seviyelerden önce 26,00, ilerleyen günlerde de 27,00'li seviyelere kadar yükseldi. Böylece seçim sürecinden sonra \$/TL'de yaşanan değer artışı kabaca %40'ı buldu. 20 Haziran'da yayınladığımız strateji raporumuzda paylaştığımız gibi, TL'deki kademeli değer kaybı makro senaryomuz dahilinde olsa da, kısa sürede bu orandaki değer kaybının beklentilerimizi aştığını belirtmek gerekiyor, ki bunu da faiz artış hızının piyasa beklentilerinin çok altında kalmasına bağlayabiliriz.
- **TCMB mevduat faizlerinin aktarım mekanizmasının doğru çalışması yoluyla yükselmesini istiyor.** TCMB'nin 24 Ağustos'taki 750 bazpuanlık faiz artış kararının, daha önce aldığı KKM'den TL mevduata geçişi teşvik eden adımları ile ilişkilendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. KKM'den çıkış kapsamında alınan kararların da işaret ettiği üzere, mevduat faizlerinin artmasını amaçlayan TCMB'nin, bunun aktarım mekanizmasının doğru çalışması yoluyla, politika faizi üzerinden olmasını tercih ettiğini anlıyoruz, ki faiz kararındaki temel motivasyonun bu olduğunu düşünüyoruz. Mevduat faizlerinin artması hedefleniyorsa, olması gereken de açıkçası buydu.
- **TCMB faiz artışlarının devam edeceği mesajını veriyor; politika faizinin birkaç ay içinde %35 seviyelerine yükseltilebileceğini düşünüyoruz.** TCMB'nin Haziran'dan itibaren verdiği sinyaller, piyasada %25 seviyesinin politika faizinde üst sınır olacağı beklentilerini güçlendirmişti. Politika faizinin şimdi bu üst sınır olduğu varsayılan seviyeye yükseltilmesine karşın, parasal sıkılaştırmanın gerektiği zamanda ve gerektiği ölçüde kademeli olarak güçlendirileceği ifadesinin metinde tutulması, faiz artışlarının devam edebileceğine işaret ediyor. Buna göre, politika faizinin birkaç ay içinde %35 seviyelerine yükseltilebileceğini düşünüyoruz. TCMB'nin verdiği bu sinyaline karşın piyasa faiz artırımlarının hızı (hatta devamı) konusunda temkinli durmaya devam ediyor. Bu açıdan, 21 Eylül'deki PPK toplantısı beklentilerin şekillenmesinde belirleyici olacaktır.
- **TCMB'nin son faiz adımının ve makroihtiyari düzenlemelerinin ardından, kredi ve mevduat faizlerinde hızlı artışlar görmeyi bekliyoruz.** TCMB'nin bu adımının ardından, ticari kredi faizlerindeki referans faiz (mevcutta %31,3) üzerinden 1,8'lik katsayı da dikkate alındığında, ticari kredi faizlerindeki üst sınır da kabaca %38'den %56'ya yükselmiş oldu. Buna göre, önümüzdeki günlerde hem kredi faizlerinde hem de TL mevduat faizlerinde hızlı yükselişler (mevduatta %40'ın, kredilerde %50'nin üzerine) görebiliriz.
- **Enflasyon beklentilerini çapalamak ve enflasyonda kalıcı bir düşüş için iç talepte düşülenin de ötesinde bir yavaşlamaya ihtiyaç olduğunu düşünüyoruz.** Kurdaki dramatik artış, vergi artışları, Mayıs'tan bu yana 2 katına yükselen akaryakıt fiyatları ve bu artışların dolaylı etkileri ve en önemlisi fiyatlama davranışlarındaki bozulma gibi bir dizi faktör enflasyon görünümünde genele yayılan bir bozulmaya yol açmış durumda. TCMB kademeli faiz artışlarının yanında, makroihtiyati tedbirlerle kredi faizlerini arttırarak ve kredi büyümesini kısırarak iç talebi dizginlemek yoluyla enflasyon görünümünü iyileştirmeyi amaçlıyor. Ancak enflasyon beklentilerini çapalamak ve enflasyonda kalıcı bir düşüş için iç talepte düşülenin de ötesinde bir yavaşlamaya, dolayısıyla daha sert bir parasal sıkılaştırmaya ve mevduat ve kredi faizlerinde daha yüksek seviyelere ihtiyaç olabileceğini düşünüyoruz.

# Ekonomik Görünüm: Özet



Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimiz şöyle özetlenebilir...

- **TL mevduat faizleri %60'ı aşan enflasyon beklentilerine yaklaştığı ölçüde, ilerleyen dönemde TL'de değer kaybı baskısı da hafifleyebilir.** Faiz artış beklentileri en azından kısa vadede TL'nin seyri açısından destekleyici olabilir. Bununla beraber, TL'nin seyri açısından temel belirleyici konulardan biri TL mevduat faizlerinin ulaşacağı seviye olacaktır. TL mevduat faizleri %60'ı aşan enflasyon beklentilerine yaklaştığı ölçüde, ilerleyen dönemde TL'de değer kaybı baskısı da hafifleyebilir. Uluslararası rezervlerde Haziran'dan itibaren görülen güçlenme ve PPK özetlerinin de işaret ettiği üzere Ortadoğu bölgesinden beklenen sermaye girişleri de TL'deki değer kaybı baskısını sınırlandırabilir.
- **Dış ticaret dinamikleri ve enflasyon görünümü kur üzerinde baskı yaratmaya devam edebilir.** Bununla beraber, dış ticaret dinamikleri ve enflasyon görünümü (hanehalkının enflasyon algısının resmi enflasyonun da üzerinde olması) kur üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir. Şöyle ki, Temmuz'da 12,4 milyar \$'a ulaşan dış ticaret açığı, kurlarda %40'ı bulan artışlara karşın dış ticaret dinamiklerinde henüz bir iyileşme olmadığı (özellikle de tüketim ve yatırım malı ithalat talebinde) anlamına geliyor. TCMB'nin KKM'den çıkışları teşvik ettiği ve KKM'den dönüşlerin çok yoğun olduğu önümüzdeki birkaç aylık dönemde, bireylerin potansiyel döviz talebi de kur üzerinde ek bir baskı unsuru olabilir. Temmuz ve Ağustos'ta kümülatif enflasyon neredeyse %20'ye ulaştı ve önümüzdeki aylarda parasal sıkılaştırmaya rağmen %4-5 civarında aylık enflasyon rakamları görülmesi mümkün görünüyor. Bu durum da “kur artışı – enflasyon artışı – ücret artışı” spiralini derinleştirebilir.
- **Sayıdığımız tüm bu unsurları bir arada değerlendirdiğimizde, \$/TL kurunu sene sonunda 29,50 seviyesinde (riskler yukarı yönlü olmak üzere) öngörüyoruz (varsayıyoruz).** Bununla beraber, risklerin yukarı yönlü olduğunu ve sene sonunda kur bu seviyelerde veya altında kalsa bile, sonrasında TL'deki değer kaybı baskısının sürebileceğini düşünüyoruz.
- **Vergi artışlarıyla birlikte kur artışının öngörülerimizin üzerinde gerçekleşmesiyle sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi %55'ten %69'a yükseltmiştik, ancak mevcut enflasyon görünümü risklerin yukarı yönlü olduğuna işaret ediyor.** Seçimlerin ardından hükümet Şubat depremleri ve seçim vaatlerine bağlı harcamalar nedeniyle hızla bozulan bütçe açığını kontrol etmek üzere bir dizi vergi artışına gitti. Vergi artışları beklentimiz dahilinde olsa da, özellikle akaryakıtta %200'ü aşan maktu ÖTV artış oranı beklentilerimizin (varsayımlarımızın) oldukça üzerinde gerçekleşti. Kurdaki yükseliş ve vergi artışlarının beklentilerimizin ötesine geçmesi, akaryakıt zamlarının dolaylı enflasyonist etkileri ve bu gelişmelerin fiyatlamada davranışlarında yol açtığı bozulmayı dikkate alarak sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi 26 Temmuz'da %55'ten %69'a revize etmiştik. Ancak mevcut enflasyon görünümü bu tahmin üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğuna ve TÜFE enflasyonunun en geç 2024 içinde %70-80 aralığına doğru yönlenebileceğine işaret ediyor. Bu noktadan kalıcı düşüşün sağlanabilmesi için iç talebin dizginlenmesi ve döviz talebinin önlenmesi kritik önemde olacak.
- **TCMB de TÜFE enflasyonunun sene sonunda %60'ı aşabileceğine işaret ediyor.** TCMB de 27 Temmuz'da yayınladığı Enflasyon Raporu'nda kendi tahminini %22,3'den %58,0'e (%54-62 aralığı) yükseltti. TCMB daha sonra 750 bazpuanlık faiz artışı kararı aldığı 24 Ağustos'taki PPK toplantısının karar metninde enflasyonun yıl sonunda Enflasyon Raporu'ndaki tahmin aralığının üst sınırına yakın seyredeceğini ifade etti. Bu TCMB'nin sene sonu için güncel enflasyon tahmininin %60'ı aştığına işaret ediyor.
- **Politika faiz artışıyla beraber kredi kartı faizlerindeki hızlı yükseliş iç talebi caydırıcı bir unsur olarak çalışmaya başlayabilir.** Kredi faizlerinde sürmesini beklediğimiz artış eğilimi iç talebi sınırlandırırken, mevcut enflasyonist ortamda tüketimi sürekli öne çekme eğilimi destekleyici olmaya devam edebilir. Bununla beraber, bu eğilimi destekleyen önemli bir faktör kredi kartlarının gecikme ve nakit avans gecikme faizlerinin enflasyonun oldukça altında kalması ve bunun tüketicinin günlük harcamalarının finansmanını desteklemesiydi. Politika faizindeki son artışlarla beraber, kredi kartı faizlerinin de enflasyonla daha uyumlu seviyelere yükselmesi iç talebi caydırıcı bir unsur olacaktır. Örneğin, birkaç ay önce aylık %1,36 (yıllık %17,9) ve %1,66 (yıllık %22,2) seviyesindeki kredi kartı işlemleri ve nakit çekimlerde akdi faiz ve gecikme faiz oranları, son politika faizi artışlarının ardından aylık %3,11 (yıllık %45,2) ve aylık %3,87 (yıllık %58,7) seviyelerine kadar yükseldi. Politika faizinin örneğin %35,0'e yükseltilmesi bu faizlerin yıllık %61 ve %76 seviyelerine kadar yükselmesi anlamına gelecek. Özetle, bu artış eğiliminin özellikle son çeyrekte itibaren iç talepte sert bir yavaşlamaya yol açabileceğini düşünüyoruz.

# Ekonomik Görünüm: Özet



Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimiz şöyle özetlenebilir...

- **GSYH büyümesi son çeyrekte %1-2 aralığına gerilese de, 2023 yılı büyümesi %3,5 civarında gerçekleşebilir.** 2. çeyrekteki %3,8'lik GSYH büyümesinin ardından, yılın ilk yarısındaki büyüme de %3,9 oldu. Büyümenin kırılımına bakıldığında, ihracat ve sanayi üretimindeki zayıflığa karşın, iç talebin çok güçlü katkısıyla hizmet sektörlerinin sürüklediği dengesiz büyüme görünümünün 2.çeyrekte de devam ettiğini görüyoruz. Örneğin, öncü göstergelerden sanayi üretim endeksinde yılın ilk 2 çeyreğindeki yıllık değişim oranları -%0,4 ve -%3,4 olurken, perakende hacim endeksi aynı dönemlerde %28,7 ve %27,3 oranlarında büyümüştü. Buna paralel olarak, GSYH altında özel tüketim harcamalarının %15,6 artışla, GSYH büyümesine %10,8'lik katkı sağladığı, net dış talebin ise büyümeyi hem zayıf ihracat hem de güçlü ithalat talebi nedeniyle %6,2 puan aşağı çektiği görülüyor. GSYH büyümesi 3. çeyrekte %4 civarında gerçekleşse de, iç talepte yukarıda belirttiğimiz nedenlere bağlı olarak beklediğimiz geri çekilme, GSYH büyümesini son çeyrekte %1-2 aralığına kadar geriletebilir. Bu potansiyel geri çekilmeye karşın, 2023 yılı GSYH büyümesinin yılın ilk yarısındaki büyüme performansının yardımıyla %3,5 civarında gerçekleşebileceği görülüyor.
- **Cari açık altın ve enerji ithalatındaki gerileme sayesinde düşüşe geçebilir.** Temmuz'daki 12,4 milyar \$'lık dış ticaret açığı, TL'deki %40'a ulaşan değer kaybına karşın dış ticaret dinamiklerinde henüz bir iyileşme olmadığı (özellikle de tüketim ve yatırım malı ithalat talebinde) anlamına geliyor. Açıkçası, mevcut enflasyonist ortamda, dış ticaret dinamiklerinde ancak sınırlı bir iyileşme (ithalat talebinde geri çekilme) bekliyoruz. Buna karşın, küresel spot doğalgaz fiyatlarındaki normalleşme sayesinde enerji ithalat maliyeti gerilemeye devam edecek. Cari açığın önemli kaynaklarından biri olan altın ithalatı güçlü kalmaya devam etse de, 12-aylık birikimli olarak bakıldığında mevcut 30 milyar \$ seviyelerinden gerileyebileceğini düşünüyoruz. Özetle, cari açık Temmuz sonrasında altın ve enerji ithalatındaki gerileme sayesinde düşüşe geçebilir. Buna göre, mevcutta 56,5 milyar \$ seviyesindeki cari açığın sene sonunda 50 milyar \$, 2024'ün ilk çeyreği itibarıyla de 40-45 milyar \$ seviyelerine gerileyebileceğini düşünüyoruz.
- **2023 içinde kredi görünümünde iyileştirmeler görebiliriz.** Ekonomi politikaları normalleşirken, kredi derecelendirme kuruluşlarından gelebilecek kredi notu/görünümü iyileştirmelerine ilişkin beklentiler de artmış durumda. Bu kurumlardan Fitch 21 Temmuz'da, Moody's de 10 Ağustos'ta Türkiye ekonomisine ilişkin görüşlerini paylaşarak, ortodoks politikalara dönüş için olumlu ifadelerde bulunmuşlar, fakat aynı zamanda politikalardan geri dönüş riskinin yüksek olduğuna dikkat çekmişlerdi. S&P ise son olarak 31 Mart'ta para, maliye ve ekonomi politikalarının sürdürülemez olduğu gerekçesiyle Türkiye'nin B olan kredi notuna (yatırım yapılabilir seviyenin 5 kademe altı) ilişkin görünümünü de durağandan negatife indirmişti. S&P'nin o tarihten bu yana herhangi bir değerlendirmesi bulunmuyor. Yakın vadede Fitch'in 9 Eylül'de, S&P'nin ise 28 Eylül'de değerlendirmeleri bulunuyor. 16 Haziran'daki değerlendirmesini pas geçen Moody's'in ise bir sonraki değerlendirmesi 10 Aralık'ta görünüyor. Bununla beraber, Moody's'in geçmiş yıllarda resmi takvim dışında da kredi notu/görünümü değişiklikleri yaptığı dikkati çekiyor. Nitekim, Moody's son olarak 15 Ağustos'ta ortodoks politikaların uygulanmasına yönelik adımların, Türk bankalarının faaliyet ortamını destekleyici yönde olduğunu belirterek Türk bankacılık sisteminin kredi görünümünü durağandan pozitive yükseltmişti. Kurumların politika dönüş riskini özellikle vurguladıklarını dikkate aldığımızda, kurumlar bir kredi notu artışı için uygulamaların devamlılığını görmek isteyebilirler. Buna göre, kredi notunda muhtemel bir iyileştirmenin, özellikle de Fitch ve S&P özelinde konuşursak, 2024 yılını sarkabileceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, 2023 yılı içinde her 3 kurumdan da görünüme ilişkin iyileştirmeler olabileceğini düşünüyoruz. Moody's'in Türkiye'yi diğer iki kurumdan 1 kademe altta değerlendirdiği dikkate alındığında, kredi notunu arttırmaya en yakın kurumun Moody's olduğunu söyleyebiliriz.

# Ekonomik Görünüm: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet...



Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler Tablosu

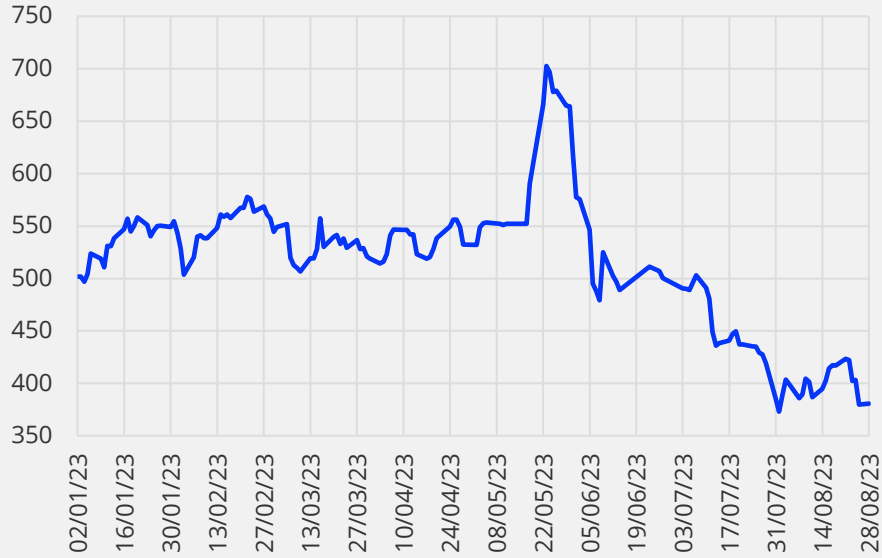
|                       |                  | 2020   | 2021   | 2022       | 2023T      | 2023T (Eski) | 2024T      |
|-----------------------|------------------|--------|--------|------------|------------|--------------|------------|
| USD/TL                | Dönem sonu       | 7.42   | 13.33  | 18.70      | 29.50      | 26.00        | 39.00      |
|                       | Dönem ortalaması | 7.02   | 8.89   | 16.62      | 23.74      | 22.50        | 35.00      |
| TÜFE Enflasyonu       | Dönem sonu       | 14.6%  | 36.1%  | 64.3%      | 69.0%      | 55.0%        | 43.0%      |
|                       | Dönem ortalaması | 12.3%  | 19.6%  | 72.3%      | 53.5%      | 47.0%        | 60.8%      |
| Çekirdek Enflasyon    | Dönem sonu       | 14.3%  | 31.9%  | 51.3%      | 72.0%      | 57.7%        | 42.7%      |
|                       | Dönem ortalaması | 11.2%  | 18.3%  | 57.0%      | 57.2%      | 50.6%        | 58.9%      |
| Fonlama Maliyeti      | Dönem sonu       | 17.03% | 14.00% | 9.04%      | 35.00%     | 35.00%       | 40.00%     |
|                       | Dönem ortalaması | 10.8%  | 17.6%  | 12.7%      | 19.5%      | 22.8%        | 38.3%      |
| GSYH Büyümesi         | Dönem ortalaması | 1.8%   | 11.0%  | 5.6%       | 3.6%       | 3.0%         | 2.5%       |
| GSYH (Milyar TL)      | Dönem ortalaması | 5,047  | 7,209  | 15,007     | 24,266     | 23,025       | 39,423     |
| GSYH (Milyar USD)     | Dönem ortalaması | 717    | 810    | 893        | 1,010      | 1014         | 1,118      |
| Bütçe Dengesi         | GSYH'ye oranı    | -3.4%  | -2.7%  | -0.9%      | -5.2%      | -6.5%        | n.a        |
| Faiz-Dışı Denge       | GSYH'ye oranı    | -0.8%  | -0.2%  | 1.1%       | -3.1%      | -3.9%        | n.a        |
| Faiz-Dışı Denge (IMF) | GSYH'ye oranı    | -2.5%  | -1.6%  | -0.2%      | -4.6%      | -4.6%        | n.a        |
| Cari Denge            | Milyar \$        | -31.9  | -7.3   | -48.7      | -50.1      | -49.0        | -38.0      |
|                       | GSYH'ye oranı    | -4.5%  | -1.7%  | -5.5%      | -5.0%      | -4.8%        | -3.4%      |
| <b>Ek Bilgi:</b>      |                  |        |        |            |            |              |            |
| Brent Petrol (USD)    | Dönem sonu       | 42.0   | 71.2   | 87.0       | 80.0       | 80.0         | 75.0       |
| Brent Petrol (USD)    | Dönem ortalaması | 51.2   | 77.2   | 101.0      | 81.0       | 79.0         | 75.0       |
| FED politika faizi    | Dönem sonu       | 0.00%  | 0.00%  | 4.25-4.50% | 5.25-5.50% | 5.00-5.25%   | 4.25-4.50% |
| Dünya GSYH büyümesi   | Dönem ortalaması | -3.1%  | 6.0%   | 3.0%       | 2.5%       | 1.8%         | 2.0%       |
| ABD                   | Dönem ortalaması | -3.4%  | 5.7%   | 1.5%       | 1.2%       | 0.0%         | 0.7%       |
| AB                    | Dönem ortalaması | -6.1%  | 5.2%   | 3.0%       | 0.5%       | -0.5%        | 0.3%       |
| Çin                   | Dönem ortalaması | 2.2%   | 8.1%   | 3.3%       | 4.5%       | 4.5%         | 4.0%       |
| EUR/USD               | Dönem sonu       | 1.14   | 1.18   | 1.03       | 1.08       | 1.07         | 1.08       |
| EUR/USD               | Dönem ortalaması | 1.23   | 1.13   | 1.05       | 1.08       | 1.07         | 1.08       |

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

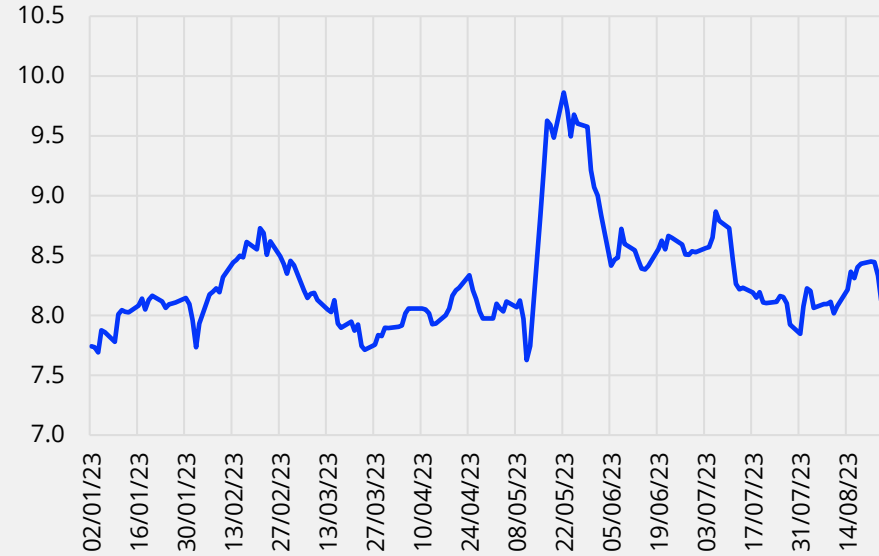


Ekonomi politikalarındaki normalleşmeyle risk primindeki iyileşme yavaşlayarak da olsa sürdü

5 yıllık CDS makası



2034 vadeli Eurobond faizi (%)



- Cumhurbaşkanlığı seçimlerin ikinci tura kalmasının ardından hızlı bir yükselişle 700 puana yükselen CDS makası ve çift haneli seviyeleri test eden Eurobond faizleri Mehmet Şimşek'in Hazine ve Maliye Bakanı olarak atanmasına ilişkin haber akışlarıyla düşmeye başlamıştı. **CDS makası ve Eurobond faizleri ağustos başından itibaren yataylayışa, hatta bir miktar yükselişe geçmiş olsa da, TCMB'nin 750 baz puanlık sürpriz faiz artışının ardından yeniden düşüş gösterdi.**

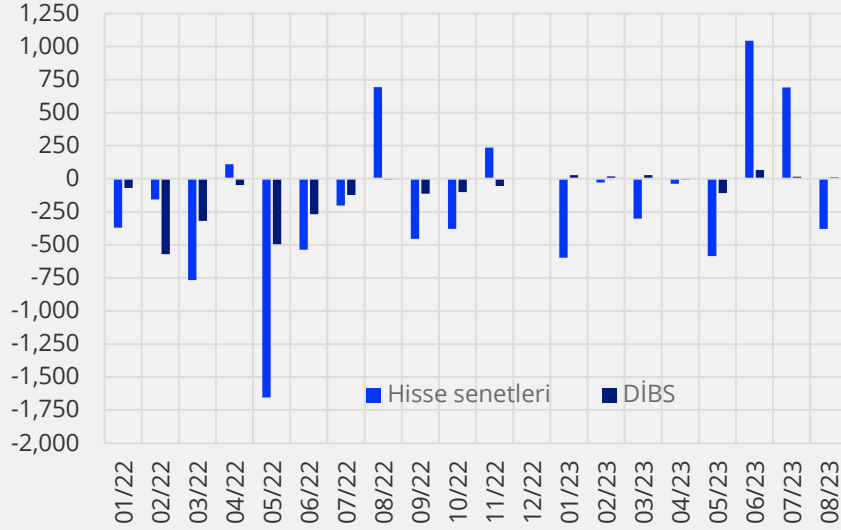
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

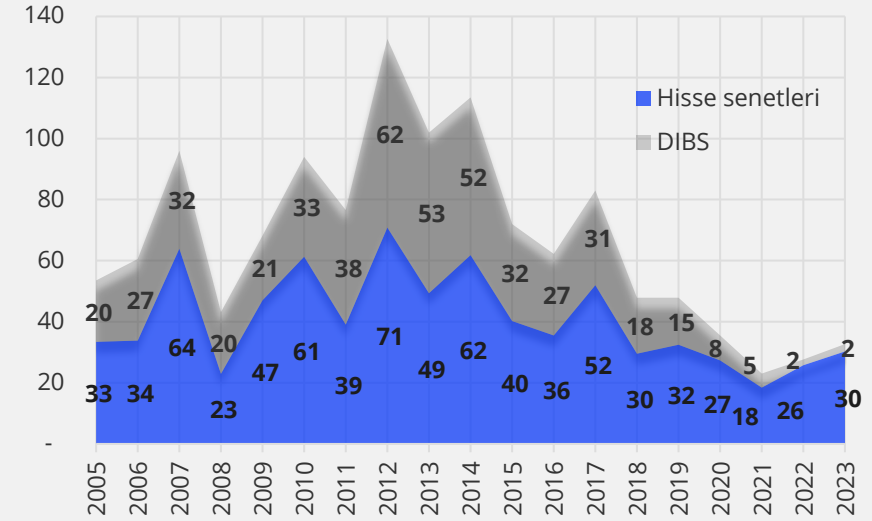


Seçimlerin ardından hisse senetlerine 2 milyar \$'a yakın yabancı sermaye girişi oldu

Yurtdışı yerleşiklerin net sermaye hareketleri, Aylık (Milyon \$)



Yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi & DİBS stoğu (Milyar \$)



- Haziran başından itibaren hisse senetlerine 9 hafta arka arkaya olmak üzere toplamda 1,92 milyar \$'lık net yabancı sermaye girişi oldu. Artan yabancı ilgisi, son dönemde BİST endekslerindeki yükselişe katkıda bulunan önemli bir unsur oldu. Ancak 4-25 Ağustos arasındaki 3 haftalık dönemde yeniden 0,5 milyar \$'lık yabancı çıkışı yaşandı.
- Yabancı yatırımcının Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasasındaki ilgisizliğin ise devam ettiği görülüyor. Bu piyasada yeniden yabancı ilgisi oluşabilmesi için öncelikle devlet tahvili faizlerinin enflasyonla daha uyumlu seviyelere yükselmesi gerektiğini düşünüyoruz.

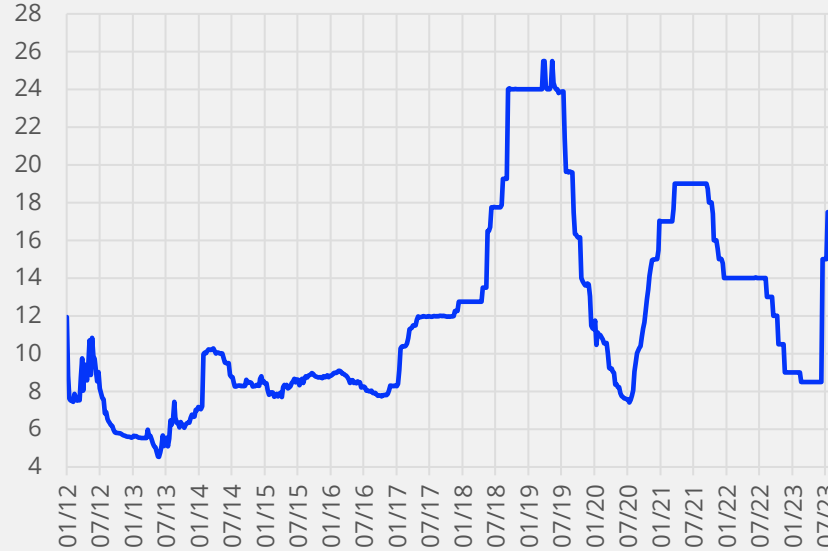
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



TCMB'nin faiz artış mesajını korumasıyla, politika faizinin %35 seviyelerine yükseltilebileceğini düşünüyoruz

Politika faizi (TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti), %



- 22 Haziran'daki PPK toplantısında TCMB beklendiği gibi faiz artırım döngüsünü başlattıysa da, Haziran ve Temmuz toplantılarındaki 650 ve 250 baz puanlık faiz artışları piyasa beklentilerini karşılamadı. TCMB bununla beraber, beklendiği gibi makroihtiyati çerçevenin sadeleştirilmesi sürecini başlatarak seçici kredi sıkılaştırması ve miktarsal sıkılaştırma (KKM için ZK artışı yoluyla piyasadan TL likidite çekilmesi) adımlarıyla beraber bankaların menkul kıymet tesisine ilişkin bazı kuralları bir miktar gevşetti.
- TCMB'nin 24 Ağustos'taki 750 baz puanlık faiz artış kararının, KKM'den TL mevduata geçişi teşvik eden adımları ile ilişkilendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. KKM'den çıkış kapsamında alınan kararların da işaret ettiği üzere, **mevduat faizlerinin artmasını amaçlayan TCMB'nin, bunun aktarım mekanizmasının doğru çalışması yoluyla, politika faizi üzerinden olmasını tercih ettiğini anlıyoruz**, ki faiz kararındaki temel motivasyonun bu olduğunu düşünüyoruz. Mevduat faizlerinin artması hedefleniyorsa, olması gereken de açıkçası buydu.
- TCMB'nin Haziran'dan itibaren verdiği sinyaller, piyasada %25 seviyesinin politika faizinde üst sınır olacağı beklentilerini güçlendirmişti. Politika faizinin şimdi bu üst sınır olduğu varsayılan seviyeye yükseltilmesine karşın, parasal sıkılaştırmanın gerektiği zamanda ve gerektiği ölçüde kademeli olarak güçlendirileceği ifadesinin metinde tutulması, faiz artışlarının devam edebileceğine işaret ediyor. Buna göre, **politika faizinin birkaç ay içinde %35 seviyelerine yükseltilebileceğini düşünüyoruz**. TCMB'nin verdiği bu sinyale karşın piyasa faiz artırımlarının hızı (hatta devamı) konusunda temkinli durmaya devam ediyor. Bu açıdan, 21 Eylül'deki PPK toplantısı beklentilerin şekillenmesinde belirleyici olacaktır

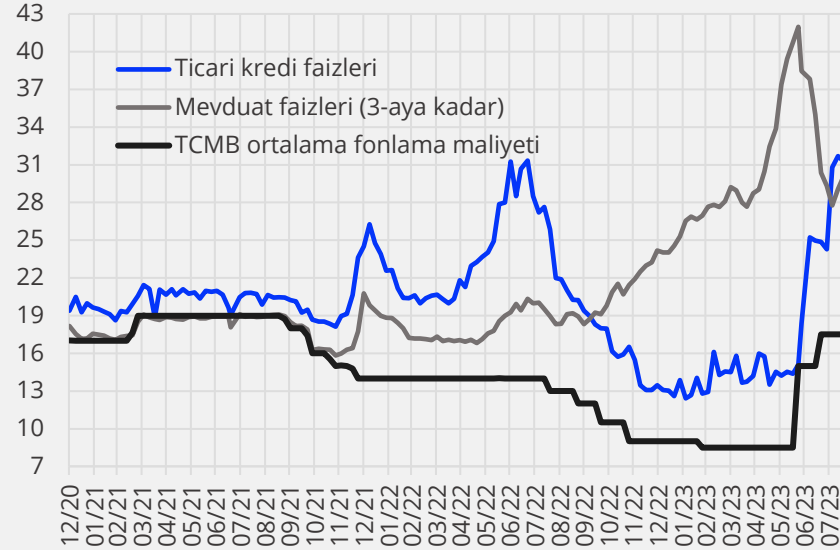
Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



Mevduat faizleri %40, kredi faizleri %50'nin üzerine yerleşebilir

Politika faizi - bankacılık faizleri (%)



- TCMB'nin son faiz adımının ardından, ticari kredi faizlerindeki referans faiz (mevcutta %31,3) üzerinden 1,8'lik katsayı da dikkate alındığında, ticari kredi faizlerindeki üst sınır da kabaca %38'den %56'ya yükselmiş oldu. Buna göre, **önümüzdeki günlerde hem kredi faizlerinde hem de TL mevduat faizlerinde hızlı yükselişler (mevduatta %40'ın, kredilerde %50'nin üzerine) görebiliriz.**
- Kurdaki dramatik artış, vergi artışları, Mayıs'tan bu yana 2 katına yükselen akaryakıt fiyatları ve bu artışların dolaylı etkileri ve en önemlisi fiyatlama davranışlarındaki bozulma gibi bir dizi faktör enflasyon görünümünde genele yayılan bir bozulmaya yol açmış durumda. TCMB kademeli faiz artışlarının yanında makroihtiyati tedbirlerle kredi faizlerini arttırarak ve kredi büyümesini kısırarak iç talebi dizginlemek yoluyla enflasyon görünümünü iyileştirmeyi amaçlıyor. Ancak **enflasyon beklentilerini çapalamak ve enflasyonda kalıcı bir düşüş için iç talepte düşünülenin de ötesinde bir yavaşlamaya, dolayısıyla daha sert bir parasal sıkılaştırmaya ve mevduat ve kredi faizlerinde daha yüksek seviyelere ihtiyaç olabileceğini düşünüyoruz.**

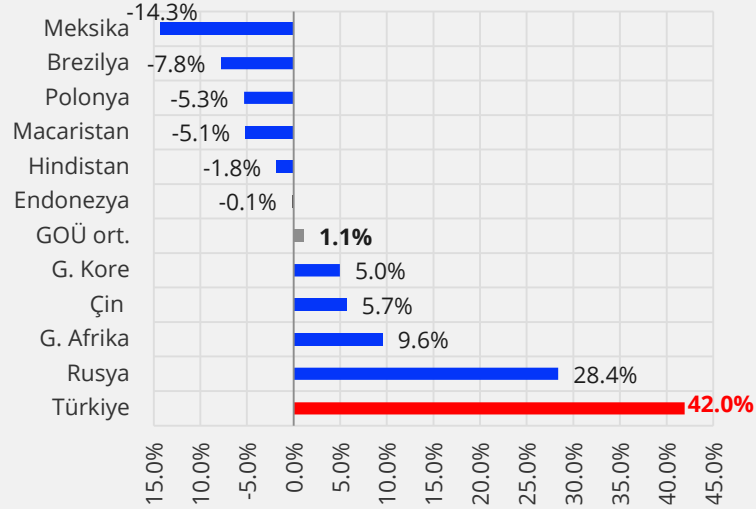
Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

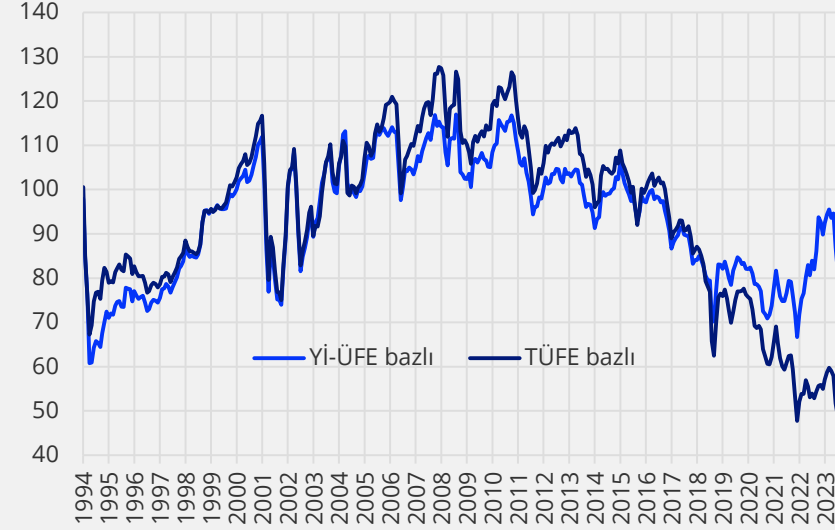


\$/TL kurunu sene sonunda 29,50 seviyesinde (riskler yukarı yönlü olmak üzere) öngörüyoruz (varsayıyoruz).

USD paritesindeki değişim (31/12/22 – 28/08/23)



Reel efektif döviz kuru (2003=100)



- TL'nin seyri açısından temel belirleyici konulardan biri TL mevduat faizlerinin ulaşacağı seviye olacaktır. TL mevduat faizleri %60'ı aşan enflasyon beklentilerine yaklaştığı ölçüde, ilerleyen dönemde TL'de değer kaybı baskısı da hafifleyebilir. Uluslararası rezervlerde Haziran'dan itibaren görülen güçlenme ve PPK özetlerinin de işaret ettiği üzere Ortadoğu bölgesinden beklenen sermaye girişleri de TL'deki değer kaybı baskısını sınırlandırabilir.
- Bununla beraber, dış ticaret dinamikleri ve enflasyon görünümü (hanehalkının enflasyon algısının resmi enflasyonun da üzerinde olması) kur üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir. Şöyle ki, Temmuz'da 12,4 milyar \$'a ulaşan dış ticaret açığı, kurlarda %40'ı bulan artışlara karşın dış ticaret dinamiklerinde henüz bir iyileşme olmadığı (özellikle de tüketim ve yatırım malı ithalat talebinde) anlamına geliyor. TCMB'nin KKM'den çıkışları teşvik ettiği ve KKM'den dönüşlerin çok yoğun olduğu önümüzdeki birkaç aylık dönemde, bireylerin potansiyel döviz talebi de kur üzerinde ek bir baskı unsuru olabilir. Temmuz ve Ağustos'ta kümülatif enflasyon neredeyse %20'ye ulaştı ve önümüzdeki aylarda parasal sıkılaştırmaya rağmen %4-5 civarında aylık enflasyon rakamları görülmesi mümkün görünüyor. Bu durum da "kur artışı – enflasyon artışı – ücret artışı" spiralini derinleştirebilir.
- Yukarıda saydığımız tüm bu unsurları bir arada değerlendirdiğimizde, \$/TL kurunu sene sonunda 29,50 seviyesinde öngörüyoruz (varsayıyoruz). Bununla beraber, risklerin yukarı yönlü olduğunu ve sene sonunda kur bu seviyelerde veya altında kalsa bile, sonrasında TL'deki değer kaybı baskısının sürebileceğini düşünüyoruz.

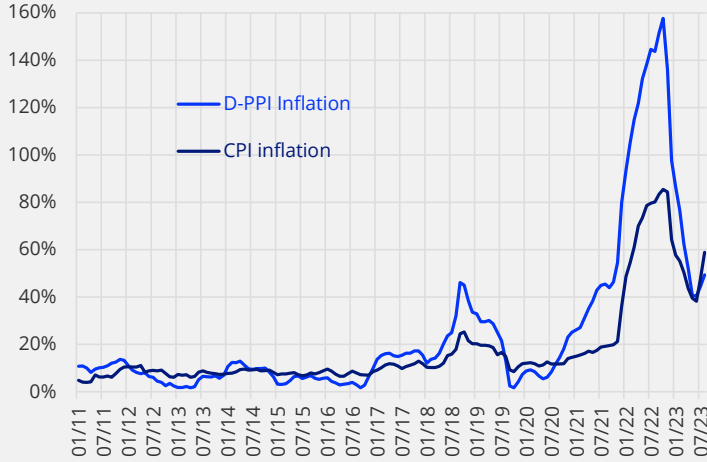
Kaynak: TCMB, Bloomberg

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

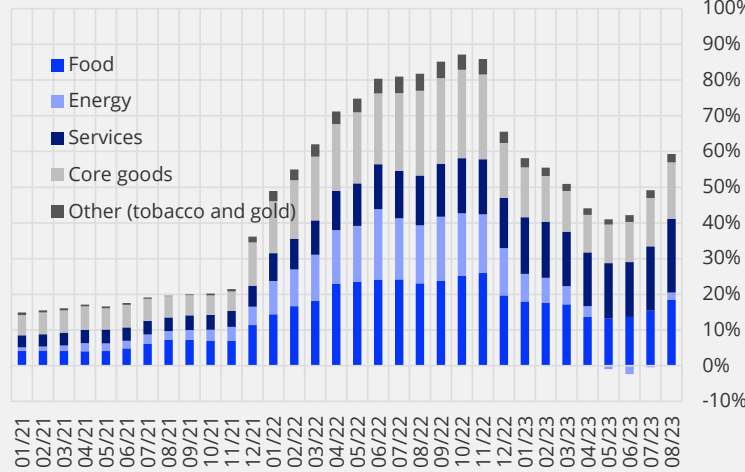


TÜFE enflasyonunun ilerleyen aylarda %70 seviyelerine doğru yükselebileceğini düşünüyoruz

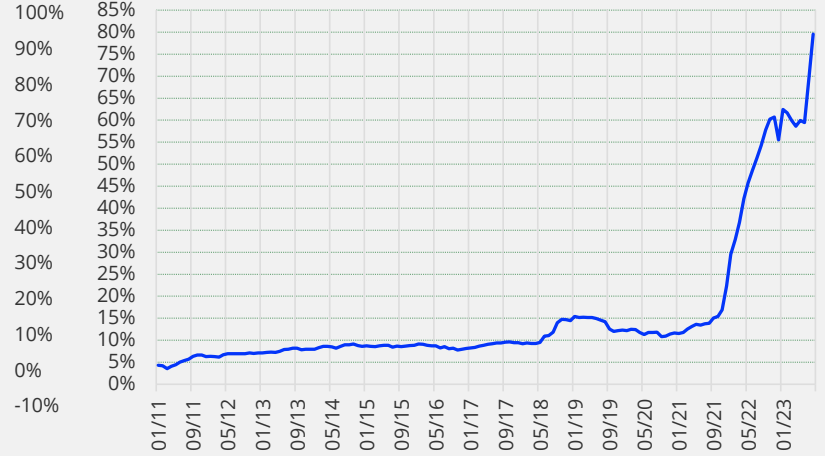
Yurtiçi ÜFE enflasyonu - TÜFE enflasyonu



TÜFE enflasyonunun kırılımı, yıllık



Hizmet enflasyonu



- Seçim sürecinden itibaren kurda yaşanan değer artışı kabaca %40'ı buldu. 20 Haziran'da yayınladığımız strateji raporumuzda paylaştığımız gibi, TL'deki değer kaybı makro senaryomuz dahilinde olsa da, kısa sürede bu orandaki değer kaybının beklentilerimizi aştığını belirtmek gerekiyor, ki bunu da faiz artış hızının beklentilerin çok altında kalmasına bağlayabiliriz.
- Hükümetin seçimlerin ardından açıkladığı vergi artışları da beklentilerimiz dahilinde olsa da, özellikle akaryakıtta %200'ü aşan maktu ÖTV artış oranı da beklentilerimizin (varsayımlarımızın) oldukça üzerinde gerçekleşti.
- Hizmet enflasyonundaki katılık enflasyondaki düşüşün önündeki en önemli engel olarak öne çıkıyor. Temmuz'da %9,8 seviyesinde gelen hizmet enflasyonu Ağustos'ta da %9,2 gerçekleşti. Böylece yıllık hizmet enflasyonu son iki ayda %60'tan önce %70'e, Ağustos'ta da %80'e yükseldi. Bu rakamlar fiyatlama davranışlarındaki bozulmanın boyutunu net bir şekilde ortaya koyuyor.
- **Kurdaki yükseliş ve vergi artışlarının beklentilerimizin ötesine geçmesi, akaryakıt zamlarının dolaylı enflasyonist etkileri ve bu gelişmelerin fiyatlama davranışlarında yol açtığı bozulmayı dikkate alarak sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi 26 Temmuz'da %55'ten %69'a revize etmiştik. Ancak mevcut enflasyon görünümü bu tahmin üzerindeki risklerin yukarı yönlü olduğuna ve TÜFE enflasyonunun en geç 2024 içinde %70-80 aralığına doğru yönlenebileceğine işaret ediyor. Bu noktadan kalıcı düşüşün sağlanabilmesi için iç talebin dizginlenmesi ve döviz talebinin önlenmesi kritik önemde olacak.**

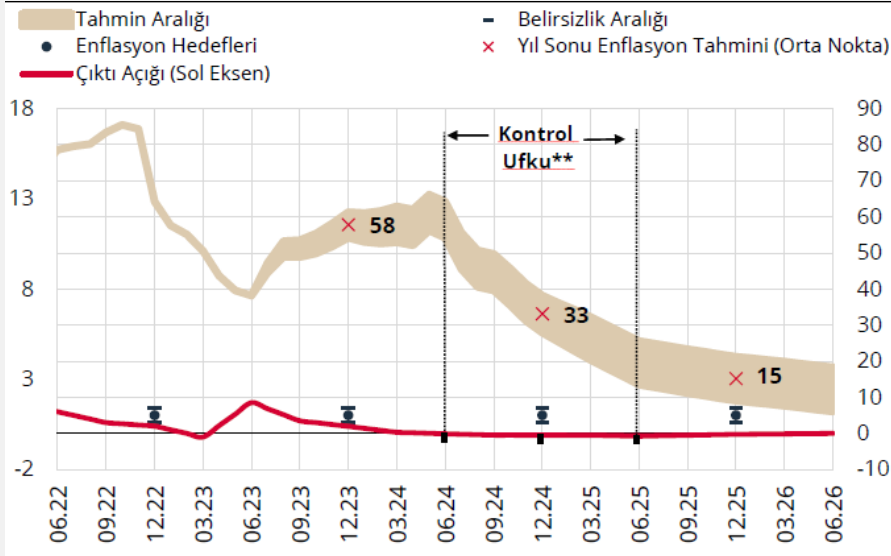
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

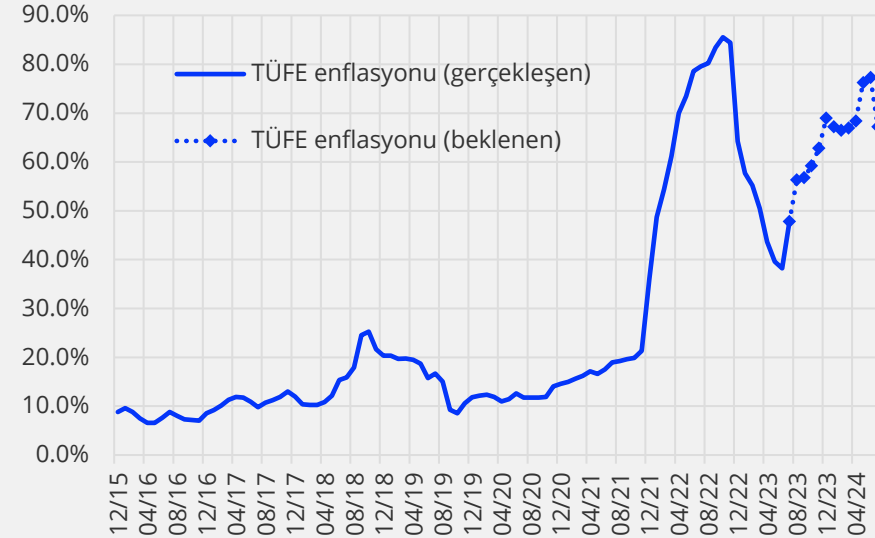


TCMB de TÜFE enflasyonunun sene sonunda %60'ı aşabileceğine işaret ediyor

TCMB'nin enflasyon ve çıktı açığı tahminleri



TÜFE enflasyon trendi beklentimiz



- TCMB de 27 Temmuz'da yayınladığı Enflasyon Raporu'nda kendi tahminini %22,3'den %58,0'e (%54-62 aralığı) yükseltti. TCMB daha sonra 750 baz puanlık faiz artışı kararı aldığı 24 Ağustos'taki PPK toplantısının karar metninde enflasyonun yıl sonunda Enflasyon Raporu'ndaki tahmin aralığının üst sınırına yakın seyredeceğini ifade etti. **Bu açıklama TCMB'nin sene sonu için güncel enflasyon tahmininin %60'ı aştığına işaret ediyor.**
- TCMB'nin enflasyon patikasına ilişkin öngörüler de bizimkine paralel bir şekilde, TÜFE enflasyonunun 2024 yılında da yükselebileceğine ve zirveyi Mayıs-Haziran 2024 civarlarında görebileceğine işaret ediyor.

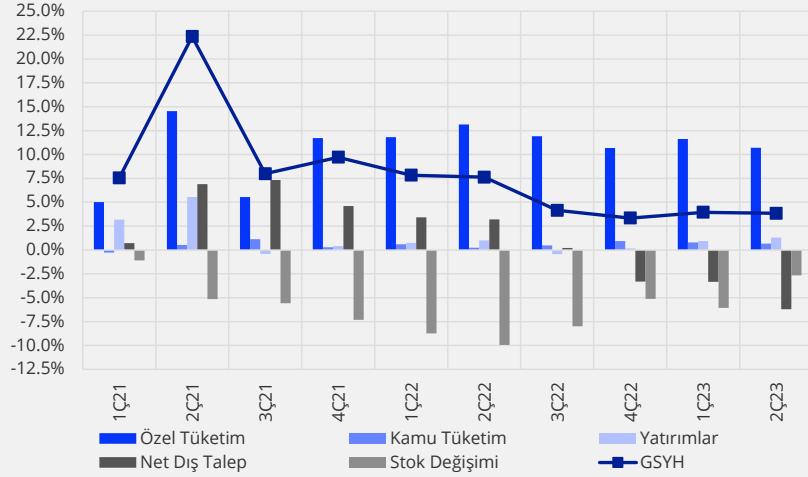
Kaynak: TCMB, TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

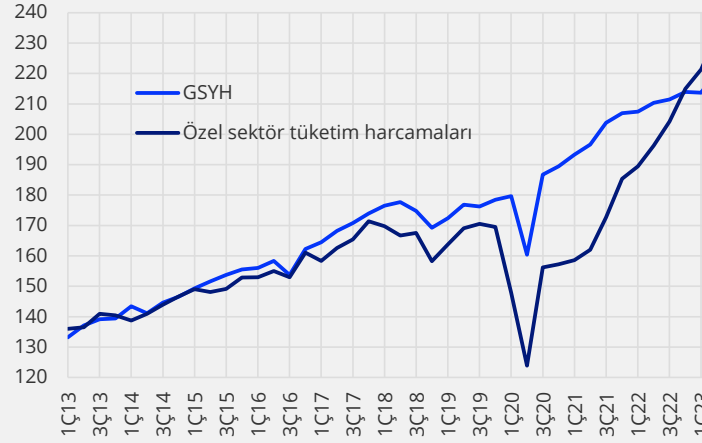


İç GSYH büyümesini sürükleyicisi 2. çeyrekte de güçlü iç talebe bağlı olarak hizmet sektörleri oldu

GSYH büyümesine katkı, alt kalemler (%)

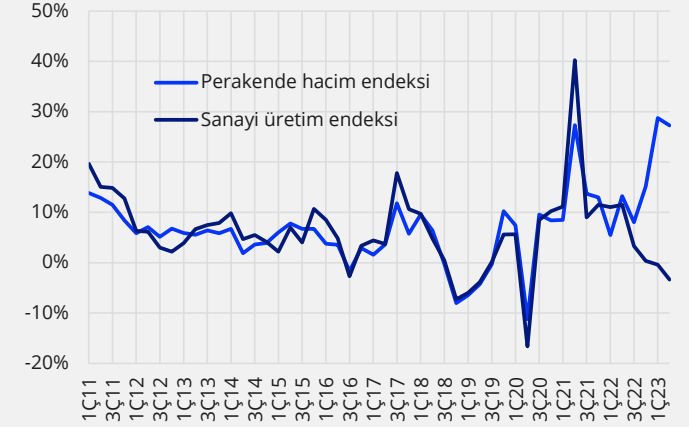


GSYH - özel tüketim, hacim endeksi (2009=100)\*



\* takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış

Perakende hacim endeksi - sanayi üretim endeksi (2015=100), yıllık değişim



- 2. çeyrekteki %3,8'lik GSYH büyümesinin ardından, yılın ilk yarısındaki büyüme de %3,9 oldu. **Büyümenin kırılımına bakıldığında, ihracat ve sanayi üretimindeki zayıflığa karşın, iç talebin çok güçlü katkısıyla hizmet sektörlerinin sürüklediği dengesiz büyüme görünümünün 2.çeyrekte de devam ettiğini görüyoruz.** Örneğin, öncü göstergelerden sanayi üretim endeksinde yılın ilk 2 çeyreğindeki yıllık değişim oranları -%0,4 ve -%3,4 olurken, perakende hacim endeksi aynı dönemlerde %28,7 ve %27,3 oranlarında büyümüştü.
- Buna paralel olarak, GSYH altında özel tüketim harcamalarının %15,6 artışla, GSYH büyümesine %10,8'lik katkı sağladığı görülüyor. Devletin nihai tüketim harcamaları ve yatırım harcamalarındaki %5,3'lük ve %5,1'lik büyümeler de eklendiğinde, iç talebin büyümeye katkısı yaklaşık %12,7 olarak ölçülüyor. Net dış talebin ise büyümeyi %6,2 puan aşağı çektiği görülüyor.
- İç talebin güçlü seyretmesinde seçimler öncesinde kredi büyümesinin teşvik edilmesiyle birlikte enflasyonist ortamda talebi öne çekme eğiliminin etkili olduğunu söyleyebiliriz.

Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



İç talepte faiz artışlarına bağlı olarak son çeyrekte ciddi bir geri çekilme bekliyoruz

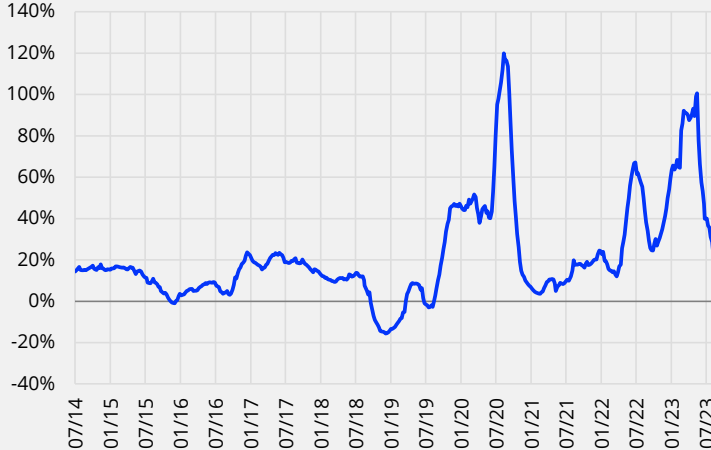
## Kredi kartı faizlerinin gelişimi

|                                  | Eylül 2023 |        | Haziran 2023 |        |
|----------------------------------|------------|--------|--------------|--------|
|                                  | Aylık      | Yıllık | Aylık        | Yıllık |
| Kredi kartı faizi                | 2.81%      | 40.1%  | 1.36%        | 17.9%  |
| Kredi kartı gecikme faizi        | 3.11%      | 45.2%  | 1.66%        | 22.2%  |
| Nakit avans ve KMH faizi         | 3.57%      | 53.2%  | 1.36%        | 17.9%  |
| Nakit avans ve KMH gecikme faizi | 3.87%      | 58.7%  | 1.66%        | 22.2%  |

## Politika faizine (referans faize) endeksli kredi faizleri

| Politika faizi | Referans faiz | Kredi kartı akdi faizi | Kredi kartı gecikme faizi | Nakit avans ve KMH faizleri | Nakit avans gecikme faizi | Ticari kredi faizi |
|----------------|---------------|------------------------|---------------------------|-----------------------------|---------------------------|--------------------|
| 25.0%          | 31.3%         | 40.1%                  | 45.2%                     | 53.2%                       | 58.7%                     | 56.3%              |
| 27.5%          | 34.8%         | 43.9%                  | 49.1%                     | 57.4%                       | 63.0%                     | 62.7%              |
| 30.0%          | 38.5%         | 47.8%                  | 53.1%                     | 61.6%                       | 67.3%                     | 69.3%              |
| 32.5%          | 42.2%         | 51.8%                  | 57.2%                     | 65.9%                       | 71.8%                     | 76.0%              |
| 35.0%          | 46.1%         | 55.9%                  | 61.4%                     | 70.3%                       | 76.4%                     | 83.0%              |
| 37.5%          | 50.0%         | 60.0%                  | 65.7%                     | 74.9%                       | 81.1%                     | 90.1%              |
| 40.0%          | 54.1%         | 64.3%                  | 70.2%                     | 79.5%                       | 85.9%                     | 97.3%              |

## Tüketici kredilerinde büyüme ivmesi \*



\* Yıllıklandırılmış 13-haftalık ortalama değişim

- Kredi faizlerinde sürmesini beklediğimiz artış eğilimi iç talebi sınırlandırırken, mevcut enflasyonist ortamda tüketimi sürekli öne çekme eğilimi destekleyici olmaya devam edebilir. Bununla beraber, bu eğilimi destekleyen önemli bir faktör kredi kartlarının gecikme ve nakit avans gecikme faizlerinin enflasyonun oldukça altında kalması ve bunun tüketicinin günlük harcamalarının finansmanını desteklemesiydi. **Politika faizindeki son artışlarla beraber, kredi kartı faizlerinin de enflasyonla daha uyumlu seviyelere yükselmesi iç talebi caydırıcı bir unsur olacaktır.**
- **Örneğin, birkaç ay önce aylık %1,66 (yıllık %22,2) seviyesindeki kredi kartı gecikme ve nakit çekim gecikme faiz oranları, son politika faizi artışlarının ardından aylık %3,11 (yıllık %45,2) ve aylık %3,87 (yıllık %58,7) seviyelerine kadar yükseldi.** Politika faizinin örneğin %35,0'e yükseltilmesi bu faizlerin de yıllık %61 ve %76 seviyelerine kadar yükselmesi anlamına gelecek. Özetle, bu artış eğiliminin özellikle son çeyrekte iç talepte sert bir yavaşlamaya yol açabileceğini düşünüyoruz.
- Tüketici kredilerinde son dönemdeki sert geri çekilme eğilimi de iç talepteki yavaşlama beklentimizi destekliyor.
- GSYH büyümesi 3. çeyrekte %4 civarında gerçekleşse de, iç talepte yukarıda belirttiğimiz nedenlere bağlı olarak beklediğimiz geri çekilme, **GSYH büyümesini son çeyrekte %1-2 aralığına kadar geriletebilir. Bu potansiyel geri çekilmeye karşın, 2023 yılı GSYH büyümesinin yılın ilk yarısındaki büyüme performansının yardımıyla %3,5 civarında gerçekleşebileceği görülüyor.**

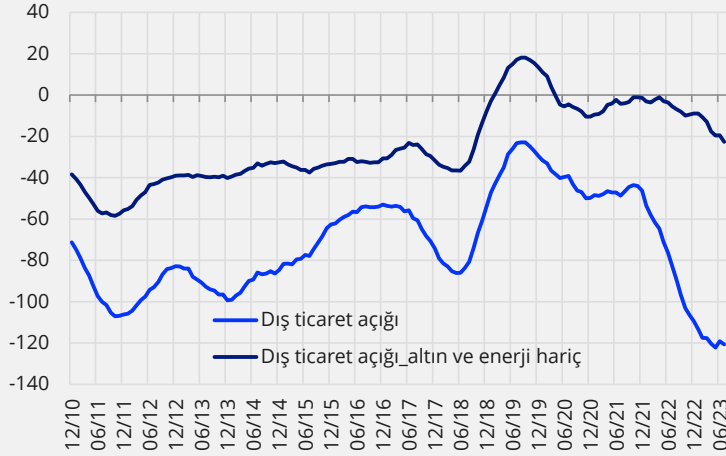
Kaynak: TCMB, TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

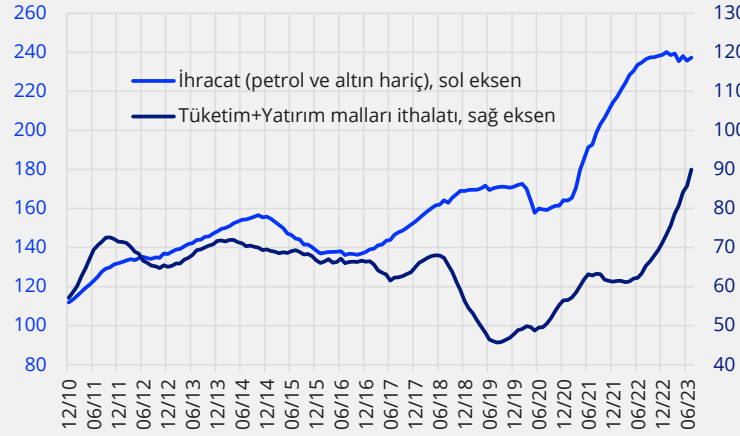


Cari açık altın ve enerji ithalatındaki gerileme sayesinde düşüşe geçebilir

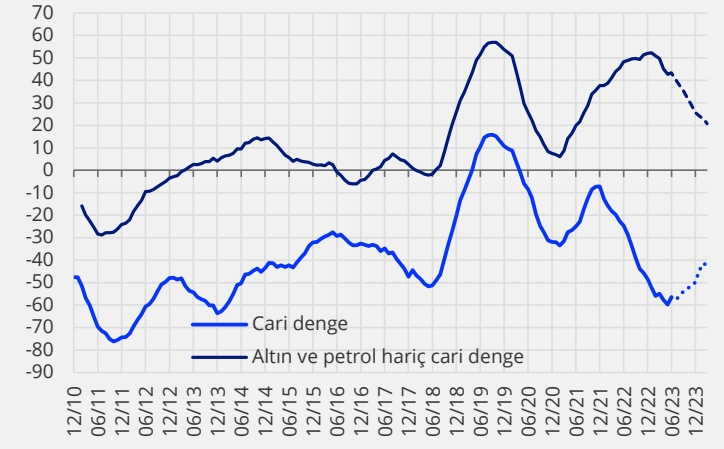
Dış ticaret açığı (Milyar \$)



İhracat – tüketim ve yatırım malı ithalatı (Milyar \$)



Cari denge (Milyar \$)



- Haziran'da cari denge 674 milyon \$ fazla verirken, 12-aylık birikimli cari açık 59,7 milyar \$'dan 56,5 milyar \$'a geriledi. Haziran'da verilen cari fazlanın en önemli kaynağı dış ticaret açığının ilk 5 aydaki ortalama 11 milyar \$ seviyesinden 5,2 milyar \$'a gerilemesi oldu. Ancak, dış ticaret açığı Temmuz'da yeniden 12,4 milyar \$'a yükseldi. Bu da TL'deki %40'a ulaşan değer kaybına karşın dış ticaret dinamiklerinde henüz bir iyileşme olmadığı (özellikle de tüketim ve yatırım malı ithalat talebinde) anlamına geliyor. Bu rakam aynı zamanda 5,0 milyar \$'a yaklaşan bir cari açığa işaret ediyor (Temmuz 2022: 3,5 milyar \$ açık). Bu durumda 12-aylık birikimli açık yeniden 58 milyar \$ civarına yükselecek.
- Açıkçası, mevcut enflasyonist ortamda, dış ticaret dinamiklerinde ancak sınırlı bir iyileşme (ithalat talebinde geri çekilme) bekliyoruz. Buna karşın, küresel spot doğalgaz fiyatlarındaki normalleşme sayesinde enerji ithalat maliyeti gerilemeye devam edecek. Cari açığın önemli kaynaklarından biri olan altın ithalatı güçlü kalmaya devam etse de, 12-aylık birikimli olarak bakıldığında mevcut 30 milyar \$ seviyelerinden gerileyebileceğini düşünüyoruz.
- **Özetle, cari açık Temmuz sonrasında altın ve enerji ithalatındaki gerileme sayesinde düşüşe geçebilir. Buna göre, mevcutta 56,5 milyar \$ seviyesindeki cari açığın sene sonunda 50 milyar \$, 2024'ün ilk çeyreği itibarıyla da 40-45 milyar \$ seviyelerine gerileyebileceğini düşünüyoruz.**

Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



Ekonomi politikalarındaki normalleşmeye bağlı olarak bu yıl içinde görünümde iyileştirmeler görülebilir

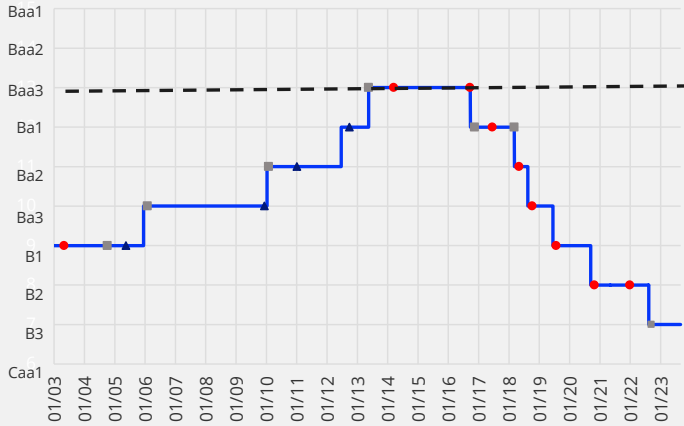
|                             | S&P                | Moody's              | Fitch                |
|-----------------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| Son güncelleme tarihi:      | 31/03/23           | 12/08/22             | 17/03/23             |
| Kredi notu güncellemesi:    | B teyit edildi     | B3'e indirildi       | B teyit edildi       |
| Görünüm güncellemesi:       | Negatife indirildi | Durağana yükseltildi | Negatif teyit edildi |
| Yatırım yapılabilir kademe: | 5 kademe altı      | 6 kademe altı        | 5 kademe altı        |
| Değerlendirme takvimi:      | 29/09/23           | 15/12/23             | 08/09                |

\* Moody's 16 Haziran'daki resmi değerlendirme gününde herhangi bir güncellemeye gitmedi. 10 Ağustos'ta bankacılık sektörünün görünümünü durağandan pozitive yükseltti.

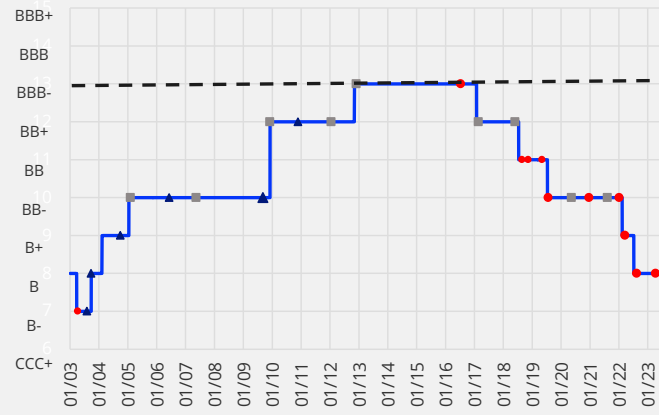
| Tarih    | Kurum   | Kredi Notu | Yön | Görünüm | Yön |
|----------|---------|------------|-----|---------|-----|
| 31/03/23 | S&P     | B          | →   | negatif | ↓   |
| 17/03/23 | Fitch   | B          | →   | negatif | →   |
| 18/11/22 | Fitch   | B          | →   | negatif | →   |
| 30/09/22 | S&P     | B          | ↓   | durağan | ↑   |
| 12/08/22 | Moody's | B3         | ↓   | durağan | ↑   |
| 08/07/22 | Fitch   | B          | ↓   | negatif | →   |
| 01/04/22 | S&P     | B+         | →   | negatif | →   |
| 11/02/22 | Fitch   | B+         | ↓   | negatif | →   |

| 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 |   |

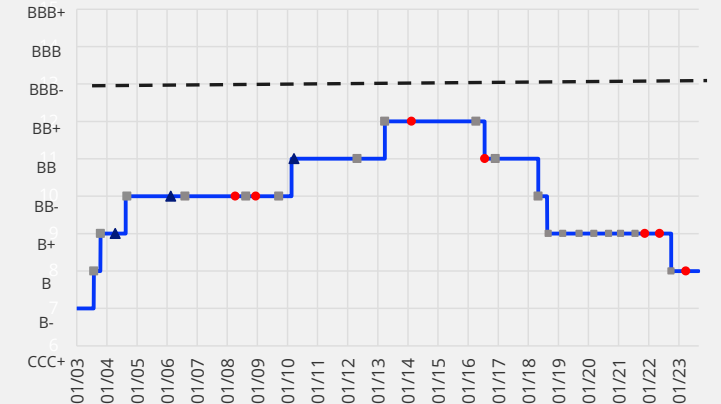
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



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

# Piyasalara Dair Beklentiler

## Ekonomi ve Piyasa Takvimi



### MB Faiz Toplantıları

| Haziran                             | Temmuz                            | Ağustos                                 | Eylül                                    | Ekim                                            | Kasım                                   | Aralık |
|-------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------|--------|
| 14<br>                              | 26<br>                            | 3<br>                                   | 14<br>                                   | 26<br>                                          | 1<br>                                   | 13<br> |
| 15<br>                              | 27<br>                            |                                         | 20<br>                                   | 31<br>                                          | 2<br>                                   | 14<br> |
| 16<br>                              | 28<br>                            |                                         | 21<br>                                   |                                                 |                                         | 19<br> |
| 22<br>                              |                                   |                                         | 22<br>                                   |                                                 |                                         |        |
|                                     |                                   |                                         |                                          |                                                 |                                         |        |
| 16<br>Moody's<br>Derecelendirme<br> | 27<br>Enflasyon<br>Raporu 3/4<br> | 11<br>MSCI Endeks<br>Değişiklikleri<br> | 8<br>Fitch raporu<br>                    |                                                 | 2<br>Enflasyon Raporu<br>4/4<br>        |        |
|                                     |                                   |                                         | 9-10<br>G20 Yeni Delhi<br>Zirvesi<br>    | 13-15<br>Dünya Bankası<br>Yıllık Toplantısı<br> | 15<br>MSCI Endeks<br>Değişiklikleri<br> |        |
|                                     |                                   |                                         | 19-20<br>BM SDG Zirvesi<br>              |                                                 | 16<br>Fin. İstikrar<br>Raporu<br>       |        |
|                                     |                                   |                                         | 29<br>S&P raporu<br>STANDARD<br>& POOR'S |                                                 |                                         |        |

### Önemli Olaylar



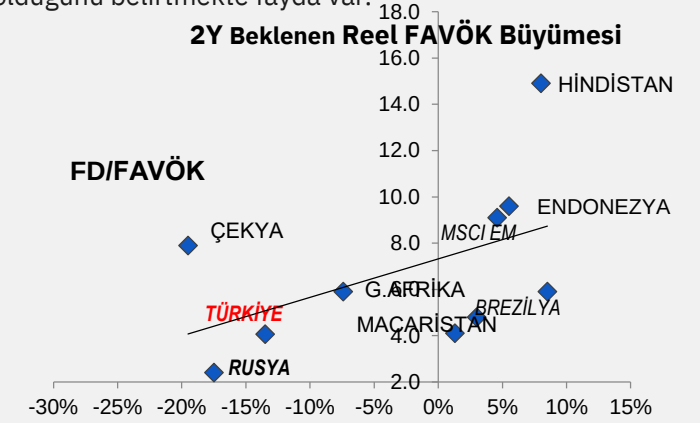
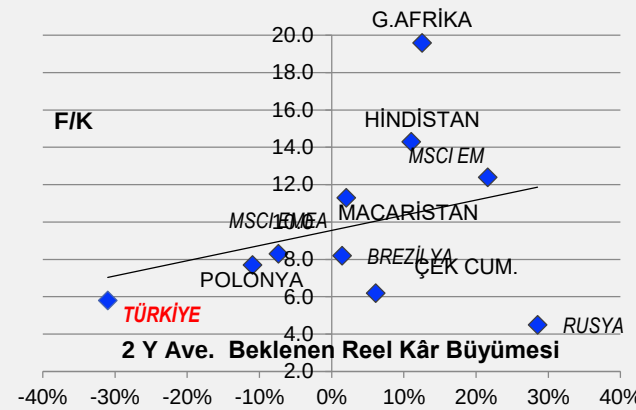
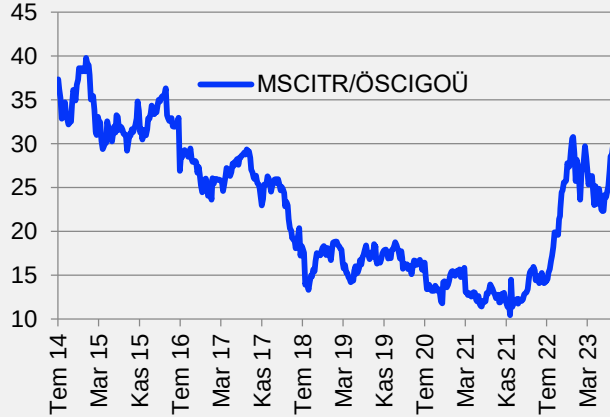
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Piyasalara Dair Beklentiler (I)



## BIST-100 endeksinin belli doyum noktalarına gelmesiyle seçici tercih yapma dönemine giriyoruz

- Yazdığımız raporlarda ve çeşitli platformlarda Mayıs ayı ortasından itibaren endekse ilişkin olumlu görüşümüzü belirtmiştik. Görüşümüzün ana nedenleri: (1) Endeksin Yılbaşı-Mayıs ortası arasındaki zayıf performansı ve şirket değerlemelerinin ucuzlaması, (2) Seçim belirsizliğinin sona ermesi ve (3) Seçim sonrasında görev alacak yeni ekonomi yönetiminden daha ortodoks politikalar beklentisi.
- Öte yandan Mayıs ortasından günümüze BIST-100 endeksi 65% (USD bazında %28%) getiri sağladı. Yukarıda bahsettiğimiz nedenlerin dışında; (1) Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin reel olarak düşük kalması, (2) Şirket karlarının reel anlamda göreceli olarak hala güçlü olması, yüksek devam eden enflasyon, enflasyondan korunmak için öne çekilen talebin şirket hasılatlarına olumlu etkisi, TL'nin değer kaybının ihracatçı şirketlere olumlu yansımaları ana katalizörler olarak öne çıkmıştır.
- BIST-100 endeksi adına önümüzdeki dönemi değerlendirdiğimizde ise potansiyel katalizörlerin etkilerinin geçmişe oranla daha güçsüz kalabileceğini düşünmekteyiz. Hisselerde halen yükselme potansiyeli olmasına, ve sağlıklı kar trendinin üçüncü çeyrekte devam etme beklentimize rağmen, bu faktörlerin önemli bir kısmının fiyatlarda olması muhtemel. Daha da önemlisi, günümüzde orta 30'larda bulunan ve hala 12 aylık enflasyon beklentisinin altında bulunan mevduat faizleri, TCMB'nin faizli daha fazla arttırması durumunda, borsa için ciddi bir rekabet oluşturabilir. Dolayısıyla, borsadaki getiri/risk rasyosunun geçtiğimiz aylara göre azaldığını belirtmek isteriz.
- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise (enflasyondan arındırılmış, yani reel, 2023-2024 yılları averajı) net kar büyümesi açısından gördüğümüz gelişme global büyüme beklentilerinin toparlamaya başladığıdır. Buna karşı, Türkiye'nin reel kar büyüme beklentisi ise negatif gözükmemekte. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise 3 ay önceki %57'den %40'a düşmüş durumda.
- **BIST-100 Endeks hedefimiz %24'lük yükselme potansiyeliyle 9,975.** Endeks hedefimizi ekonomi ve şirketlerdeki son gelişmeler ışığında arttırmış durumdayız. Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %33, sanayii sektörlerindeki ise %23. Öte yandan, İNA modellerinde kullandığımız risksiz faiz oranlarının %25'den başlayıp, yıllar itibarı ile makro beklentilerimize paralel kademeli olarak düşürüldüğünü, ve beklentilerden uzun sürebilecek (yüksek) faiz ortamının değerlemeler üzerinde bir risk unsuru olduğunu belirtmek isteriz. Buna rağmen, model portföyümüzde de bulunan, birçok kaliteli şirkette daha yüksek potansiyellerin mevcut olduğunu belirtmekte fayda var.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

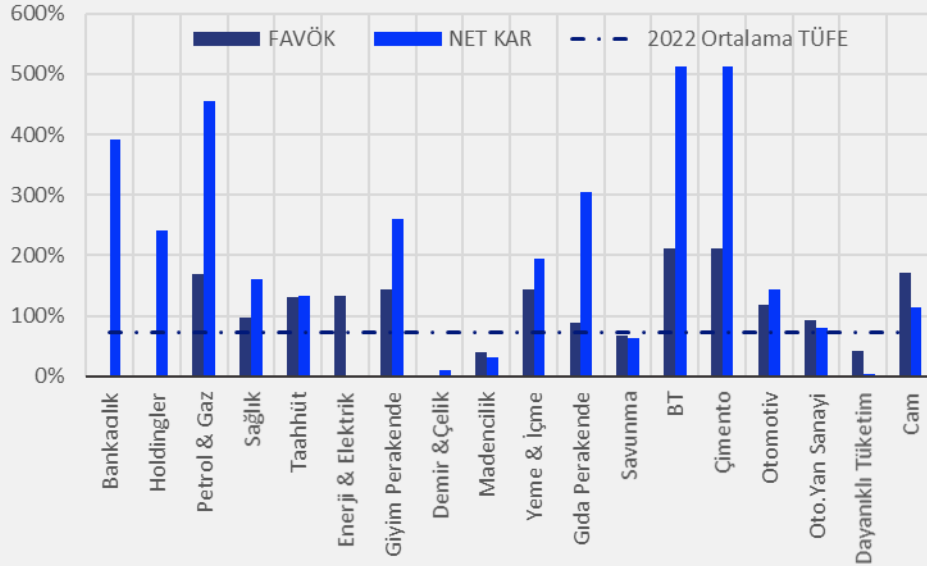
# Piyasalara Dair Beklentiler (II)

## 2023 Sektörel kar beklentileri

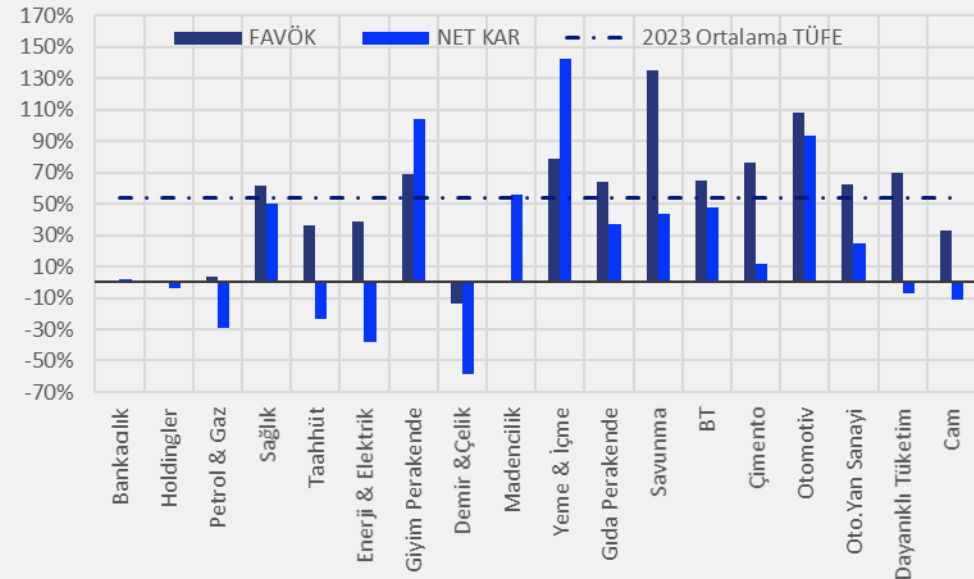


- 2022 yılında toplam FAVÖK %153, net kar %272 artış göstermiş, ve çoğu ana sektör yüksek reel kar büyümeleri ile yılı kapatmış idi.
- Ancak, 2023 yılında reel FAVÖK ve net kar büyümesi beklediğimiz sektörler oto, giyim perakende, gıda, gıda perakende, ve sağlık. Beklentimiz 2023 yılında BIST100 ortalamasının reel olarak %5 üzerinde bir FAVÖK'e karşı %13 reel kar düşüşü yaşayacağı yönünde.
- 2023 beklentilerimiz arkasındaki ana nedenler: (1) 2022 yılında kaynaklanan yüksek baz etkisi, (2) Özellikle seçimlerin ardından daha ortodoks makro politikalara dönülmesi ve büyümede göreceli yavaşlama, (3) Global büyümede yavaşlama ve (4) Beklenenden yüksek seyreden enflasyon.

FAVÖK & Net Kar Büyümesi 2022



FAVÖK & Net Kar Büyümesi 2023



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                | 29,38        | 28,50       | 40,68 | 38%               | EÜG     | EÜG  | 56.613  | 72.892  | 2,6    | 2,1    | 0,8    | 0,5    | 33,3                    | 29,8   |
| Garanti Bankası       | 50,85        | 40,88       | 63,25 | 24%               | EÜG     | EÜG  | 62.639  | 82.592  | 3,4    | 2,6    | 0,9    | 0,5    | 32,8                    | 28,0   |
| İş Bankası            | 21,36        | 18,64       | 25,62 | 20%               | EÜG     | EÜG  | 67.759  | 94.904  | 3,1    | 2,2    | 0,9    | 0,6    | 31,9                    | 33,5   |
| TSKB                  | 7,29         | 6,23        | 9,00  | 23%               | EÜG     | EÜG  | 6.853   | 7.580   | 2,9    | 2,6    | 1,0    | 0,7    | 42,0                    | 32,6   |
| Vakıfbank             | 13,81        | 12,26       | 15,00 | 9%                | EPG     | EPG  | 21.510  | 31.021  | 6,3    | 4,3    | 1,0    | 0,9    | 16,9                    | 22,5   |
| Yapı ve Kredi Bankası | 16,10        | 17,32       | 22,56 | 40%               | EÜG     | EÜG  | 49.972  | 67.293  | 2,7    | 2,0    | 0,7    | 0,5    | 33,2                    | 32,3   |

\* 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

01/09/2023 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 |
| Akış GMYO        | 8,05         | 6,12        | 10,49  | 30%               | EPG     | EPG  | 1.518     | 1.133  | 8.300   | 2.530     | 1.885  | 9.919   | 0,8    | 0,6    | 7,9      | 4,7    | 45,9                    | 35,4   |
| Akçansa          | 137,60       | 94,57       | 174,61 | 27%               | EPG     | EPG  | 15.469    | 3.519  | 3.993   | 24.881    | 4.944  | 5.789   | 6,7    | 4,6    | 7,1      | 5,1    | 51,4                    | 46,1   |
| Aksa Akrilik     | 80,75        | 94,05       | 89,61  | 11%               | EPG     | EPG  | 20.546    | 3.345  | 3.746   | 23.252    | 4.928  | 4.256   | 6,9    | 6,1    | 8,0      | 5,4    | 60,8                    | 57,2   |
| Aksa Enerji      | 39,66        | 52,56       | 46,24  | 17%               | EPG     | EPG  | 29.243    | 6.567  | 3.987   | 31.587    | 9.576  | 4.864   | 12,3   | 10,1   | 9,3      | 6,4    | 17,2                    | 19,3   |
| Anadolu Efes     | 108,50       | 75,00       | 148,00 | 36%               | EPG     | EÜG  | 152.500   | 28.250 | 8.562   | 221.800   | 39.850 | 11.952  | 7,5    | 5,3    | 4,3      | 3,1    | 22,3                    | 24,9   |
| Anadolu Holding  | 215,00       | 177,00      | 303,86 | 41%               | EÜG     | EÜG  | 307.939   | 37.772 | 7.837   | 423.721   | 55.228 | 10.810  | 6,4    | 4,7    | -        | -      | 28,5                    | 30,9   |
| Arçelik          | 161,90       | 134,35      | 193,97 | 20%               | EPG     | EPG  | 206.057   | 20.118 | 4.016   | 316.715   | 29.884 | 5.258   | 27,4   | 20,9   | 7,6      | 5,1    | 11,9                    | 14,1   |
| Aygaz            | 121,90       | 68,81       | 135,93 | 12%               | EPG     | EPG  | 52.178    | 854    | 3.165   | 64.578    | 1.268  | 3.278   | 8,4    | 8,1    | 22,9     | 15,4   | 30,0                    | 25,5   |
| Bim Mağazaları   | 259,20       | 197,00      | 285,00 | 10%               | EÜG     | EPG  | 271.235   | 19.124 | 11.106  | 385.621   | 28.551 | 15.125  | 13,8   | 10,1   | 8,5      | 5,7    | 38,3                    | 50,2   |
| Brisa            | 74,80        | 58,36       | 87,35  | 17%               | EPG     | EPG  | 22.060    | 4.621  | 2.470   | 30.365    | 5.873  | 3.330   | 9,0    | 6,7    | 5,7      | 4,5    | 54,5                    | 51,3   |
| Coca Cola İçecek | 409,30       | 311,00      | 475,00 | 16%               | EÜG     | EÜG  | 98.323    | 19.963 | 8.962   | 147.275   | 28.642 | 13.125  | 11,2   | 7,6    | 5,9      | 4,1    | 26,2                    | 49,4   |
| Çimsa            | 212,30       | 131,39      | 236,72 | 12%               | EPG     | EPG  | 13.527    | 2.462  | 3.230   | 21.149    | 3.809  | 5.225   | 9,0    | 5,5    | 11,1     | 7,2    | 35,0                    | 36,8   |
| Doğan Holding    | 14,03        | 12,00       | 17,50  | 25%               | EPG     | EÜG  | -         | -      | 9.029   | -         | -      | 11.662  | 4,1    | 3,2    | -        | -      | 25,8                    | 27,4   |
| Doğuş Otomotiv   | 283,10       | 191,06      | 371,62 | 31%               | EÜG     | EÜG  | 112.033   | 20.676 | 19.541  | 124.579   | 17.596 | 20.849  | 3,2    | 3,0    | 2,7      | 3,2    | 66,3                    | 47,8   |
| Enerjisa         | 52,95        | 65,22       | 65,22  | 23%               | EÜG     | EÜG  | 131.234   | 15.228 | 5.249   | 212.074   | 24.685 | 7.953   | 11,5   | 7,6    | 4,8      | 3,0    | 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

01/09/2023 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       | 33,34        | 39,24       | 42,12   | 26%               | EÜG     | EPG  | 85.768    | 18.672 | 15.380  | 99.916    | 22.119 | 22.089  | 12,8   | 8,9    | 4,3      | 3,6    | 8,5                     | 11,3   |
| Ereğli            | 44,06        | 48,34       | 43,50   | -1%               | EPG     | EPG  | 157.047   | 20.759 | 5.650   | 195.247   | 30.477 | 17.447  | 26,7   | 8,6    | 9,0      | 6,1    | 3,4                     | 10,8   |
| Ford Otosan       | 920,80       | 903,87      | 1117,24 | 21%               | EÜG     | EÜG  | 370.219   | 41.093 | 31.165  | 578.553   | 63.362 | 35.831  | 9,7    | 8,4    | 8,2      | 5,3    | 67,2                    | 49,3   |
| Galata Wind       | 31,90        | 23,73       | 30,26   | -5%               | EPG     | EPG  | 1.467     | 1.216  | 1.022   | 2.082     | 1.393  | 1.244   | 15,3   | 12,6   | 12,8     | 11,2   | 43,3                    | 45,2   |
| Good Year         | 22,76        | 22,83       | 27,89   | 23%               | EPG     | EPG  | 15.797    | 2.091  | 311     | 23.218    | 3.037  | 754     | 19,5   | 8,0    | 3,0      | 2,1    | 17,1                    | 29,9   |
| İndeks Bilgisayar | 20,48        | 16,55       | 24,43   | 19%               | EPG     | EPG  | 34.618    | 1.864  | 785     | 46.231    | 2.162  | 1.064   | 5,9    | 4,3    | 2,1      | 1,8    | 40,3                    | 42,1   |
| Kardemir          | 25,82        | 34,08       | 38,46   | 49%               | EÜG     | EÜG  | 27.612    | 4.719  | 2.415   | 37.748    | 7.078  | 4.431   | 8,1    | 4,4    | 4,1      | 2,8    | 27,0                    | 35,9   |
| Koç Holding       | 143,60       | 114,11      | 177,04  | 23%               | EÜG     | EÜG  | -         | -      | 68.178  | -         | -      | 80.482  | 5,3    | 4,5    | -        | -      | 34,1                    | 34,2   |
| Kordsa            | 88,00        | 93,62       | 94,87   | 8%                | EPG     | EPG  | 21.413    | 2.005  | 887     | 26.929    | 3.107  | 1.345   | 18,0   | 11,8   | 14,7     | 9,5    | 7,5                     | 9,7    |
| Koza Altın        | 28,72        | 20,38       | 25,50   | -11%              | EAG     | EPG  | 8.887     | 2.998  | 6.109   | 12.678    | 5.980  | 7.087   | 14,9   | 12,9   | 26,4     | 13,2   | 38,7                    | 34,3   |
| Koza Anadolu      | 66,25        | 61,14       | 76,50   | 15%               | EPG     | EPG  | 9.231     | 3.062  | 2.601   | 13.169    | 6.109  | 3.018   | 9,8    | 8,4    | 6,8      | 3,4    | 15,5                    | 13,8   |
| Logo              | 74,25        | 84,36       | 82,22   | 11%               | EÜG     | EPG  | 2.087     | 702    | 643     | 3.548     | 1.147  | 938     | 11,5   | 7,9    | 9,7      | 5,9    | 40,9                    | 49,7   |
| Lokman Hekim      | 40,52        | 35,16       | 47,58   | 17%               | EPG     | EPG  | 1.355     | 282    | 152     | 1.845     | 359    | 214     | 9,6    | 6,8    | 6,9      | 5,4    | 39,8                    | 49,3   |
| Mavi Giyim        | 112,00       | 122,00      | 138,00  | 23%               | EÜG     | EÜG  | 19.674    | 4.191  | 2.940   | 31.601    | 6.478  | 4.661   | 7,3    | 4,6    | 4,9      | 3,1    | 63,2                    | 59,8   |
| Migros Ticaret    | 352,30       | 430,00      | 444,00  | 26%               | EÜG     | EÜG  | 142.728   | 9.590  | 3.505   | 234.061   | 16.180 | 7.190   | 17,9   | 8,7    | 6,1      | 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

01/09/2023 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 | 127,80       | 88,68       | 157,94 | 24%               | EPG     | EÜG  | 15.854    | 3.793  | 2.462   | 26.764    | 7.074  | 4.882   | 10,7   | 5,4    | 7,7      | 4,1    | 86,5                    | 143,0  |
| Orge Elektrik         | 56,65        | 47,20       | 72,57  | 28%               | EÜG     | EÜG  | 1.253     | 439    | 423     | 2.008     | 687    | 631     | 9,7    | 6,5    | 9,5      | 6,1    | 39,4                    | 38,9   |
| Otokar                | 365,50       | 224,00      | 375,00 | 3%                | EPG     | EPG  | 19.112    | 2.924  | 1.775   | 30.125    | 4.765  | 3.729   | 24,3   | 11,6   | 17,3     | 10,6   | 73,9                    | 105,3  |
| Petkim                | 20,56        | 19,77       | 19,44  | -5%               | EÜG     | EPG  | 52.351    | 1.846  | 2.514   | 76.760    | 5.862  | 6.069   | 20,6   | 8,5    | 38,7     | 12,2   | 12,8                    | 26,4   |
| Sabancı Holding       | 61,45        | 56,57       | 94,31  | 53%               | EÜG     | EÜG  | -         | -      | 33.855  | -         | -      | 38.458  | 3,6    | 3,2    | -        | -      | 26,0                    | 25,6   |
| Şişecam               | 51,65        | 48,39       | 64,57  | 25%               | EPG     | EPG  | 147.999   | 27.221 | 17.222  | 232.933   | 44.048 | 25.293  | 9,1    | 6,2    | 6,4      | 3,9    | 17,7                    | 21,6   |
| Şok Marketler         | 62,10        | 56,00       | 86,00  | 38%               | EÜG     | EÜG  | 110.228   | 8.387  | 3.406   | 191.187   | 13.592 | 4.412   | 10,8   | 8,4    | 4,7      | 2,9    | 57,0                    | 43,9   |
| Tekfen Holding        | 47,48        | 56,38       | 62,55  | 32%               | EÜG     | EÜG  | 42.672    | 3.782  | 2.476   | 55.316    | 5.592  | 4.473   | 7,1    | 3,9    | 4,3      | 2,9    | 20,9                    | 31,2   |
| Tofaş                 | 280,50       | 279,42      | 354,81 | 26%               | EÜG     | EÜG  | 104.405   | 17.020 | 16.154  | 114.558   | 19.721 | 14.647  | 8,4    | 9,2    | 7,4      | 6,4    | 65,6                    | 48,0   |
| Türk Telekom          | 26,16        | 26,00       | 29,38  | 12%               | EPG     | EPG  | 82.806    | 27.643 | 3.429   | 115.290   | 41.061 | 7.520   | 26,2   | 12,0   | 4,9      | 3,3    | 14,6                    | 29,4   |
| Türk Traktor          | 921,60       | 443,37      | 973,24 | 6%                | EÜG     | EPG  | 49.397    | 9.106  | 6.505   | 66.053    | 11.111 | 7.391   | 14,0   | 12,3   | 9,7      | 7,9    | 81,5                    | 77,7   |
| Turkcell              | 57,00        | 48,50       | 72,19  | 27%               | EÜG     | EÜG  | 93.727    | 39.375 | 15.321  | 146.013   | 61.547 | 23.723  | 8,0    | 5,2    | 3,8      | 2,4    | 37,5                    | 43,0   |
| Tüpraş                | 142,70       | 102,24      | 175,55 | 23%               | EÜG     | EÜG  | 471.652   | 59.690 | 30.113  | 715.074   | 51.607 | 26.852  | 9,0    | 10,1   | 4,3      | 5,0    | 42,4                    | 34,9   |
| Ülker Gıda            | 66,80        | 39,00       | 71,00  | 6%                | EPG     | EPG  | 43.950    | 9.021  | 470     | 60.125    | 12.321 | 579     | 44,4   | 36,0   | 4,4      | 3,2    | 7,2                     | 8,0    |
| Zorlu Enerji          | 4,83         | 3,31        | 5,55   | 15%               | EPG     | EPG  | 39.533    | 5.716  | 2.184   | 46.020    | 7.624  | 496     | 3,7    | 48,9   | 10,1     | 7,6    | 9,7                     | 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

01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

| Model Portföy         | BIST-100 Ağırlık (%) | Piyasa Değeri (TLmn) | Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn) | Hedef Fiyat | Potansiyel Getiri (%) |
|-----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------------|-------------|-----------------------|
| Enerjisa Enerji       | 0,6%                 | 62.538               | 770,7                       | 65,2        | 23,7%                 |
| Ford Otosan           | 2,6%                 | 323.118              | 1.566,0                     | 1.117,2     | 24,3%                 |
| Garanti Bankası       | 1,4%                 | 213.570              | 3.116,1                     | 63,3        | 24,7%                 |
| Kardemir (D)          | 0,8%                 | 20.145               | 2.933,4                     | 38,5        | 49,9%                 |
| Mavi Giyim            | 0,7%                 | 22.246               | 286,5                       | 138,0       | 25,8%                 |
| Migros                | 1,5%                 | 63.785               | 535,7                       | 444,0       | 26,4%                 |
| Mlp Sağlık Hizmetleri | -                    | 26.587               | 83,0                        | 157,9       | 22,6%                 |
| Sabancı Holding       | 2,9%                 | 125.383              | 2.503,7                     | 94,3        | 54,5%                 |
| Şok Marketler Ticaret | 0,9%                 | 36.843               | 352,9                       | 86,0        | 38,1%                 |
| Tekfen Holding        | 0,4%                 | 17.568               | 527,5                       | 62,6        | 30,8%                 |
| Turkcell              | 3,2%                 | 125.400              | 2.433,3                     | 72,2        | 27,0%                 |

## Değişiklik

Eklenecek GARAN, MPARK

Çıkarılan AKBNK, YKBNK

| Portföy Performans     | Nominal Getiri (%) | BIST-100 Rölatif Getiri (%) |
|------------------------|--------------------|-----------------------------|
| Yıl Başından Beri      | 71,9%              | 17,5%                       |
| 28 Mayıs 2019* - Bugün | 1064,4%            | 25,4%                       |

\* Portföy başlangıcı.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

- Model portföye Garanti Bankası ve MLP Sağlık ekliyor, Akbank ve Yapı Kredi'den kar alıyoruz.
- Garanti Bankasını, bankacılık verilerinde gördüğümüz öncü göstergeler akabinde rakiplerinden daha karlı bir çeyrek geçirme beklentimiz sebebi ile model portföye ekliyoruz.
- Sağlık hizmetleri için %52'lik yukarı yönlü fiyat revizyonlarına işaret eden Sağlık Uygulama Tebliği duyurusu ve Macaristan'daki yeni hastane anlaşmasının ardından güçlü çeyrekse kar beklentileri dolayısı ile MLP Sağlık'ı model portföyümüze ekliyoruz. Model varsayımlarımızın ise muhafazakar olduğunu belirtmek isteriz.
- Portföye dahil olan şirketlerin detaylı analizlerini sonraki sayfalarda bulabilirsiniz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse önerileri

BIST-100'e göre performans



## Detaylı Model Portföy

01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

|                                   | Ekleme Tarihi | Ekleme Fiyatı<br>(Günlük Ortalama) | Son Kapanış<br>(Günlük Ortalama) | Nominal<br>Getiri | Rölatif<br>Getiri | Hedef Fiyat | Yükselme<br>Potansiyeli | Piyasa Değeri<br>(TLmn) | 3A OGH<br>(TLmn) | FD/FAVÖK<br>* 2023T | FK 2023T |
|-----------------------------------|---------------|------------------------------------|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------|-------------------------|-------------------------|------------------|---------------------|----------|
| Enerjisa Enerji                   | 31.05.2023    | 30,49                              | 52,72                            | 72,9%             | 4,9%              | 65,22       | 23,7%                   | 62.538                  | 770,7            | 4,8                 | 11,5     |
| Ford Otosan                       | 08.05.2023    | 523,85                             | 898,58                           | 71,5%             | -2,9%             | 1117,24     | 24,3%                   | 323.118                 | 1566,0           | 8,2                 | 9,7      |
| Garanti Bankası                   | 01.09.2023    | 50,71                              | 50,71                            | 0,0%              | 0,0%              | 63,25       | 24,7%                   | 213.570                 | 3116,1           | 0,9                 | 3,4      |
| Kardemir (D)                      | 21.06.2023    | 19,63                              | 25,66                            | 30,7%             | -15,8%            | 38,46       | 49,9%                   | 20.145                  | 2933,4           | 4,1                 | 8,1      |
| Mavi Giyim                        | 01.03.2021    | 12,18                              | 109,70                           | 800,6%            | 70,8%             | 138,00      | 25,8%                   | 22.246                  | 286,5            | 4,9                 | 7,3      |
| Migros                            | 26.07.2022    | 53,07                              | 351,24                           | 561,8%            | 108,4%            | 444,00      | 26,4%                   | 63.785                  | 535,7            | 6,1                 | 17,9     |
| Mlp Sağlık Hizmetleri             | 01.09.2023    | 128,83                             | 128,83                           | 0,0%              | 0,0%              | 157,94      | 22,6%                   | 26.587                  | 83,0             | 7,7                 | 10,7     |
| Sabancı Holding                   | 21.06.2023    | 42,74                              | 61,03                            | 42,8%             | -8,1%             | 94,31       | 54,5%                   | 125.383                 | 2503,7           | 0,9                 | 3,6      |
| Şok Marketler Ticaret             | 20.01.2023    | 29,19                              | 62,29                            | 113,4%            | 45,4%             | 86,00       | 38,1%                   | 36.843                  | 352,9            | 4,7                 | 10,8     |
| Tekfen Holding                    | 21.12.2022    | 42,59                              | 47,81                            | 12,2%             | -24,4%            | 62,55       | 30,8%                   | 17.568                  | 527,5            | 4,3                 | 7,1      |
| Turkcell                          | 25.07.2023    | 45,09                              | 56,85                            | 26,1%             | 3,4%              | 72,19       | 27,0%                   | 125.400                 | 2433,3           | 3,8                 | 8,0      |
| Performans                        |               |                                    |                                  |                   |                   |             |                         |                         |                  |                     |          |
| YBB                               |               |                                    |                                  | 71,9%             | 17,5%             |             |                         |                         |                  |                     |          |
| Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019) |               |                                    |                                  | 1064,4%           | 25,4%             |             |                         |                         |                  |                     |          |

\* Banka rasyoları PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Enerjisa

### ENJSA TI / ENJSA.IS Endeksin Üzerinde Getiri

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| Hedef Fiyat              | 65,22  |
| Hisse Fiyatı (TL)        | 52,95  |
| Yükseliş Potansiyeli (%) | 23%    |
| Piyasa Değeri (TL mn)    | 62.538 |
| Firma Değeri (TL mn)     | 75.042 |

### Finansal Göstergeler

| TL mn       | 2022   | 2023T   | 2024T   |
|-------------|--------|---------|---------|
| Gelirler    | 84.449 | 131.234 | 212.074 |
| artış       | 156%   | 55%     | 62%     |
| FAVÖK       | 8.663  | 15.228  | 24.685  |
| marj        | 10,3%  | 11,6%   | 11,6%   |
| Net Kar     | 14.498 | 5.249   | 7.953   |
| marj        | 17,2%  | 4,0%    | 3,8%    |
| Net Borç    | 11.316 | 21.184  | 37.149  |
| HB Temettü  | 1,2    | 2,3     | 3,0     |
| Tem. Verimi | 2,3%   | 4,3%    | 5,6%    |
| FD/FAVÖK    | 3,7    | 4,8     | 3,0     |
| F/K         | 1,4    | 11,9    | 7,9     |
| PD/DD       | 1,3    | 2,6     | 2,2     |

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Süregelen çift haneli TÜFE ortamında, Enerjisa'nın enflasyona dayalı dağıtım iş modeli enerji sektöründe göz ardı edilemeyecek bir güvenlik marjı sunmaya devam etmektedir.
- Depremden kaynaklı olarak, şebeke restorasyon ve onarımına ilişkin faaliyet giderleri ve diğer depreme ilişkin giderler kontrol edilemeyen faaliyet gideri olarak sınıflandırılacak ve düzenlemeye tabi gelirlerle ilişkilendirilecektir.
- Hisse senedi 2.55x'lik FD/Düzenlemeye Tabi Varlık Tabanı rasyosu ile uluslararası benzerlerine göre oldukça iskontolu işlem görmektedir. (2023 ve 2024 yılları için 11,9x ve 7.9x'lik F/K).
- Buna göre, 2023 yılı için faaliyet gelirlerinin 21 milyar TL'ye (15,2 milyar TL düzeltilmiş FAVÖK ve 5,7 milyar TL Yatırım harcamaları geri ödemeleri) ve baz alınan net karın 5,5 milyar TL'ye ulaşmasını bekliyoruz.
- Karlılık durumu ve nakit akışı üretim kapasitesini göz önünde bulundurduğumuzda Enerjisa'nın orta ve uzun vadede olumlu performansını devam ettirmesini bekliyoruz.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Ford Otosan



### FROTO TI / FROTO.IS Endeksin Üzerinde Getiri

|                          |         |
|--------------------------|---------|
| Hedef Fiyat              | 1117,24 |
| Hisse Fiyatı (TL)        | 920,80  |
| Yükseliş Potansiyeli (%) | 21%     |
| Piyasa Değeri (TL mn)    | 323.118 |
| Firma Değeri (TL mn)     | 357.878 |

### Finansal Göstergeler

| TL mn       | 2022    | 2023T   | 2024T   |
|-------------|---------|---------|---------|
| Gelirler    | 171.797 | 370.219 | 578.553 |
| artış       | 142%    | 115%    | 56%     |
| FAVÖK       | 19.727  | 41.093  | 63.362  |
| marj        | 11,5%   | 11,1%   | 11,0%   |
| Net Kar     | 18.614  | 31.165  | 35.831  |
| marj        | 10,8%   | 8,4%    | 6,2%    |
| Net Borç    | 27.804  | 47.540  | 80.545  |
| HB Temettü  | 18,7    | 14,3    | 27,2    |
| Tem. Verimi | 2,0%    | 1,5%    | 3,0%    |
| FD/FAVÖK    | 7,1     | 8,2     | 5,3     |
| F/K         | 6,1     | 10,4    | 9,0     |
| PD/DD       | 7,2     | 7,0     | 4,4     |

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Gelirlerinin takribi ¾'ü döviz bazında olan şirket Türkiye'nin ihracat lideri ve Ford Motor Company'nin Avrupa'daki en büyük ticari araç üreticisi konumundadır.
- Şirket 1997-2022 arasında motorlu araç üretim kapasitesini 14 kat ve gelirlerini dolar bazında 11 kat artırarak çok önemli bir büyüme performansına imza atmıştır.
- Ar-Ge odaklı büyüme stratejisi sayesinde şirket, motor ve motor sistemleri de dahil olmak üzere komple bir aracı tasarlamak, geliştirmek ve test etmek için gerekli tüm yetenek ve altyapıya sahiptir.
- Mevcut yatırımlar neticesinde üretim kapasitesi 2022'deki 720 bin adet seviyesinden 2025'te 900 bin adedin üzerine çıkacak ve aynı yıl içerisinde üretilen tüm modellerin elektrikli versiyonları da satışa sunulmuş olacaktır. Uzun dönem sürdürülebilirlik stratejisi çerçevesinde şirket, binek araçlarda 2030, hafif ve orta ticari araçlarda 2035 ve ağır ticari araçlarda 2040 yılından itibaren sadece sıfır emisyonlu araç satışı yapmayı hedeflemektedir.
- Devam etmekte olan ciddi kapasite ve teknoloji yatırımları çerçevesinde şirketin orta/uzun vadeli görünümünün çok olumlu olduğunu, büyüme performansının devam edeceğini ve hisse fiyatının iskontolu bir seviyede bulunduğunu düşünmekteyiz.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Garanti



| GARAN TI / GARAN.IS      |        | Endeksin Üzerinde Getiri |        |
|--------------------------|--------|--------------------------|--------|
| Hedef Fiyat              |        | 63,25                    |        |
| Hisse Fiyatı (TL)        |        | 50,85                    |        |
| Yükseliş Potansiyeli (%) |        | 24%                      |        |
| Piyasa Değeri            |        | 213.570                  |        |
| Finansal Göstergeler     |        |                          |        |
| TL mn                    | 2022   | 2023T                    | 2024T  |
| Net Kar                  | 58.509 | 62.639                   | 82.592 |
| artış                    | 330%   | 7%                       | 32%    |
| Özsermaye Karlılığı      | 51%    | 33%                      | 28%    |
| F/K                      | 1,3    | 3,4                      | 2,6    |
| PD/DD                    | 0,6    | 0,9                      | 0,6    |

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yeni ekonomi yönetimi göreve geldiğinden bu yana toplamda 1.650 baz puanlık faiz artışı yaparken, politika faizine endeksli kredilerdeki ilk kademe tavan sınırını kaldırarak sadeleşmeye gitti. Bu sayede son referans faiz oranına göre ticari kredilerdeki tavan %56,3'e, tüketici kredilerindeki tavan sınırı ise %62,6'ya yükselmiş oldu. Bunun yanında KKM'den çıkış stratejisi doğrultusunda TCMB KKM'den TL mevduata dönüşüm hedefleri getirdi. Bu hedeflerin tutturulması için önümüzdeki dönemde mevduat faizlerinin bir miktar artmasını beklemekle birlikte geçen seneden beri negatif seyreden TL ticari kredi-mevduat makasının seyrinin artan kredi faiz sınırlarıyla birlikte önümüzdeki dönemde pozitif seyretmesini bekleriz.
- Temmuz ayı aylık bankacılık verilerine baktığımızda Garanti'nin içinde bulunduğu grup olan yabancı-mevduat bankalarının net kar performansının yerli özel mevduat bankalarına kıyasla daha iyi olması sebebiyle bankanın 3.çeyrekte öne çıkabileceğini düşünüyoruz.
- Garanti ilk yarıda TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünü diğer bankaların %40-50 enflasyon oranı ile değerlemesine kıyasla muhafazakar şekilde %35 oranı ile değerlemişti bu da ona 2.yarı için marjlarda alan kazandıracaktır.
- Hisse 2023 beklentilerimize göre 3,4x F/K ve 0,9x PD/DD ile işlem görmektedir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Kardemir



| KRDMD TI / KRDMD.IS      |        | Endeksin Üzerinde Getiri |        |
|--------------------------|--------|--------------------------|--------|
| Hedef Fiyat              |        | 38,46                    |        |
| Hisse Fiyatı (TL)        |        | 25,82                    |        |
| Yükseliş Potansiyeli (%) |        | 49%                      |        |
| Piyasa Değeri (TL mn)    |        | 20.145                   |        |
| Firma Değeri (TL mn)     |        | 20.224                   |        |
| Finansal Göstergeler     |        |                          |        |
| TL mn                    | 2022   | 2023T                    | 2024T  |
| Gelirler                 | 18.751 | 27.612                   | 37.748 |
| artış                    | 86%    | 47%                      | 37%    |
| FAVÖK                    | 2.959  | 4.719                    | 7.078  |
| marj                     | 15,8%  | 17,1%                    | 18,8%  |
| Net Kar                  | 1.488  | 2.415                    | 4.431  |
| marj                     | 7,9%   | 8,7%                     | 11,7%  |
| Net Borç                 | 405    | -1.724                   | -2.720 |
| HB Temettü               | 0,9    | 0,1                      | 1,0    |
| Tem. Verimi              | 3,4%   | 0,4%                     | 3,9%   |
| FD/FAVÖK                 | 3,7    | 4,1                      | 2,8    |
| F/K                      | 7,0    | 8,3                      | 4,5    |
| PD/DD                    | 1,4    | 2,2                      | 1,6    |

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 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.
- Kardemir'in ürün fiyatları karşısında kok kömürü ve hurda fiyatlarının bir miktar gevşemesiyle (son indirimlere ve vade uzatmalarına rağmen) 2Ç23 sonuçlarında operasyonda önemli ölçüde toparlanma olurken, FAVÖK marjı; son 3 çeyrekteki zayıf verilerin ortalaması olan %9.1'lik FAVÖK marjının ~11yp üzerinde %19.7 olmuştur.
- Kardemir'in ton başına FAVÖK'ü 3Ç22'de 52 USD ile son yıllardaki en güçsüz verilerden birisi olurken, 1Ç23'te güçlü bir toparlanma göstererek 94 USD'ye kadar toparlanma gösterdi. 2Ç23'te ise çeyreklik %72'lik artışla 162 USD'ye ulaştı. 2023T için 118 USD'de olan muhafazakar beklentimizi 135 USD'ye; 2024T için 133 USD olan beklentimizi ise 150 USD olarak 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 yatırımcı toplantısında ise spesifik bir aralık verilmedi.
- 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.
- Hisse, 2023 ve 2024 beklentilerimize göre 4,1x ve 2,8x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi



| MAVİ Tİ / MAVİ İS        | Endeksin Üzerinde Getiri |        |        |
|--------------------------|--------------------------|--------|--------|
| Hedef Fiyat              |                          |        | 138,00 |
| Hisse Fiyatı (TL)        |                          |        | 112,00 |
| Yükseliş Potansiyeli (%) |                          |        | 23%    |
| Piyasa Değeri (TL mn)    |                          |        | 22.246 |
| Firma Değeri (TL mn)     |                          |        | 21.039 |
| Finansal Göstergeler     |                          |        |        |
| TL mn                    | 2022                     | 2023T  | 2024T  |
| Gelirler                 | 10.592                   | 19.674 | 31.601 |
| artış                    | 129%                     | 86%    | 61%    |
| FAVÖK                    | 2.481                    | 4.191  | 6.478  |
| marj                     | 23,4%                    | 21,3%  | 20,5%  |
| Net Kar                  | 1.439                    | 2.940  | 4.661  |
| marj                     | 13,6%                    | 14,9%  | 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                      | 4,9    | 3,1    |
| F/K                      | 4,2                      | 7,6    | 4,8    |
| PD/DD                    | 3,1                      | 4,8    | 2,9    |

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2023 yılı için şirket %75 (+/-%5) satış geliri büyümesi, %22 FAVÖK marjı (+/-%5), satışların %3'ü kadar yatırım harcaması ve net nakdini tutmayı hedeflemektedir. Şirket beklentilerini açıkladıktan sonra TÜFE beklentilerinin önemli ölçüde artış gösterdi. Bu bağlamda, 2023 yılı için satış gelirlerinde %86,5 artış (%55'ten yukarı) ve şirket beklentilerinin altında %21,3 FAVÖK marjı öngörüyoruz.
- Giyim perakendesinde güçlü sezonun 2. çeyrekte başladığı ve 3. çeyrekte zirveye ulaştığı unutulmamalıdır. Turizm ve okula dönüş gibi faktörler şirketin nakit üretimi için bu dönemde güçlü katalizörlerdir. Sonuç olarak, bu yıl %69 FAVÖK büyümesi ve net karın 2 katına çıkmasını bekliyoruz.
- Şirketin 2. çeyrek karını 20 Eylül'de açıklayacağını ve bu dönemin şirket hisseleri üzerinde olumlu bir katalizör olabileceğini düşünüyoruz.
- 2024 yılı ve sonrası için ise, maliyet artışlarının modelimiz için ana risk faktörü olduğunu düşünüyor, FAVÖK marjı beklentimizi değerlendirme dönemimizde 100bp azaldığını belirtelim.
- Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2023 beklentilerimize göre cazip 4,9x 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              |        | 444,00                   |         |
| Hisse Fiyatı (TL)        |        | 352,30                   |         |
| Yükseliş Potansiyeli (%) |        | 26%                      |         |
| Piyasa Değeri (TL mn)    |        | 63.785                   |         |
| Firma Değeri (TL mn)     |        | 60.422                   |         |
| 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    | 6,1                      | 3,6     |
| F/K                      | 5,1    | 18,2                     | 8,9     |
| PD/DD                    | 5,7    | 9,0                      | 5,1     |

\* 01/09/2023 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. Enflasyon yüksek seyretmeye devam ederken, 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. Ayrıca, yüksek seyreden gıda fiyatları (ücretlerin üzerinde) marjlar için destek oluştururken, geçen sene artan enerji maliyetleri, bu sene (bugüne kadar) normalleşme eğilimindedir.
- Şirket teknolojik olarak da online işleri ile sektörün lideri konumunda.
- Şirket geçen ay 2023 yılı için %75-80 aralığındaki satış gelirleri büyüme tahminini yaklaşık %90 büyüme (Gedik: %91,6) olarak revize etmiştir. FAVÖK marjının %6,5-7,0 (önceki: %7-7,5) (Gedik: %6,7), mağaza açılışı hedefi 450 (önceki: 365) (Gedik: 425) ve yatırım harcamalarının 6 milyar TL (önceki: 4,0 milyar TL) olması beklenmektedir. Fiyat yatırıma ek olarak, daha muhafazakar marj tahminlerinin yüksek ücretler olduğunu düşünüyoruz. Öte yandan, daha makul işletme sermayesi varsayımlarıyla yılsonu 7,9 milyar TL'ye yükseltiyoruz. Şirketin geçen sene sonundaki net nakdi 611 milyon TL idi.
- 2023 yılı için şirketin satışlarında %91,6, FAVÖK'ünde ise %61'lük "öngörülebilir" büyüme beklentilerimiz bulunmakta. Ayrıca şirketin net nakdinin artışının da güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz.
- Şirket hisseleri, 6,1x 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



## MLP Sağlık

| MPARK TI / MPARK.IS      |       | Endeksin Üzerinde Getiri |        |
|--------------------------|-------|--------------------------|--------|
| Hedef Fiyat              |       | 157,94                   |        |
| Hisse Fiyatı (TL)        |       | 127,80                   |        |
| Yükseliş Potansiyeli (%) |       | 24%                      |        |
| Piyasa Değeri (TL mn)    |       | 26.587                   |        |
| Firma Değeri (TL mn)     |       | 29.157                   |        |
| Finansal Göstergeler     |       |                          |        |
| TL mn                    | 2022  | 2023T                    | 2024T  |
| Gelirler                 | 9.837 | 15.854                   | 26.764 |
| artış                    | 70%   | 61%                      | 69%    |
| FAVÖK                    | 2.346 | 3.793                    | 7.074  |
| marj                     | 23,8% | 23,9%                    | 26,4%  |
| Net Kar                  | 1.619 | 2.462                    | 4.882  |
| marj                     | 16,5% | 15,5%                    | 18,2%  |
| Net Borç                 | 2.053 | 2.749                    | 3.037  |
| HB Temettü               | 0,0   | 0,0                      | 0,0    |
| Tem. Verimi              | -     | -                        | 0,0%   |
| FD/FAVÖK                 | 4,8   | 7,7                      | 4,1    |
| F/K                      | 5,7   | 10,8                     | 5,4    |
| PD/DD                    | 7,5   | 9,3                      | 7,8    |

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Macaristan'daki hastane işletme haklarına ilişkin yeni anlaşmanın yanı sıra Türkiye'deki yerel hastanelerde devam eden kapasite artışları ile beraber büyüme hikayesini beğeniyoruz. Yeni Macaristan hastanesinden 3Ç23'de pozitif FAVÖK beklentimiz bulunmakta olup, diğer gelirler altında takip edilmesini bekliyoruz.
- Medikal turizm hasılatlarının büyüme hızında 2Ç23'de ne kadar bir yavaşlama gözlemlense de, yılın geri kalanında ilgili ciro kaleminde büyüme hızında artış bekliyoruz.
- Sağlık Uygulama Tebliğinde yakın zamanda meydana gelen değişiklikler sonrası sağlık hizmet ücretlerinde %52'lik bir artış meydana gelmiş olup, firma için yıllık ciro ve FAVÖK beklentilerimiz yukarı çekilmiştir.
- Hisse büyüme hikayesine binaen, oldukça cazip 7,7x ve 4,1x'lik 2023 ve 2024 FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir.
- MLP Sağlık'ın iskontolu bir büyüme hissesi olduğunu ve orta/uzun vade yatırımcılar için ilgi çekici çarpanlarda işlem gördüğünü düşünüyoruz.

**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)        |         | 61,45                    |         |
| Yükseliş Potansiyeli (%) |         | 53%                      |         |
| NAD İskontosu            |         | -40%                     |         |
| Piyasa Değeri (TL mn)    |         | 125.383                  |         |
| Firma Değeri (TL mn)     |         | 1.192.417                |         |
| 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 (%)          | 1,2     | 2,8                      | 4,5     |
| Özsermaye Karlılığı      | 60,1    | 26,0                     | 25,6    |
| F/K                      | 1,1     | 3,7                      | 3,3     |
| PD/DD                    | 0,3     | 1,0                      | 0,8     |

\* 01/09/2023 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 Harcamaları'nın  $\%75$ '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  $3,3x$  F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız  $0,8x$ '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  $\sim \%40$  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)        |                          |         | 62,10   |
| Yükseliş Potansiyeli (%) |                          |         | 38%     |
| Piyasa Değeri (TL mn)    |                          |         | 36.843  |
| Firma Değeri (TL mn)     |                          |         | 39.446  |
| 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                    | 2.624   | 3.100   |
| HB Temettü               | 0,0                      | 0,5     | 0,6     |
| Tem. Verimi              | -                        | 0,8%    | 0,9%    |
| FD/FAVÖK                 | 2,8                      | 4,7     | 2,9     |
| F/K                      | 4,2                      | 10,8    | 8,4     |
| PD/DD                    | 6,0                      | 6,2     | 3,7     |

\* 01/09/2023 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 sektörlerle göre daha net olarak devam etmekte.
- Şirketin 2Y23'ün faaliyet anlamında güçlü bir yarıyıl geçireceğini 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. 1Y23'te FAVÖK marjının %6,5 olduğu ve beklentilerin belirlendiği dönemde fiyat artış tahmin seviyelerinin daha düşük olduğu göz önüne alındığında, 2Y23 finansal sonuçlarının daha güçlü olması oldukça muhtemel.
- Beklentilerimize göre, 2023 yılında net borç %23 azalıp, finansal nakit 4 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 4.7x FD/FAVÖK ile oldukça cazip çarpanlardan işlem görmektedir. 2024 yılı beklentilerimize göre ise aynı rasyo oldukça iskontoda olan 2,9x.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Tekfen Holding



## TKFEN TI / TKFEN.IS Endeksin Üzerinde Getiri

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| Hedef Fiyat              | 62,55  |
| Hisse Fiyatı (TL)        | 47,48  |
| Yükseliş Potansiyeli (%) | 32%    |
| Piyasa Değeri (TL mn)    | 17.568 |
| Firma Değeri (TL mn)     | 20.187 |

## Finansal Göstergeler

| TL mn       | 2022   | 2023T  | 2024T  |
|-------------|--------|--------|--------|
| Gelirler    | 30.668 | 42.672 | 55.316 |
| artış       | 89%    | 39%    | 30%    |
| FAVÖK       | 2.487  | 3.782  | 5.592  |
| marj        | 8,1%   | 8,9%   | 10,1%  |
| Net Kar     | 3.473  | 2.476  | 4.473  |
| marj        | 11,3%  | 5,8%   | 8,1%   |
| Net Borç    | -1.199 | 789    | -152   |
| HB Temettü  | 0,7    | 2,8    | 3,0    |
| Tem. Verimi | 1,5%   | 5,9%   | 6,3%   |
| FD/FAVÖK    | 3,7    | 4,3    | 2,9    |
| F/K         | 2,9    | 7,1    | 3,9    |
| PD/DD       | 1,1    | 1,5    | 1,2    |

\* 01/09/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket, Haziran 2023'te yeni yatırım planını açıklamıştır. Buna göre taahhüt segmentinde «büyümek için küçülme» stratejisiyle yeni proje alımlarında daha seçici olunacağı ve daha rekabetçi olunabilecek coğrafyalarda yeni yatırımlar yapılacağı açıklanmıştır. Yeni stratejinin hali hazırda oldukça güçsüz olan, zaman zaman negatif seviyelere düşen, taahhüt sektörü marjlarını uzun vadede daha güçlü seviyelere taşıyabileceğine inanıyoruz. Haziran 2023 sonu itibarıyla birikmiş iş miktarı, 2022 yıl sonuna (1,16 milyar USD) kıyasla hafif artış göstermiş olup 1,23 milyar USD seviyesindedir.
- Tarımsal Sanayi segmentinde ise sülfürik ve fosforik asit tesisleri kurulması, iskele ve iskele arkası tank yatırımları yapılmasına karar verilmiştir. Yeşil enerji kapsamında ise «Tekfen Yenilenebilir Enerji Çözümleri» şirketinin kurulmasıyla yeşil hidrojen ve amonyak yatırımlarının yapılmasına ve bu alanda uzun vadede 500 milyon USD'lik yatırım yapılmasına karar verilmiştir. Bunun akabinde, Ağustos 2023'te yapılan açıklamaya göre 12 milyon USD' değerinde 60 bin ton kapasiteli «Tahıl Depo Yatırımı» ve 15 milyon USD'lik 57,5 bin m3 kapasiteli «Bitkisel Yağ Tank Yatırımı» yapılmasına karar verildiği açıklanmıştır.
- Şirket'in sağlıklı bilanço yapısının bu yatırımlar için uygun olduğunu düşünüyor, Şirket'in uzun vade büyümesini ve kârlılığını güçlendirebileceğine inanıyoruz. Şirket'in hedefi ise alınan maliyet önlemleri ve diğer aksiyonların ardından gelecek 5 yıllık periyotta enflasyondan arındırılmış bazda ~%40'lık FAVÖK büyümesidir.
- Şirket payları, 2023 ve 2024 beklentilerimize göre 4,3x ve 2,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir.

**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)        |        | 57,00                    |         |
| Yükseliş Potansiyeli (%) |        | 27%                      |         |
| Piyasa Değeri (TL mn)    |        | 125.400                  |         |
| Firma Değeri (TL mn)     |        | 157.124                  |         |
| 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 | 15.321                   | 23.723  |
| marj                     | 21,2%  | 16,3%                    | 16,2%   |
| Net Borç                 | 23.110 | 34.321                   | 44.588  |
| HB Temettü               | 0,6    | 1,0                      | 3,3     |
| Tem. Verimi              | 1,0%   | 1,8%                     | 5,8%    |
| FD/FAVÖK                 | 3,3    | 3,8                      | 2,4     |
| F/K                      | 4,5    | 8,2                      | 5,3     |
| PD/DD                    | 1,9    | 3,1                      | 2,3     |

\* 01/09/2023 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 %2'lik endeks üzeri getiri görüyoruz. 2023 yılında fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının daha belirgin olduğunu geçtiğimiz çeyreklerdeki güçlü finansallarda görürken, bu durumun ikinci yarıyıl da devam etmesini; 2024 yılında ise marjların bir miktar daha güçlenmesini bekliyoruz. Şirket; beklentilerin üzerinde seyreden ilk yarıyıl sonuçlarının ardından 2023 yılı beklentilerini yukarı yönlü revize etmiştir. Halihazırda önceki Şirket beklentilerinden daha güçlü olan beklentilerimizi biz de yeniden revize ediyor; %38,7 seviyesinde varsaydığımız 2023T FAVÖK marjı beklentimizi %42,0'a ve; %38,0 seviyesinde varsaydığımız 2024T FAVÖK marjı beklentimizi ise %42,2'ye revize ediyoruz. FAVÖK seviyesinde 2024 yılında %60'a yakın büyüme bekliyoruz; 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/populasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun genişbant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülmüyor. 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, 2023 ve 2024 beklentilerimize göre 3,8x ve 2,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Ana Tahminler

## Makroekonomik Veriler



| Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler         | 2018  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023 (T) |
|--------------------------------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|----------|
| <b>Ekonomik Büyüme</b>                                 |       |        |        |        |        |          |
| <b>GSYH</b> (cari, milyar TL)                          | 3.758 | 4.320  | 5.048  | 7.249  | 15.007 | 24.266   |
| <b>GSYH</b> (cari, milyar dolar)                       | 785   | 760    | 717    | 814    | 893    | 1.010    |
| <b>GSYH</b> (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim) | 2,9   | 0,9    | 1,9    | 11,4   | 5,6    | 3,6      |
| <b>Kişi Başına GSYH</b> (bin dolar)                    | 9.693 | 9.283  | 8.576  | 9.616  | 10.413 | 11.610   |
| <b>Enflasyon</b>                                       |       |        |        |        |        |          |
| <b>Yılsonu TÜFE</b> (yıllık yüzde)                     | 20,3  | 11,8   | 14,6   | 36,1   | 64,3   | 69,0     |
| <b>Ortalama TÜFE</b> (yıllık, yüzde)                   | 16,2  | 15,5   | 12,3   | 19,8   | 72,5   | 53,7     |
| <b>Ödemeler Dengesi</b>                                |       |        |        |        |        |          |
| <b>Cari Denge</b> (yılsonu, milyar dolar)              | -27,2 | 2,0    | -31,9  | -7,2   | -48,4  | -50,1    |
| <b>Cari Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)                | -3,5  | 0,3    | -4,4   | -0,9   | -5,4   | -5,0     |
| <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 |
| <b>Bütçe Dengesi/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)             | -1,9  | -3,0   | -3,4   | -2,7   | -0,9   | -5,2     |
| <b>Faiz Dışı Denge</b> (yılsonu, milyar TL)            | 1,3   | -30,0  | -38,8  | -11,4  | 171,8  | -750,0   |
| <b>Faiz Dışı Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)           | 0,0   | -0,7   | -0,8   | -0,2   | 1,1    | -3,1     |

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

# Ana Tahminler

## Piyasalar



| Piyasalara Yönelik Tahminler                 | 2018        | 2019        | 2020        | 2021          | 2022          | 2023 (T)      |
|----------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>BİST-100</b>                              |             |             |             |               |               |               |
| Düşük - Yüksek                               | 847 - 1,235 | 837 - 1,148 | 842 - 1,420 | 1,330 - 2,279 | 1,851 - 5,500 | 6,000 - 9,975 |
| Kapanış                                      | 913         | 1.144       | 1.476       | 1.858         | 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  |
| Ortalama                                     | 4,82        | 5,68        | 7,02        | 8,89          | 16,62         | 23,74         |
| Kapanış                                      | 5,26        | 5,94        | 7,4194      | 13,329        | 18,6983       | 29,5          |
| <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  | n.a.          |
| Kapanış                                      | 19,7        | 11,7        | 15,0        | 22,7          | 20,29         | n.a.          |
| <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 | n.a.          |
| Kapanış                                      | 16,4        | 12,3        | 12,9        | 24,6          | 19,43         | n.a.          |
| <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 - 35.00  |
| Ortalama                                     | 17,7        | 20,7        | 10,8        | 17,6          | 12,66         | 19,5          |
| Kapanış                                      | 24,1        | 11,4        | 17,0        | 17.0-18.0     | 9             | 35            |
| <b>Brent</b>                                 |             |             |             |               |               |               |
| Ortalama                                     | 72          | 64          | 42          | 71            | 101           | 81            |

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    | Holdingler, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik & Maden, Telekomünikasyon | mehmet.mumcu@gedik.com      |
| Ceren Çapcı            | Yönetmen            | Yurtiçi 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 Sermayeli Şirketler                                                   | 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



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim



[www.gedikyatirim.com.tr](http://www.gedikyatirim.com.tr)