Gedik Yatırım

Strateji Raporu

20 Haziran 2023

Seçimlerin ardından rasyonel beklentiler…

GedikYatırım

2023 Strateji Raporu – 3.çeyrek

Yönetici Özeti – Ekonomik Görünüm

Seçimlerin ardından ekonomi politikaları normalleşiyor, kalıcılığın sağlanması önemli...

- Yeni Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek görevini devralırken Türkiye'nin **rasyonel bir zemine dönme** dışında bir seçeneği kalmadığını belirterek, temel ilkelerinin **şeffaflık, öngörülebilirlik, tutarlılık ve uluslararası normlara uygunluk** olacağını söyledi. Bu açıklamaların son yıllarda uygulanan heterodoks politika setinden bir dönüş (ekonomi politikalarında normalleşme) sinyali içerdiğini söyleyebiliriz.
- **Politika faizinin 22 Haziran'daki PPK toplantısında %25'e yükseltilmesini ve sonraki toplantılarda artışların devam edeceğine dair net bir sinyal verilmesini bekliyoruz.** Politika faizinin sonrasında %35 seviyesine kadar yükseltilebileceğini düşünüyoruz.
- Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın faizler konusunda kendisinin aynı noktada olduğu söylemi ise, atılacak adımların daha küçük ölçekli kalabileceği yönünde soru işaretleri yaratıyor. Ek olarak, PPK üyelerinin yerlerini koruması da, **ekonomi politikaları kısa vadede normalleşse bile ileride geri dönüş olabileceği şüphelerini besliyor.**
- İleriye dönük ekonomi politikalarının öncelikli hedefinin iç talebi ve dolayısıyla döviz talebini sınırlamak üzerine yoğunlaşacağını düşünüyoruz. Bunu sağlamak üzere, politika faizinin seviyesinden bağımsız olarak, **bankalar üzerindeki bazı makroihtiyati düzenlemelerin gevşetileceğini (ya da bir noktada kaldırılacağını) düşünüyoruz.**
- Ekonomi yönetiminin hem ihracatı desteklemek hem de yıllık %60-70 temposuyla artış gösteren tüketim malı ithalatını sınırlandırmak için **TL'nin kademeli olarak değer kaybetmesine izin vermeye devam etmesi beklenebilir.**
- Ancak, kur korumalı mevduat (KKM) büyüklüğünün 125 milyar $'a ulaşmış olması nedeniyle, TL'deki sert değer kayıpları kamu için çok büyük bir yük doğuracağından, bu değer kaybının ölçülü olarak gerçekleşmesi istenecektir. **Mevcut kur seviyeleri üzerinden yaptığımız kaba hesaplar, KKM için yapılması gerekecek ek ödemelerin şimdiden 350 milyar TL'yi aştığına (önümüzdeki 3-4 aylık döneme yayılacak şekilde) ve bunun 150 milyar TL'ye yakın kısmının da Hazine tarafından karşılanması gerektiğine işaret etmekte.**
- Ekonomi yönetiminin dış ticaret dinamikleri, enflasyon, döviz talebi, KKM kaynaklı maliyetler gibi çeşitli faktörleri bir arada değerlendirerek, **1990'lardaki "yönetilen dalgalı kur" rejimine benzer bir strateji izleyebileceğini düşünüyoruz.** Bu strateji, dış ticaret dinamiklerini dengelemeye ve büyüme kompozisyonunu iç talepten ihracata kaydırmaya yardımcı olabilir. Ancak, böyle bir stratejinin kur-enflasyon sarmalına yol açarak enflasyonun yüksek kalmasına yol açabileceğini de belirtmek gerek.
- **$/TL kuru için sene sonu tahminimizi 24,50'den 26,00 seviyesine, yıllık ortalama tahminimizi de 21,75'ten 22,50'ye yükseltiyoruz. Bu da yılın ikinci yarısında $/TL için ortalama yaklaşık 25,00 civarı bir seviyeye işaret ediyor.**
- Önümüzdeki dönemde EYT düzenlemesi, seçim döneminde verilen vaatler, KİT'lere (BOTAŞ'a) transferler ve en önemlisi deprem bölgesinin yeniden inşası kaynaklı harcamalar bütçeye çok önemli bir yük doğuracak. Buna göre, önümüzdeki aylarda çeşitli vergi artışlarına gidilmesi kuvvetle muhtemel görünüyor. Buna karşın, **2023 sonu bütçe açığı/GSYH oranının %6,0'nın altında kalmasının oldukça zor göründüğünü söyleyebiliriz.**
- Politika faizi arttırılsa ve zaman içinde iç talebin bir miktar yavaşlatılması sağlansa bile, **önümüzdeki aylarda kur geçişkenliği enflasyon üzerinde oldukça belirleyici olacak.** Kur geçişkenliği ile birlikte hizmet enflasyonundaki katılık ve gündeme gelmesi muhtemel vergi artışlarına bağlı olarak, TÜFE enflasyonunun yılın ikinci yarısında yeniden yükselişe geçerek sene sonu yaklaşırken %50 seviyelerine doğru yükselmesini bekliyoruz. Bu bağlamda, **sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi de %51'den %55'e yükseltiyoruz.**
- **Tüm yıl için %3,0 civarında bir GSYH büyümesinin makul göründüğünü düşünüyoruz.** Bununla beraber deprem bölgesinin yeniden imarı için yapılacak harcamalar ve çeşitli seçim vaatlerine ilişkin olarak artacak bütçe harcamaları nedeniyle risklerin halen yukarı yönlü olduğunu söyleyebiliriz.
- **Cari açığın** Haziran/Temmuz itibariyle 60 milyar $ civarını gördükten sonra, yılın ilerleyen bölümünde, özellikle enerji ithalat maliyetindeki ve muhtemelen net altın ithalatındaki gevşemeye bağlı olarak gerilemesini ve **yılı 50 milyar $ civarında (GSYH'nin yaklaşık %5,0'i) tamamlamasını bekliyoruz.**

Serkan Gönençler
Baş Ekonomist

2023 Strateji Raporu - 3.çeyrek

Yönetici Özeti – Hisse Senetleri Piyasası Görünümü

Orta vadeli endeks görüşümüz yüzde %31'lik bir potansiyele işaret etmekte.

- Sene başı ve ilk çeyrek strateji raporlarımızda endekse temkinli bakış açımız olduğunu belirtmiştik. Ancak, yatırımcılar ile çeşitli platformlarda paylaştığımız üzere, Mayıs ayı ortasından itibaren endekse ilişkin görüşümüz olumlu. Görüş değişikliğimizin ana nedenleri şu şekilde sıralanabilir: (1) Endeksin Yılbaşı-Mayıs ortası arasındaki yaklaşık %20 değer kaybı ve şirket değerlemelerinin ucuzlaması, (2) Seçim belirsizliği döneminde sona gelinmesi, ve (3) Seçim sonrasında görev alacak yeni ekonomi yönetiminden göreceli olarak daha ortodoks politikalar beklentisi.
- Orta vadeli ekonomik faktör ve beklentilerimizin ise borsa görüşümüzü desteklediğini düşünmekteyiz. 1. Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getiriler, günümüz değerlemelerine göre, borsayı öne çıkarabilir, 2. Şirket karlarının reel anlamda 2022 yılına göre daha yavaş büyüyeceklerini düşünmemize rağmen, göreceli olarak hala yüksek devam eden enflasyon ve enflasyondan korunmak için öne çekilen talep, dövizin normalleşmesi ile ihracatçı şirketlere olumlu yansıması muhtemel karlılıklar, yıllık kar beklentilerinde yukarı yönde düzeltmelere neden olabilir. Hükümetin de şu aşamada büyüme odaklı bir ekonomik modelle devam edeceğini düşünmekteyiz.
- 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 oldukça yavaşladığı, hatta hemen her ülkede negatife geçmiş olduğu. Bu bağlamda beklentimiz önümüzdeki 2 yılda averaj olarak BIST şirketlerinin dünya averajına daha zayıf %10'un üzerinde reel kar (global averaj: -11.3), FAVÖK olarak da dünya ortalamasından daha olumlu -%4 (Global averaj: -%10,2) daralma olacağıdır. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise 3 ay önce %46'dan %57'ya artmış durumda.
- **BIST-100 Endeks hedefimiz %29'lık yükselme potansiyeliyle 7,062.** Endeks hedefimizi ekonomi ve şirketlerdeki son gelişmeler ışığında güncellemiş ve 6,340 seviyesinden arttırmış durumdayız. Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %42, sanayii sektörlerindeki ise %28. Öte yandan, İNA modellerinde kullandığımız risksiz faiz oranlarının %25'den başlayıp, beklentilerden uzun sürebilecek (yüksek) faiz ortamının değerlemeler üzerinde bir risk unsuru olduğunu belirtmek isteriz. Öte yandan, model portföyümüzde bulunan, birçok kaliteli şirkette daha yüksek potansiyellerin mevcut olduğunu belirtmekte fayda var.
- **Model portföy – Enka İnşaatı çıkartıyor, Kardemir ve Sabancı Holding'i ekliyoruz:** Halihazırda portföyümüzdeki şirketler; Akbank, Anadolu Grubu Holding, Enerjisa, Ford-Otosan, Kardemir, Koç Holding, Mavi Giyim, Migros, Orge Enerji, Sabancı Holding, Şok Marketler ve Tekfen Holding. Model portföye dahil olan şirketlerin detaylı analizlerini raporun 27. sayfasından sonra bulabilirsiniz.
- Bankacılık sektöründe ise önümüzdeki dönemde karlılığı olumlu yönde etkileyecek haber akışı ihtimalinin arttığını düşünmekteyiz. Şöyle ki; faizlerdeki artış ve regülasyonlarda yumuşama beklentimize paralel olarak TCMB düzenlemeleri ile politika faizine endekslenen TL ticari kredi getirilerinin artmasını, halihazırda TL mevduat payı ve dövizden dönüşüm hedefleri kaynaklı yüksek olan TL mevduat faizlerinin yatay kalmasını veya düşüş seyri izlemesini bu sayede de TL kredi-mevduat makasında kısa vadede önemli bir toparlanma görülmesini beklemekteyiz. Bunun yanında faizlerdeki artışla birlikte bankaların TCMB'den yaptığı fonlamanın maliyeti de artacaktır fakat kredi getirilerindeki artış ve düzenlemelerdeki yumuşama bankaların ana faaliyet gelirlerinin daha sağlıklı oluşmasını sağlayacaktır. Menkul kıymetler tarafına baktığımızda ise faiz artırım senaryosunda bankaların elindeki sabit faizli tahvillerin muhasebeleştirme politikaları sebebiyle gelir tablosuna etki etmeyeceğini ve oldukça düşük seviyede oldukları için sermayeye etkisinin de yönetilebilir seviyede olduğunu düşünmekteyiz. Menkul kıymetler portföyünde sabit faizli tahvillere kıyasla çok daha yüksek yer kaplayan TÜFE'ye endeksli tahviller ve değişken faizli tahviller ise faiz artırımına adaptasyonda sorun teşkil etmeyecektir. Özetle kademeli faiz artırımı ve regülasyonlardaki gevşemenin bankacılık sektörünün ana faaliyetlerini daha sağlıklı yürütmelerini ve kısa- orta vadede banka bilanço yapısını olumlu etkilemesini bekleriz.

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...

- **Mehmet Şimşek rasyonel politikalara dönüş mesajı verdi.** Yeni Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek görevini devralırken Türkiye'nin rasyonel bir zemine dönme dışında bir seçeneği kalmadığını belirterek, temel ilkelerinin **şeffaflık, öngörülebilirlik, tutarlılık ve uluslararası normlara uygunluk** olacağını söyledi. Bu açıklamaların son yıllarda uygulanan heterodoks politika setinden (kademeli de olsa) bir dönüş ya da ekonomi politikalarında normalleşme sinyali içerdiğini söyleyebiliriz.
- **22 Haziran'da politika faizi için tahmin aralığı %15 ile %30 arasında şekilleniyor.** Mehmet Şimşek'in ardından TCMB Başkanlığına da daha önce ABD'de Goldman Sachs ve First Republic Bank gibi kurumlarda yöneticilik yapmış Hafize Gaye Erkan'ın atanması ve Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın düşük faiz tercihine karşın enflasyon hedefi doğrultusunda yeni ekonomi yönetiminin atacağı adımları kabullendiği açıklamaları da para politikasında normalleşme beklentilerini pekiştirmiş durumda. Şöyle ki, 22 Haziran'daki PPK toplantısı için piyasanın tamamı faiz artırımı beklerken, politika faizi için tahmin aralığı %15 ile %30 arasında şekilleniyor.
- **Politika faizinin bu toplantıda %25, sonrasında %35 seviyelerine yükseltilmesini bekliyoruz.** Mehmet Şimşek'in ekonomi politikalarının kurala dayalı, uluslararası normlara uygun ve öngörülebilir olacağı yönündeki taahhütleri baz alındığında, politika faizinin kademeli olarak mevduat faizlerine yaklaştırılması beklenmeli. Bu kapsamda, politika faizinin bu toplantıda %25 seviyesine yükseltilmesini ve sonraki toplantılarda artışların devam edeceğine dair net bir sinyal verilmesini bekliyoruz. Politika faizinin daha sonra %35 seviyesine kadar yükseltilebileceğini düşünüyoruz.
- **Piyasanın normalleşmeden geri dönüş olmayacağına ikna olması biraz zaman alabilir.** Bu beklentilere karşın, Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın faizler konusunda kendisinin aynı noktada olduğu ve radikal bir değişiklik beklenmemesi gerektiği şeklindeki söylemleri, atılacak adımların daha küçük ölçekli kalabileceği yönünde soru işaretleri de yaratıyor. Buna istinaden, daha önce hızlı faiz indirimi kararlarına imza atan PPK üyelerinin yerlerini koruduğunu da not etmek gerek. Tüm bunlar bir yandan da, ekonomi politikaları kısa vadede normalleşse bile ileride geri dönüş olabileceği şüphelerini besliyor.
- **Bankalar üzerindeki bazı makroihtiyati düzenlemelerin gevşetileceğini (ya da bir noktada kaldırılacağını) düşünüyoruz.** İç talepteki (ithalattaki) canlılık ve döviz rezervlerindeki hızlı düşüş dikkate alındığında, ileriye dönük ekonomi politikalarının öncelikli hedefinin iç talebi ve dolayısıyla döviz talebini sınırlamak üzerine yoğunlaşacağını (en azından öyle olması gerektiğini) düşünüyoruz. Bunu sağlamak üzere, politika faizinin seviyesinden bağımsız olarak , bankalar üzerindeki bazı makroihtiyati düzenlemelerin gevşetileceğini (ya da bir noktada kaldırılacağını) düşünüyoruz. Bu politika değişikliklerini de, kredi faizlerinin politika faizine endekslenmesi kuralının kaldırılması (kredi faizlerinin serbest bırakılması), menkul kıymet tutma zorunluluğunun esnetilmesi ve çeşitli serbest piyasa uygulamalarına getirilen zımni sınırlamaların kaldırılması olarak sıralayabiliriz.
- **TL'nin kademeli değer kaybına izin verilebilir.** Bunlara ek olarak, ekonomi yönetiminin hem ihracatı desteklemek hem de yıllık %60-70 temposuyla artış gösteren tüketim malı ithalatını sınırlandırmak için TL'nin kademeli olarak değer kaybetmesine izin vermeye devam etmesi beklenebilir.
- **KKM kaynaklı maliyetler düşünüldüğünde, bu değer kaybının ölçülü olması istenecektir.** Ancak, kur korumalı mevduat (KKM) büyüklüğünün 125 milyar $'a ulaşmış olması nedeniyle, TL'deki sert değer kayıpları kamu için çok büyük bir yük doğuracağından, bu değer kaybının ölçülü olarak gerçekleşmesi istenecektir.
- **KKM'nin yaklaşık maliyeti Hazine'ye 150 milyar TL, TCMB dahil kamuya 350 milyar TL'ye ulaşmış durumda.** Veriye ulaşım konusundaki problemler nedeniyle KKM'nin kamuya maliyetini tam olarak hesaplamak mümkün olmasa da, mevcut kur seviyeleri üzerinden yaptığımız kaba hesaplar, KKM için yapılması gerekecek ek ödemelerin şimdiden 350 milyar TL'yi aştığına (önümüzdeki 3-4 aylık döneme yayılacak şekilde) ve bunun 150 milyar TL'ye yakın kısmının da Hazine tarafından karşılanması gerektiğine işaret etmekte. $/TL kurundaki her 1 TL'lik artışın 100 milyar TL'nin üzerinde ek maliyet yarattığını da belirtelim.

Ekonomik Görünüm: Özet

Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimiz şöyle özetlenebilir...

- **Hükümetin KKM sistemini ve/veya diğer heterodoks ekonomi politikalarını ilk etapta tamamen terk etmesini beklemiyoruz.** Özetle, dış ticaret dengelerinde iyileşme için TL'nin bir miktar daha değer kaybı gerekli görünse de, KKM kaynaklı bu maliyet düşünüldüğünde, ilerideki değer kayıplarının ölçülü olması, bir yandan da KKM sistemine yeni girişlerin sınırlandırılması gerekiyor. Bu açıdan, hükümetin döviz talebini kontrol etmek adına ilk etapta KKM sisteminden ve/veya diğer heterodoks ekonomi politikalarını tamamen terk etmesi de beklenmemeli. Gerek KKM sistemin devamı, gerekse de politika faizindeki artışlar mevduat faizlerini mevcut yüksek seviyelerde tutacaktır.
- **Atılacak doğru adımlar piyasanın güvenini arttırarak risk priminde ek düşüşler görülmesini sağlayabilir.** Ancak, zaman içinde ekonomi politikalarına karşı oluşacak güvenin yükselmesiyle, risk priminde ek düşüşlerin olması, döviz talebinin azalması, dolayısıyla da örtülü döviz satışlarına olan ihtiyacın azalması, KKM sisteminin kademeli olarak küçültülmesi ve mevduat faizlerinin de gerilemesi beklenebilir.
- **Ekonomi yönetimi 1990'lardaki "yönetilen dalgalı kur" rejimine benzer bir strateji izleyebilir.** Buna göre, ekonomi yönetiminin dış ticaret dinamikleri, enflasyon, döviz talebi, KKM kaynaklı maliyetler gibi çeşitli faktörleri bir arada değerlendirerek, 1990'lardaki "yönetilen dalgalı kur" rejimine benzer bir strateji izleyebileceğini düşünüyoruz. Bu strateji, dış ticaret dinamiklerini dengelemeye ve büyüme kompozisyonunu iç talepten ihracata kaydırmaya yardımcı olabilir. Ancak, böyle bir stratejinin kur-enflasyon sarmalına yol açarak enflasyonun yüksek kalmasına yol açabileceğini de belirtmek gerek.
- **Sene sonu $/TL tahminimizi 24,50'den 26,0 seviyesine yükseltiyoruz.** Yukarıda saydığımız faktörleri bir arada düşündüğümüzde, $/TL kuru için sene sonu tahminimizi 24,50'den 26,00 seviyesine, yıllık ortalama tahminimizi de 21,75'ten 22,50'ye yükseltiyoruz. Bu da yılın ikinci yarısında $/TL için ortalama yaklaşık 25,00 civarı bir seviyeye işaret ediyor.
- **Bütçe açığının 2023'te %6,0'nın altında kalması zor görünüyor.** Önümüzdeki dönemde EYT düzenlemesi, seçim döneminde verilen vaatler, KİT'lere (BOTAŞ'a) transferler, KKM kaynaklı potansiyel maliyetler ve en önemlisi deprem bölgesinin yeniden inşası kaynaklı harcamalar bütçeye çok önemli bir yük doğuracak. Buna göre, önümüzdeki aylarda çeşitli vergi artışlarına gidilmesi kuvvetle muhtemel görünüyor. Buna karşın, 2023 sonu bütçe açığı/GSYH oranının %6,0'nın altında kalmasının oldukça zor göründüğünü söyleyebiliriz.
- **Kur geçişkenliğinin devreye girmesiyle TÜFE enflasyonunun yeniden yükselişe geçmesini ve yıl sonunda %55 civarına ulaşmasını bekliyoruz.** Politika faizi arttırılsa ve zaman içinde iç talebin bir miktar yavaşlatılması sağlansa bile, önümüzdeki aylarda kur geçişkenliği enflasyon üzerinde oldukça belirleyici olacak. Kur geçişkenliği ile birlikte hizmet enflasyonundaki katılık ve gündeme gelmesi muhtemel vergi artışlarına bağlı olarak, TÜFE enflasyonunun yılın ikinci yarısında yeniden yükselişe geçerek sene sonu yaklaşırken %50 seviyelerine doğru yükselmesini bekliyoruz. Bu bağlamda, sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi de %51'den %55'e yükseltiyoruz.
- **2023 yılı GSYH büyümesini riskler yukarı yönlü olmak üzere %3,0 olarak tahmin ediyoruz.** Önümüzdeki dönemde kredi faizlerindeki artışlar ve ekonomi yönetiminin iç talebi sınırlayıcı muhtemel düzenlemeleri iç talepte bir yavaşlamaya yol açabilir. Ancak, enflasyonist ortamda talebin sürekli öne çekilmesi eğilimi nedeniyle sert bir geri çekilme de beklemiyoruz. Öte yandan, TL'nin kademeli değer kaybına izin verilmesi, dış ticaret dinamiklerini dengelemeye ve büyüme kompozisyonunu iç talepten ihracata kaydırmaya yardımcı olabilir. Tüm bu faktörleri bir arada düşündüğümüzde, tüm yıl için %3,0 civarında bir GSYH büyümesinin makul göründüğünü düşünmekle beraber deprem bölgesinin yeniden imarı için yapılacak harcamalar ve çeşitli seçim vaatlerine ilişkin olarak artacak bütçe harcamaları nedeniyle risklerin halen yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz.
- **Cari açık yılın ikinci yarısında gerileyecek, ancak yüksek seyretmeye devam edecek.** Cari açığın Haziran/Temmuz itibariyle 60 milyar $ civarını gördükten sonra, yılın ilerleyen bölümünde, özellikle enerji ithalat maliyetindeki ve muhtemelen net altın ithalatındaki gevşemeye bağlı olarak gerilemesini ve yılı 50 milyar $ civarında (GSYH'nin yaklaşık %5,0'i) tamamlamasını bekliyoruz.

Ekonomik Görünüm: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet...

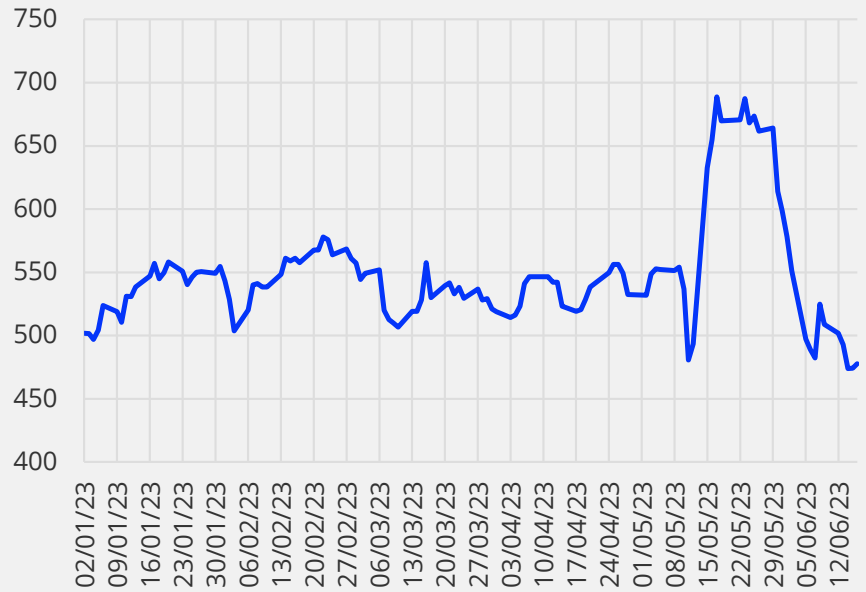
Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler Tablosu

		2020	2021	2022	2023 Tahmini	2023 Eski Tahmin
USD/TL	Dönem sonu	7.42	13.33	18.70	26.00	24.50
	Dönem ortalaması	7.02	8.89	16.62	22.50	21.75
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	14.6%	36.1%	64.3%	55.0%	51.0%
	Dönem ortalaması	12.3%	19.6%	72.3%	47.0%	47.5%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	14.3%	31.9%	51.3%	57.7%	49.5%
	Dönem ortalaması	11.2%	18.3%	57.0%	50.6%	47.0%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	17.03%	14.00%	9.04%	35.00%	30.50%
	Dönem ortalaması	10.8%	17.6%	12.7%	22.8%	17.5%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	1.8%	11.0%	5.6%	3.0%	2.7%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	5,047	7,209	15,007	23,025	23,018
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	717	810	893	1,014	1048
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-3.4%	-2.7%	-0.9%	-6.5%	-5.6%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.8%	-0.2%	1.1%	-3.9%	-3.1%
Faiz-Dışı Denge (IMF)	GSYH'ye oranı	-2.5%	-1.6%	-0.2%	-4.6%	-4.1%
Cari Denge	Milyar $	-31.9	-7.3	-48.7	-49.0	-50.0
	GSYH'ye oranı	-4.5%	-1.7%	-5.5%	-4.8%	-4.8%
Ek Bilgi:						
Brent Petrol (USD)	Dönem sonu	42.0	71.2	87.0	80.0	80.0
Brent Petrol (USD)	Dönem ortalaması	51.2	77.2	101.0	79.0	82.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.00%	0.00%	4.25-4.50%	5.00-5.25%	4.25-4.50%
Dünya GSYH büyümesi	Dönem ortalaması	-3.1%	6.0%	3.0%	1.8%	1.8%
ABD	Dönem ortalaması	-3.4%	5.7%	1.5%	0.0%	0.0%
AB	Dönem ortalaması	-6.1%	5.2%	3.0%	-0.5%	-0.5%
Çin	Dönem ortalaması	2.2%	8.1%	3.3%	4.5%	4.5%
EUR/USD	Dönem sonu	1.14	1.18	1.03	1.07	1.07
EUR/USD	Dönem ortalaması	1.23	1.13	1.05	1.07	1.06

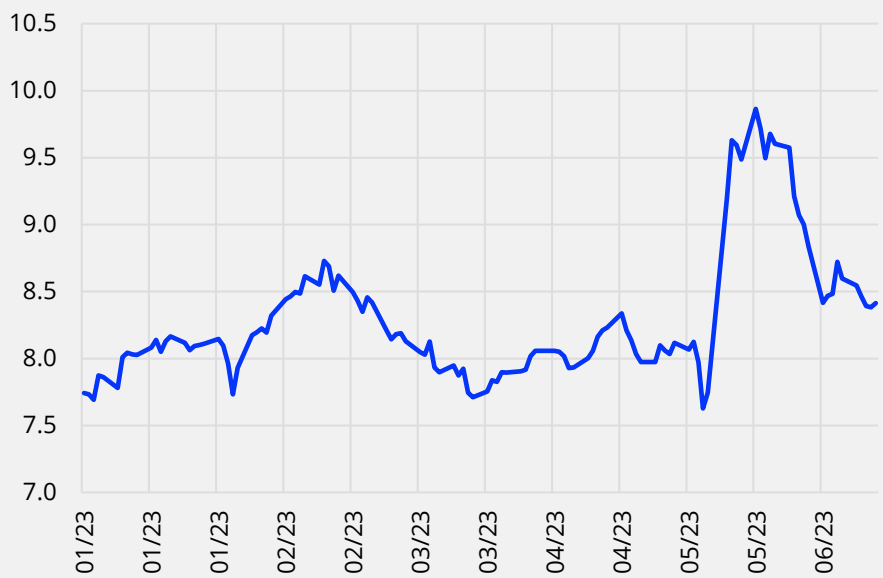
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Seçimlerin ardından yükselen risk primi Mehmet Şimşek haberleriyle yeniden seçim öncesi seviyeye geriledi

5 yıllık CDS makası



2034 vadeli Eurobond faizi (%)



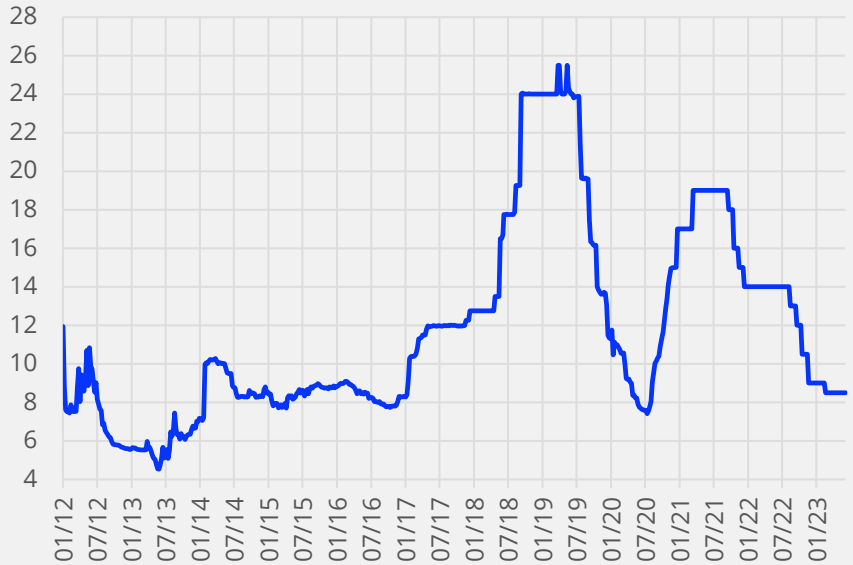
- Seçimlerin öncesinde 500 puanın altına gerileyen CDS makası, seçimlerin ikinci tura kalmasının ardından hızlı bir yükselişle 700 puana, %7,5 civarındaki Eurobond faizleri de çift haneli seviyelere ulaşmıştı.
- Ancak, Mehmet Şimşek'in Hazine ve Maliye Bakanı olarak atanmasından önce buna ilişkin haber akışı bile piyasalarda etkisini gösterdi. Şöyle ki, **seçimlerin hemen ardından 700 bazpuanın üzerine fırlayan CDS makası Mehmet Şimşek haberleriyle yeniden seçim öncesi seviyelere (500 bazpuanın altına), çift hanelere çıkan Eurobond faizleri de %8.5 civarına geriledi.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

Politika faizinin öncelikle %25, sonrasında %35 seviyelerine yükseltilebileceğini düşünüyoruz

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



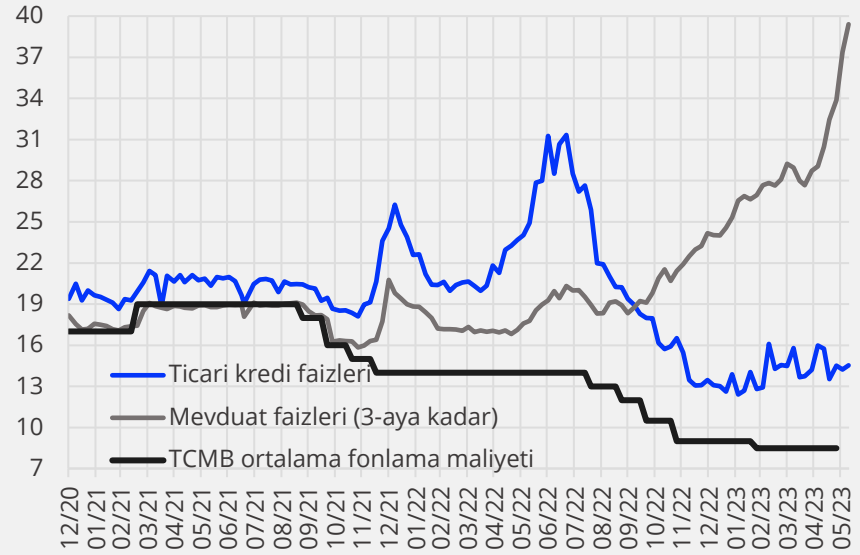
- Mehmet Şimşek ve Hafize Gaye Erkan atamalarının ardından Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın atılacak adımları kabullendiği yönündeki açıklamaları piyasadaki faiz artırım beklentilerini pekiştirdi. Şöyle ki, **22 Haziran'daki PPK toplantısı için** piyasanın tamamı faiz artırımı beklerken, **politika faizi için tahmin aralığı %15 ile %30 arasında şekilleniyor.** Mehmet Şimşek'in ekonomi politikalarının kurala dayalı, uluslararası normlara uygun ve öngörülebilir olacağı yönündeki taahhütleri baz alındığında, politika faizinin kademeli olarak mevduat faizlerine yaklaştırılması beklenmeli. Bu kapsamda, **politika faizinin bu toplantıda %25 seviyesine yükseltilmesini ve sonraki toplantılarda artışların devam edeceğine dair net bir sinyal verilmesini bekliyoruz. Politika faizinin sonrasında %35 seviyesine kadar yükseltilebileceğini düşünüyoruz.**
- Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın faizler konusunda kendisinin aynı noktada olduğu ve radikal bir değişiklik beklenmemesi gerektiği şeklindeki söylemleri, atılacak adımların daha küçük ölçekli kalabileceği yönünde soru işaretleri de yaratıyor.
- Politika faizinin seviyesinden bağımsız olarak, bankalar üzerindeki bazı makroihtiyati düzenlemelerin gevşetileceğini (ya da bir noktada kaldırılacağını) düşünüyoruz. Bu politika değişikliklerini de, kredi faizlerinin politika faizine endekslenmesi kuralının kaldırılması (kredi faizlerinin serbest bırakılması), menkul kıymet tutma zorunluluğunun esnetilmesi ve çeşitli serbest piyasa uygulamalarına getirilen zımni sınırlamaların kaldırılması olarak sıralayabiliriz.

Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

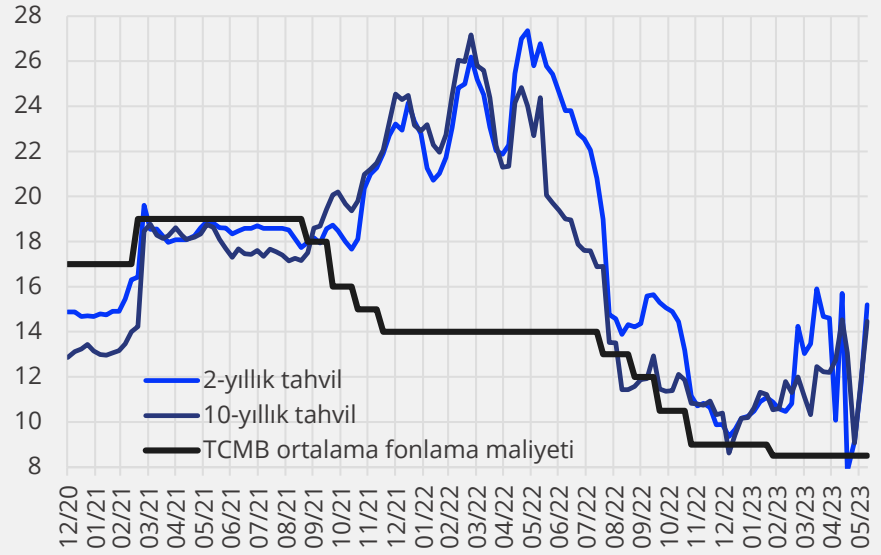
Ekonomik Görünüm: Türkiye

TL mevduat faizlerinin bir süre daha mevcut yüksek seviyelerde kalmasını bekliyoruz

Politika faizi – bankacılık faizleri (%)



Politika faizi – DİBS faizleri (%)



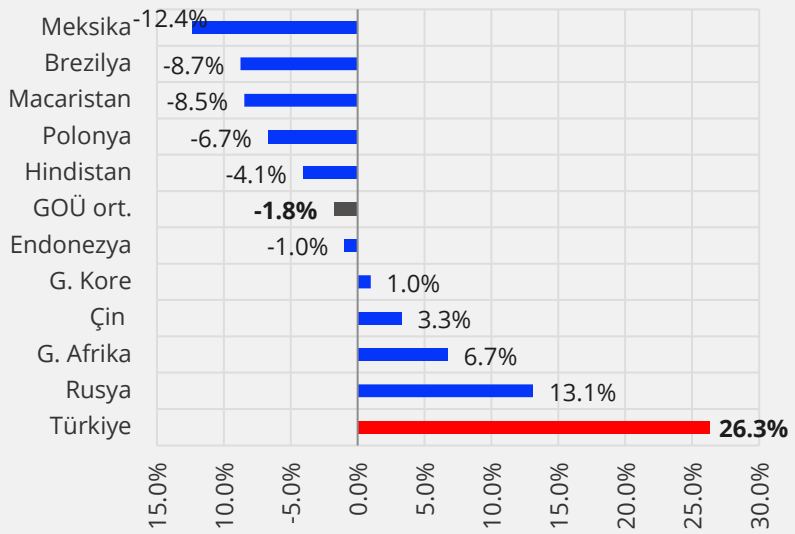
- TCMB'nin bankacılık sisteminde TL yükümlülüklerin payını arttırma (Liralaşma) stratejisine bağlı olarak TL mevduat faizleri hızla yükselmeye devam ederek %40 seviyelerine kadar yükseldi. Hükümetin döviz talebini kontrol etmek adına ilk etapta KKM sisteminden ve/veya diğer heterodoks ekonomi politikalarını tamamen terk etmesini beklemiyoruz. **Gerek KKM sistemin devamı, gerekse de politika faizindeki artışlar mevduat faizlerini mevcut yüksek seviyelerde tutacaktır.**
- Ancak, zaman içinde ekonomi politikalarına karşı oluşacak güvenin yükselmesiyle, risk priminde ek düşüşlerin olması, döviz talebinin, dolayısıyla da örtülü döviz satışlarına olan ihtiyacın azalması, KKM sisteminin kademeli olarak küçültülmesi ve mevduat faizlerinin de gerilemesi beklenebilir.
- TCMB'nin TL tahvil tutmaya yönelik sürekli yeni düzenlemeleri TL tahvil faizlerini aşağı baskılasa da, son dönemde politika faiz artırım beklentilerine bağlı olarak dalgalanmanın arttığı görülüyor. **Önümüzdeki süreçte, bankaların TL tahvil tutma şartlarına getirilecek esnekliklerle beraber TL tahvil faizlerinde ek yükselişler makul görünüyor.**

Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

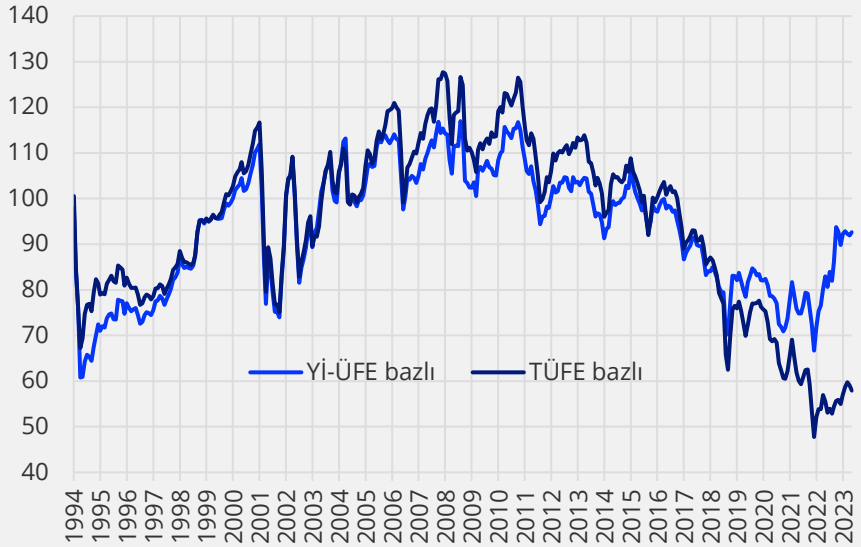
Ekonomik Görünüm: Türkiye

$/TL kuru için sene sonu tahminimizi 24,50'den 26,00 seviyesine yükseltiyoruz

USD paritesindeki değişim (31/12/22 – 16/06/23)



Reel efektif döviz kuru (2003=100)



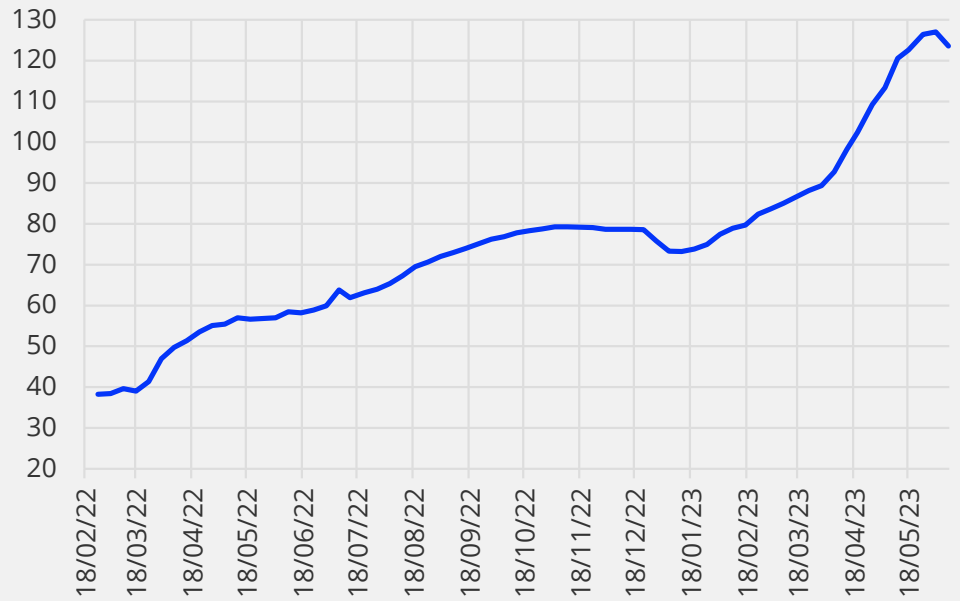
- Ekonomi yönetiminin hem ihracatı desteklemek hem de yıllık %60-70 temposuyla artış gösteren tüketim malı ithalatını sınırlandırmak için **TL'nin kademeli olarak değer kaybetmesine izin vermeye devam etmesi beklenebilir.** Ancak, kur korumalı mevduat (KKM) büyüklüğünün 125 milyar $'a ulaşmış olması nedeniyle, TL'deki sert değer kayıpları kamu için çok büyük bir yük doğuracağından, bu değer kaybının ölçülü olarak gerçekleşmesi istenecektir.
- Ekonomi yönetiminin dış ticaret dinamikleri, enflasyon, döviz talebi, KKM kaynaklı maliyetler gibi çeşitli faktörleri bir arada değerlendirerek, 1990'lardaki "yönetilen dalgalı kur" rejimine benzer bir strateji izleyebileceğini düşünüyoruz. Bu strateji, dış ticaret dinamiklerini dengelemeye ve büyüme kompozisyonunu iç talepten ihracata kaydırmaya yardımcı olabilir. Ancak, böyle bir stratejinin kur-enflasyon sarmalına yol açarak enflasyonun yüksek kalmasına yol açabileceğini de belirtmek gerek.
- Ekim 2021'den yana kümülatif ÜFE enflasyonu, kümülatif kur artışı, ABD enflasyonu ve son kur artışlarının yaratacağı enflasyonist etkileri dikkate aldığımızda, $/TL 25-26 seviyelerinde dengelenebileceği sonucu çıkarıyoruz. **Yukarıda saydığımız faktörleri de bir arada düşündüğümüzde, $/TL kuru için sene sonu tahminimizi 24,50'den 26,00 seviyesine, yıllık ortalama tahminimizi de 21,75'ten 22,50'ye yükseltiyoruz. Bu da yılın ikinci yarısında $/TL için ortalama yaklaşık 25,00 civarı bir seviyeye işaret ediyor.**

Kaynak: TCMB, Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Türkiye

Son kur artışlarının ardından KKM sisteminin kamuya bu seneki maliyetini yaklaşık 350 milyar TL hesaplıyoruz

Kur korumalı mevduat (KKM) sistemindeki varlıklar (Milyar $)



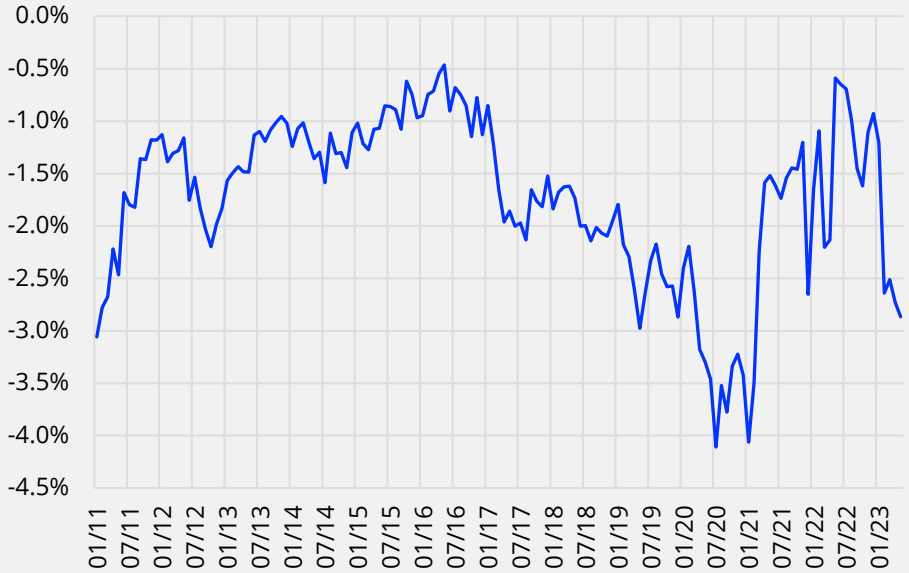
- Kur korumalı mevduat (KKM) sisteminde mevduat faizlerinin serbest bırakılmasıyla son dönemde KKM sisteminde girişler yeniden hız kazanmış durumda. Halihazırda KKM sisteminin büyüklüğü 2,5 trilyon TL (yaklaşık 125milyar $)'ı aşmış durumda.
- Veriye ulaşım konusundaki problemler nedeniyle KKM'nin kamuya maliyetini tam olarak hesaplamak mümkün olmasa da, mevcut kur seviyeleri üzerinden yaptığımız kaba hesaplar, **KKM için yapılması gerekecek ek ödemelerin şimdiden 350 milyar TL'yi aştığına (önümüzdeki 3-4 aylık döneme yayılacak şekilde) ve bunun 150 milyar TL'ye yakın kısmının da Hazine tarafından karşılanması gerektiğine işaret etmekte.**
- **$/TL kurundaki her 1 TL'lik artışın 100 milyar TL'nin üzerinde ek maliyet yarattığını da belirtelim.**

Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

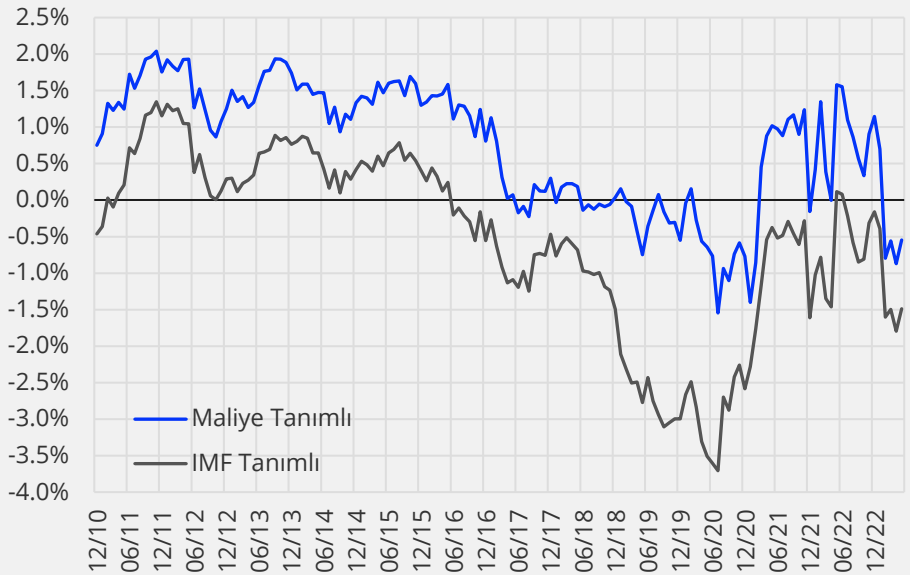
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Seçim ve depreme bağlı harcama artışıyla bütçe açığındaki ciddi bozulma gözlemlendi

Merkezi bütçe dengesi (12 ay birikimli, GSYH'ye oranı)



Faiz-dışı denge (12 ay birikimli, GSYH'ye oranı)



- Merkezi bütçe Mayıs'ta 119 milyar TL fazla verse de, bu geçen yılın aynı ayındaki 162 milyar TL'nin altında kaldığından, 2022 sonunda 139 milyar TL seviyesindeki 12 aylık birikimli bütçe açığı yükselişini sürdürerek 527 milyar TL'ye ulaştı. Yılın ilk 5 aylık döneminde ise 264 milyar TL'ye ulaşan bütçe açığı, geçen senenin aynı dönemindeki 125 milyar $'lik fazlaya göre kayda değer bir bozulmaya işaret ediyor. **Ocak-Mayıs döneminde faiz-dışı harcamalarındaki yıllık %96'lık artışa karşılık, vergi gelirlerindeki artışın %56'da kalması, bütçe performansındaki olumsuz gidişatı özetliyor.**

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

Bütçe açığındaki bozulma yılın kalanında daha da belirginleşecek; GSYH'ye oran olarak %6,0'nın altı zor görünüyor

Merkezi bütçeye ek maliyet doğuran bazı kalemler

EYT düzenlemesi
Deprem bölgesinin yeniden imarı
En düşük emekli maaşının 5.500 TL'den 7.500 TL'ye yükseltilmesi
En düşük memur maaşının 22.000 TL'ye yükseltilmesi/asgari ücret zammı
Konutlarda doğalgaz kullanım bedellerinin Hazine tarafından karşılanması
Emeklilere Bayram ikramiye tutarlarının arttırılması
KKM sistemi kapsamında ortaya çıkacak maliyetler
Gazprom'a doğalgaz ödeme ertelemesi kapsamında BOTAŞ'a yapılacak transferler
Kentsel dönüşümün yarısının Hazine tarafından karşılanması

Bütçe açığı/GSYH

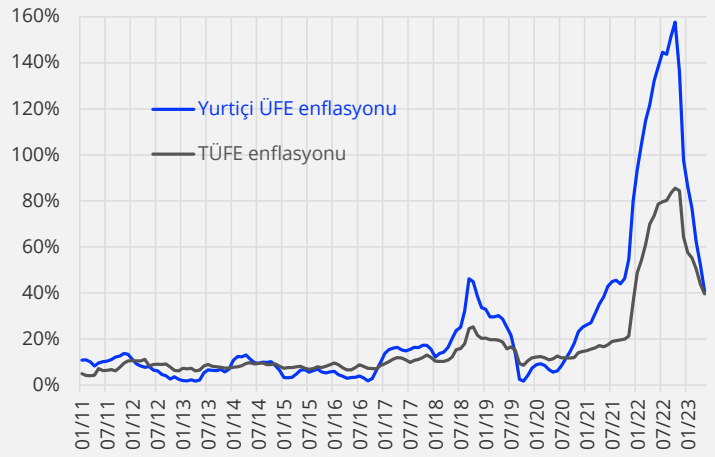
- Önümüzdeki dönemde, seçimler öncesinde en düşük emekli maaşının 7.500 TL'ye, en düşük memur maaşının 22.000 TL'ye yükseltilmesi, konutlarda doğalgaz kullanım bedellerinin kısmen Hazine tarafından karşılanması gibi çeşitli seçim vaatleri, Temmuz'da beklenen asgari ücret artışı, EYT ödemeleri ve özellikle de depremlere bağlı olarak yeniden inşa, altyapının tamiri ve geçici barınma için yapılacak harcamalar bütçeye çok önemli bir yük doğuracak. Bunların dışında, geçen sene Rusya'ya doğalgaz ödemelerinin ertelemesi ve TL'deki değer kaybı sonrası KKM sistemi üzerinden de ek ödemeler söz konusu olacak. Bunlara karşılık, iç talepte beklenen yavaşlamaya bağlı olarak vergi gelirleri de yılın ilk bölümündeki kadar güçlü olmayabilir. Buna göre, önümüzdeki aylarda çeşitli vergi artışlarına gidilmesi kuvvetle muhtemel görünüyor.
- Açıkçası, yukarıda bahsi geçen harcama kalemlerine ve potansiyel vergi artışlarına ilişkin belirsizlikler bütçe açığına ilişkin net bir tahminde bulunmayı fazlasıyla zorlaştırıyor. Ancak, **tüm bu faktörleri birlikte değerlendirdiğimizde, sene başında %3,5 olarak öngörülen 2023 sonu bütçe açığı/GSYH oranının %6,0'nın altında kalmasının oldukça zor göründüğünü söyleyebiliriz.** Hatta TL'nin seyrine bağlı olarak ortaya çıkacak potansiyel KKM kaynaklı ödemeler ve BOTAŞ'a yapılacak transferler dikkate alınırsa, bu oranın %7-8 aralığında gerçekleşmesi de sürpriz olmayacaktır. Yeni Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in de işaret ettiği üzere hükümetin yakında yayınlaması muhtemel Ek Bütçe bu konuda daha net bir fikir verecektir.

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

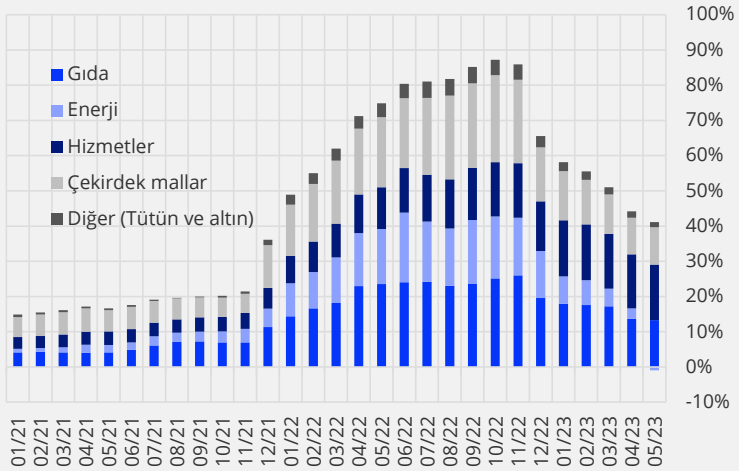
Ekonomik Görünüm: Türkiye

TÜFE enflasyonunun yılın ikinci yarısında yükseliş trendine girmesini bekliyoruz

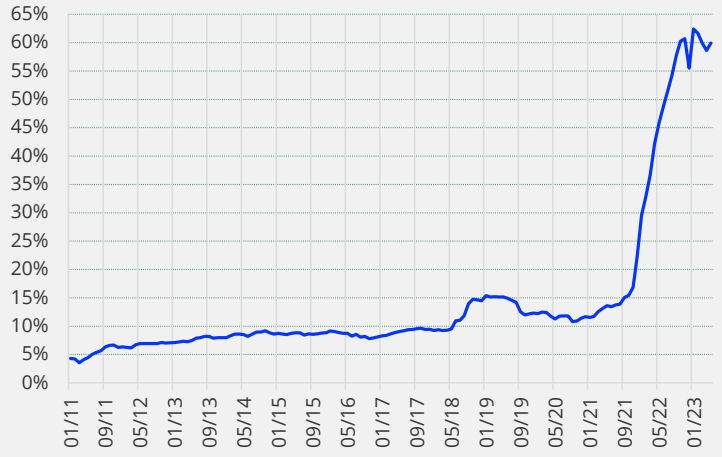
Yurtiçi ÜFE enflasyonu – TÜFE enflasyonu



TÜFE enflasyonunun kırılımı, yıllık



Hizmet enflasyonu



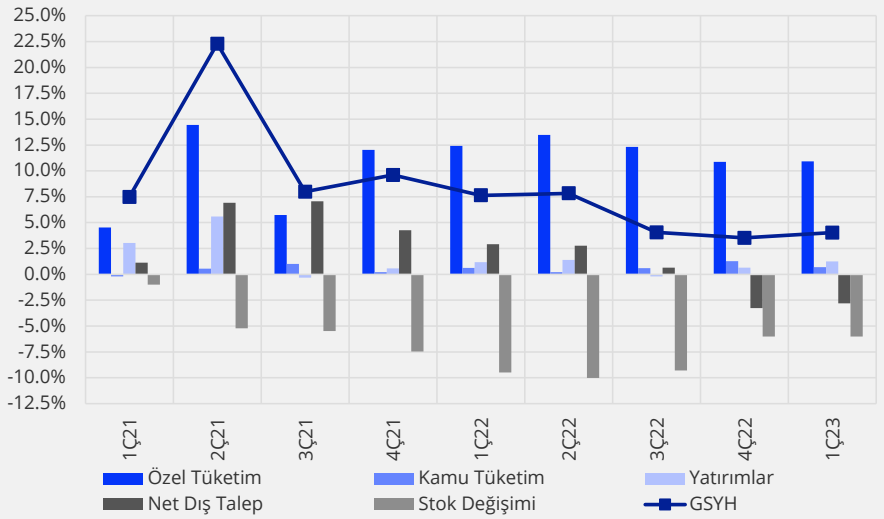
- Politika faizi arttırılsa ve zaman içinde iç talebin bir miktar yavaşlatılması sağlansa bile, önümüzdeki aylarda kur geçişkenliği enflasyon üzerinde oldukça belirleyici olacak. Kur geçişkenliği ile birlikte hizmet enflasyonundaki katılık ve gündeme gelmesi muhtemel vergi artışlarına bağlı olarak, **TÜFE enflasyonunun yılın ikinci yarısında yeniden yükselişe geçerek sene sonu yaklaşırken %50 seviyelerine doğru yükselmesini bekliyoruz. Bu bağlamda, sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi de %51'den %55'e yükseltiyoruz. TÜFE enflasyonundaki düşüş sürecinin kurların istikrar kazanması şartına bağlı olarak, 2024'ün başından itibaren hayata geçebileceğini düşünüyoruz.**
- Mayıs'ta TÜİK'in doğalgaz için "sıfır fiyat" yöntemi uygulaması oldu, ki bu uygulamanın manşet enflasyonu beklediğimiz gibi kabaca %2,9 puan kadar aşağı çekti. İlgili düzenleme önümüzdeki aylarda TÜFE enflasyonu kademeli olarak yukarı çekecek.
- Genel enflasyon görünümü açısından, hizmet enflasyonunda süregelen katılığı ve temel mallar üzerinde etkisini yeniden göstermeye başlayan kur geçişkenliğini olumsuz faktörler olarak not etmek gerekiyor. Manşet TÜFE enflasyonu Kasım 2022'den bu yana %85,5'ten hızlı bir şekilde gerilerken, hizmet enflasyonunun aynı dönemde %60'ta çakılı kalması, fiyatlama davranışlarındaki bozulmayı ve katılığı net bir şekilde yansıtıyor, ki bu durumun önümüzdeki dönemde enflasyon görünümü için takip edilmesi gereken en önemli faktör olduğunu düşünüyoruz.

Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

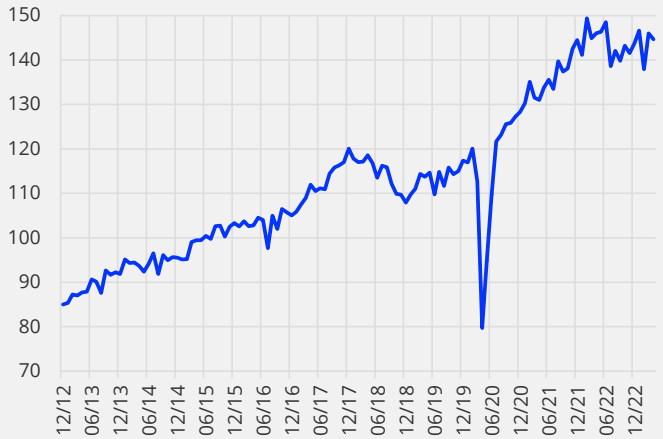
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Büyümede iç talebin katkısı giderek daha fazla öne çıksa da, 2. yarıda iç talepte yavaşlama görülebilir

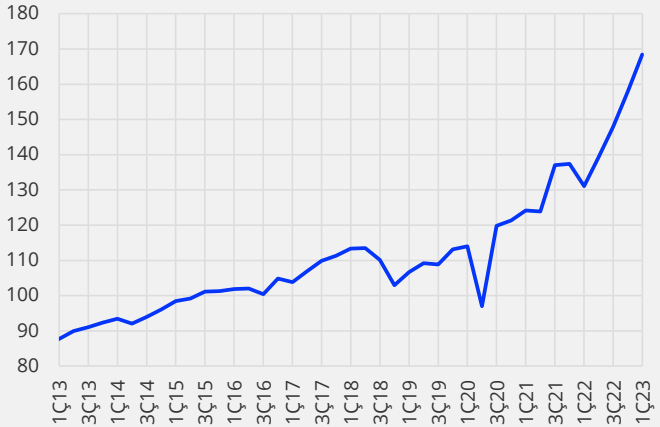
GSYH büyümesine katkı, alt kalemler (%)



Sanayi üretim endeksi



Perakende hacim endeksi



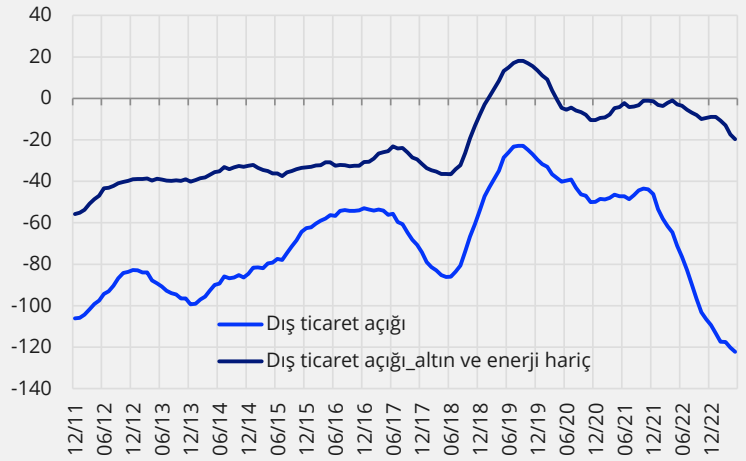
- TÜİK 2023 yılının ilk çeyreğinde GSYH büyümesinin aylık %0,3, yıllık %4,0 seviyesinde gerçekleştiğini açıkladı. GSYH büyümesinin bileşenlerine bakıldığında, sanayi üretiminde geçen yılın ikinci yarısında başlayan zayıflama eğiliminin devam ettiği, büyümeyi büyük ölçüde hizmet sektörlerinin sürüklediği söylenebilir. Sanayi üretiminde süregelen zayıflama temelde ihracattaki ivme kaybına dayanırken, bu çeyrekte ek olarak yaşanan depremlerin de önemli bir etkisinin olduğundan bahsedilebilir. Öte yandan, hizmet sektörlerinin güçlü katkısı da, seçimler öncesi tüketici kredilerindeki ivmelenme ve tüketim malı ithalatındaki hızlanmadan da takip edildiği üzere, iç talebin canlılığını korumasına dayanıyor. İç talebin güçlü seyretmesinde, fiyatların yükseleceği beklentisiyle talebin sürekli olarak öne çekilmesinin etkisi de yadsınamaz, ki enflasyonun tırmanmaya başladığı 2022'nin başlarından itibaren perakende hacim endeksinde yaşanan keskin yükseliş de talebi öne çekme eğilimini net bir şekilde yansıtmakta. GSYH harcama tarafından incelendiğinde de, yukarıdaki ilk grafikten de izleneceği üzere, güçlü iç talebin 2021'in başından itibaren büyümenin ana sürükleyicisi olduğu net bir şekilde görülüyor.
- Önümüzdeki dönemde kredi faizlerindeki artışlar ve ekonomi yönetiminin iç talebi sınırlayıcı muhtemel düzenlemeleri iç talepte bir yavaşlamaya yol açabilir. Ancak, enflasyonist ortamda talebin sürekli öne çekilmesi eğilimi nedeniyle sert bir geri çekilme de beklemiyoruz. Öte yandan, TL'nin kademeli değer kaybına izin verilmesi, dış ticaret dinamiklerini dengelemeye ve büyüme kompozisyonunu iç talepten ihracata kaydırmaya yardımcı olabilir.
- Tüm bu faktörleri bir arada düşündüğümüzde, **tüm yıl için %3,0 civarında bir GSYH büyümesinin makul göründüğünü düşünmekle beraber deprem bölgesinin yeniden imarı için yapılacak harcamalar ve çeşitli seçim vaatlerine ilişkin olarak artacak bütçe harcamaları nedeniyle risklerin halen yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz.**

Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

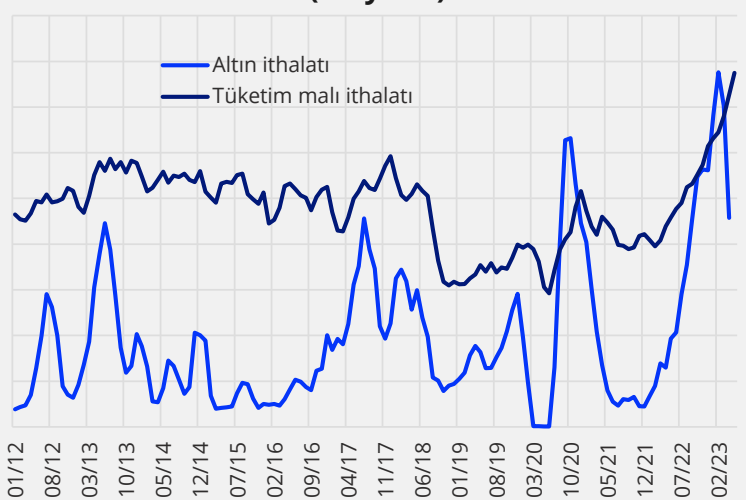
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Cari açık yılın 2. yarısında gerileyebilir, ancak finansman tarafındaki problemler devam ediyor

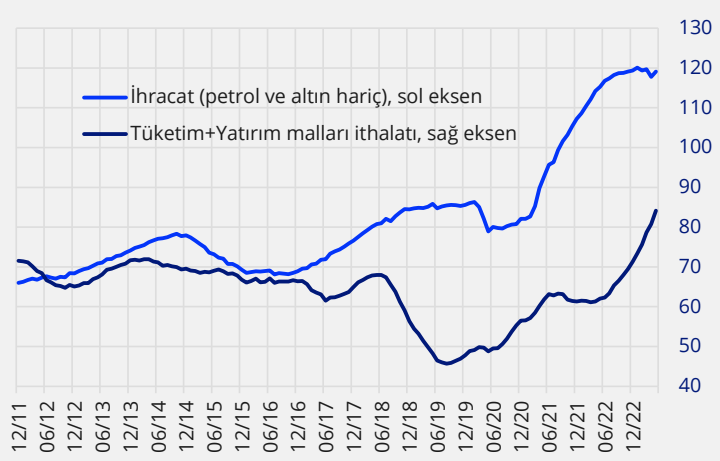
Dış ticaret açığı (Milyar $)



Altın ve tüketim malı ithalatı, 3-aylık har. ort. (Milyar $)



İhracat – tüketim ve yatırım malı ithalatı (Milyar $)

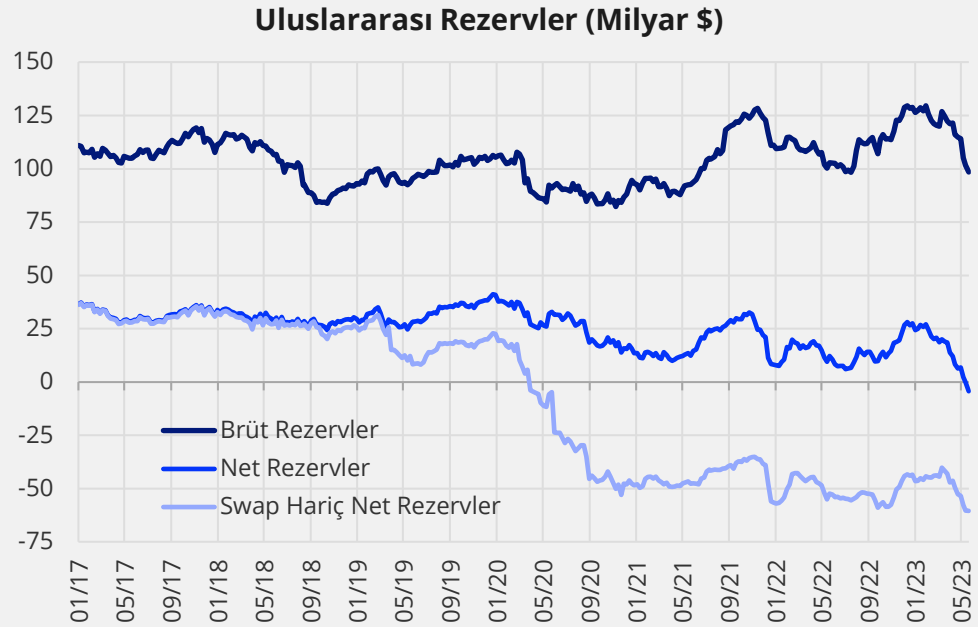


- TL'nin stabil seyretmesiyle, 2022'nin ikinci yarısından itibaren tüketim malı ve bir ölçüde de ithalatında dramatik bir artış gözleniyor. Bu artış, gerileyen enerji ithalat maliyetlerine karşın cari açığı olumsuz etkiledi. Aynı dönemde negatif reel faizlerin bir ara %70'lere varması altın ithalat talebini de ciddi anlamda tetikledi. TCMB bunun üzerine Mart ayında altın ithalatını sınırlayıcı düzenlemeler açıkladı. 12-aylık birikimli cari açık Nisan'da 54,9 milyar $'dan 57,8 milyar $'a yükseldi.
- Önümüzdeki aylarda, deprem bölgesinde yeniden inşa faaliyetlerine bağlı olarak artacak hammadde ithalat ihtiyacı cari açığı olumsuz etkilerken, güçlü turizm sezonu olumlu etkileyecek.
- **Cari açığın Haziran/Temmuz itibariyle 60 milyar $ civarına yükseldikten sonra, yılın ilerleyen bölümünde, özellikle enerji ithalat maliyetindeki ve muhtemelen net altın ithalatındaki gevşemeye bağlı olarak gerilemesini ve yılı 50 milyar $ civarında (GSYH'nin yaklaşık %5,0'i), belki de bir miktar altında tamamlamasını bekliyoruz.**
- Ocak-Nisan döneminde cari açık 29,7 milyar $'a ulaşırken, konvansiyonel kanallardan 14,0 milyar $ sermaye girişi, net-hata-ve-noksan üzerinden 6,7 milyar $ sermaye çıkışı yaşanmasıyla, resmi rezervlerdeki kayıp 22,4 milyar $'a ulaştı. Bu dönemdeki 14,0 milyar $'lık sermaye girişinin 8,9 milyar $'ını da mevduat artışı oluşturuyor, ki bunun da 7,3 milyar $'ı TCMB'nin yabancı merkez bankaları ile yaptığı swap/mevduat anlaşmalarından kaynaklanıyor. Doğrudan yatırım kanalından girişler sadece 1,9 milyar $ olurken, portföy kanalından da Hazine'nin 3,7 milyar $'lık net Eurobond ihracına rağmen, 1,5 milyar $'lık çıkış yaşanmış. Son olarak, bankaların ve şirketlerin net kredi borçlanması da sadece 0,9 milyar $'lık finansman desteği sağlamış. Özetle, cari açığın finansman tarafının oldukça zayıf bir tabloya işaret ettiğini belirtmek gerekiyor.

Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

TCMB'nin brüt döviz rezervlerinde sene başından beri yaşanan düşüş yaklaşık 30 milyar $ oldu



- Cari açığın finansman tarafının oldukça zayıf seyretmesi son dönemde TCMB'nin uluslararası döviz rezervlerinin sert geri çekilmesine yol açtı. 9 Haziran itibariyle, **TCMB'nin brüt döviz rezervlerinde sene başından beri yaşanan kayıp 29 milyar $'ı bulurken, bunun 27 milyar $'lık kısmı son 2,5 aylık dönemde yaşandı.** Net döviz rezervleri ise sene başından beri 31 milyar $, son 2,5 aylık dönemde 23 milyar $ gerilemiş durumda.
- TCMB'nin net döviz rezervleri seçimlerden sonraki hafta eksiye geçerken, swaplar hariç tutulduğunda yaklaşık -60 milyar $ seviyesinde bulunuyor.
- Uluslararası döviz rezervlerindeki bu seyrin, ekonomi politikalarının iç talebi yavaşlatma ve TL'nin kademeli değer kaybına izin verme şeklinde dönüşümünü zorunlu kılan en önemli faktör olduğunu söyleyebiliriz. Bu açıdan, **piyasada ekonomi politikalarından geri dönüş olabileceği şüpheleri halen bulunsa da, resmi rezervlerin mevcut seviyelerinin çok kısa vadede böyle bir geri dönüşe izin vermediğini düşünüyoruz.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

2022'de 3 derecelendirme kuruluşu da Türkiye'nin kredi notunda indirime gitti

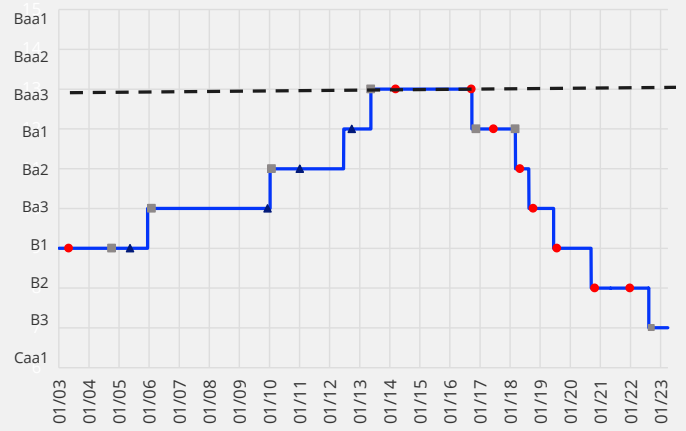
	S&P	Moody's*	Fitch
Son güncelleme tarihi:	31/03/23	12/08/22	17/03/23
Kredi notu güncellemesi:	B+ teyit edildi	B3'e indirildi	B teyit edildi
Görünüm güncellemesi	negatife indirildi	Durağana güncellendi	Negatif teyit edildi
Yatırım yapılabilir kademe:	5 kademe altı	6 kademe altı	5 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	29/09/23	16/06 - 15/12	08/09

* Moody's 16 Haziran'daki resmi değerlendirme gününde herhangi bir güncellemeye gitmedi.

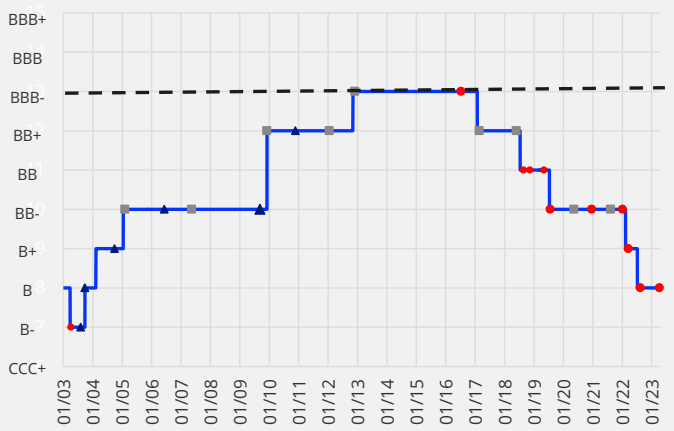
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
31/03/23	S&P	B	→	negatif	↓
17/03/23	Fitch	B	→	negatif	→
18/11/22	Fitch	B	→	negatif	→
30/09/22	S&P	B	↓	durağan	↑
12/08/22	Moody's	B3	↓	durağan	↑
08/07/22	Fitch	B	↓	negatif	→
01/04/22	S&P	B+	→	negatif	→
11/02/22	Fitch	B+	↓	negatif	→

YATIRIM YAPILABİLİR													JUNK											
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	D
	Prime			Yüksek Not			Yüksek Orta Not			Alt Orta Not			Spekülatif			Çok Spekülatif			Aşırı Riskli					Batık

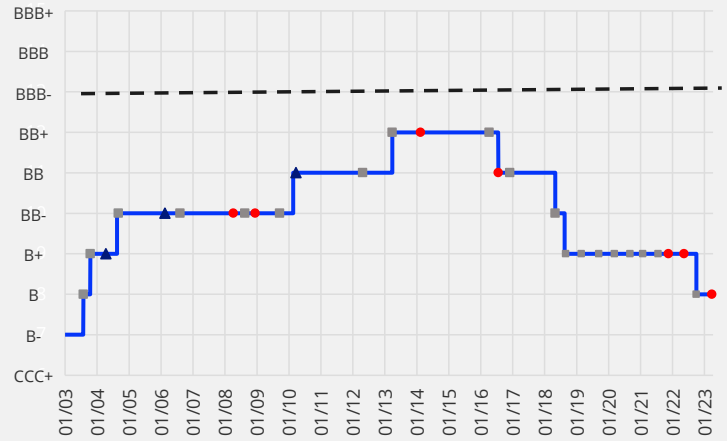
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



▲ Pozitif görünüm ■ Durağan görünüm ● Negatif görünüm

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

Piyasalara Dair Beklentiler

Ekonomi ve Piyasa Takvimi

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

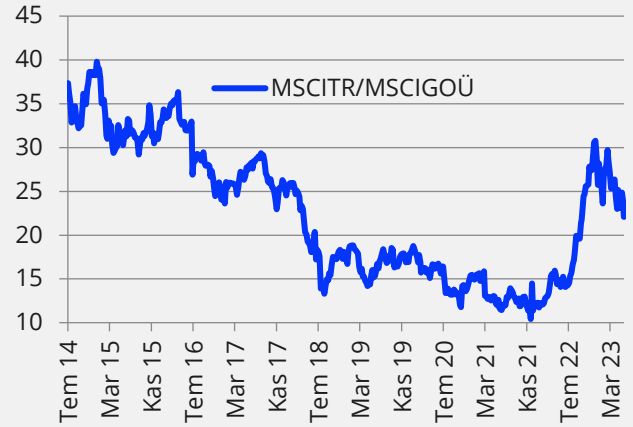
TCMB
FED
ECB
BoE
BoJ

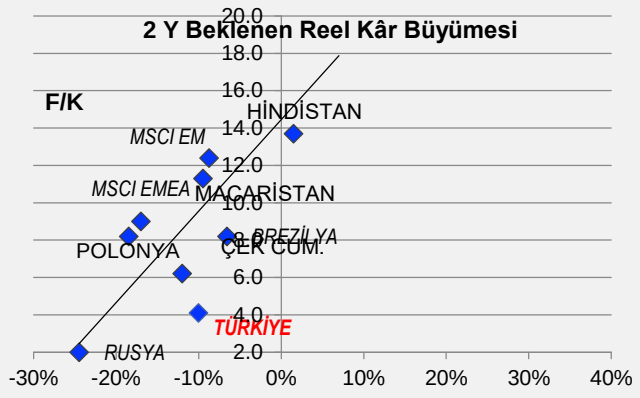
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

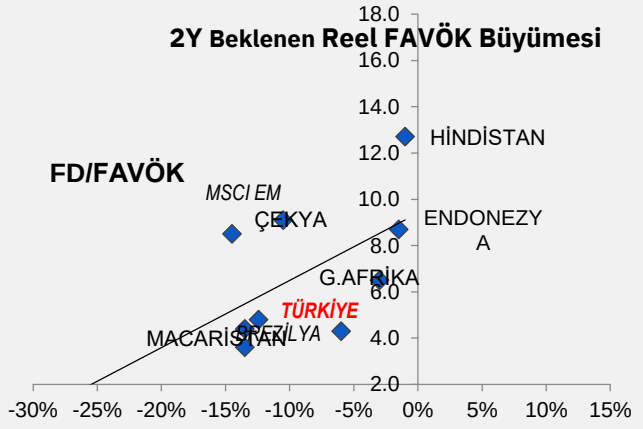
Piyasalara Dair Beklentiler (I)

Orta vadede endeks görüşümüz olumlu

- Sene başı ve ilk çeyrek strateji raporlarımızda endekse temkinli bakış açımız olduğunu belirtmiştik. Ancak, yatırımcılar ile çeşitli platformlarda paylaştığımız üzere, Mayıs ayı ortasından itibaren endekse ilişkin görüşümüz olumlu. Görüş değişikliğimizin ana nedenleri şu şekilde sıralanabilir: (1) Endeksin Yılbaşı-Mayıs ortası arasındaki yaklaşık %20 değer kaybı ve şirket değerlemelerinin ucuzlaması, (2) Seçim belirsizliği döneminde sona gelinmesi, ve (3) Seçim sonrasında görev alacak yeni ekonomi yönetiminden göreceli olarak daha ortodoks politikalar beklentisi.
- Orta vadeli ekonomik faktör ve beklentilerimizin ise borsa görüşümüzü desteklediğini düşünmekteyiz. 1. Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin, günümüz değerlemelerinden, borsayı öne çıkarabilir, 2. Şirket karlarının reel anlamda 2022 yılına göre daha yavaş büyüyeceklerini düşünmemize rağmen, göreceli olarak hala yüksek devam eden enflasyon ve enflasyondan korunmak için öne çekilen talep, dövizin normalleşmesi ile ihracatçı şirketlere olumlu yansıması muhtemelen karlılıklar devam eden enflasyon talep, yıllık kar beklentilerinde yukarı yönde düzeltmelere neden olabilir. Hükümetin de şu aşamada büyüme odaklı bir ekonomik modelle devam edeceğini düşünmekteyiz.
- 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 oldukça yavaşladığı, hatta hemen her ülkede negatife geçmiş olduğu. Bu bağlamda beklentimiz önümüzdeki 2 yılda averaj olarak BIST şirketlerinin dünya averajına paralel %10'un üzerinde reel kar (global averaj: -11.3), FAVÖK olarak da dünya ortalamasından daha olumlu -%4 (Global averaj: -%10,2) daralma olacağıdır. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise 3 ay önce %46'dan %57'ya artmış durumda.
- **BIST-100 Endeks hedefimiz %31'luk yükselme potansiyeliyle 7,062.** Endeks hedefimizi ekonomi ve şirketlerdeki son gelişmeler ışığında güncellemiş ve 6,340 seviyesinden arttırmış durumdayız. Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %42, sanayii sektörlerindeki ise %28. 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. Öte yandan, model portföyümüzde de bulunan, birçok kaliteli şirkette daha yüksek potansiyellerin mevcut olduğunu belirtmekte fayda var.





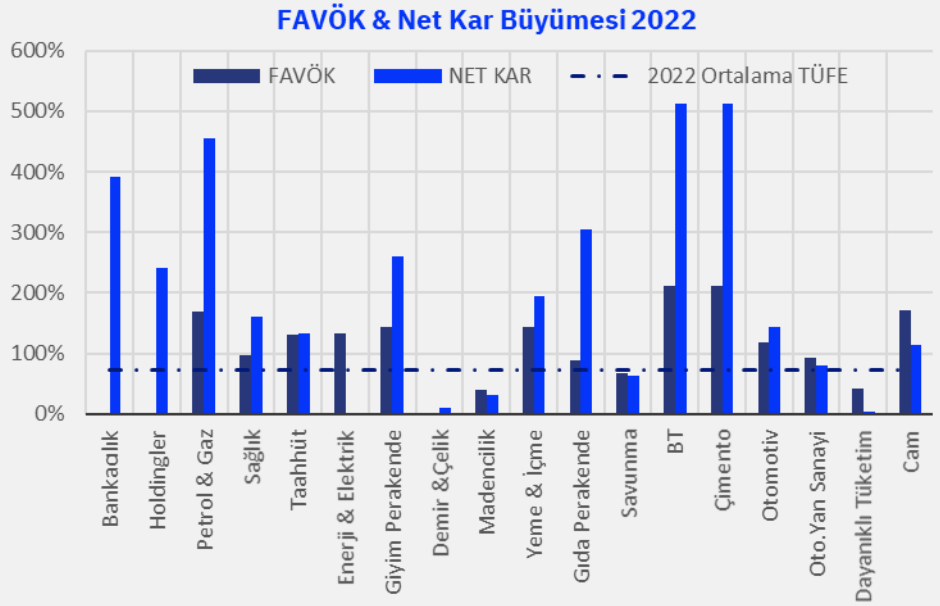


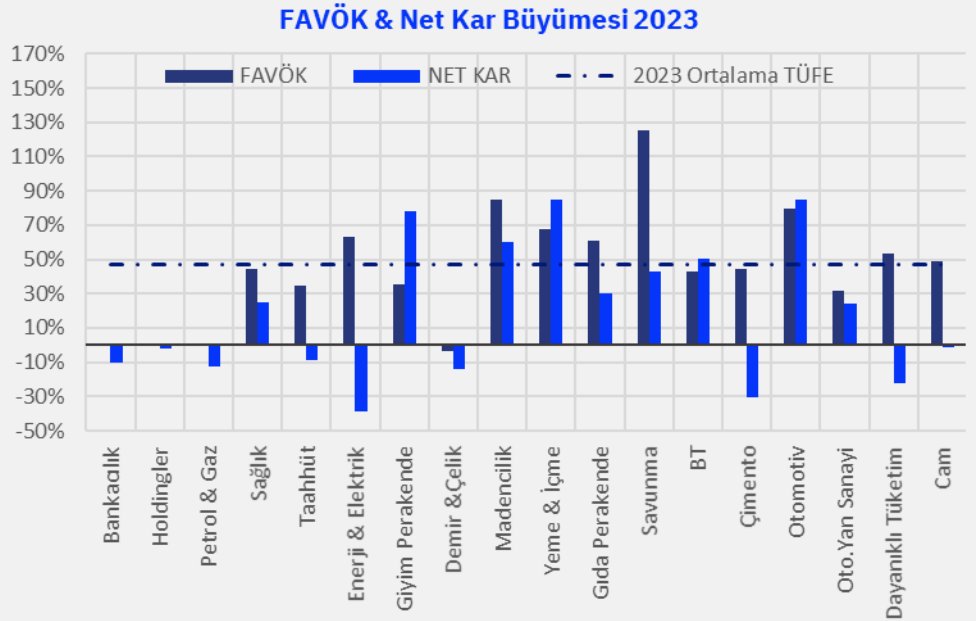
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (II)

2023 Sektörel kar beklentileri

- 2022 yılında toplam FAVÖK %153, net kar %272 artış göstermiş, ve çoğu ana sektörler yüksek reel kar büyümeleri ile yılı kapatmış idi.
- Ancak, 2023 yılında reel FAVÖK büyümesi beklediğimiz sektörler madencilik, enerji, gıda perakende, yeme içme, savunma,ve oto sektörlerinden ibaret. Beklentimiz 2023 yılında BIST100 ortalamasının reel olarak %5 üzerinde bir kar düşüşü yaşayacağı.
- 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, ve 3. Global büyümede yavaşlama.





Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri

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	18,51	25,14	28,50	54%	EÜG	EÜG	51.058	64.649	1,9	1,5	0,5	0,4	30,0	30,1
Garanti Bankası	29,42	35,94	40,88	39%	EÜG	EÜG	49.350	61.827	2,5	2,0	0,6	0,5	31,3	30,0
İş Bankası	12,88	15,97	18,64	45%	EÜG	EÜG	64.544	69.346	2,0	1,9	0,5	0,4	29,8	26,1
TSKB	4,21	6,23	6,23	48%	EÜG	EÜG	5.372	6.300	2,2	1,9	0,6	0,5	35,2	29,6
Vakıfbank	9,63	11,16	12,26	27%	EPG	EPG	18.698	18.965	5,1	5,0	0,8	0,7	16,0	14,1
Yapı ve Kredi Bankası	12,19	14,39	17,32	42%	EÜG	EÜG	45.393	56.407	2,3	1,8	0,6	0,5	29,9	29,7

* 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

19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri

Banka Dışı

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023 T			2024 T			F/K		FD/FAVÖK		Özsermaye Karlılığı (%)	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T
Akiş GMYO	5,15	6,12	6,12	19%	EPG	EPG	1.454	1.063	6.483	1.971	1.471	5.184	0,6	0,8	6,3	4,6	39,8	24,1
Akçansa	79,70	70,23	94,57	19%	EPG	EPG	14.671	2.181	2.161	20.334	3.605	3.193	7,1	4,8	6,8	4,1	48,3	59,2
Aksa Akrilik	64,15	94,05	94,05	47%	EPG	EPG	22.546	4.796	3.946	25.252	5.177	4.356	5,3	4,8	4,2	3,9	54,6	57,0
Aksa Enerji	29,58	52,56	52,56	78%	EPG	EPG	65.605	10.103	6.888	81.698	12.908	8.861	5,3	4,1	4,4	3,5	32,4	36,8
Anadolu Efes	63,85	75,00	75,00	17%	EPG	EPG	146.821	25.736	4.853	188.201	32.301	6.952	7,8	5,4	3,3	2,6	17,0	21,7
Anadolu Holding	103,00	177,00	177,00	72%	EÜG	EÜG	256.888	34.055	7.016	353.715	45.518	9.613	3,6	2,6	-	-	33,2	34,2
Arçelik	106,30	134,35	134,35	26%	EPG	EPG	173.025	18.225	3.345	220.015	22.179	4.410	21,5	16,3	5,8	4,8	12,9	13,6
Aygaz	83,30	67,81	67,81	-19%	EPG	EPG	52.266	706	3.512	59.668	714	2.916	5,2	6,3	16,3	16,1	54,5	44,2
Bim Mağazaları	174,90	178,00	197,00	13%	EÜG	EÜG	260.123	19.124	11.106	331.251	25.551	14.125	9,6	7,5	6,0	4,5	26,2	33,4
Brisa	52,40	58,36	58,36	11%	EPG	EPG	19.579	3.629	2.299	24.607	4.933	3.307	7,0	4,8	5,3	3,9	51,8	51,2
Coca Cola İcecek	243,70	311,00	311,00	28%	EÜG	EÜG	93.601	18.921	8.352	122.780	24.321	12.114	7,4	5,1	3,8	3,0	32,6	42,3
Çimsa	114,20	114,06	131,39	15%	EPG	EPG	12.036	1.887	1.113	16.114	2.950	2.422	13,9	6,4	7,6	4,9	17,3	27,9
Doğan Holding	8,71	12,00	12,00	38%	EPG	EPG	-	-	8.958	-	-	11.568	2,5	2,0	-	-	35,8	42,1
Doğuş Otomotiv	145,00	142,59	191,06	32%	EPG	EÜG	94.346	19.285	21.160	97.672	12.456	16.527	1,5	1,9	1,2	1,8	68,5	41,1
Enerjisa	30,18	40,56	40,56	34%	EÜG	EÜG	122.789	14.489	4.298	162.262	19.219	5.679	8,3	6,3	3,0	2,3	18,5	22,1

* 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

19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri

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	26,50	42,50	39,24	48%	EÜG	EÜG	84.414	18.471	12.539	104.058	22.225	16.058	12,7	9,9	1,1	1,0	8,3	9,7
Ereğli	35,76	42,50	48,34	35%	EPG	EPG	146.698	24.177	14.208	186.721	37.618	22.881	8,8	5,5	5,9	3,8	11,6	17,0
Ford Otosan	657,00	763,62	903,87	38%	EÜG	EÜG	337.191	37.237	32.600	467.506	51.055	42.992	7,1	5,4	6,8	5,0	66,1	52,2
Galata Wind	16,19	23,73	23,73	47%	EPG	EPG	1.697	1.227	1.007	1.961	1.373	1.191	8,6	7,3	6,7	6,0	42,6	43,4
Good Year	19,50	15,97	22,83	17%	EPG	EPG	16.178	1.787	474	2.053	2.263	877	11,1	6,0	3,3	2,6	27,4	32,1
Indeks Bilgisayar	18,41	16,55	16,55	-10%	EPG	EPG	37.618	1.499	865	49.241	1.962	1.059	4,8	3,9	1,6	1,2	42,3	42,2
Kardemir	19,65	28,50	34,08	73%	EÜG	EÜG	29.334	4.445	2.613	36.003	6.057	4.088	5,9	3,8	3,0	2,2	19,1	24,5
Koç Holding	95,05	107,00	114,11	20%	EÜG	EÜG	-	-	65.000	-	-	77.500	3,7	3,1	-	-	39,4	44,3
Kordsa	73,35	93,62	93,62	28%	EPG	EPG	21.413	2.711	1.594	24.816	3.615	2.149	9,0	6,6	9,0	6,7	13,1	15,5
Koza Altin	20,64	20,00	20,38	-1%	EAG	EAG	10.977	5.622	6.405	14.394	8.418	10.588	10,3	6,2	9,8	6,6	50,0	78,3
Koza Anadolu	44,10	60,00	61,14	39%	EPG	EPG	11.091	5.588	2.562	14.511	8.369	4.235	6,7	4,0	2,3	1,6	19,5	31,1
Logo	58,10	84,36	84,36	45%	EÜG	EÜG	2.130	725	587	3.046	1.022	851	9,9	6,8	7,2	5,1	35,7	49,3
Lokman Hekim	21,32	35,16	35,16	65%	EPG	EPG	1.251	275	181	1.594	335	222	4,2	3,5	4,2	3,4	48,1	52,4
Mavi Giyim	63,75	98,50	98,50	55%	EÜG	EÜG	15.785	3.362	2.565	22.675	4.648	3.216	4,9	3,9	3,5	2,5	65,8	54,0
Migros Ticaret	200,60	280,00	280,00	40%	EÜG	EÜG	134.252	9.392	3.675	192.149	13.007	4.839	9,9	7,5	3,8	2,7	71,6	76,9

* 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

19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri

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	73,75	88,68	88,68	20%	EPG	EPG	14.264	3.356	1.987	18.163	4.311	2.466	7,7	6,2	5,3	4,1	85,9	95,1
Orge Elektrik	24,10	43,08	47,20	96%	EÜG	EÜG	1.280	416	325	1.598	482	391	5,9	4,9	4,8	4,1	38,2	36,5
Otokar	180,60	224,00	224,00	24%	EPG	EPG	18.421	2.804	1.775	29.329	3.650	2.650	12,2	8,2	9,9	7,6	76,7	75,5
Petkim	13,91	19,50	19,77	42%	EÜG	EÜG	69.888	6.891	5.380	89.524	9.712	7.950	6,6	4,4	7,5	5,3	24,0	28,6
Sabanci Holding	42,38	50,00	56,57	33%	EPG	EÜG	-	-	40.000	-	-	50.000	2,2	1,7	-	-	36,4	40,0
Şişecam	40,44	48,39	48,39	20%	EPG	EPG	135.905	30.420	19.088	184.583	41.926	28.493	6,5	4,3	4,3	3,1	21,0	24,4
Şok Marketler	31,72	56,00	56,00	77%	EÜG	EÜG	103.690	7.890	2.282	147.170	10.463	2.563	8,2	7,3	2,7	2,1	44,3	34,3
Tekfen Holding	33,52	60,00	56,38	68%	EÜG	EÜG	40.942	3.661	3.129	54.236	5.586	5.258	4,0	2,4	2,1	1,4	25,1	33,3
Tofaş	212,00	241,61	279,42	32%	EÜG	EÜG	83.468	12.464	11.199	87.950	13.681	10.082	9,5	10,5	7,9	7,2	56,7	42,4
Turk Telekom	18,51	26,00	26,00	40%	EÜG	EPG	75.191	26.809	5.993	101.911	36.344	13.825	10,8	4,7	3,8	2,8	38,6	66,9
Turk Traktor	348,00	304,70	443,37	27%	EPG	EÜG	39.877	6.916	5.232	45.699	7.193	5.367	6,7	6,5	4,8	4,7	77,1	72,1
Turkcell	34,14	48,50	48,50	42%	EÜG	EÜG	87.251	33.753	14.768	123.199	46.777	21.989	5,1	3,4	2,9	2,1	35,7	39,4
Tüpraş	71,90	105,00	102,24	42%	EÜG	EÜG	540.436	50.606	35.276	584.867	39.740	26.526	3,9	5,2	2,5	3,2	37,8	27,6
Ülker Gıda	32,96	31,25	39,00	18%	EPG	EPG	39.251	9.021	470	48.854	10.756	579	24,0	19,5	2,9	2,4	6,0	6,8
Zorlu Enerji	2,87	3,31	3,31	15%	EPG	EPG	39.533	7.858	214	46.020	8.618	283	37,4	50,7	5,3	4,8	1,1	1,5

* 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

19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Model Portföy ve Hisse Önerileri

19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Potansiyel Getiri (%)
Ag Anadolu Grubu Holding	0,63	25.084	69,5	71,5%
Akbank	3,66	96.252	2.437,5	52,0%
Enerjisa Enerji	0,54	35.645	368,7	31,6%
Ford Otosan	3,05	230.548	911,0	35,7%
Kardemir (D)	1,06	15.331	1.754,5	66,8%
Koc Holding	3,98	241.037	2.211,7	17,8%
Mavi Giyim	0,66	12.663	111,5	52,7%
Migros	1,33	36.319	323,4	39,0%
Orge Enerji	-	1.928	36,0	91,8%
Sabanci Holding	3,15	86.472	1.347,5	31,0%
Sok Marketler	0,70	18.819	199,1	74,3%
Tekfen Holding	0,46	12.402	299,4	62,0%

Değişiklik	
Eklenen	KRDMD, SAHOL
Çıkartılan	ENKAI

Performans	BIST-100 Rölatif (%)
Yıl Başından Beri	3,9%
28 Mayıs 2019* - Bugün	10,9%

** Portföy başlangıcı.*

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

- **Model portföye Kardemir ve Sabancı Holding ekliyor, Enka Holding'den kar alıyoruz.**
- Kardemir'de ton başına FAVÖK rakamlarında kademeli olarak (olumlu) normalleşme beklentimizden, ve katmadeğeri yüksek ürünlerin toplam satışlardaki artan payının pozitif marj etkisi beklentimizden ötürü model portföyümüze ekliyor; sektör oyuncuları içinde özellikle Kardemir özelinde en kötünün geride kaldığını düşünüyoruz.
- Sabancı Holding'de ise, daha yüksek döviz üretimi sağlamak amacıyla ağırlıklı olarak Enerji&Iklim, Yüksek Malzeme Teknolojileri ve Dijital Teknolojilere yaptığı yatırımların Şirket NAD iskontosunu orta vadede daraltacağına olan inancımızdan ötürü model portföyümüze ekliyoruz.
- Bankacılık sektöründe ise önümüzdeki dönemde karlılığı olumlu yönde etkileyecek haber akışı ihtimalinin arttığını düşünmekteyiz. Şöyle ki; faizlerdeki artış ve regulasyonlarda yumuşama beklentimize paralel olarak TCMB düzenlemeleri ile politika faizine endekslenen TL ticari kredi getirilerinin artarken, halihazırda TL mevduat payı ve dövizden dönüşüm hedefleri kaynaklı yüksek olan TL mevduat faizlerinin yatay kalmasını veya düşüş seyri izlemesini bu sayede de TL kredi-mevduat makasında kısa vadede önemli bir toparlanma görülmesini beklemekteyiz. Bunun yanında faizlerdeki artışla birlikte bankaların TCMB'den yaptığı fonlamanın maliyeti de artacaktır fakat kredi getirilerindeki artış ve düzenlemelerdeki yumuşama bankaların ana faaliyet gelirlerinin daha sağlıklı oluşmasını sağlayacaktır. Menkul kıymetler tarafına baktığımızda ise faiz artırım senaryosunda bankaların elindeki sabit faizli tahvillerin muhasebeleştirme politikaları sebebiyle gelir tablosuna etki etmeyeceğini ve oldukça düşük seviyede oldukları için sermayeye etkisinin de yönetilebilir seviyede olduğunu düşünmekteyiz. Menkul kıymetler portföyünde sabit faizli tahvillere kıyasla çok daha yüksek yer kaplayan TÜFE'ye endeksli tahviller ve değişken faizli tahviller ise faiz artırımına adaptasyonda sorun teşkil etmeyecektir. Özetle kademeli faiz artırımı ve regülasyonlardaki gevşemenin bankacılık sektörünün ana faaliyetlerini daha sağlıklı yürütmelerini sağlayacağını ve kısa- orta vadede banka bilanço yapısını olumlu etkilemesini bekleriz.
- 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											19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2023T	FK 2023T
Ag Anadolu Grubu Holding	08.05.2023	93,30	103,18	10,6%	-4,3%	177,00	71,5%	25.084	69,5	1,2	3,6
Akbank	05.06.2023	17,93	18,75	4,6%	6,6%	28,50	52,0%	96.252	2437,5	0,5	1,9
Enerjisa Enerji	31.05.2023	30,49	30,83	1,1%	-6,2%	40,56	31,6%	35.645	368,7	3,0	8,3
Ford Otosan	08.05.2023	523,85	666,16	27,2%	10,1%	903,87	35,7%	230.548	911,0	6,8	7,1
Kardemir (D)	21.06.2023	20,43	20,43	0,0%	0,0%	34,08	66,8%	15.331	1754,5	3,0	5,9
Koc Holding	08.05.2023	78,66	96,87	23,1%	6,6%	114,11	17,8%	241.037	2211,7	1,5	3,7
Mavi Giyim	01.03.2021	12,18	64,51	429,6%	53,5%	98,50	52,7%	12.663	111,5	3,5	4,9
Migros	26.07.2022	53,07	201,50	279,7%	82,8%	280,00	39,0%	36.319	323,4	3,8	9,9
Orge Enerji	21.12.2022	28,55	24,61	-13,8%	-11,2%	47,20	91,8%	1.928	36,0	4,8	5,9
Sabanci Holding	21.06.2023	43,20	43,20	0,0%	0,0%	56,57	31,0%	86.472	1347,5	0,8	2,2
Sok Marketler	20.01.2023	29,48	32,13	9,0%	13,6%	56,00	74,3%	18.819	199,1	2,7	8,2
Tekfen Holding	21.12.2022	42,59	34,79	-18,3%	-15,8%	56,38	62,0%	12.402	299,4	2,1	4,0
Performans											
YBB				0,4%	3,9%						
Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019)				218,7%	10,9%						

* Banka rasyoları PD/DD

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

AG Anadolu Grubu Holding

AGHOL TI / AGHOL.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			177,00
Hisse Fiyatı (TL)			103,00
Yükseliş Potansiyeli (%)			72%
NAD İskontosu			45%
Piyasa Değeri (TL mn)			25.084
Firma Değeri (TL mn)			46.842
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	3.801	7.016	9.613
artış	194,5%	84,6%	37,0%
Net Borç	17.151	17.814	17.890
HB Temettü	0,2	0,8	1,0
Tem. Verimi (%)	0,2	0,8	1,0
Özsermaye Karlılığı	31,0	33,2	34,2
F/K	3,9	3,6	2,6
PD/DD	0,3	1,2	0,9

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Şirket hisselerinin, çeşitlendirilmiş hızlı tüketim sektörü iştirakleri sayesinde defansif bir seçenek olduğuna inanıyoruz. Buna bağlı olarak Grup, tüm segmentlerde iyi yönetilen fiyatlandırma stratejisi sayesinde 2022 yılında enflasyonist baskıların üstesinden gelebilmiştir.
- Uluslararası gelirler 2022'de toplam gelirlerin %37'sine ulaşmış olup; bu durum holding için parite dalgalanmalarına karşın doğal bir koruma sağlıyor; öte yandan döviz birikimini güçlendiriyor.
- Konsolide Net Borç/FAVÖK rasyosunun 0,8x olmasını sağlıklı olarak değerlendiriyoruz. Düşük borçluluğun, grup ve iştirakleri için daha fazla organik ve inorganik büyüme fırsatı sunacağına inanıyoruz.
- Hisse, ~%45 NAD iskontosuyla işlem görmektedir. (2 yıllık ortalama ~%40, MY22 ortalaması ~%37). 2023 yılında tüm iş kollarında güçlü operasyonel figürler elde edilmesini ve son dönemdeki stratejik M&A (Birleşme ve Satın Alma) faaliyetlerinin olumlu katkısının önümüzdeki yıllarda daha dar bir NAD iskontosu ile sonuçlanabileceğine inanıyoruz.
- Hisse senedi, 2023 beklentilerimize göre 3,7x F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız 2023T 1,1x'lik PD/DD rasyosuna işaret ediyor. Şirketin ~%33'lük güçlü bir öz sermayeye kârlılığına sahip olduğu düşünüldüğünde, mevcut NAD iskontosunun ve gelecek yıllar çarpanlarının alım fırsatı yarattığını düşünüyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Akbank

AKBNK TI / AKBNK.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			28,50
Hisse Fiyatı (TL)			18,51
Yükseliş Potansiyeli (%)			54%
Piyasa Değeri			96.252
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	60.024	51.058	64.649
artış	395%	-15%	27%
Özsermaye Karlılığı	55%	30%	30%
F/K	0,9	1,9	1,5
PD/DD	0,5	0,5	0,4

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Ortodoks politikalara dönüş senaryosunda banka bilançolarında hem aktif hem pasif taraftaki regulasyonların kaldırılmasını veya yumuşatılmasını beklemekteyiz.
- Faiz artış beklentimize paralel olarak TCMB düzenlemeleri ile politika faizine endekslenen TL ticari kredilerinin getirisinin artarken, halihazırda yüksek olan TL mevduat faizlerinin yatay ve/veya düşüş seyri izlemesini ve TL kredi-mevduat makasında toparlanma görülmesini beklemekteyiz.
- Son açıklanan verilere göre Akbank'ın TCMB regülasyonları kapsamında menkul kıymet tesisi için almış olduğu tahvilleri 30 milyar seviyesinde olup aktiflere oranı yaklaşık %2 ile oldukça düşük seviyededir.
- Bankanın yüksek miktardaki yaklaşık 127 milyar TL'lik TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünün (özsermayenin yaklaşık %83'ü ve aktiflerin %10'u) yükselen enflasyon beklentileriyle birlikte 2023'te marjları desteklemeye devam etmesini bekleriz.
- Hisse 2023 beklentilerimize göre 1,9x F/K ve 0,5x PD/DD ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Enerjisa

ENJSA TI / ENJSA.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			40,56
Hisse Fiyatı (TL)			30,18
Yükseliş Potansiyeli (%)			34%
Piyasa Değeri (TL mn)			35.645
Firma Değeri (TL mn)			43.828
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	84.449	122.789	162.262
artış	156%	45%	32%
FAVÖK	8.663	14.489	19.219
marj	10,3%	11,8%	11,8%
Net Kar	14.498	4.298	5.679
marj	17,2%	3,5%	3,5%
Net Borç	11.316	14.234	11.173
HB Temettü	1,2	2,3	3,0
Tem. Verimi	4,1%	7,6%	9,8%
FD/FAVÖK	3,7	3,0	2,3
F/K	1,4	8,3	6,3
PD/DD	1,3	1,5	1,4

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Süregelen çift haneli TÜFE ortamında, Enerjisa'nın enflasyona dayalı işletme modeli enerji sektöründe göz ardı edilemeyecek bir güvenlik marjı sunduğunun altını çizmek gerekir.
- Tek seferlik depremden kaynaklı operasyonel giderler yılın ilk çeyreğinde 780 milyon TL olarak kaydedilmiştir, firma yönetimi ilgili giderlerin yıl sonuna kadar tazmin edilmesini beklemekte olup, duran varlıklarda değer düşüklüğü riski saptanmamıştır.
- İleriye dönük olarak, daha düşük düzenlemeye tabi hacimler eşlenik olarak daha düşük enerji maliyetlerine işaret etmekte olup, deprem etkisinin kısmi perakende marj daralması ile sınırlı olmasını beklemekteyiz.
- Verimlilik ve kalite gelirleri 1Ç23'te eksi 702 milyon TL olarak kaydedilmiş olup, yılın geri kanalında kademeli olarak ilgili raporlama kaleminin tersine dönmesini beklemekteyiz (Deprem etkisinin tersine çevrilmesi).
- Hisse senedinin çoğunlukla depremin etkilerini fiyatladığını göz önünde bulundurursak oldukça cazip olan 1,56x FD/D.V.T'de işlem görmektedir. İleriye baktığımızda, deprem etkilerinin sınırlı olmasını beklediğimizden dolayı yılın geri kalanında serbest nakit akışı üretiminin ivme kazanmasını beklemekteyiz.
- Buna göre, 2023 yılı için faaliyet gelirlerinin 19,6 milyar TL'ye (14,5 milyar TL düzeltilmiş FAVÖK ve 5,1 milyar TL Yatırım harcamaları geri ödemeleri) ve baz alınan net karın 4,5 milyar TL'ye ulaşmasını beklemeye devam ediyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Ford Otosan

FROTO TI / FROTO.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			903,87
Hisse Fiyatı (TL)			657,00
Yükseliş Potansiyeli (%)			38%
Piyasa Değeri (TL mn)			230.548
Firma Değeri (TL mn)			254.926
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	171.797	337.191	467.506
artış	142%	96%	39%
FAVÖK	19.727	37.237	51.055
marj	11,5%	11,0%	10,9%
Net Kar	18.614	32.600	42.992
marj	10,8%	9,7%	9,2%
Net Borç	27.804	49.898	58.377
HB Temettü	18,7	14,3	28,5
Tem. Verimi	2,8%	2,2%	4,3%
FD/FAVÖK	7,1	6,8	5,0
F/K	6,1	7,1	5,4
PD/DD	7,2	4,7	2,8

** 19/06/2023 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

Kardemir

KRDMD TI / KRDMD.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			34,08
Hisse Fiyatı (TL)			19,65
Yükseliş Potansiyeli (%)			73%
Piyasa Değeri (TL mn)			15.331
Firma Değeri (TL mn)			13.375
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	18.751	29.334	36.003
artış	86%	56%	23%
FAVÖK	2.959	4.445	6.057
marj	15,8%	15,2%	16,8%
Net Kar	1.488	2.613	4.088
marj	7,9%	8,9%	11,4%
Net Borç	405	-1.668	-2.628
HB Temettü	0,9	0,2	1,0
Tem. Verimi	4,5%	1,1%	5,1%
FD/FAVÖK	3,7	3,0	2,2
F/K	7,0	5,9	3,8
PD/DD	1,4	1,1	0,9

** 19/06/2023 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, (1. Çeyrek yatırımcı toplantısında bahsedilen) 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 gevşemesi (son indirimlere ve vade uzatmalarına rağmen), gecikmeli etkiler dikkate alındığında 3Ç23'ten itibaren finansalları destekleyebilir. Ayrıca, Türkiye Çelik Üreticileri Derneği'nin verilerine göre, Türkiye'de uzun/yassı ürün arz-talep dengesinin 1Ç23'te (esas olarak düşük ihracat nedeniyle son beş yılda ilk kez) fiyatları destekleyici olduğunu hatırlatmak isteriz. Ancak bu görünüm, 1Ç23'te gördüğümüz gibi ithalatta artışa neden olmaya devam edebilir. Sonuç çıkarmak için erken olsa da; dünya çelik endüstrisindeki son gelişmeler ve sektör oyuncularının özellikle ithalat/vergilendirme konularındaki beyanlarının/taleplerinin hükümet tarafından dikkate alınabileceğini düşünüyoruz. Bu alanlarda getirilebilecek düzenlemeler sektör oyuncularını destekleyebilir.

- 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. Yaklaşımımız, 2023T için 118 USD'de hala muhafazakardır, ancak 2024T için 133 USD olarak göreceli olarak güçlü varsayımımız mevcuttur. 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. Biz deprem bölgesinden 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 3,0x ve 2,2x FD/FAVÖK çarpanlarında işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Koç Holding

KCHOL TI / KCHOL.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			114,11
Hisse Fiyatı (TL)			95,05
Yükseliş Potansiyeli (%)			20%
NAD İskontosu			27%
Piyasa Değeri (TL mn)			241.037
Firma Değeri (TL mn)			1.209.505
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	69.806	65.000	77.500
artış	359,5%	-6,9%	19,2%
Net Borç	915.227	850.000	825.000
HB Temettü	0,9	1,7	3,0
Tem. Verimi (%)	0,9	1,8	3,2
Özsermaye Karlılığı	68,4	39,4	44,3
F/K	1,6	3,7	3,1
PD/DD	0,6	1,5	1,4

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Bugün itibarıyla Koç Holding NAD'ının ~%47'sini Otomotiv sektörü oluştururken, Rafineri ve Petrol&Gaz dağıtım sektörleri toplam NAD içinde ~%22'lik bir ağırlığa işaret ediyor. Bunu ~%20 ile finans sektörü takip etmektedir. Son olarak, Koç Holding'in net aktif değerinin ~%9'unu ise Dayanıklı Tüketim sektörü oluşturmaktadır.

- Otomotiv ve Enerji sektörlerindeki son girişimlerin (Ford Motor Company & LG Group ile lityum pil yatırımları – Tüpraş&Entek aracılığıyla yeşil enerji dönüşümü) önümüzdeki birkaç on yılda Koç Holding'in faaliyet gösterdiği pazarlardaki konumunu güçlendireceğine inanıyoruz. Grup, yeni çağın otomotiv trendini yakından takip etmektedir. Bu kapsamda Koç Holding, Ford Motor Company ve LG Group ile pil hücresi üretim yatırımına ilişkin bir Mutabakat Zaptı (MoU) imzalamıştı. Koç Holding, Ford Motor Company ve LG Enery Solutions tarafından elektrikli ticari araç pil hücresi üretim yatırımının Ankara'da yapılması öngörülüyor. Mutabakat Zaptına göre taraflarca mutabık kalınması halinde 2026 yılında üretime başlanması ve yıllık 25 GW-saat kapasiteye ulaşılması planlanıyor. İkinci aşamada ise kapasitenin 2029 yılında 20 GW-saat artırılarak toplam 45 GW-saat'e çıkarılması için çalışılması da kararlaştırıldı. Söz konusu yatırım, bu ürünlerin yeni nesil Ford Transit araçlarda kullanmasını da sağlayacaktır.

- Grubun son yıllarda Ford Otosan tarafından yürütülen Ar-Ge çalışmaları ile EV (Elektrikli Araçlar) alanında önemli bir know-how (bilgi birikimi) geliştirdiğini düşünsek de, yukarıda bahsi geçen oyuncularla gerçekleştirilecek faaliyetlerden elde edilecek know-how ile kendi başına da bu alanda önemli bir küresel oyuncu haline gelebileceğine inanıyor bu durumun inorganik büyüme fırsatı da yaratabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca Koç Holding'in elektrikli araç şarj istasyonları ağını artırmak için Entek, Opet, Otokoç ve WAT'ın girişimleriyle "WAT Mobility" adlı ortak yapının da önemli olduğunu düşünüyoruz.

- Hisse senedi, 2023 beklentilerimize göre 3,7x F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız 1,5x'lik (azınlık payları hariç) 2023T PD/DD çarpanına işaret ediyor. Hisse, ~%27 NAD iskontosu ile işlem görüyor (1 yıllık ortalama ~%29). Koç Holding'in son dönemdeki çatı şirketler aracılığıyla yaptığı stratejik yatırımların ve dönüşüm planlarının önümüzdeki yıllarda daha dar bir NAD iskontosu ile sonuçlanabileceğine inanıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi

MAVI TI / MAVI.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			98,50
Hisse Fiyatı (TL)			63,75
Yükseliş Potansiyeli (%)			55%
Piyasa Değeri (TL mn)			12.663
Firma Değeri (TL mn)			11.456
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	10.592	15.785	22.675
artış	129%	49%	44%
FAVÖK	2.481	3.362	4.648
marj	23,4%	21,3%	20,5%
Net Kar	1.439	2.565	3.216
marj	13,6%	16,2%	14,2%
Net Borç	-1.122	-1.993	-2.431
HB Temettü	0,2	0,6	1,4
Tem. Verimi	0,2%	1,0%	2,2%
FD/FAVÖK	2,1	3,5	2,5
F/K	4,2	4,9	3,9
PD/DD	3,1	3,2	2,1

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- 2021 yılından itibaren model portföyümüzde bulunan ve getirisi oldukça yüksek olan hissedeki güçlü performansın devam etmesini beklemekteyiz.
- Şirketin Covid sonrası açılmalar ile yakaladığı güçlü talebin devam etmesiyle sağlam performansını içimizde bulunduğumuz dönemde de sürdüreceğini düşünüyoruz. Güçlü geçmesi beklenen turizm sektörü ise şirketin satışlarını olumlu etkileyebilecek bir başka etken.
- Hammadde fiyatlarındaki artışın yeni sezon ürünlerine yansıyacağı beklentisi paralelinde karlılığın bu yıl bir miktar azalma riskine karşılık, şirketin üretim maliyet avantajlarından kaynaklanan nedenler ve rakiplerine göre uygun fiyat üstünlüğü nedeniyle pazar payı, ciro, ve nakit akışı kalemlerindeki tahminlerimiz muhafazakar kılıyor.
- Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2023 (muhafazakar) beklentilerimize göre cazip 3.5x 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			280,00
Hisse Fiyatı (TL)			200,60
Yükseliş Potansiyeli (%)			40%
Piyasa Değeri (TL mn)			36.319
Firma Değeri (TL mn)			36.196
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	74.502	134.252	192.149
artış	105%	80%	43%
FAVÖK	5.968	9.392	13.007
marj	8,0%	7,0%	6,8%
Net Kar	2.570	3.675	4.839
marj	3,4%	2,7%	2,5%
Net Borç	-611	-1.145	-3.116
HB Temettü	0,0	2,6	3,0
Tem. Verimi	-	1,3%	1,5%
FD/FAVÖK	2,1	3,8	2,7
F/K	5,1	9,9	7,5
PD/DD	5,7	7,1	5,8

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlere 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.
- 2023 yılı için şirketin satışlarında muhafazakar %80, FAVÖK'ünde ise %57'lük ''öngörülebilir'' büyüme beklentilerimiz bulunmakta. Ayrıca şirketin net nakitinin artışının da güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz. Beklenenden hızlı artması muhtemel nakit pozisyonu hissede beklenti çarpanımızı muhafazakar kılıyor olabilir.
- Şirket hisseleri, oldukça yüksek bir iskonto olan 3.8x FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Orge Enerji

ORGE TI / ORGE.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			47,20
Hisse Fiyatı (TL)			24,10
Yükseliş Potansiyeli (%)			96%
Piyasa Değeri (TL mn)			1.928
Firma Değeri (TL mn)			1.997
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	720	1.280	1.598
artış	133%	78%	25%
FAVÖK	289	416	482
marj	40,1%	32,5%	30,2%
Net Kar	310	325	391
marj	43,0%	25,4%	24,5%
Net Borç	46	-33	-97
HB Temettü	0,0	0,0	2,0
Tem. Verimi	-	-	8,3%
FD/FAVÖK	3,6	4,8	4,1
F/K	3,2	5,9	4,9
PD/DD	2,0	2,3	1,8

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Şirket, İstanbul'da devam eden metro projelerinin (~170km) yaklaşık üçte birlik kısmının (~55km) elektrik taahhüt işlerinde yer almaktadır. Şehir yapılanma planlarına göre gelecek 3 yıllık periyotta metro ağının önce ~450km'ye ve 2030 yılına kadar ise ~700km'ye kadar genişletilmesi beklenmektedir. Bu kapsamda yapılacak yatırımların ~2.5-3mr USD seviyesine yakınsaması beklenmektedir. Metro projelerinde elektrik taahhüt işleri oranının toplam proje büyüklüğünün %15'i bandında olması sebebiyle; İstanbul'da 2030 yılına kadar yapılması planlanan projelerde, elektrik taahhüt sektörü için ~350-450mn USD bandında bir proje potansiyeli bulunmaktadır.
- Özellikle İklim Krizi'nin etkisiyle global anlamda artan yenilenebilir enerji yatırımları, Rusya/Ukrayna savaşının ardından artan enerji maliyetleri ile daha da ivmelenmeye başlamıştır. Dolayısıyla şirketler, enerji maliyetlerini azaltmak amacıyla güneş enerjisi yatırımlarını hızlandırmışlardır. Bu kapsamda Uluslararası Enerji Ajansı (IEA)'nın verilerine göre Türkiye'de kurulu güneş enerjisi kapasitesinin 2025 yılına kadar %20'lik YBBO göstererek ~10GW'den ~17GW'ye kadar yükselmesi beklenmektedir. Şirketlerin fabrika/genel merkez/şubelerine entegre edeceği güneş enerji sistemleri de Şirket için ek proje potansiyeli barındırmaktadır. Bu kapsamda Şirket; 2022 yılında iki adet GES kurulum projesi almış olup, özellikle GES ve RES alanlarında iş geliştirme çalışmalarını sürdürmektedir. Elektrik taahhüt segmentinde oldukça önemli bir husus olan iş güvenliği ve proje bitirme zamanlaması konusunda kendisini ispatlamış bir firma olan Orge, yeni alanlarda proje kazanımı konusunda avantaj sağlayabilir. Firma elektrik taahhüt alanında olduğu gibi, bu alanda da yurtdışı projeler yürütme hedefindedir.
- Türkiye araç parkında henüz oldukça düşük bir ağırlığa sahip olan elektrikli araç talebinin gelecek yıllarda önemli seviyede artması beklenmektedir. Bu kapsamda henüz yaklaşık 3,500 noktada şarj istasyonu barındıran Türkiye'de bu sayının 2023 yılında ~55bin noktaya, 2030 yılında ~1mn noktaya ve 2040 yılında 5mn noktaya çıkması beklenmektedir. Şirket'in bu kapsamdaki iş geliştirme çalışmaları devam etmektedir.
- Şirket payları, 2023T 4,8x FD/FAVÖK ve 5,9x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Yeni iş kollarının büyüme potansiyeli ve 2023-2025 yılları arasında ortalama 3 yıllık FAVÖK marjını %31 (Önceki: %32) olarak kullandığımız muhafazakar modelimiz göz önüne alındığında, hisse senedinin hala cazip seviyelerde işlem görmeye devam ettiğine inanıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Sabancı Holding

SAHOL TI / SAHOL.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			56,57
Hisse Fiyatı (TL)			42,38
Yükseliş Potansiyeli (%)			33%
NAD İskontosu			30%
Piyasa Değeri (TL mn)			86.472
Firma Değeri (TL mn)			955.565
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Net Kar	43.828	40.000	50.000
artış	264,3%	-8,7%	25,0%
Net Borç	784.718	800.000	825.000
HB Temettü	0,8	1,8	2,8
Tem. Verimi (%)	1,8	4,1	6,5
Özsermaye Karlılığı	60,1	36,4	40,0
F/K	1,1	2,2	1,7
PD/DD	0,3	0,8	0,7

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Şirket'in gelecek yıllar için hedeflediği Finansal Net Borç/Banka Dışı FAVÖK rasyosu olan <=2x, mevcutta oldukça düşük seviyedeki 0,4x 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 ~3,3 milyar TL'dir.

- Hisse senedi, 2023 beklentilerimize göre 2,2x F/K çarpanıyla işlem görüyor ve varsayımlarımız 0,8x'lik (azınlık payları hariç) 2023T PD/DD çarpanına işaret ediyor. Hisse, ~%30 NAD iskontosu ile işlem görüyor (1 yıllık ortalama ~%28). Sabancı Holding'in son dönemde halka açık olmayan iştirakleri aracılığıyla yaptığı stratejik yatırımların ve yeni ekonomi girişimlerinin 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			56,00
Hisse Fiyatı (TL)			31,72
Yükseliş Potansiyeli (%)			77%
Piyasa Değeri (TL mn)			18.819
Firma Değeri (TL mn)			21.686
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	59.292	103.690	147.170
artış	109%	75%	42%
FAVÖK	4.772	7.890	10.463
marj	8,0%	7,6%	7,1%
Net Kar	2.380	2.282	2.563
marj	4,0%	2,2%	1,7%
Net Borç	3.417	3.255	3.353
HB Temettü	0,0	0,0	0,4
Tem. Verimi	-	-	1,2%
FD/FAVÖK	2,8	2,7	2,1
F/K	4,2	8,2	7,3
PD/DD	6,0	3,7	2,5

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Migros bölümünde de bahsettiğimiz üzere, önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlere göre daha net olarak devam etmekte.

- Şirket 2023 yılında satış gelirlerinde %80 (+/- %5) büyüme, FAVÖK marjının %7,5-8,0 olması, %4,8 mağaza büyümesi ve 2.5 milyar TL yatırım harcaması beklemektedir. Bizim beklentilerimiz, Şirket beklentisinin alt bandı olan %75 gelir büyümesi ve %7,6 FAVÖK marjı olarak şekillenmiştir. TÜFE'nin, özellikle de gıda enflasyonunun katılığının devam ettiği göz önüne alındığında, şirketin yılsonu beklentilerini aşmasının olası olduğunu düşünüyoruz. Beklentilerimize göre, net borç yatay kalıp, finansal nakit 4 milyar TL'nin üzerine çıkabilir. Ayrıca, uzun vadeli tahmin dönemimizde, FAVÖK marjı öngörümüzü kademeli olarak aşağı çekerek %6,5'a 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 2,7x FD/FAVÖK ile oldukça cazip çarpanlardan işlem görmektedir. Hisse için zımni 4,3x FD/FAVÖK çarpanı öngörmekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Tekfen Holding

TKFEN TI / TKFEN.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			56,38
Hisse Fiyatı (TL)			33,52
Yükseliş Potansiyeli (%)			68%
Piyasa Değeri (TL mn)			12.402
Firma Değeri (TL mn)			10.810
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	30.668	40.942	54.236
artış	89%	34%	32%
FAVÖK	2.487	3.661	5.586
marj	8,1%	8,9%	10,3%
Net Kar	3.473	3.129	5.258
marj	11,3%	7,6%	9,7%
Net Borç	-1.199	-2.320	-3.193
HB Temettü	0,7	2,8	3,0
Tem. Verimi	2,1%	8,4%	8,9%
FD/FAVÖK	3,7	2,1	1,4
F/K	2,9	4,0	2,4
PD/DD	1,1	1,0	0,8

** 19/06/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Mart 2023 sonu itibarıyla birikmiş iş miktarı, Mart 2022 dönem sonuna kıyasla yaklaşık %16 düşüş göstermiş olup 1,19 milyar USD seviyesindedir. Son birkaç yıldır yeni proje alma konusunda geçmiş yıllara kıyasla daha az agresif olunması sebebiyle zayıf kalan birikmiş iş miktarının, Şirket paylarının derin negatif ayrışmasındaki en önemli faktörlerden birisi olduğunu düşünüyoruz. Gelecek yıllarda Körfez ve Hazar bölgesinde öne çıkacak projelerin Tekfen'in birikmiş iş yükü için potansiyel oluşturabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Türkiye'nin özellikle petrol&gaz sektöründe Ar-Ge çalışmalarının da Tekfen için fırsat yaratabileceği kanaatindeyiz.
- Haradh Projesi'nden kaynaklanan ek maliyetlerin de etkisiyle taahhüt segmentinde kârlılık baskısı 2022 yılında da devam etmiştir. 1Ç23'ten itibaren segment kârlılığında yukarı yönlü bir normalleşme beklememize karşın geçtiğimiz çeyrek yine zayıf sonuçlandı. Son on beş yılda, segmentin medyan ve ortalama FAVÖK marjı sırasıyla %8,5 ve %5,6'dır ve negatif marjlar elde edilen yıllar hariç ortalama marj %9,8 ile oldukça güçlüdür. Buna karşın, model varsayımımız %5,0'lik orta/uzun vadeli FAVÖK marjı ile muhafazakardır. Önümüzdeki yıllarda Tekfen'in faaliyet gösterdiği bölgelerde enerji/yeşil enerji/altyapı projelerinin hızlanmasını beklediğimiz için, özellikle uzun vadeli temettü yatırımcıları için Şirket paylarının alım fırsatı yarattığını düşünmeye devam ediyoruz. Son olarak, Tüpraş ile güçlü bir iş ilişkisine sahip olması (Türkiye'deki birikmiş işlerin büyük çoğunluğu Tüpraş'tan gelmektedir) ve Stratejik Dönüşüm Planı, Şirket için daha fazla birikmiş iş potansiyeli yaratabilir.
- Taahhüt segmentindeki zayıf ve belirsiz görünüm konsolide figürler üzerinde baskı oluşturmaya devam etse de, Gübre segmentindeki güçlü seyir 2022 yılında da devam etti. Artan maliyetlere karşın, yüksek gübre fiyatları bir önceki yıla göre hafif aşağı yönlü normalleşmeye rağmen 2022 yılında da kârlılığı desteklemeye devam etti. Ancak, modelimizde segment kârlılığına muhafazakar yaklaşarak; son üç yılın ortalamasından 250 baz puan daha düşük varsayım ile ~%16'lık uzun vadeli FAVÖK marjı varsayımımızı yeniden aşağı revize ediyor ve %14.5 olarak güncelliyoruz. Hizmet tarafında ise, FAVÖK marjını son üç yılın ortalamasından 600 baz puan daha düşük olacak şekilde varsayıyor ve %25'lik marj elde edilmesi tahminimizi sürdürüyoruz.
- Şirket payları, 2023T 2,1x FD/FAVÖK ve 4,0x F/K 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)
Ekonomik Büyüme						
GSYH (cari, milyar TL)	3,758	4,320	5,048	7,249	15,007	23,025
GSYH (cari, milyar dolar)	785	760	717	814	893	1,014
GSYH (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	2.9	0.9	1.9	11.4	5.6	3.0
Kişi Başına GSYH (bin dolar)	9,693	9,283	8,576	9,616	10,413	11,658
Enflasyon						
Yılsonu TÜFE (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	36.1	64.3	55.0
Ortalama TÜFE (yıllık, yüzde)	16.2	15.5	12.3	19.8	72.5	47.2
Ödemeler Dengesi						
Cari Denge (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-31.9	-7.2	-48.7	-49.0
Cari Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	-3.5	0.3	-4.4	-0.9	-5.5	-4.8
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi						
Bütçe Dengesi (yılsonu, milyar TL)	-72.6	-130.0	-172.7	-192.2	-139.1	-1,500.0
Bütçe Dengesi/GSYH (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-2.7	-0.9	-6.5
Faiz Dışı Denge (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-11.4	171.8	-900.0
Faiz Dışı Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-0.2	1.1	-3.9

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

Ana Tahminler

Piyasalar

Piyasalara Yönelik Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (T)
BİST-100						
Düşük - Yüksek	847 - 1,235	837 - 1,148	842 - 1,420	1,330 - 2,279	1,851 - 5,500	4,600 - 7,062
Kapanış	913	1.144	1.476	1.858	n.a.	n.a.
Dolar/TL						
Düşük - Yüksek	3.74 - 6.88	5.19 - 6.20	5.85 - 8.46	6.92 - 17.47	13.20 -18.80	18.65 -26.30
Ortalama	4,82	5,68	7,02	8,89	16,62	22,50
Kapanış	5,26	5,94	7,4194	13,329	18,6983	26
2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi						
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.
10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi						
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.
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi						
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	22,8
Kapanış	24,1	11,4	17,0	17.0-18.0	9	35
Brent						
Ortalama	72	64	42	71	101	79

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

Gedik Yatırım

Araştırma Ekibi

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	Uzman	Veri Uzmanı	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