Gedik Yatırım
Strateji Raporu
7 Nisan 2023

Deprem, Seçimler ve Global Bankacılık Sorunu Ekseninde Değişen Beklentilerimiz

GedikYatırım

2023 Strateji Raporu – 2.çeyrek

Yönetici Özeti – Ekonomik Görünüm

Piyasa 9 Mart sonrasında FED'den faiz indirimi fiyatlamaya başladı

- Bu raporu eğer 9 Mart günü yayınlıyor olsaydık, ABD'de güçlü gelen büyüme ve beklentileri aşan enflasyon sonrası mart toplantısı için 50 bazpuanlık faiz artışı beklentilerinin güçlendiğini ve FED'in zirve faiz seviyesine ilişkin tahminlerin 50-75 baz puan kadar yukarı çekildiğini (%5,75-6,00 seviyelerine) yazıyor olacaktık. Ancak 10 Mart'ta Silicon Valley Bank'ın iflası ile başlayan süreç Avrupa'ya sıçrayarak Credit Suisse'deki problemlerle devam edince beklentiler radikal bir biçimde değişti. Bu süreçte, ABD banka hisseleri %30'a yakın, Avrupa banka hisseleri ise yaklaşık %17 değer kaybetti.
- Vadeli işlem sözleşmelerinin ima ettiği FED faiz patikasına göre, **piyasa en geç Temmuz'dan itibaren faiz indirimlerinin başlamasını ve sene sonuna kadar 100 bazpuan faiz indirimi yapılmasını fiyatlamaya başladı.** ABD'de 2-yıllık tahvil faizi de sadece birkaç gün içinde %5,0'in üzeri seviyeden kabaca %3,75'e geriledi. Halihazırda ilk andaki panik havası kontrol altına alınmış olsa da, tüm bunlar piyasanın yaşanan problemlerin farklı bankalara da yayılacağı endişesine işaret ediyor. Mevcut ve beklenen faizlerdeki bu hızlı gerilemenin aynı zamanda piyasanın resesyon beklentisini de yansıttığını düşünüyoruz. Buna karşın, bu olumsuz beklentilerin bankalar dışında hisse senedi fiyatlamalarına henüz yansımadığını söyleyebiliriz.
- Biz de günümüzde finansal entegrasyonun ulaştığı seviye dikkate alındığında**, yaşanan problemlerin sistemik önemi olan bankalara sıçramasa bile, birkaç yerel banka ve Credit Suisse ile sınırlı kalmayacağını düşünüyoruz**. Bu beklentimizin temelinde de aslında 2008 Finansal Krizi ve 2020 pandemi sonrası dönemdeki ultra genişlemeci para politikası, merkez bankalarının 2008 sonrasında politika faizinde normalleşmede geç kalmaları ve bu süreçte negatif faizli tahvil stoğunun 18 trilyon $'a kadar yükselmesi ve de 2018'de Dodd-Frank Yasası'nın gevşetilerek küçük ölçekli (250 milyar $'ın altında varlık büyüklüğüne sahip) bankaların bazı risk denetlemelerinin dışarıda tutulması yatıyor. Buna göre, **FED'in ilerleyen aylarda «finansal istikrar» riskini önceliklendirerek bu sene içinde faiz indirim sürecini başlatmak zorunda kalabileceğini düşünüyoruz.**
- Bankacılık sektöründeki gelişmelerin ardından, uzunca bir süredir öne çıkardığımız küresel resesyon beklentimizin daha güçlendiğini belirtebiliriz. Bu durumda da, **ABD borsalarında mevcut seviyelerin en az %10-15 altının test edilebileceği yönündeki görüşümüzü de koruyoruz.**

Deprem ekonomiyi birçok kanaldan olumsuz etkiledi

- Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı'nın verilerine göre, 6 Şubat'ta Kahramanmaraş merkezli gerçekleşen depremlerde 300 binden fazla bina ve 900 binden fazla bağımsız bölüm yıkıldı ya da hasar aldı. **Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı da depremlerin yarattığı maliyetin yaklaşık 103 milyar $ olarak tahmin edildiğini açıkladı.**
- Depremin yarattığı maliyet ve bunun üzerine EYT ödemeleri bütçe açığı üzerinde çok önemli bir etki yapacak. Buna göre, **bütçe açığının sene sonunda iyi ihtimalle %5,5-6,0 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenebilir.**
- Depremin gıda enflasyonu, kira enflasyonu ve potansiyel vergi artışları kanallarından ek enflasyona yol açması dışında, depremin maliyetini karşılamak üzere parasal genişlemeye gidilmesi ihtimali de ek enflasyonist baskılara yol açabilir. Depremin ardından mevcut durumda TÜFE enflasyonunun sene başındaki beklentilerimizin %5-10 puan üzerinde bir patikada gerçekleşebileceği bir görünümden bahsedebiliriz. Buna göre, sene **sonunda TÜFE enflasyonunun %40 civarı yerine %50'nin üzerinde kalmasının daha muhtemel göründüğünü söyleyebiliriz.**
- Deprem bölgesinden potansiyel ihracat kaybı, turizm gelirlerinde sene başı öngörülerine göre yaşanabilecek kayıplar, yeniden inşa faaliyetlerine bağlı olarak artacak hammadde ithalat ihtiyacı ve sabit giden kurla beklentilerin çok üzerinde bir hızda artamaya devam eden tüketim malı ithalatı cari açığa ek baskılar yaratıyor. Tüm bu etkilerin cari açığa 15 milyar $ civarında bir etki yapabileceğini düşünüyoruz. Buna karşın, küresel ekonomideki durgunluk ve azalan jeopolitik risklere bağlı olarak gerileyen enerji fiyatları da ithalat maliyetimizi düşürücü etki yapabilir. Buna göre, **sene sonu cari açık beklentimizi 40 milyar $'dan 50 milyar $'a yükseltiyoruz.**
- TCMB depremin hemen ardından politika faizini %8,50'ye indirdi. Bununla beraber**, TCMB'nin kur korumalı mevduat (KKM) hesaplarında faiz sınırını tamamen kaldırarak aslında «örtülü bir faiz artırımı» yaptığını söyleyebiliriz.** Buna bağlı olarak, TL mevduat faizlerindeki artış trendinin devam etmesini de kuvvetle muhtemel görüyoruz. **Karar kısa vadede TL üzerindeki baskıyı hafifletse ve stabilizasyona yardımcı olsa da, daha orta vadede TL için negatif görüşümüzü koruyoruz.**

Serkan Gönençler
Baş Ekonomist

2023 Strateji Raporu - 2.çeyrek

Yönetici Özeti – Hisse Senetleri Piyasası Görünümü

Endeksin kısa ve orta vadede, en azından seçimlere kadar, yükselmesi açısından önemli bir katalizöre sahip olmadığını düşünüyoruz. Sene sonu yıllık strateji raporunda da bahsettiğimiz üzere, değerleme bazında doyum noktalarına yakın olduğunu düşünmeye devam ediyoruz.

- Endeks 2022 yılını oldukça güçlü %197'lik bir getiri ile kapattı. Aynı dönemde, USD bazında getirinin de dahil edildiği, GOÜ'lere karşı göreceli performansa baktığımızda, BIST-100 endeksinin rölatif getirisinin yıllık bazda tarihsel olarak en yüksek seviye olan %170 olduğunu görmekteyiz. Önümüzdeki dönemin analizini yapmaya faydası olacak bu getirinin temel nedenleri: 1. Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarında düşük kalan faizler nedeni ile alternatif getirilerin sınırlı kalması, 2. Şirket karlarının talep, ve enflasyonunda katkısı ile yakaladıkları yılında yüksek ürün fiyat ayarlamaları yılında, ve 3. Zayıf TL ile ihracat ağırlıklı şirketlerin elde ettikleri enflasyonun üzerindeki karlılıklar olarak yorumlamaktayız. Zira bu gelişmelerin sonucunda 2022 yılında toplam FAVÖK %153, net kar %272 artış gösterdi.
- 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 %25'in üzerinde reel kar (global averaj: -11.3), FAVÖK olarak da dünya ortalamasından daha olumlu -%6 (Global averaj: -%10,2) daralma olacağıdır. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise 3 ay önce %25'den %46'ya artmış durumda.
- BIST-100 Endeks hedefimiz %31'lik yükselme potansiyeliyle 6,340. Endeks hedefimizi ekonomi ve şirketlerdeki son gelişmeler ışığında güncellemiş ve 6,000 seviyesinden arttırmış durumdayız. 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. Söz konusu yükselme potansiyelinin içinde bulunduğumuz enflasyonist ortamda ve bankaların güncel mevduat faizleri ile karşılaştırdığımız zaman çok da yüksek bir alternatif sunmadığını söylemek mümkün. Öte yandan, model portföyümüzde de bulunan, birçok kaliteli şirkette daha yüksek potansiyellerin mevcut olduğunu belirtmekte fayda var.

2023'de takibimizdeki şirketleri karlarının reel olarak daralmasını bekliyoruz

- Raporun içeriğinde sunulan iki grafik 2022 ve 2023 yıllarında ana sektörlerdeki faaliyet ve net kar büyüme tahminlerimizle averaj TÜFE beklentilerimizi karşılaştırmakta, yani reel büyüme resmini çizmektedir.
- Bu bağlamda, 2022 yılında demir çelik ve madencilik hariç, çoğu ana sektörlerin yüksek reel kar büyümeleri ile yılı kapattıklarını görüyoruz. Ancak, 2023 yılında reel FAVÖK büyümesi beklediğimiz sektörler madencilik, gıda perakende, yeme içme, ve savunma'dan ibaret. Beklentimiz 2023 yılında BIST100 ortalamasının reel olarak %30 üzerinde bir kar düşüşü yaşayacağı.
- 2023 sene beklediğimiz reel kar daralmasının arkasındaki ana nedenler: 1. 2022 yılında kaynaklanan yüksek baz etkisi, 2. Özellikle seçimlerin ardından daha ortodox macro politikalara dönülmesi ve büyümede yavaşlama, 3. Global büyümede yavaşlama, ve 4. TL'nin üretici fiyatlarına nazaran güçlü kalması ve özellikle ihracatçı şirketlerin karlılıklarını azaltma olasılığıdır.
- Yavaşlayan reel kar ortamının dışında, artış trendine girmiş faiz ortamının BIST için ciddi bir rekabet oluşturduğunu ve endeks üzerinde etkilerinin devam etmek olasılığının yüksek olduğunu da tekrar önemle hatırlatmak isteriz.
- **Model portföy:** Halihazırda portföyümüzdeki şirketler; Enka İnşaat, Mavi Giyim, Migros, Orge Enerji, Şok Marketler, Tekfen Holding, Tüpraş, Turkcell, ve Yapı Kredi Bankası. Model portföye dahil olan şirketlerin detaylı analizlerini raporun 38. sayfasından sonra bulabilirsiniz.

Ali Kerim Akkoyunlu
Araştırma Direktörü

Strateji Raporu
İçerik

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

Ekonomik Görünüm: Özet

Global ekonomiye ilişkin beklentilerimiz şöyle özetlenebilir...

- 10 Mart'ta Silicon Valley Bank'ın iflası ile başlayan süreçle birlikte piyasa FED'in en geç Temmuz'dan itibaren faiz indirimlerinin başlamasını ve sene sonuna kadar 100 bazpuan faiz indirimi yapılmasını fiyatlamaya başladı.
- Biz de yaşanan problemlerin sistemik önemi olan bankalara sıçramasa bile, birkaç yerel banka ve Credit Suisse ile sınırlı kalmayacağını düşünüyoruz.
- Bankacılık sektöründeki realize edilmemiş (bilançoda duran) tahvil zararlarının 2022 sonu itibariyle 600 milyar $'a ulaştığı tahmin ediliyor. Bu da ileride potansiyel bir mevduat kaçışı yaşanması durumunda ortaya çıkabilecek zararlar konusunda net bir fikir veriyor.
- Buna göre, FED «finansal istikrar» riskini önceliklendirerek bu sene içinde faiz indirim sürecini başlatabilir (başlatmak zorunda kalabilir). Kredi koşullarındaki sıkılaşmanın yaratacağı deflasyonist ortam bu konuda FED'e yardımcı olabilir.
- Ek olarak, yıl içinde %2,0'lik enflasyon hedefinde yukarı yönlü bir revizyon konusunun da gündeme gelebileceğini düşünüyoruz.
- Bankacılık sektöründeki gelişmelerin ardından, uzunca bir süredir öne çıkardığımız küresel resesyon beklentimizin daha güçlendiğini belirtebiliriz.
- Bu durumda da, S&P-500 endeksi başta olmak üzere ABD borsalarında mevcut seviyelerin en az %10-15 altının test edilebileceği yönündeki görüşümüzü de koruyoruz.
- Öte yandan, dip seviyelerin test edilmesinin ardından (muhtemelen para politikalarında sınırlı da olsa bir gevşeme sinyaliyle birlikte) hızlı bir ralli yaşanmasını da bekliyoruz.
- Son olarak, Avrupa için endişe edilen enerji krizi senaryosu ılımlı geçen kış sayesinde bu sene için gerçekleşmedi. Ancak, süregelen jeopolitik riskler ve küresel iklim krizinin etkileri (yenilenebilir enerjiye geçiş çabaları) nedeniyle, enerji fiyatlarında hızlı yükseliş riskinin her zaman baki olduğunu düşünüyoruz.

Ekonomik Görünüm: Özet

Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimiz şöyle özetlenebilir...

- Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı'na göre 6 Şubat Kahramanmaraş merkezli depremlerde 300 binden fazla bina (900 bin civarı bağımsız bölüm) zarar görürken, depremlerin maliyetinin 100 milyar $'ı aşması bekleniyor.
- Bu maliyetin önemli bir kısmının bu sene karşılanacak olması ve EYT ödemeleri dikkate alındığında, bütçe açığının sene sonunda iyi ihtimalle %5,5-6,0 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenebilir. Buna göre, seçimlerin ardından servet ve/veya tüketim üzerinden alınan bir dizi vergide daha artış beklemek makul görünüyor.
- Potansiyel vergi artışları dışında, depremin gıda ve kira enflasyonu üzerindeki etkileri ve mevcut enflasyonist eğilimler dikkate alındığında, TÜFE enflasyonunun sene başı öngörümüzün üzerinde bir patikada gerçekleşebileceğini ve yılın 2. yarısında da yeniden yükselişle geçebileceğini düşünüyoruz. Buna göre, sene sonu TÜFE enflasyonunu %40 yerine %51 olarak öngörüyoruz.
- Deprem sonrasında potansiyel ihracat kaybı, turizm gelirlerinde yaşanabilecek kayıplar ve yeniden inşa faaliyetlerine bağlı olarak artacak hammadde ithalat ihtiyacı ve de mevcut eğilimleri dikkate alarak sene sonu cari açık tahminimizi 40 milyar $'dan 50 milyar $'a revize ediyoruz.
- Yüksek enflasyon ve cari açık ortamında $/TL kurunun sabit tutulması kur üzerinde stres birikimine yol açmaktadır ve bu baskılanma deprem sonrasında daha da artmıştır. Buna göre, özellikle seçimlerin ardından ve sonucundan bağımsız olarak TL'de sert bir değer kaybı yaşanmasını kuvvetle muhtemel görüyoruz. $/TL kurunu 2023 sonu için 24,50, yıllık ortalama olarak da 21,75 olarak öngörüyoruz (varsayıyoruz).
- TCMB'nin kur korumalı mevduat (KKM) hesaplarında faiz sınırını tamamen kaldırması «örtülü bir faiz artırımı» olarak görülebilir. Buna bağlı olarak, TL mevduat faizlerindeki artış trendinin devam etmesi kuvvetle muhtemel görünüyor. Seçimlerin ardından para politikasında kademeli de olsa bir normalleşmenin kaçınılmaz göründüğünü düşünüyoruz.
- Deprem sonrası sanayi üretimi artışı bir süreliğine negatif bölgeye geçse de, çok güçlü giden iç talebe bağlı olarak hizmet sektörlerinin desteği ve ilerleyen dönemde deprem sonrası yeniden inşa faaliyetleri büyümeyi destekleyecek. Seçimler sonrası potansiyel bir faiz artışı ise iç talepte sert bir yavaşlamaya yol açabilir. Hepsini bir arada düşündüğümüzde, tüm yıl için %2,5-3,0 civarında bir GSYH büyümesinin makul göründüğünü düşünüyoruz. Bununla beraber, risklerin yukarı yönlü olduğunu söyleyebiliriz.

Ekonomik Görünüm: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet...

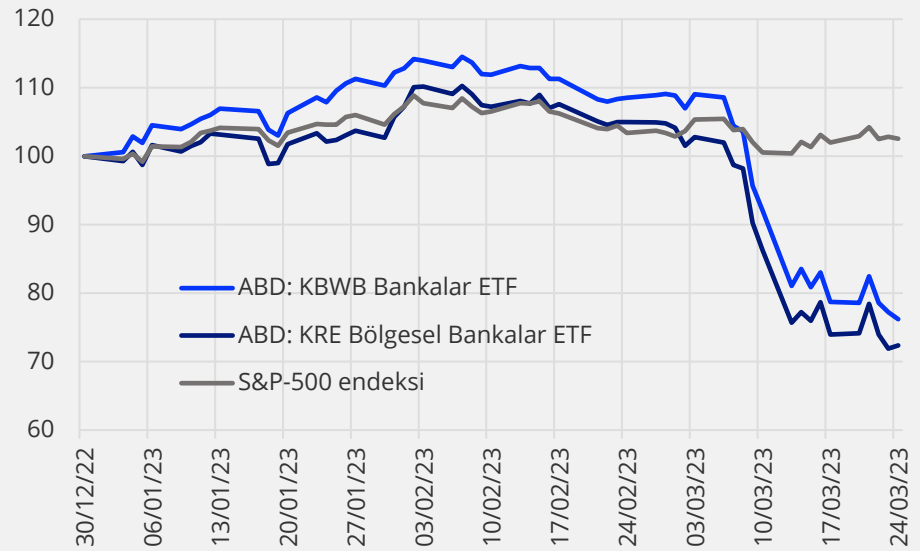
Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler Tablosu

		2020	2021	2022	2023 Tahmini	2023 Eski Tahmin
USD/TL	Dönem sonu	**7.42**	**13.33**	**18.70**	**24.50**	24.50
	Dönem ortalaması	**7.02**	**8.89**	**16.62**	**21.75**	22.70
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	**14.6%**	**36.1%**	**64.3%**	**51.0%**	40.0%
	Dönem ortalaması	**12.3%**	**19.6%**	**72.3%**	**47.5%**	46.7%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	**14.3%**	**31.9%**	**51.3%**	**49.5%**	38.0%
	Dönem ortalaması	**11.2%**	**18.3%**	**57.0%**	**47.0%**	43.1%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	**1.8%**	**11.0%**	**5.6%**	**2.7%**	2.5%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	**5,047**	**7,209**	**15,007**	**23,018**	22,295
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	**717**	**810**	**893**	**1,048**	976
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	**-3.4%**	**-2.7%**	**-0.9%**	**-5.6%**	-4.0%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	**-0.8%**	**-0.2%**	**1.1%**	**-3.1%**	-1.4%
Faiz-Dışı Denge (IMF)	GSYH'ye oranı	**-2.5%**	**-1.6%**	**-0.2%**	**-4.1%**	-3.5%
Cari Denge	Milyar $	**-31.9**	**-7.3**	**-48.7**	**-50.0**	-40.0
	GSYH'ye oranı	**-4.5%**	**-1.7%**	**-5.5%**	**-4.8%**	-4.1%
Ek Bilgi:						
Brent Petrol (USD)	Dönem sonu	**42.0**	**71.2**	**87.0**	**80.0**	90.0
Brent Petrol (USD)	Dönem ortalaması	**51.2**	**77.2**	**101.0**	**82.0**	87.0
FED politika faizi	Dönem sonu	**0.00%**	**0.00%**	**4.25-4.50%**	**4.25-4.50%**	4.75-5.0%
Dünya GSYH büyümesi	Dönem ortalaması	**-3.1%**	**6.0%**	**3.0%**	**1.8%**	1.9%
ABD	Dönem ortalaması	**-3.4%**	**5.7%**	**1.5%**	**0.0%**	0.2%
AB	Dönem ortalaması	**-6.1%**	**5.2%**	**3.0%**	**-0.5%**	-0.6%
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**	1.05
EUR/USD	Dönem ortalaması	**1.23**	**1.13**	**1.05**	**1.06**	1.03

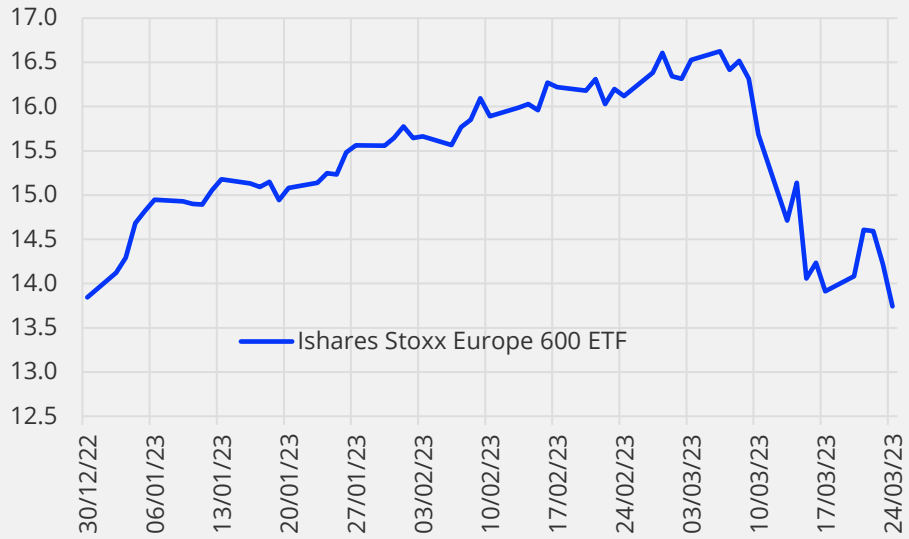
Ekonomik Görünüm: Global

ABD'de Silicon Valley Bank'ın iflası ile başlayan süreçte bankacılık sektörü büyük kayıplar yaşadı

S&P-500 endeksi - ABD Bankacılık endeksleri (ETF)



Avrupa Bankacılık endeksi (ETF)



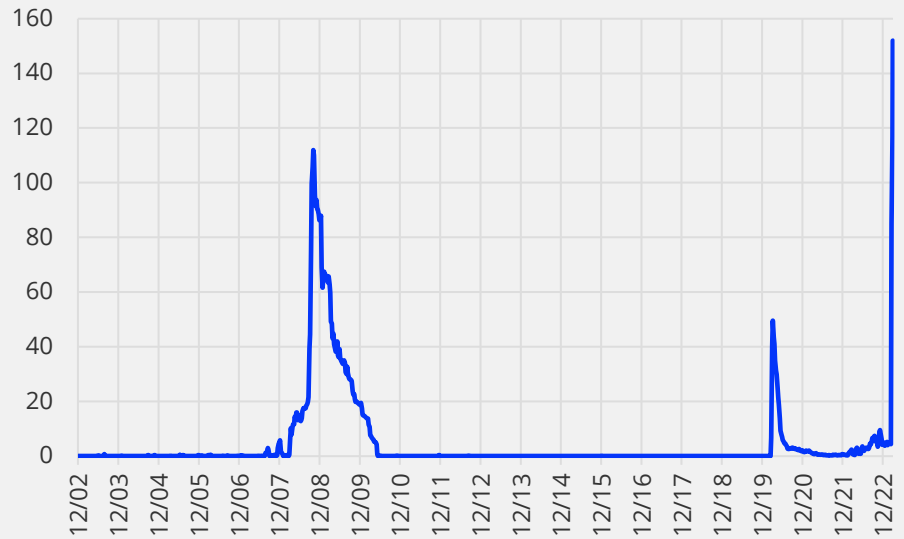
- ABD'de Silicon Valley Bank ve Signature Bank'ın iflasları ile başlayan süreçte **bankacılık hisselerindeki kayıplar ABD'de %30'a yaklaşırken, Avrupa'da Stoxx 600 ETF'i yaklaşık %17 değer kaybetti.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

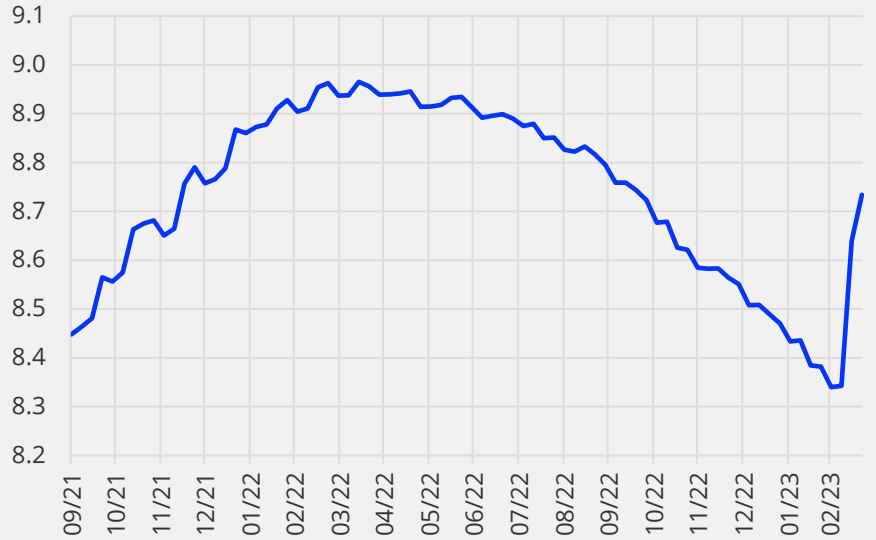
Ekonomik Görünüm: Global

ABD'de bankacılık sektöründe bilançoda duran tahvil zararlarının 600 milyar $'ı aştığı tahmin ediliyor

Bankaların FED'in iskonto penceresinden borçlanması (Milyar $)



FED'in toplam varlıkları (Trilyon $)



- İzleyen günlerde ABD'de küçük ölçekli bankalardan 120 milyar $ civarında mevduat çıkışı yaşanırken, büyük bankalara 70 milyar $'a yakın mevduat girişi oldu. Bankaların artan likidite ihtiyaçları için daha önce sadece 2008 Global Finansal Krizi ve 2020 pandemi dönemlerinde başvurdukları iskonto penceresinden (lender-of-last-resort) 152 milyar $ çektikleri görüldü.
- Bunun dışında, FED'in açıkladığı "Acil Banka Fonlama Programı" ve bizdeki TMSF benzeri bir kuruluş olan FDIC kanalından kullanılanlarla birlikte **bankalar 350 milyar $ civarında kısa vadeli likidite talep ettiler. Böylece FED'in bilançosu da varlık alımlarıyla olmasa da, kısa vadeli fonlama nedeniyle yeniden büyümüş oldu.**
- **ABD tahvil faizlerinde geçen seneki hızlı artışların ardından bankacılık sektöründeki realize edilmemiş (bilançoda duran) tahvil zararlarının 2022 sonu itibariyle 600 milyar $'a ulaştığı tahmin ediliyor. Bu da ileride potansiyel bir mevduat kaçışı yaşanması durumunda ortaya çıkabilecek zararlar konusunda net bir fikir veriyor.** Bu durumun hem ekonomi hem de piyasalar üzerinde negatif etkileri de çok sert olacaktır.

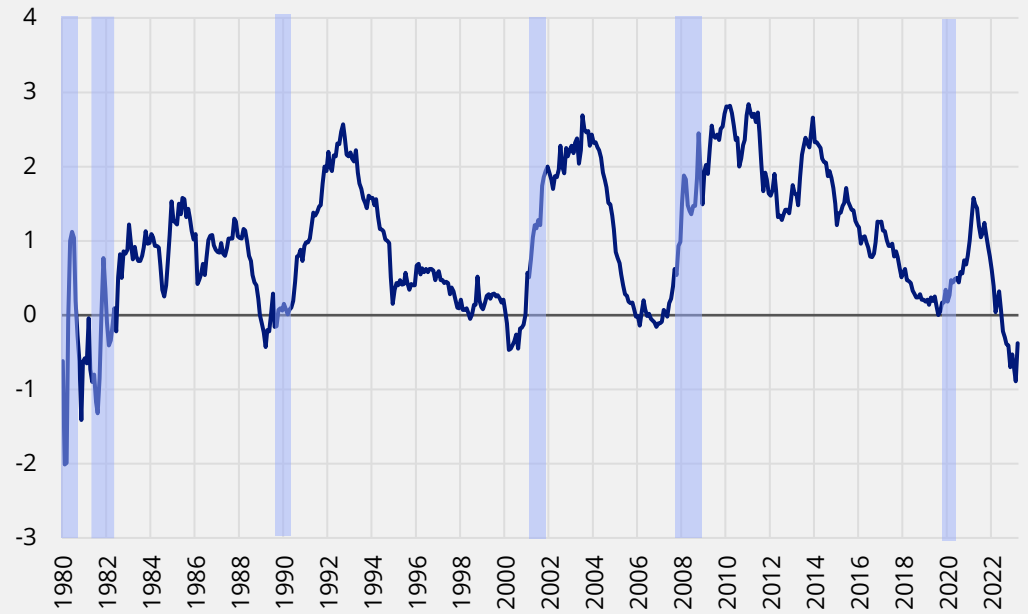
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Global

Tahvil faizlerindeki hızlı düşüşün piyasanın resesyon beklentisini yansıttığını düşünüyoruz

ABD 2-yıllık tahvil faizi

Verim eğrisi farkı (%, 10 yıllık – 2 yıllık) ve resesyon dönemleri (ABD)



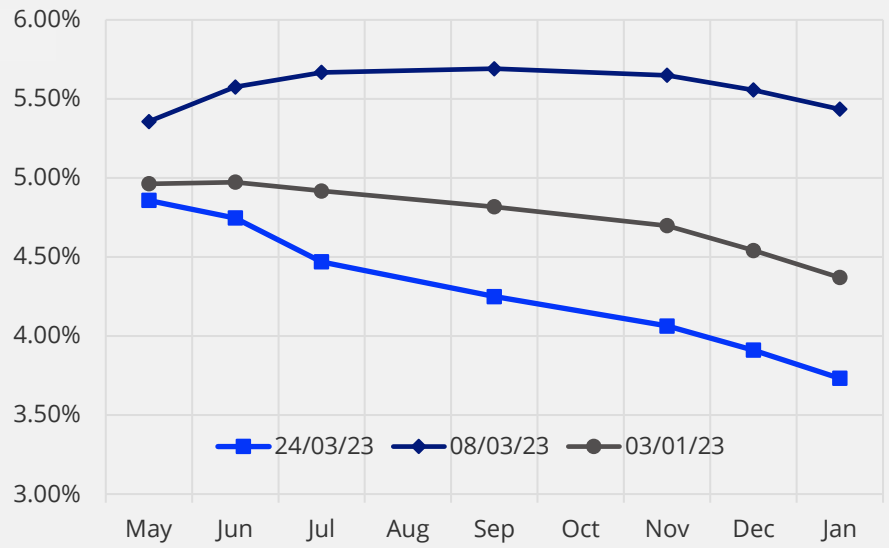
- ABD'de 2-yıllık tahvil faizi de sadece birkaç gün içinde %5,0'in üzeri seviyeden kabaca %3,75'e geriledi. Uzun vadeli tahvil faizleri de gerilediyse de, 10-yıllık ve 2 yıllık tahvil faizleri arasındaki negatif makasın da kapanmaya başladığı görülüyor.
- **Tahvil faizlerindeki hızlı gerilemenin piyasanın artan resesyon beklentisine işaret ettiğini düşünüyoruz. 1960'lardan itibaren verim eğrisi incelendiğinde, 10-yıllık ve 2 yıllık tahvil getirileri arasındaki negatif fark kapanmaya başladıktan bir süre sonra ABD ekonomisinin resesyona girdiği görülüyor.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Global

Piyasa artık sene sonuna kadar 100 bazpuan faiz indirimi yapılmasını bekliyor

Piyasanın FED politika faiz patikası beklentisi*



* FED faizi üzerine vadeli işlem fiyatlarının ima ettiği politika faizi

Faiz indirim/artırım ihtimali*

TOPLANTI TARİHİ	KALAN GÜN	İNDİRİM	SABİT	ARTIŞ
3.05.2023	39	%0,00	%79,82	%20,18
14.06.2023	81	%31,24	%56,48	%12,28
26.07.2023	123	%90,06	%9,94	%0,00
20.09.2023	179	%100,00	%0,00	%0,00
1.11.2023	221	%100,00	%0,00	%0,00
13.12.2023	263	%100,00	%0,00	%0,00
31.01.2024	312	%100,00	%0,00	%0,00
20.03.2024	361	%100,00	%0,00	%0,00
1.05.2024	403	%100,00	%0,00	%0,00
19.06.2024	452	%100,00	%0,00	%0,00
31.07.2024	494	%100,00	%0,00	%0,00
25.09.2024	550	%100,00	%0,00	%0,00

* FED faizi vadeli işlem fiyatlarının ima ettiği oranlar

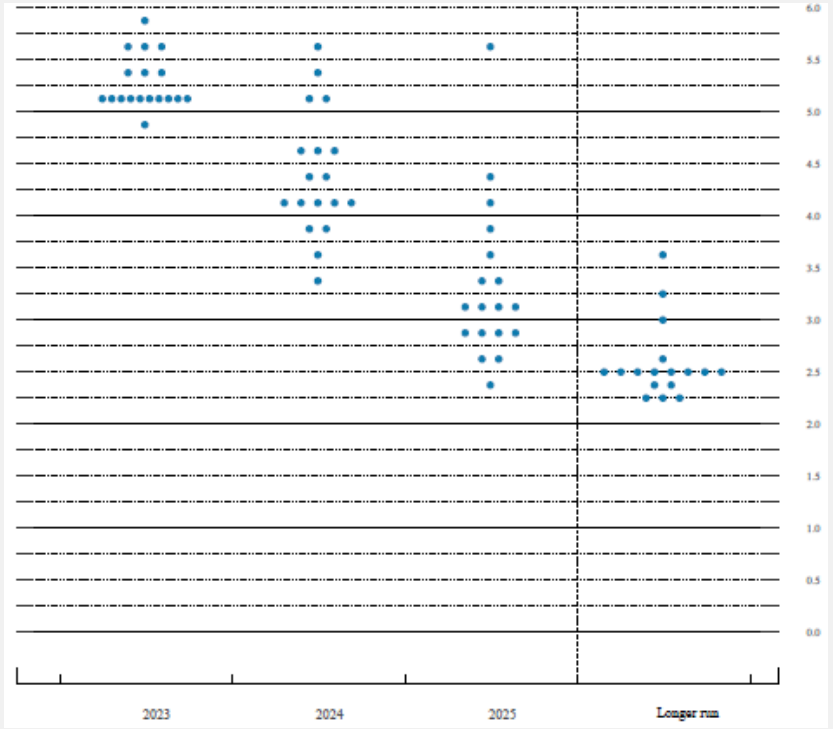
- Silicon Valley Bank'ın 9 Mart'ta iflası öncesinde FED faizlerine ilişkin vadeli işlem sözleşmelerinden türetilen piyasanın politika faizi tahminleri sene başına göre yaklaşık 100 baz puan artış göstermiş, sene sonu faiz beklentisi de %4,50'den %5,50'ye yükselmişti. Ancak **bankacılık sektöründe arka arkaya yaşanan iflaslar sonrası faiz beklentileri yaklaşık 150 baz puan düşerken, piyasa artık politika faizinin sene sonunda %4,0 civarında gerçekleşmesini bekliyor, ki bu da 100 bazpuanlık faiz indirim beklentisine işaret ediyor.**
- **Piyasa faiz indirimlerinin Temmuz'dan itibaren başlama olasılığını %90, Eylül'den itibaren başlaması olasılığını ise %100 olarak görüyor.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Global

FED ise 22 Mart'taki faiz toplantısı sonrası bu sene faiz indirimi öngörmediklerini belirtti

FED'in faiz projeksiyonları (nokta tahminler)



FED'in makro projeksiyonları

Tahminler (%)	Medyan			
	2023	2024	2025	Uzun Dönem
GSYH Büyüme	0.4	1.2	1.9	1.8
Aralık Tahmini	0.5	1.6	1.8	1.8
İşsizlik Oranı	4.5	4.6	4.6	4.0
Aralık Tahmini	4.6	4.6	4.5	4.0
Kişisel Tüketim Harcamaları Fiyat Endeksi (PCE)	3.3	2.5	2.1	2.0
Aralık Tahmini	3.1	2.5	2.1	2.0
Çekirdek Kişisel Tüketim harcamaları Fiyat Endeksi (PCE)	3.6	2.6	2.1	
Aralık Tahmini	3.5	2.5	2.1	
Öngörülen politika faizi patikası	5.1	4.3	3.1	2.5
Aralık Tahmini	5.1	4.1	3.1	2.5

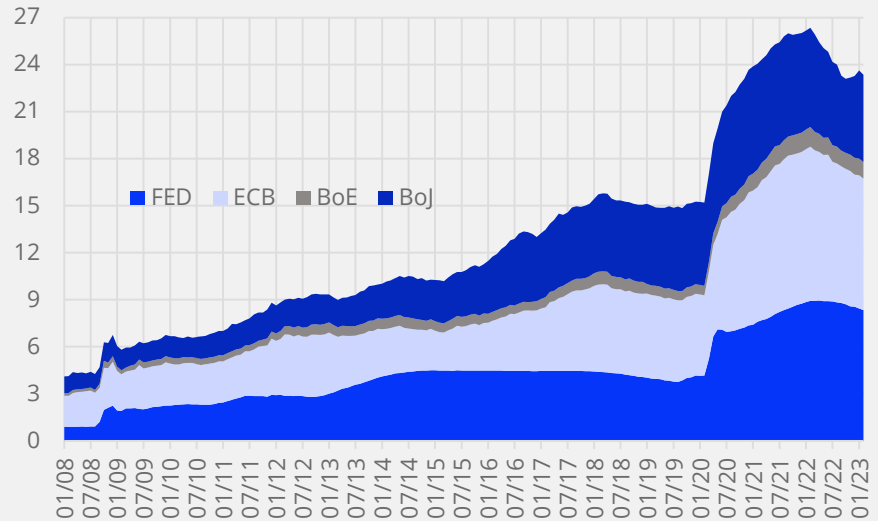
- FED üyelerinin faiz projeksiyonlarına göre FED'in sene sonuna ilişkin faiz beklentisi %5,1'de kalırken. **FED Başkanı Jerome Powell bu sene faiz indirimi öngörmediklerini belirtti.**
- Her ne kadar FED'in sene sonu politika faizi projeksiyonu değişmediyse de, FED bankacılık sektöründeki son gelişmelerden önce faizlerin daha önce öngörülenden daha fazla arttırılması gerektiğini belirtmiş ve politika faizini sene sonunda %5,75-6,0 seviyelerine kadar yükseltebileceğinin sinyalini vermişti. Dolayısıyla, FED'in bankacılık sektörlerindeki gelişmelerin ardından bu tutumundan bir geri adım attığı söylenebilir. Bunun nedeni son gelişmelerin finansal koşullarda yarattığı sıkılaşmayla açıklanabilir. **Powell da basın toplantısında bankacılık sektöründeki gelişmelerin kredi koşullarında yaratacağı sıkılaşmanın ölçüsünün de faiz kararlarının odağında olacağını söyledi.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

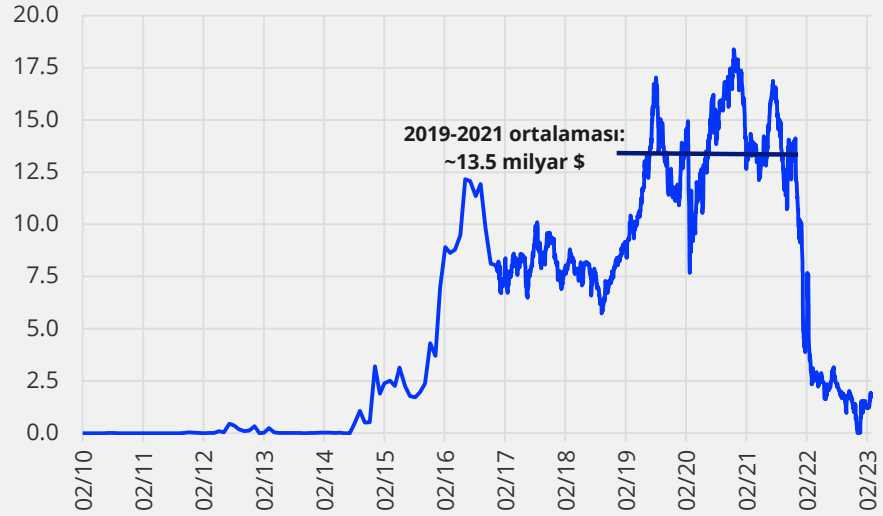
Ekonomik Görünüm: Global

Yaşanan problemlerin birkaç yerel banka ve Credit Suisse ile sınırlı kalmayacağını düşünüyoruz

4 büyük merkez bankasının bilanço büyüklüğü (Trilyon $)



Negatif faizli tahvil stoğu (Trilyon $)



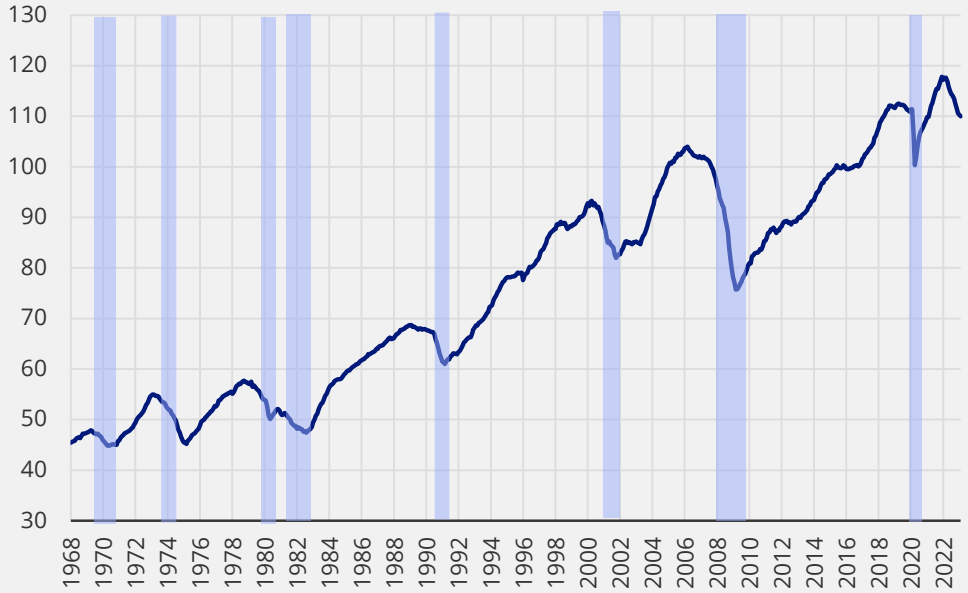
- **Biz de günümüzde finansal entegrasyonun ulaştığı seviye dikkate alındığında, yaşanan problemlerin birkaç yerel banka ve Credit Suisse ile sınırlı kalmayacağını düşünüyoruz.** Bu beklentimizin temelinde de aslında 2008 Finansal Krizi ve 2020 pandemi sonrası dönemdeki ultra genişlemeci para politikası, merkez bankalarının 2008 sonrasında politika faizinde normalleşmede geç kalmaları ve bu süreçte negatif faizli tahvil stoğunun 18 trilyon $'a kadar yükselmesi ve de 2018'de Dodd-Frank Yasası'nın gevşetilerek, küçük ölçekli (250 milyar $'ın altında varlık büyüklüğüne sahip) bankaların bazı risk denetlemelerinin dışında tutulması yatıyor.
- **ABD tahvil faizlerinde geçen seneki hızlı artışların ardından bankacılık sektöründeki realize edilmemiş (bilançoda duran) tahvil zararlarının 2022 sonu itibariyle 600 milyar $'a ulaştığı tahmin ediliyor. Bu da ileride potansiyel bir mevduat kaçışı yaşanması durumunda ortaya çıkabilecek zararlar konusunda net bir fikir veriyor.**
- **FED halen sıkı para politikası duruşundan taviz vermediği izlenimini korumaya çalışsa da, ilerleyen aylarda «finansal istikrar» riskini önceliklendirerek bu sene içinde faiz indirim sürecini başlatmak zorunda kalabileceğini düşünüyoruz.** Bankaların kredi koşullarının sıkılaşmasıyla resesyonun öne çekilmesi de deflasyonist bir etki yaparak FED'in faiz indirimi konusunda elini bir ölçüde rahatlatabilir.
- Ek olarak, **yıl içinde %2,0'lik enflasyon hedefinde yukarı yönlü bir revizyon konusunun da gündeme gelebileceğini düşünüyoruz.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

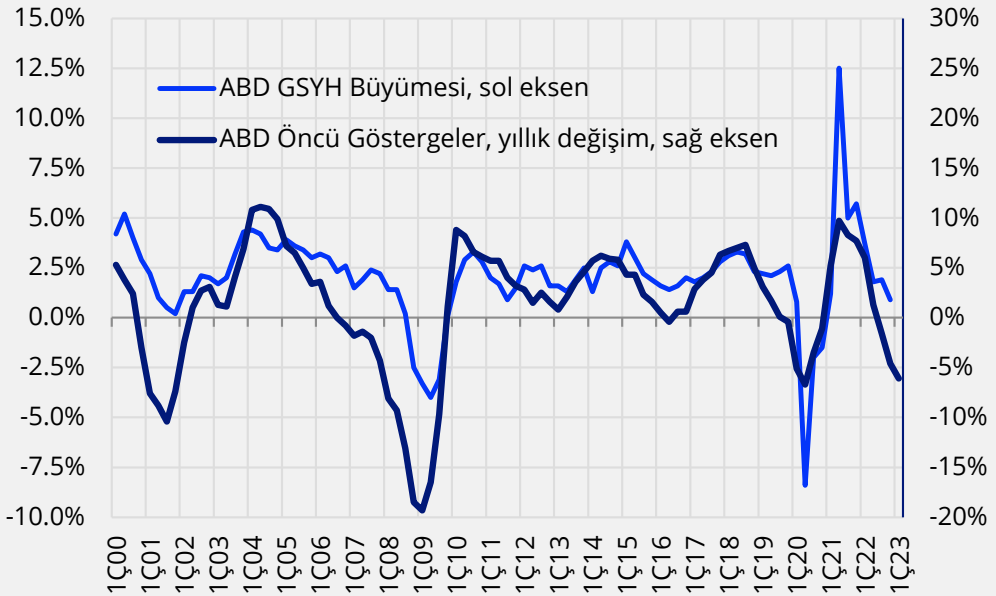
Ekonomik Görünüm: Global

Bankacılık sektöründeki problemlerin küresel resesyon ihtimalini daha da güçlendirdiğini düşünüyoruz

Öncü göstergeler endeksi ve resesyon dönemleri (ABD)



Öncü göstergeler endeksi - GSYH (ABD)



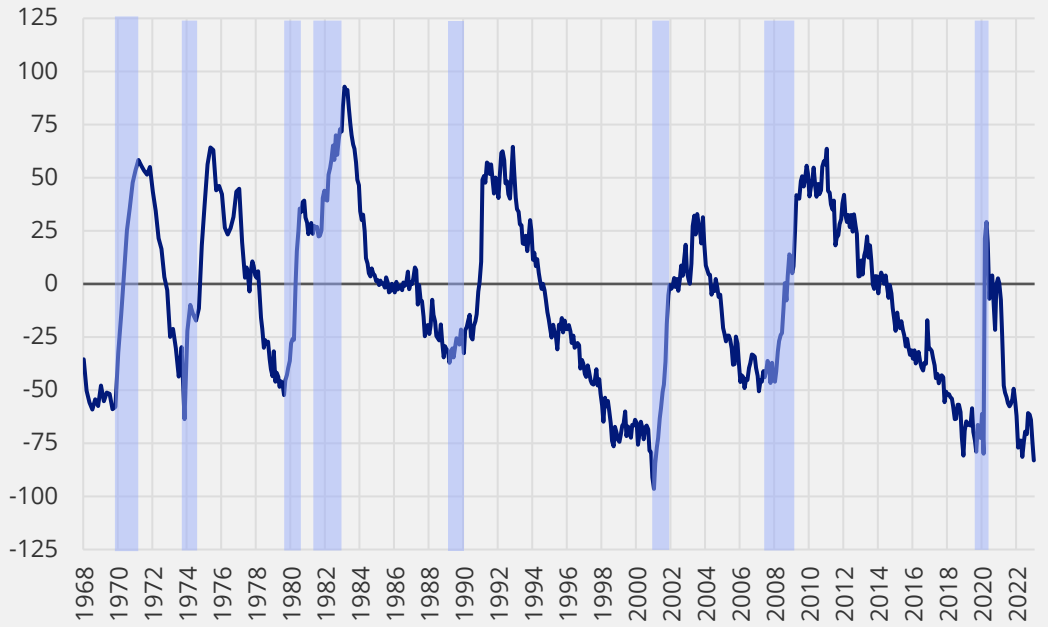
- **ABD ve Avrupa'da bankacılık sektöründe yaşanan ve daha ortaya çıkması muhtemel problemlerin ABD ekonomisi ve küresel ekonomide resesyon ihtimalini daha da güçlendirdiğini düşünüyor ve uzunca bir süredir dile getirdiğimiz resesyon beklentimizi koruyoruz.**
- Önemli bir resesyon göstergesi olarak takip ettiğimiz ve işsizlik başvuruları, ISM yeni siparişler, S&P-500 endeksi ve inşaat izinleri gibi 10 farklı ekonomik parametreyi baz alan «**öncü göstergeler endeksinin» yönü Mart 2022'den bu yana aşağı olmaya devam ediyor. Bunu çok güçlü bir resesyon işareti olarak değerlendiriyoruz.**
- Öncü göstergeler endeksindeki yıllık değişimler ile GSYH büyümesi arasında çok güçlü bir ilişki olduğu görülüyor. Buna göre, öncü göstergeler endeksi**, ABD'de GSYH'nin yakında negatif bölgeye geçebileceğine işaret ediyor.** Öncü göstergeler endeksi mevcut durumda ilk çeyrek itibariyle yıllık %6,1'lik bir düşüşe işaret etmekte.

Kaynak: Conference Board, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Global

Tüketici beklentilerindeki bozulma da, farklı bir resesyon göstergesi olarak öne çıkıyor

Tüketici güveni* ve resesyon dönemleri (ABD)



* Beklenti Endeksi – Mevcut Durum Endeksi (Conference Board'un açıkladığı tüketici güven endeksinin alt bileşenleri

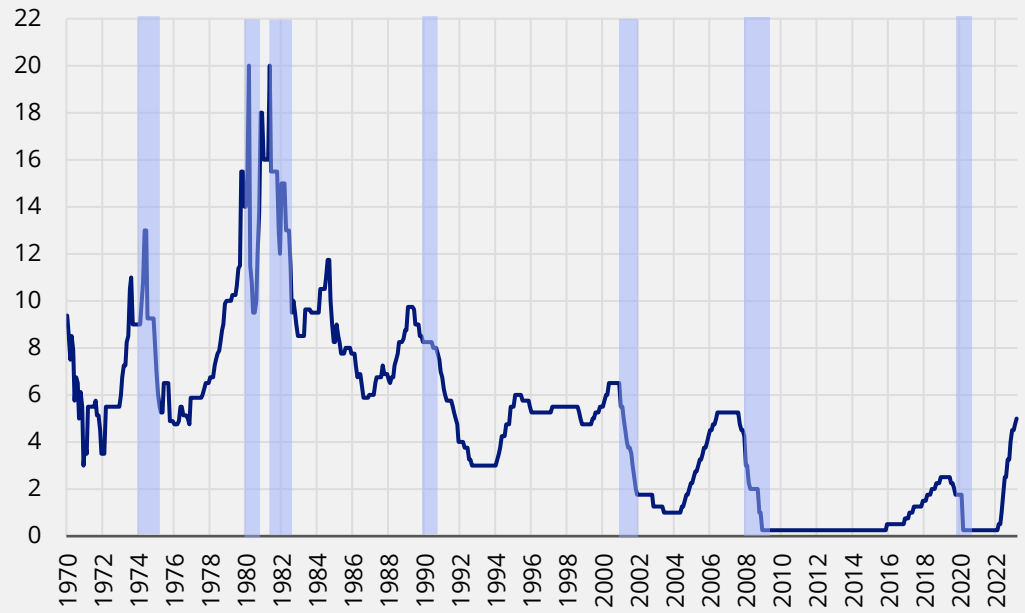
- Benzer şekilde tüketici güve endeksi de güçlü bir şekilde resesyon sinyali veriyor. Conference Board tarafından açıklanan tüketici güven endeksinin alt bileşenleri olan **«beklenti endeksi» ile «mevcut durum endeksi» arasındaki fark tarihi dip seviyelerine yakın seyrediyor. Bu da resesyon ihtimalinin ciddi arttığına işaret eden farklı bir gösterge olarak öne çıkıyor.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

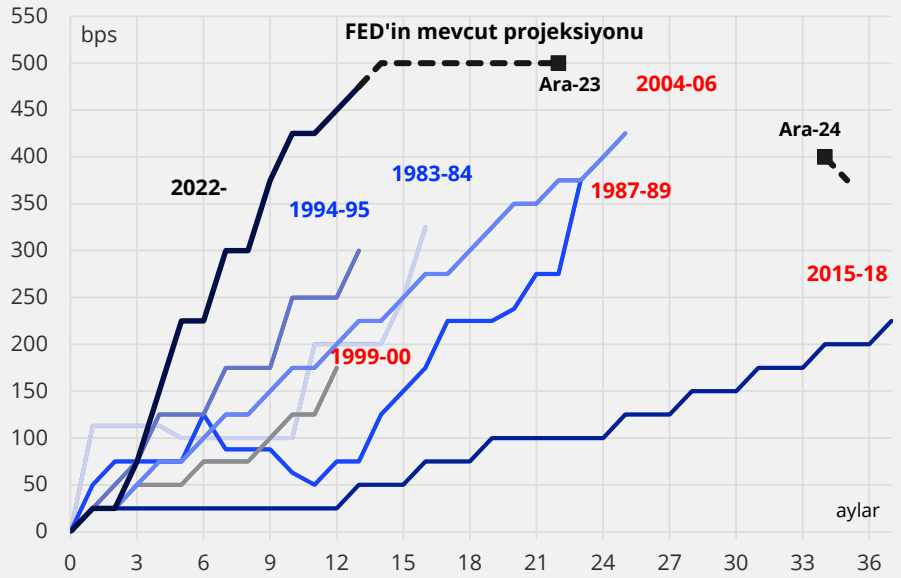
Ekonomik Görünüm: Global

FED'in sıkılaştırma dönemleri genellikle «yumuşak iniş» ile bitemiyor. Bu kez farklı mı? Muhtemelen değil...

Fed'in politika faizi ve resesyon dönemleri (ABD)



1983'ten itibaren FED'in parasal sıkılaştırma süreçleri



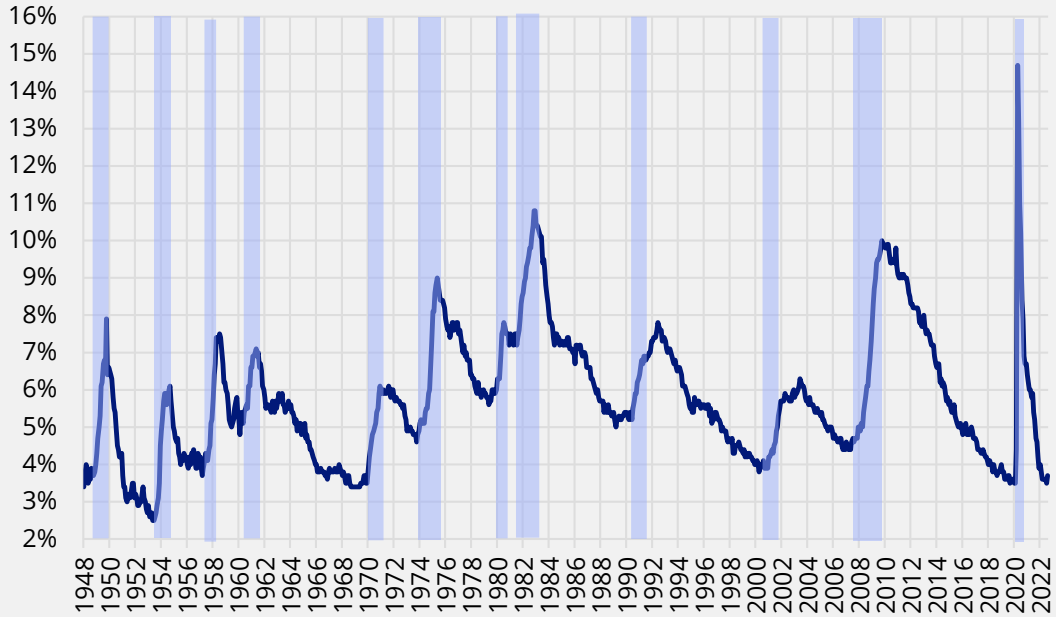
- Tarihsel süreç, FED'in sıkılaştırma dönemleri sonrası yumuşak inişin pek başarılamadığını gösteriyor. **New York FED'e göre, 1955'ten beri 15 parasal sıkılaştırma döneminin 11'inin resesyonla sonuçlandığı belirtiliyor. 1970 sonrası dönemde ise bu oran 10'da 7 olarak ortaya çıkıyor.** FED'in sıkılaştırma dönemleri genelde resesyon ile sonuçlansa da, geçmişte sıkılaşma başlangıcı ve resesyon arasında geçen sürenin 10 aydan 50 aya kadar farklılık gösterdiği görülüyor.
- Özetle, FED'in parasal sıkılaştırma dönemleri ekonomide bir takım dengesizliklere yol açarak genelde sert inişle bitiyor. Aşırı parasal genişlemenin ardından girişilen son sıkılaştırma süreci de 1983 sonrasındaki en hızlı sıkılaşmaya işaret ediyor. Bankacılık sektöründe son dönemde yaşanan problemlerde birinci derecede sorumlu risk yönetimlerini yerine getirmeyen banka yönetimleri olsa da, FED'in enflasyon kontrolden çıktıktan sonra aşırı agresif sıkılaşmaya gitmek zorunda kalmasının etkisi de yadsınamaz. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, finansal entegrasyonun ulaştığı seviye dikkate alındığında, **yaşanan problemlerin birkaç yerel banka ve Credit Suisse ile sınırlı kalmayacağını düşünüyoruz. Buna göre, dönem dönem düzeltmeler görsek bile, küresel piyasaların yeni sert dalgalanmalara maruz kalma potansiyelini oldukça yüksek görüyoruz.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Global

ABD'de tüm resesyonlar, işsizlik oranının (İO) dip seviyelere görmesinin hemen ardından ortaya çıktı

İşsizlik Oranı (İO) ve resesyon dönemleri (ABD)



- ABD ekonomisinde resesyon olacağı görüşüne karşı çıkanlar buna gerekçe güçlü tarım-dışı istihdam artışını ve işsizlik oranının tarihi dip seviyede olmasını öne çıkarıyor. Oysa, 1948'e kadar olan dönem incelediğinde, ABD'de her resesyon öncesinde işsizliğin hep dip seviyede olduğu görülüyor, ki bu durum ekonominin o dönemlerde aşırı ısındığı şeklinde yorumlanabilir. Tarihsel süreçte işsizliğin dip seviyelerden çok hızlı bir şekilde yükselmesi, ABD ekonomisinin dönemsel olarak sert iniş yaptığının bir işareti.
- Dolayısıyla, **işsizlik oranının halihazırda tarihi düşük seviyelerine yakın olmasının resesyona karşı rahatlatıcı bir unsur olmaktan uzak olduğunu söyleyebiliriz. Aksine, bu durum yaklaşan bir resesyonun habercisi olabilir. Örneğin, ABD'de 1950'lerden itibaren işsizlik oranının %5,0'in altına düştüğü her dönemde, 2 yıl içinde bir resesyon takip etmiş.**

Ekonomik Görünüm: Global

Tarihsel süreçler de ABD borsalarında düşüş için halen fazlaca alan (en az %10-15) olabileceğine işaret ediyor

Ayı Piyasalarında S&P-500 Endeksindeki Kayıplar (1970 – Bugün)

Dönem	Endeks Zirve Tarihi	Endeks Dip Tarihi	Endeks Zirve Seviyesi	Endeks Dip Seviyesi	Düşüş Süresi (Gün)	Endeks Düşüş Oranı	Resesyon Başlangıç Tarihi	Resesyon - Endeks Zirve (Gün)	Resesyon Öncesi Düşüş Oranı	Endeks Dip - Resesyon (Gün)	Resesyon Sonrası Düşüş Oranı
1970	14/05/69	26/05/70	106.16	69.29	377	-35%	12/69	215	-15%	162	-23%
1973-1974	11/01/73	03/10/74	120.24	62.28	630	-48%	10/73	277	-8%	353	-43%
1981-1982	28/11/80	12/08/82	140.52	102.42	622	-27%	07/81	229	-7%	393	-21%
1987	25/08/87	04/12/87	336.77	223.92	101	-34%	-	-		-	-
1990	16/07/90	11/10/90	368.95	295.46	87	-20%	07/90	0	-	88	-20%
2001	01/09/00	09/10/02	1,520.77	776.76	768	-49%	03/01	195	-23%	573	-34%
2008-2009	09/10/07	09/03/09	1,565.15	676.53	517	-57%	12/07	67	-6%	450	-54%
2020	19/02/20	23/03/20	3,386.15	2,237.40	33	-34%	02/20	0	-	51	-31%
				Ortalama:	**392**	**-38%**		**140**	**-12%**	**296**	**-32%**
				Ortalama (pandemi dönemi hariç):	**443**	**-38%**		**164**	**-12%**	**337**	**-33%**
				Ortalama (Kara Pazartesi ve pandemi dönemleri hariç):	**500**	**-39%**					

- 1970 sonrasında S&P-500 endeksinin ayı piyasasına girdiği, yani %20'yi aşan kayıplar yaşadığı 8 ayrı dönemleri incelediğimizde, tarihe «Kara Pazartesi» olarak geçen 1987 yılındaki düşüşün haricinde tüm ayı piyasalarının resesyon dönemlerine denk geldiği dikkati çekiyor. Bu süreçlerde ortalama kayıp oranının %38'e ulaştığı ve düşüş sürecinin ortalama 392 güne (Kara Pazartesi ve pandemi dönemleri hariç tutulursa 500 güne) yayıldığı görülüyor.
- **Resesyon beklentimize bağlı olarak, S&P-500 endeksinde henüz dip seviyenin test edilmemiş olduğunu ve önümüzdeki süreçte dönemsel olarak yukarı düzeltmeler görülse de, nihayetinde sert satışlarla karşılaşabileceğimizi düşünmeye devam ediyoruz. Geçmiş kayıp dönemleri baz alındığında S&P-500 endeksindeki potansiyel kayıpların mevcut seviyelere göre %10-15'e ulaşabileceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, bankacılık sektöründeki problemlerin gelişimine de bağlı olarak, kayıplar %20'yi bulabilir.**
- Öte yandan geçmiş tecrübeler S&P-500 endeksinde dip seviyelerden toparlanma sürecinin de resesyonların bitişinden çok önce (ortalama 3-4 ay) başladığına işaret ederken, dip seviyelerden resesyondan çıkışa kadar olan dönemde endeksteki toparlanmanın yaklaşık %30'u bulduğu görülüyor. Bu kez de farklı olmayacağını ve **dip seviyelerin test edilmesinin ardından (muhtemelen para politikalarında sınırlı da olsa bir gevşeme sinyaliyle birlikte) hızlı bir ralli yaşanmasını da bekliyoruz.**

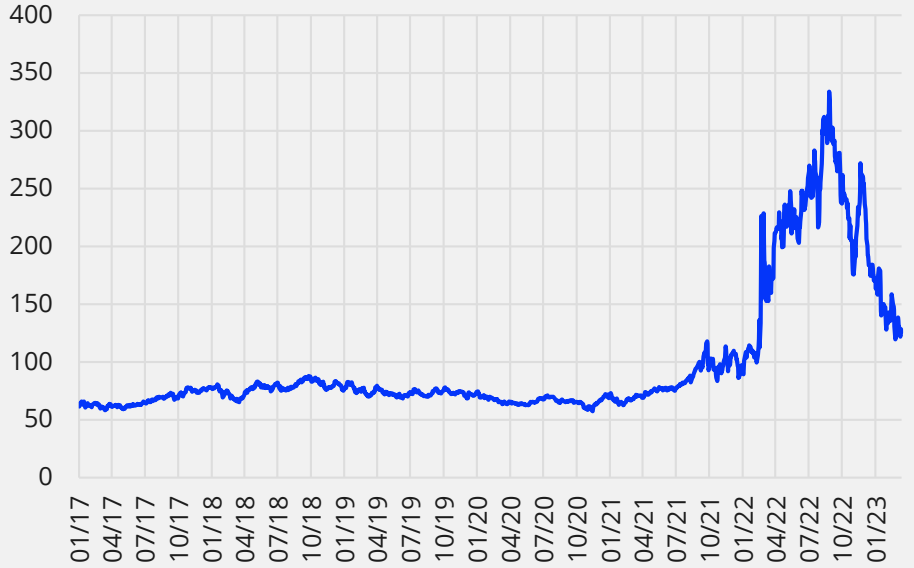
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Global

Doğalgaz fiyatları kış mevsiminin ılımlı geçmesinin yardımıyla hızla gerilediyse de yükseliş potansiyeli korunuyor

Doğalgaz fiyatları, Avrupa Dutch TTF (€/saatlik MW)

Kömür fiyatları ($/ton)



- Rusya'nın Avrupa'ya Büyük Kuzey Akım boru hattından gaz akımını kısmasıyla yaz aylarında 300 € seviyesinin üzerinde çıkan TTF fiyatları, stokların yenilenmesi ve kış mevsiminin ılımlı geçmesiyle hızla normalleşme sürecine girdi ve halihazırda 40 € seviyesinin altına kadar geriledi. Bu sayede **Avrupa için endişe edilen enerji krizi senaryosu en azından bu sene için gerçekleşmedi. Ancak, süregelen jeopolitik riskler ve küresel iklim krizinin etkileri (yenilenebilir enerjiye geçiş çabaları) nedeniyle, enerji fiyatlarında hızlı yükseliş riskinin her zaman baki olduğunu düşünüyoruz.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

Cumhurbaşkanlığı tarafından yapılan çalışmaya göre depremin toplam maliyeti 100 milyar $'ı geçiyor

Deprem hasar tespit sonuçları (x1000)

	6 Mart tarihli resmi rakamlar		Tahmini son rakamlar	
Hasar Durumu	**Bina**	**Bağımsız Bölüm**	**Bina**	**Bağımsız Bölüm**
Hasarsız	860	2,387	949	2,635
Az hasarlı	431	1,616	476	1,784
Orta hasarlı	40	166	44	183
Ağır hasarlı	180	495	198	546
Yıkık	35	96	39	106
Acil yıkılacak	17	61	19	67
Tespit yapılamadı	148	297	163	327
Toplam	**1,712**	**5,117**	**1,890**	**5,649**
Yıkık+acil+ağır hasarlı	**233**	**651**	**257**	**719**
Yıkık+acil+ağır+orta hasarlı	**273**	**818**	**301**	**903**

Depremin toplam maliyeti tahmini (Cumhurbaşkanlığı SBB)

	Milyar TL	Milyar $
Binaların yeniden inşası ve güçlendirmesi	1,074	57
Kamu kesiminin zararları	243	13
Kamu binalarının ve demirbaşın yenilenmesi	143	8
Yol ve köprülerin tamiri	58	3
Su-kanalizasyon, elektrik ve haberleşme tesislerinin bakımı	42	2
Özel sektördeki kayıplar	222	12
Yardımlar ve Geçici Barınma	143	8
Taşıt ve eşyası zararı	65	3
Enkaz kaldırma	42	2
Sigorta sektörü zararları	36	2
Hasarın Yarattığı Maliyeti	**1,825**	**96**
Potansiyel Milli Gelir Kaybı	130	7
Toplam Maliyet	**1,955**	**103**

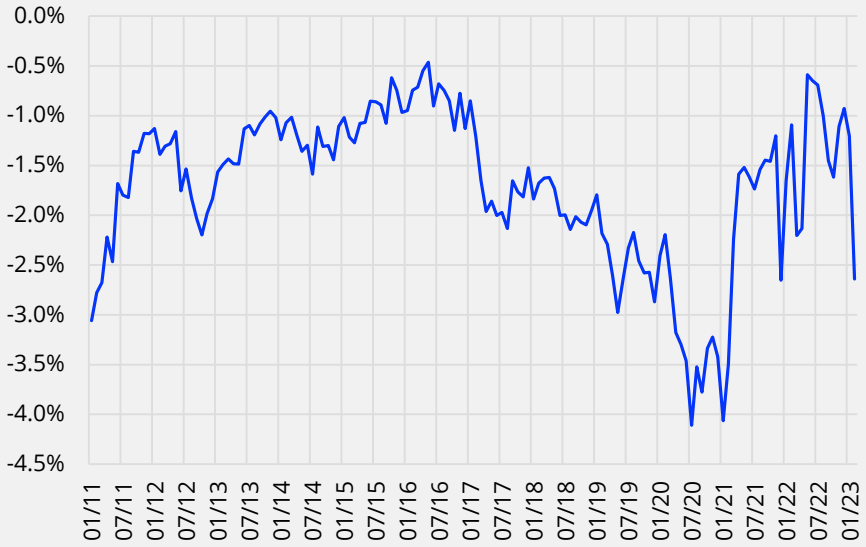
- Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'nın verilerine göre**, Şubat'ta Kahramanmaraş merkezli gerçekleşen depremlerde 300 binden fazla bina ve 900 binden fazla bağımsız bölümün yıkıldığı veya orta/ağır hasarlı olduğu tespit edildi. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı (SBB) da depremin yarattığı toplam maliyetin yaklaşık 103 milyar $ olarak tahmin edildiğini açıkladı.** Bu rakamın 60 milyar $'a yakınını yıkılan veya zarar gören binaların yeniden inşası, yaklaşık 13 milyar $'lık kısmını da tahrip olan kamu binalarının ve altyapının yenilenmesi oluşturuyor. SBB hanehalkına yardımlar ile geçici barınma hizmetleri için yapılması gereken harcama tutarını ise 8 milyar $ olarak açıklıyor, ki bu rakamın biraz iyimser kaldığını ve bu tutarın 13-14 milyar $'a kadar ulaşabileceğini düşünüyoruz.
- SBB depremin toplam maliyetini 103 milyar $ olarak açıklarken, bir yandan da hasar tespit çalışmaları devam ettikçe özellikle altyapının ve kamuya ait bina ve tesislerin yeniden yapımı/tamiri aşamasında maliyetlerin yükselebileceğini de not ediyor.

Kaynak: Çevre ve Şehircilik Bakanlığı, Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı (SBB)

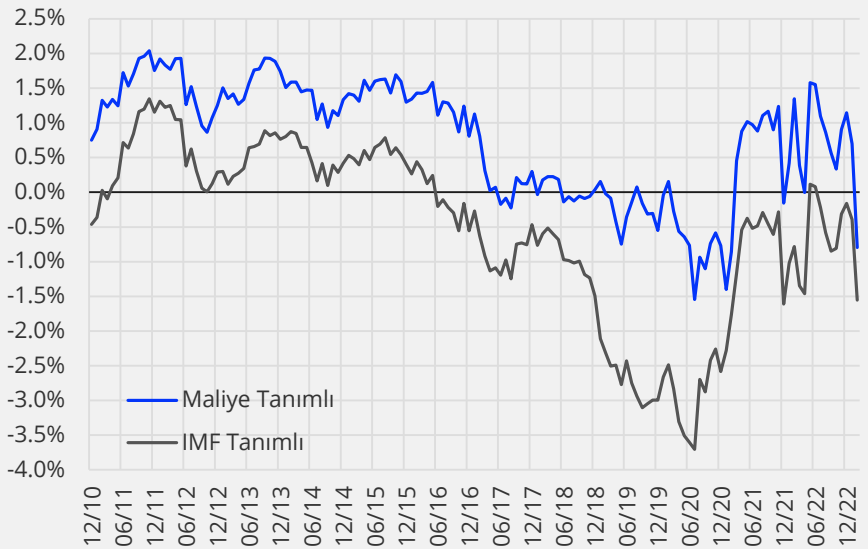
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Seçim ve depreme bağlı harcama artışıyla bütçe açığındaki bozulma yılın geri kalanında daha da belirginleşecek

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



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



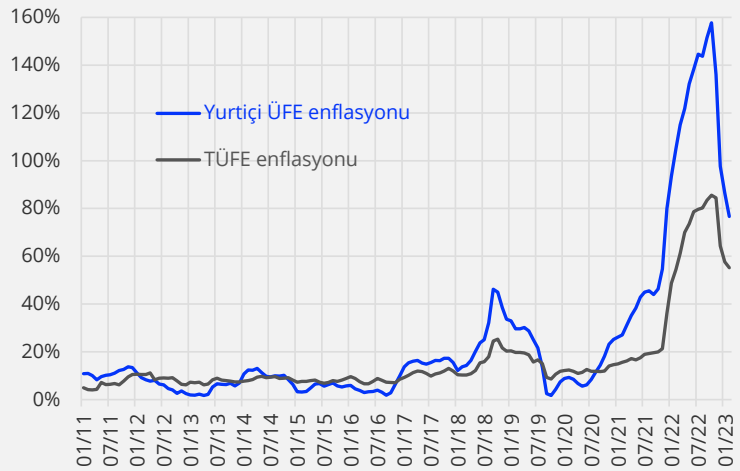
- Yılın ilk 2 ayında 203 milyar TL bütçe açığı ve 147 milyar TL faiz-dışı açık verilirken, geçen senenin aynı döneminde 100 milyar TL bütçe fazlası ve 158 milyar TL faiz-dışı fazla verilmişti. Bütçede 2 aylık dönemdeki bu bozulmanın ardından 12 aylık birikimli bütçe açığı da sene sonundaki 139 milyar TL seviyesinden 442 milyar TL'ye yükseldi.
- Bu bozulmada bu sene son çeyreğe ilişkin KV ödemesinin ve TCMB kar transferinin gerçekleşmemesi de kısmen etkili olduysa da, bozulmanın asıl nedeni olarak seçime ve depreme bağlı olarak harcamalarda görülen dramatik artışlar öne çıkıyor. Örneğin geçen sene Şubat'ta 74 milyar TL seviyesindeki cari transferler bu sene 194 milyar TL'ye yükselirken (%164 nominal artış), toplam yatırım harcamaları aynı dönemde 3 milyar TL'den 30 milyar TL'ye yükselmiş.
- EYT düzenlemesinin bu sene bütçeye maliyeti yaklaşık 250 milyar TL olarak hesaplanıyor (prim kayıpları hariç) ve 2023 bütçesi hazırlanırken bu maliyetin dahil edilmediği açıklandı. Bunun üzerine depremin ardından yeniden inşa, altyapının tamiri ve geçici barınma gibi hizmetler için yapılması gereken harcama tutarı da bütçeye yalnız bu yıl değil ilerleyen yıllarda da çok önemli bir yük doğuracak. Bu şartlarda sene başında öngörülen 659 milyar TL (GSYH'nin %3,5'i) bütçe açığı hedefinin tutması mümkün görünmüyor. Kurumlar Vergisi istisnalarına %10 indirim getiren düzenlemenin bütçeye 100-120 milyar TL civarında bir katkı yapmasını bekliyoruz. Buna göre, **seçimlerin ardından servet ve/veya tüketim üzerinden alınan bir dizi vergide daha artış beklemek makul görünüyor. Buna rağmen, bütçe açığı sene sonunda GSYH'nin %5,5-6,0'sına ulaşabilir gibi gözüküyor.**

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

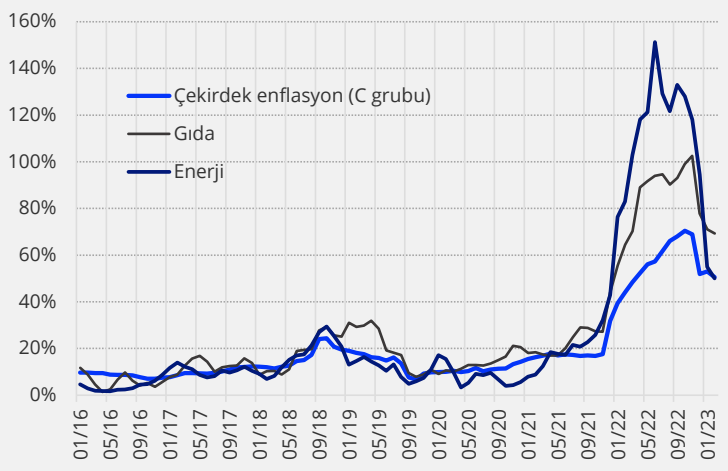
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Depremin ardından TÜFE enflasyonu sene başındaki öngörülerimizin %10 puan kadar üzerinde gerçekleşebilir

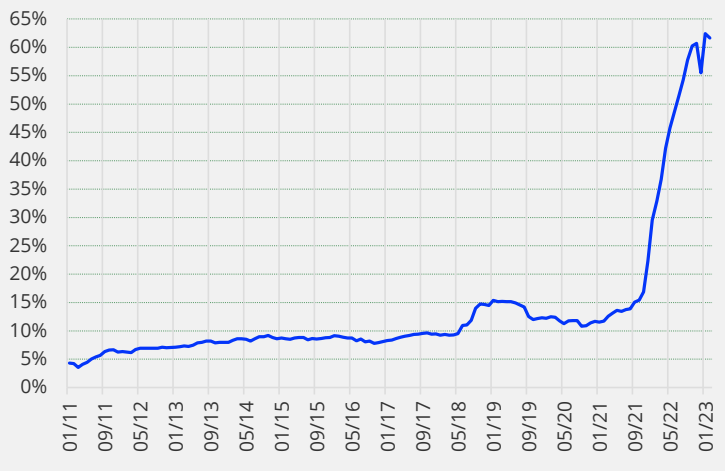
Yurtiçi ÜFE enflasyonu – TÜFE enflasyonu



TÜFE enflasyonu, alt kalemler



Hizmet enflasyonu



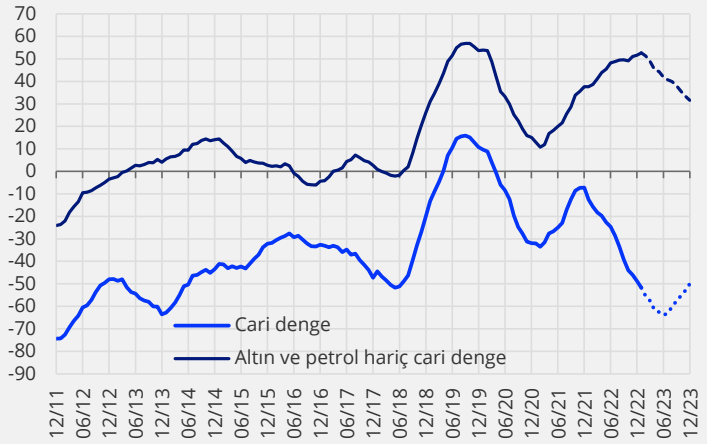
- Yılın ilk 2 ayında TÜFE enflasyonu baz etkisiyle düşmeye devam ettiyse de, özellikle gıda ve hizmet kalemi fiyatlamalarındaki katılık enflasyonist baskıları canlı tutuyor. Örneğin, 2 aylık dönemde gıda enflasyonu %14,5'e, hizmet enflasyonu %16,2ye ulaşırken, manşet TÜFE enflasyonunun da %10,0'a ulaştığı görülüyor. Hizmet enflasyonu ayrıca diğer alt kalemlerin aksine zirve seviyelerinde kalmaya devam ediyor. TCMB'nin sene sonu TÜFE enflasyonu tahmininin %22,3 olduğunu hatırlatalım.
- Depremin yarattığı parasal maliyetinin dışında, ekonomi üzerindeki en olumsuz etkisinin enflasyon görünümü üzerinde olabileceğini düşünüyoruz. Daha açık yazacak olursak, depremin gıda enflasyonu, kira enflasyonu ve potansiyel vergi artışları kanallarından ek enflasyona yol açması dışında, depremin maliyetini karşılamak üzere parasal genişlemeye gidilmesi ihtimali de ek enflasyonist baskılara yol açabilir.
- Bunlar dışında enflasyon üzerinde kur kanalıyla de ek baskılar görebiliriz. Şöyle ki, depreme bağlı olarak ihracatta ve turizm gelirlerinde ilk öngörülere göre bir düşüş yaşanması daha yüksek bir cari açığa yol açabilir. Daha yüksek enflasyon ve cari açık ortamında $/TL kurunun sabit tutulması kur üzerinde stres birikimine yol açmaktadır. Bu nedenle ileride TL'de görülebilecek ani değer kaybı riskinin arttığını da söyleyebiliriz. Buna göre, TL'de görülebilecek ani değer kaybı da enflasyonda beklenen düşüşün sınırlanmasına, hatta enflasyonu yeniden yükselişe geçmesine neden olabilecektir.
- **Özetle, depremin ardından mevcut durumda TÜFE enflasyonunun sene başındaki beklentilerimizin %5-10 puan üzerinde bir patikada gerçekleşebileceği bir görünümden bahsedebiliriz. Buna göre, sene sonunda TÜFE enflasyonunun %40 civarı yerine %50'nin üzerinde kalmasının daha muhtemel göründüğünü söyleyebiliriz.**

Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

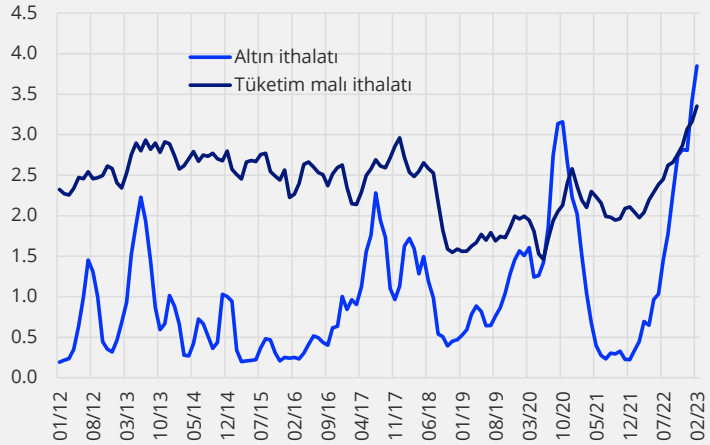
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Depremin cari açığı da birçok kanaldan olumsuz etkilemesiyle sene sonu tahminimizi 10 milyar $ yükseltiyoruz

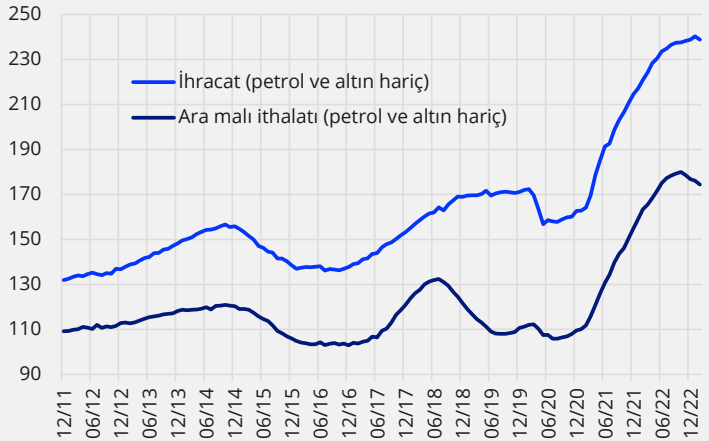
Cari denge ve beklenen cari denge patikası (Milyar $)



Altın ve tüketim malı ithalatı, 3-aylık hareketli ortalama (Milyar $)



İhracat – ara malı ithalatı, 12 ay birikimli (Milyar $)



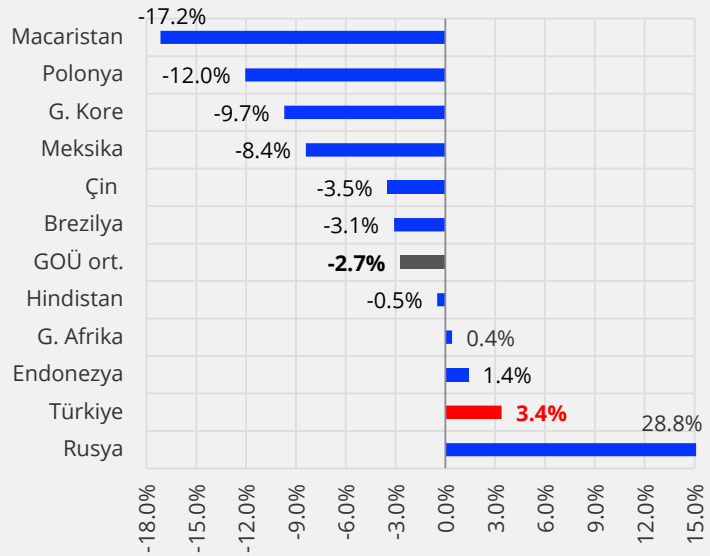
- Ocak'ta cari açık 9,85 milyar $ gibi tarihi rekor seviyede gerçekleşirken, 12-aylık birikimli cari açık 48,7 milyar $'dan 51,7 milyar $'a yükseldi. Şubat ayı geçici dış ticaret verilerinin 12,2 milyar $'lık bir açığa işaret ettiği dikkate alındığında, Şubat'ta da ocak ayındakine benzer (9 milyar $ civarında) bir cari açık rakamı göreceğimizi düşünüyoruz. Bu da, 12-aylık birikimli cari açığın 55 milyar $'ı aşması anlamına gelecek. Cari açığın nisan ayı itibariyle de 60 milyar $'ı aşmasını bekliyoruz.
- Dış ticaret açığında son dönemde yaşanan hızlı yükselişte düşük faizlere bağlı olarak artan altın ithalatı ve stabil seyreden kurun tüketim malı ithalatını teşvik etmesi özellikle etkili oluyor. Şöyle ki, altın ithalatı son aylarda 4,0 milyarın üzerine çıkarken, tüketim malı ithalatındaki yıllık artışlar dramatik seviyelere ulaşmış durumda (Şubat %64, Ocak: %71, Ağustos-Şubat ortalaması: %50). Bu durumun dış ticaret açığının bir süre daha yükselmesine neden olmasını bekliyoruz.
- Bunun dışında, yaşanan deprem de cari dengeyi birçok kanaldan olumsuz etkileyebilir. Olumsuz faktörlere örnek olarak, deprem bölgesinden potansiyel ihracat kaybını (2022'de deprem bölgesinden yapılan ihracat 22 milyar $'a ulaşırken, bu rakam toplam ihracatın %8,6'sını oluşturdu), turizm gelirlerinde sene başı öngörülerine göre yaşanabilecek kayıpları ve yeniden inşa faaliyetlerine bağlı olarak artacak hammadde ithalat ihtiyacını sayabiliriz.
- Tüm bu etkilerin cari açığa 15 milyar $ civarında bir etki yapabileceğini düşünüyoruz. Buna karşın, küresel ekonomideki durgunluk ve azalan jeopolitik risklere bağlı olarak gerileyen enerji fiyatları da ithalat maliyetimizi düşürücü etki yapabilir. Buna göre, **sene sonu cari açık beklentimizi 40 milyar $'dan 50 milyar $'a yükseltiyoruz. Trend olarak bakarsak, 12-aylık birikimli cari açığın birkaç ay içinde 60 milyar $'ı aşmasını, yılın ikinci yarısında ise son aylarda normalleşen spot doğalgaz fiyatlarına bağlı olarak hafiflemesini beklediğimiz enerji ithalatı nedeniyle düşüşe geçmesini bekliyoruz.**

Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

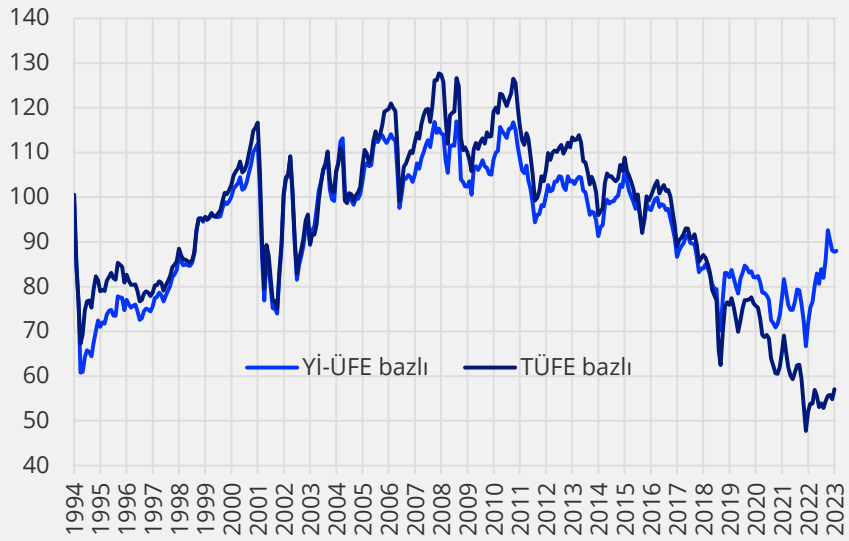
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Yüksek enflasyon ve cari açık ortamında $/TL kurunun sabit tutulması kur üzerinde stres birikimine yol açıyor

USD paritesindeki değişim (30/09/22 – 30/03/23)



Reel efektif döviz kuru (2003=100)



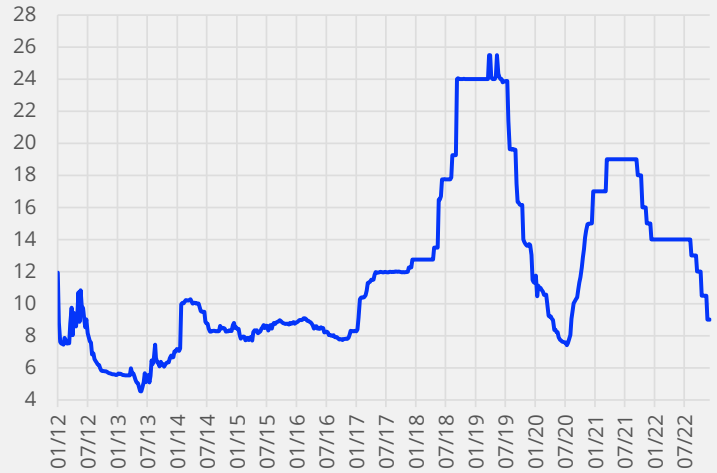
- $/TL kurunda Ekim'den itibaren görülen stabilizasyonda güçlü turizm gelirleri ve net-hata-ve-noksan kaleminde takip ettiğimiz sermaye girişlerinin ve TCMB'den yapılan örtülü rezerv satışlarının etkisinden bahsedebiliriz. Ek olarak, faizlerdeki düşüşlere karşın son 1-2 aya kadar hızlı bir kredi genişlemesi olmaması da olumsuz baskıları sınırladı. Bununla beraber, küresel risk iştahındaki iyileşmeye bağlı olarak Dolar (DXY) endeksinin Eylül sonundan itibaren zayıflaması da (bu süreçte €/$ paritesi 0,97 seviyesinden 1,07'lere yükseldi) bu sonuçta yardımcı oldu. Bu dönemde, Doların pek çok GOÜ para birimine karşı da değer kaybettiği görülüyor. Buna göre, $/TL kurundaki stabilizasyona karşın, TL'nin bu süreçte diğer GOÜ para birimlerine karşı negatif ayrıştığı söylenebilir.
- TL'nin sert değer kaybetmeye başladığı Ekim 2021'i baz alırsak, $/TL kuru yaklaşık %120 yükselirken, kümülatif yurtiçi ÜFE enflasyonu kabaca %190 oldu. Buna bağlı olarak, ÜFE bazlı reel döviz kuru da sert bir şekilde yükseldi. Bu durum ihracatçıların üretimlerini sürdürmelerini zorlaştırırken, aynı zamanda son dönemde tüketim malı ithalatında patlama yaşanmasına yol açarak cari açığın hızla yükselmesinde çok önemli bir rol oynuyor.
- Yüksek enflasyon ve cari açık ortamında $/TL kurunun sabit tutulması kur üzerinde stres birikimine yol açmaktadır. Deprem sonrasında bu baskılanma daha da artmıştır. Buna göre, **özellikle seçimlerin ardından ve sonucundan bağımsız olarak TL'de sert bir değer kaybı yaşanmasını kuvvetle muhtemel görüyoruz**. **$/TL kurunu 2023 sonu için 24,50, yıllık ortalama olarak da 21,75 olarak öngörüyoruz (varsayıyoruz).** Hızlı bir düzeltmenin ardından kurun seyrini ekonomi politikalarının ne yönde evrileceği belirleyecektir.

Kaynak: TCMB, Bloomberg

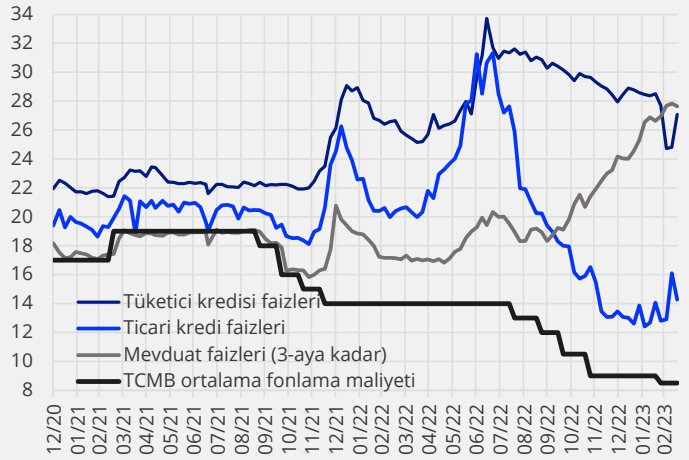
Ekonomik Görünüm: Türkiye

KKM hesaplarında faizin tamamen serbest bırakılması örtülü bir faiz artışı olarak görülebilir

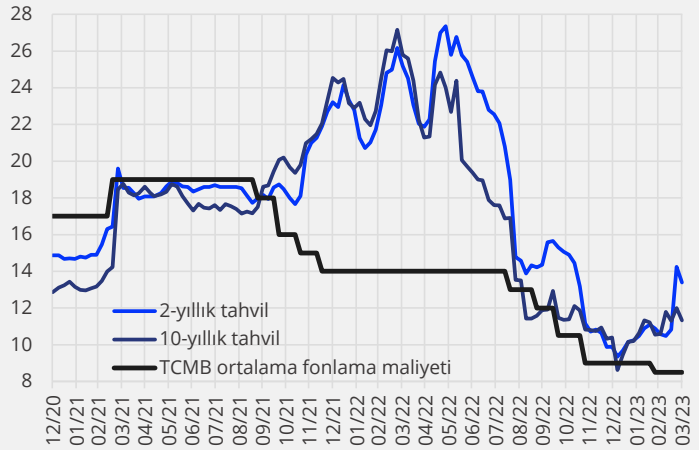
TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti



Politika faizi – bankacılık faizleri



Politika faizi – DİBS faizleri



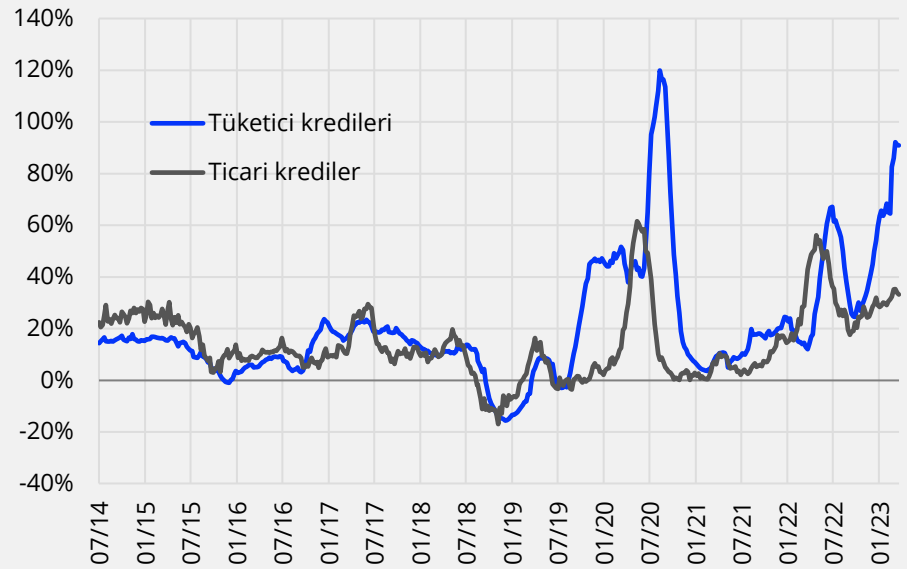
- TCMB depremin ardından yaptığı ilk PPK toplantısında depremin yol açtığı arz-talep dengesizliklerinin enflasyon üzerindeki etkilerin yakından izlendiğini belirtmekle birlikte, sanayi üretiminde yakalanan ivmenin ve istihdamdaki artış trendinin sürdürülmesi açısından finansal koşulların destekleyici olmasının daha da önemli hale geldiğini söyleyerek, politika faizinde 50-bazpuanlık "ölçülü" bir indirim kararı aldı. TCMB Mart toplantısında ise faizi sabit tuttu.
- **Bununla beraber, TCMB'nin kur korumalı mevduat (KKM) hesaplarında faiz sınırını kaldırarak aslında «örtülü bir faiz artırımı» yaptığını belirtmek gerekiyor. Buna bağlı olarak, TL mevduat faizlerindeki artış trendinin devam etmesini de kuvvetle muhtemel görüyoruz. Karar TL üzerindeki baskıyı hafifletse ve kısa vadede stabilizasyona yardımcı olsa da, daha orta vade için TL için negatif görüşümüzü koruyoruz.**
- Son olarak, yapılan örtülü faiz artışına karşın, **seçimlerin ardından para politikasında belli bir ölçüde de olsa bir normalleşmenin kaçınılmaz göründüğünü düşünüyoruz.** Buna göre, politika faizi de kademeli bir şekilde yükseltilebilir.

Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

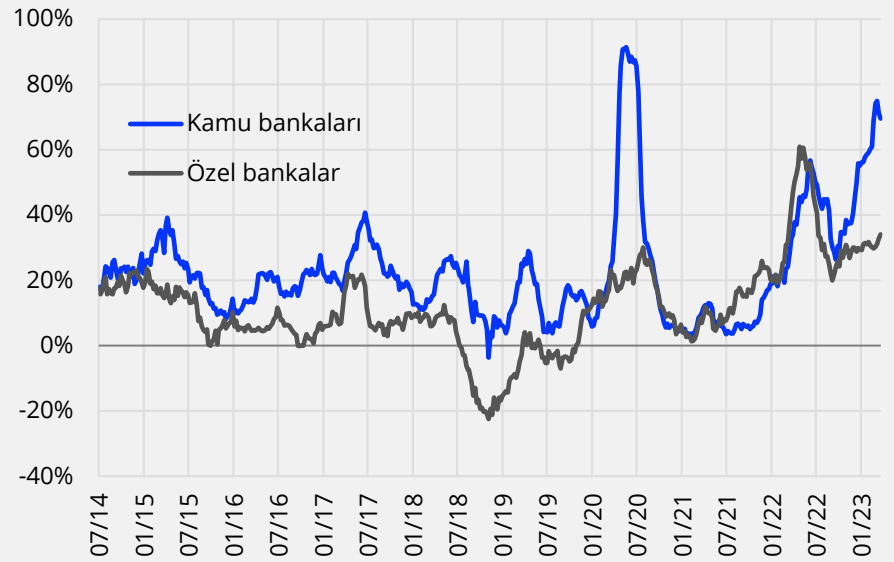
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Seçimler öncesinde kamu bankaları üzerinden tüketici kredilerinde yeniden hızlı büyüme hedefleniyor

13-haftalık ortalama yıllıklandırılmış kredi büyümesi*



13-haftalık ortalama yıllıklandırılmış kredi büyümesi*



- Ticari kredi faizlerinin yasal düzenlemelerle politika faizine endekslenmesi, seçimlerin de yaklaşmasının etkisiyle bankaları (kamu bankalarını) tüketici kredilerine yönlendirmiş durumda. **Tüketici kredilerinin 13 haftalık ortalama yıllıklandırılmış büyüme hızının %100'e yaklaştığı, bu artışın da çok büyük ölçüde kamu bankaları üzerinden gerçekleştiği görülüyor.** Tüketici kredilerindeki bu artış ihtiyaç kredilerine ek olarak, daha uygun faiz nedeniyle kredi kartları üzerinden de gerçekleşiyor ve iç talebe ciddi destek veriyor. Tüketici kredilerindeki bu canlanmaya karşın, reel sektörün finansmana erişim konusundaki şikayetleri devam ediyor. TCMB'nin tüketici kredilerine de bir üst sınır getirmesi (daha sonra bu karar bir miktar gevşetildi) bir süre sonra tüketici kredilerindeki büyümenin de tıkanmasına yol açabilir.
- **Seçimlerin ardından para politikasında yapılması muhtemel (zorunlu) görünen normalleşme kredi faizlerini yükselterek iç talepte sert bir yavaşlamaya yol açabilir.** Buna karşın, yüksek enflasyonist ortam (talebin öne çekilmesini tetikleyerek) iç talebe belli bir ölçüde destek vermeye devam edecektir.

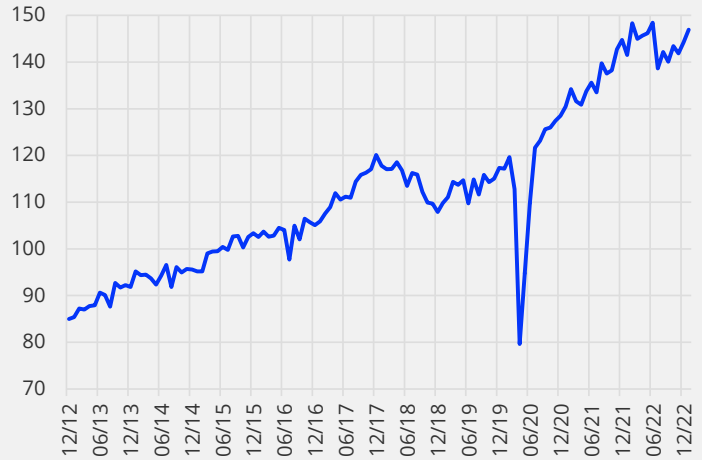
* Kur etkisinden arındırılmış

Kaynak: BDDK, Turkey Data Monitor

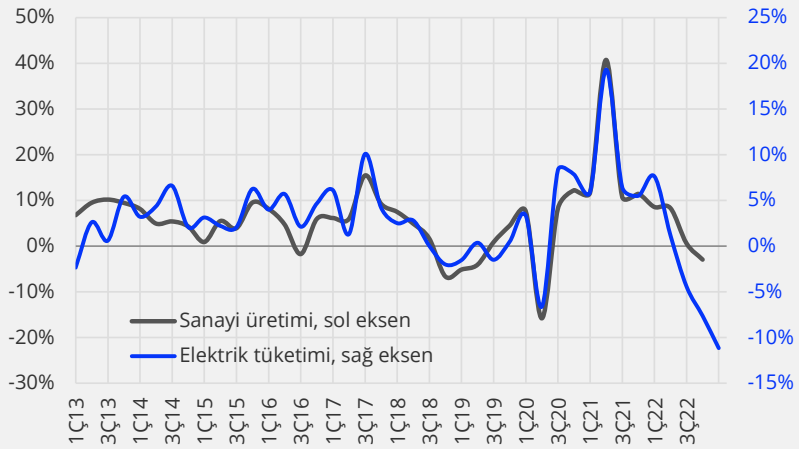
Ekonomik Görünüm: Türkiye

Büyümede iç talebin katkısı giderek daha öne çıksa da, 2. yarıda potansiyel bir faiz artışı iç talebi baskılayabilir

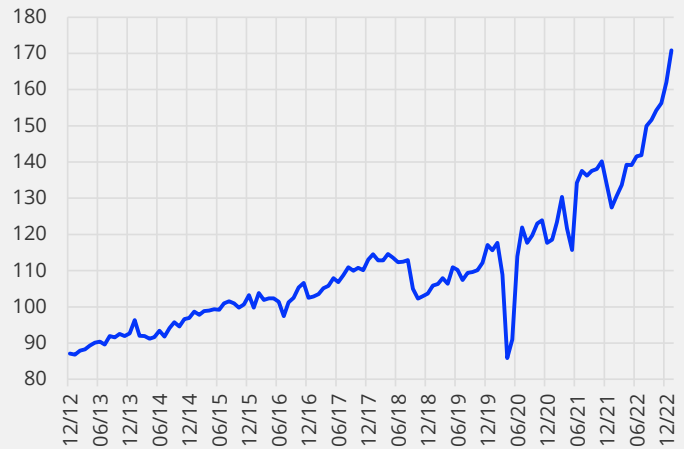
Sanayi üretim endeksi



Elektrik tüketimi ve sanayi üretimi, yıllık değişim



Perakende hacim endeksi



- 2022'nin ikinci yarısına sanayi üretiminde ihracat kaynaklı olarak yaşanan geri çekilmenin ardından, geçen yılın sonundan itibaren ciddi anlamda ivmelenen iç talep sanayi üretiminin de artışa geçmesini sağladı. Böylece, Temmuz-Aralık arasında yıllık %1,7'ye gerileyen sanayi üretim artışı Ocak'ta %4,5'e yükseldi.
- Ancak, depremin ardından bölgede yaşanan işgücü ve üretim kayıpları nedeniyle bu canlanma bir süreliğine sekteye uğrayacak gibi görünüyor. Depremden etkilenen 11 ilin toplam GSYH içindeki payı %10'a yaklaşırken, sanayi üretimi içindeki payları %11'in biraz üzerine çıkıyor. Görece daha fazla etkilenen Kahramanmaraş, Hatay, Adıyaman, Gaziantep ve Malatya illeri için bu oran %8'e yaklaşıyor. Örneğin, sanayi üretimi için önemli bir öncü gösterge olan elektrik tüketiminde yıllık düşüş (ülke genelinde) şubat ayının son haftasından itibaren çift hanelere yaklaşmış durumda. Dolayısıyla, özellikle bu illerdeki üretim kayıplarına bağlı olarak, şubat ayında sanayi üretiminde yıllık büyümenin negatif bölgeye (%4-5 oranında) geçtiğini tahmin ediyoruz.
- Buna karşın, çok güçlü giden iç talebe bağlı olarak hizmet sektörlerinin desteği ve ilerleyen dönemde deprem sonrası yeniden inşa faaliyetleri büyümeyi destekleyecek. Seçimler sonrası potansiyel bir faiz artışı ise iç talepte sert bir yavaşlamaya yol açabilir. Hepsini bir arada düşündüğümüzde, **tüm yıl için %2,5-3,0 civarında bir GSYH büyümesinin makul göründüğünü düşünüyoruz. Bununla beraber, depremin işgücünde yarattığı kayba rağmen, güçlü iç talep nedeniyle risklerin yukarı yönlü olduğunu söyleyebiliriz.**

Kaynak: TÜİK, TEİAŞ, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

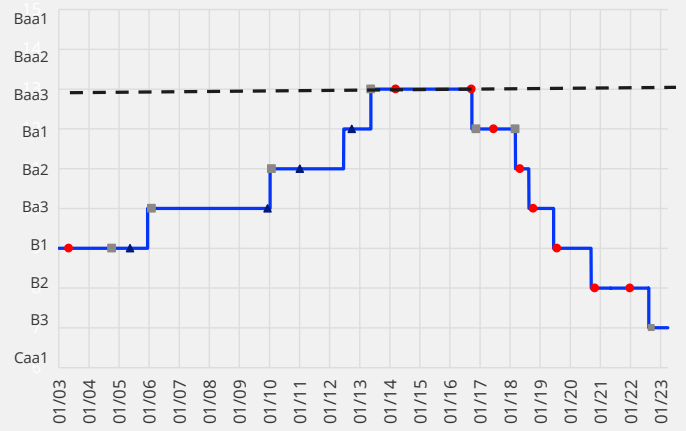
2022'de 3 derecelendirme kuruluşu da Türkiye'nin kredi notunda indirime gitti

	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

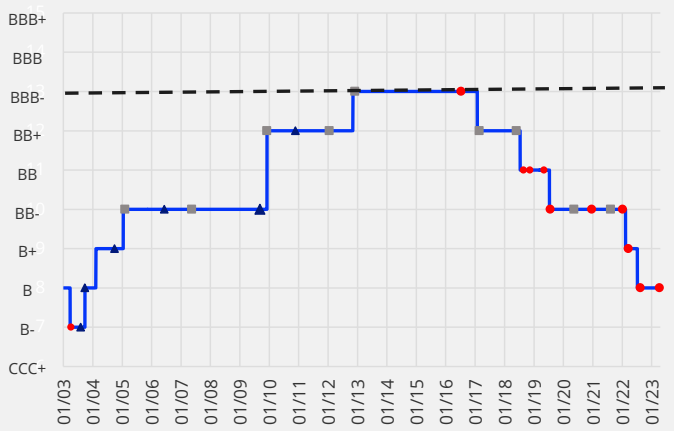
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
31/03/23	S&P	B	→	negatif	↓
17/03/23	Fitch	B	→	negatif	→
18/11/22	Fitch	B	→	negatif	→
30/09/22	S&P	B	↓	durağan	↑
12/08/22	Moody's	B3	↓	durağan	↑
08/07/22	Fitch	B	↓	negatif	→
01/04/22	S&P	B+	→	negatif	→
11/02/22	Fitch	B+	↓	negatif	→

	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

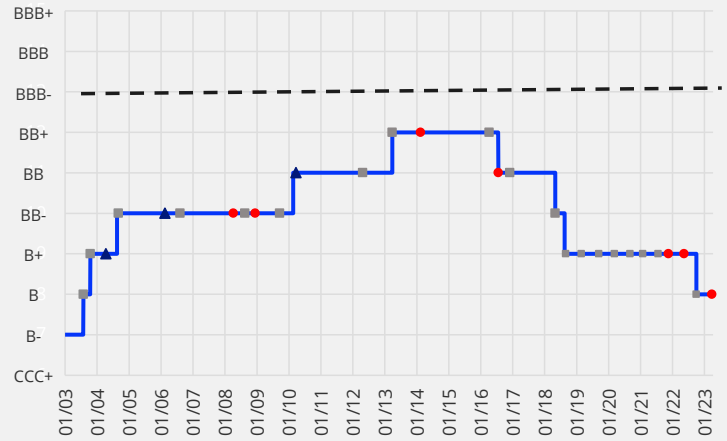
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



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

2023 Yılında Yapılan Seçim Anketleri

			People's (Cumhur) Alliance					Nation (Millet) Alliance							Labour&Freedom Alliance			
Date	**Polling firm**	**Sample**	**AKP**	**MHP**	**BBP**	**YRP**	**Total**	**CHP**	**İYİP**	**DEVA**	**GP**	**SP**	**DP**	**Total**	**HDP**	**TİP**	**Toplam**	**Other**
6-7 Mar	ALF	1,770	31.0	6.5		1.6	**39.1**	31.8	8.9	1.5	1.3			**43.5**	11.3		**11.3**	**6.1**
21-25 Feb	ALF	2,000	29.5	5.6		1.2	**36.3**	27.8	15.7	1.8	1.5			**46.8**	9.8		**9.8**	**7.1**
18-24 Jan	ALF	2,000	31.0	6.1			**37.1**	26.1	15.8	2.4	2.7			**47.0**	8.6		**8.6**	**7.3**
23-27 Feb	Areda Survey	3,000	38.5	10.1		1.0	**49.6**	22.8	10.4	0.9	0.4	0.6		**35.1**	10.5	0.4	**10.9**	**4.4**
6-13 Jan	Areda Survey	4,900	40.8	10.3			**51.1**	22.6	9.9	0.8	0.1	0.8		**34.2**	10.2	0.4	**10.6**	**4.1**
12-17 Mar	Avrasya	2,560	29.1	7.0		1.5	**37.6**	31.9	10.5	2.1	0.8	0.9	0.5	**46.7**	10.2	1.6	**11.8**	**3.9**
27 Jan–2 Feb	Avrasya	2,460	32.1	5.1			**37.2**	31.5	12.8	3.5				**47.8**	9.9		**9.9**	**5.1**
3-8 Jan	Avrasya	2,612	29.5	5.6		1.3	**36.4**	31.1	13.8	3.5				**48.4**	11.2		**11.2**	**4.0**
6-9 Mar	İEA	2,000	35.4	5.9			**41.3**	27.4	10.3	0.7		0.3		**38.7**	10.2	1.5	**11.7**	**8.3**
16-2 Feb	İEA	2,000	33.7	6.8		1.2	**41.7**	25.8	13.9	1.3	0.7			**41.7**	11.2	1.4	**12.6**	**4.0**
8-15 Mar	MAK	5,750	34.2	6.3	0.4	1.3	**42.2**	26.0	13.6	2.1	1.0	0.9	0.4	**43.0**	9.3		**9.3**	**5.5**
1-7 Jan	MAK	5,750	34.3	6.3			**40.6**	25.0	15.6	2.5	1.2	0.9		**45.2**	8.4		**8.4**	**5.8**
13-18 Mar	Optimar	1,916	38.4	7.7	0.9	1.0	**48.0**	25.9	7.8	0.3	0.3	0.3		**34.6**	9.5	0.7	**10.2**	**7.2**
19-23 Feb	Optimar	2,000	40.0	7.1			**47.1**	25.7	10.1	0.8	0.4	1.2		**38.2**	9.6		**9.6**	**5.1**
11-15 Mar	ORC	4,540	28.1	6.3	1.6	1.2	**37.2**	28.3	11.7	2.0	2.5			**44.5**	9.3	1.5	**10.8**	**7.5**
22-27 Feb	ORC	4,720	29.1	5.4			**34.5**	23.5	19.5	2.3	2.5			**47.8**	8.1		**8.1**	**9.6**
23-26 Jan	ORC	4,580	30.2	5.5			**35.7**	23.1	19.3	2.6	2.7			**47.7**	7.6		**7.6**	**9.0**
13-16 Jan	ORC	3,920	31.5	6.5			**38.0**	25.5	19.3	2.3	2.8			**49.9**	8.0		**8.0**	**4.1**
2-5 Jan	ORC	3,780	32.0	6.2			**38.2**	23.5	19.1	2.5	2.9			**48.0**	7.3		**7.3**	**6.5**
18-2 Feb	TEAM	1,930	37.5	6.6		1.3	**45.4**	24.5	11.6					**36.1**	11.1		**11.1**	**7.4**
11-14 Jan	TEAM	2,524	37.5	6.5		1.3	**45.3**	26.0	11.7					**37.7**	11.1		**11.1**	**5.9**
7-1 Mar	ADA	3,121	40.2	7.1		1.3	**48.6**	24.2	7.2	0.6		0.4		**32.4**	9.6	1.9	**11.5**	**7.5**
13–21 Mar	Artıbir	1,500	31.1	5.7		1.3	**38.1**	27.9	12.2	2.6	1.2	1.0		**44.9**	11.6	1.0	**12.6**	**4.4**
14-24 Jan	ASAL	2,520	39.2	7.5			**46.7**	23.8	12.3					**36.1**	10.1		**10.1**	**7.1**
Mar	Aksoy	1,537	31.8	6.9			**38.7**	27.8	11.4	0.6	0.6	0.8		**41.2**	10.3		**10.3**	**9.8**
11-15 Mar	Bulgu	1,800	32.7	7.1	0.1	0.7	**40.6**	26.8	12.5	0.9	0.2	0.9		**41.3**	10.2	1.6	**11.8**	**6.3**
Mar	GENAR	3,000	40.7	7.6		1.4	**49.7**	23.1	7.0					**30.1**	10.8	1.9	**12.7**	**7.5**
7-9 Jan	Piar	2,611	31.2	6.3		1.2	**38.7**	25.1	14.3	1.1	3.8			**44.3**	11.2		**11.2**	**5.8**
Mar	SAROS	10,826	36.7	6.1		0.8	**43.6**	26.5	10.5	1.3	0.5	0.6		**39.8**	12.3	0.3	**12.6**	**4.0**
18-2 Mar	Yöneylem	2,400	35.1	6.9		1.6	**43.6**	28.1	9.3	0.5				**37.8**	9.8	3.3	**13.1**	**5.5**
	Average:		**34.1**	**6.7**	**0.1**	**0.7**	**41.6**	**26.3**	**12.6**	**1.5**	**1.0**	**0.3**	**0.0**	**41.7**	**9.9**	**0.6**	**10.5**	**6.2**
	24-Jun-18 election:		**42.6**	**11.1**	**n.a.**	**n.a.**	**53.7**	**22.7**	**10.0**	**n.a.**	**n.a.**	**1.3**	**n.a.**	**34.0**	**11.7**	**n.a.**	**11.7**	**0.7**

Kaynak: Wikipedia, Gedik Yatırım Araştırma

Piyasalara Dair Beklentiler

Seçim Takviminde Önemli Tarihler

MART

- **18 Mart:** Seçim takvimi başladı.
- **31 Mart:** Cumhurbaşkanı kesin aday listesinin Resmî Gazete'de yayımlanması.

NİSAN

- **1 Nisan:** Cumhurbaşkanı adaylarının oy pusulasındaki yerlerinin belirlenmesi için YSK'da kura çekilecek.
- **2 Nisan:** Muhtarlık bölgesi askı listeleri askıdan indirilecek.
- **8 Nisan:** İttifakların ve siyasi partilerin oy pusulasındaki yerlerinin belirlenmesi için kura çekilecek.
- **9 Nisan:** Milletvekili aday listelerinin YSK'ya teslimi ve bağımsız milletvekili adaylığı için son başvuru günü
- **12 Nisan:** Yurt içi ve yurt dışı seçmen kütükleri kesinleştirilecek.
- **15 Nisan:** Milletvekili geçici aday listelerinin yayımlanması
- **19 Nisan:** Milletvekili kesin aday listeleri ilan edilecek
- **27 Nisan:** Gümrük kapıları ile yurt dışında oy verme işlemi başlayacak

MAYIS

- **4 Mayıs:** Propaganda serbestliği ve bir kısım seçim yasakları başlayacak.
- **7 Mayıs :** Seçmen bilgi kağıtlarının seçmenlere dağıtımı tamamlanacak.
- **9 Mayıs:** Yurt dışında oy verme işlemi sona erecek.
- **13 Mayıs:** Seçim propaganda süreci saat 18:00 itibariyle sona erecek.
- **14 Mayıs:** Oy verme günü
- **15 Mayıs:** Cumhurbaşkanı Seçimi'nin ikinci tura kalması halinde seçim takvimi başlayacak.
- **28 Mayıs:** Gerekmesi halinde ikinci tur

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Piyasalara Dair Beklentiler

Ekonomi ve Piyasa Takvimi

	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
MB Faiz Toplantıları	10	28	3	14	26	3	14	26	1	13
	16		4	15	27		20	31	2	14
	22		11	16	28		21			19
	23			22			22			
	23									
Önemli Olaylar			11 Enflasyon Raporu 2/4	16 Moody's Derecelendirme	27 Enflasyon Raporu 3/4	11 MSCI Endeks Değişiklikleri	8 Fitch raporu		2 Enflasyon Raporu 4/4	
	23-24 BM 2023 Su Konferansı	10-16 IMF/Dünya Bank Bahar Toplantısı	12 MSCI Endeks Değişiklikleri				9-10 G20 Yeni Delhi Zirvesi	13-15 Dünya Bankası Yıllık Toplantısı	15 MSCI Endeks Değişiklikleri	
	31 S&P raporu		18 Fin. İstikrar Raporu				19-20 BM SDG Zirvesi		16 Fin. İstikrar Raporu	
							29 S&P raporu			

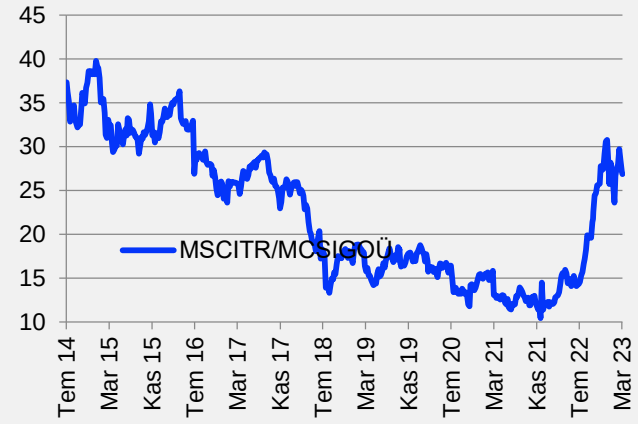
TCMB
FED
ECB
BoE
BoJ

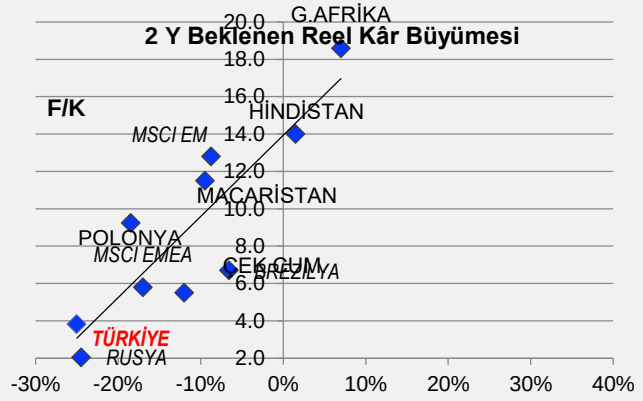
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

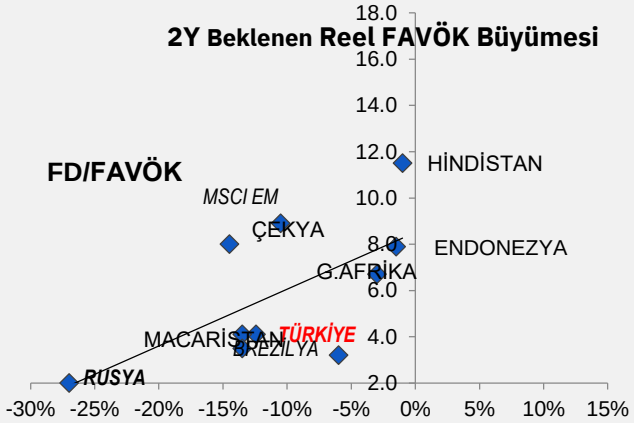
Piyasalara Dair Beklentiler (I)

Endeksin Doyum Noktalarına Geldiğini Düşünmeye devam ediyoruz

- Endeksin kısa ve orta vadede, en azından seçimlere kadar yükselmesi açısından önemli bir katalizöre sahip olmadığını düşünüyoruz. Sene sonu yıllık strateji raporunda da bahsettiğimiz üzere, değerleme bazında doyum noktalarına yakın olduğunu düşünmeye devam ediyoruz.
- Endeks 2022 yılını oldukça güçlü %197'lik bir getiri ile kapattı. Aynı dönemde, USD bazında getirinin de dahil edildiği, GOÜ'lere karşı göreceli performansa baktığımızda, BIST-100 endeksinin rölatif getirisinin yıllık bazda tarihsel olarak en yüksek seviye olan %170 olduğunu görmekteyiz. Önümüzdeki dönemin analizini yapmaya faydası olacak bu getirinin temel nedenleri: 1. Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarında düşük kalan faizler nedeni ile alternatif getirilerin sınırlı kalması, 2. Şirket karlarının talep, ve enflasyonunda katkısı ile yakaladıkları yılında yüksek ürün fiyat ayarlamaları yılında, ve 3. Zayıf TL ile ihracat ağırlıklı şirketlerin elde ettikleri enflasyonun üzerindeki karlılıklar olarak yorumlamaktayız. Zira bu gelişmelerin sonucunda 2022 yılında toplam FAVÖK %153, net kar %272 artış gösterdi.
- 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 %25'in üzerinde reel kar (global averaj: -11.3), FAVÖK olarak da dünya ortalamasından daha olumlu -%6 (Global averaj: -%10,2) daralma olacağıdır. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise 3 ay önce %25'den %46'ya artmış durumda.
- **BIST-100 Endeks hedefimiz %31'lik yükselme potansiyeliyle 6,340.** Endeks hedefimizi ekonomi ve şirketlerdeki son gelişmeler ışığında güncellemiş ve 6,000 seviyesinden arttırmış durumdayız. Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %36, 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. Söz konusu yükselme potansiyelinin içinde bulunduğumuz enflasyonist ortamda ve bankaların güncel mevduat faizleri ile karşılaştırdığımız zaman çok da yüksek bir alternatif sunmadığını söylemek mümkün. Öte yandan, model portföyümüzde de bulunan, birçok kaliteli şirkette daha yüksek potansiyellerin mevcut olduğunu belirtmekte fayda var.





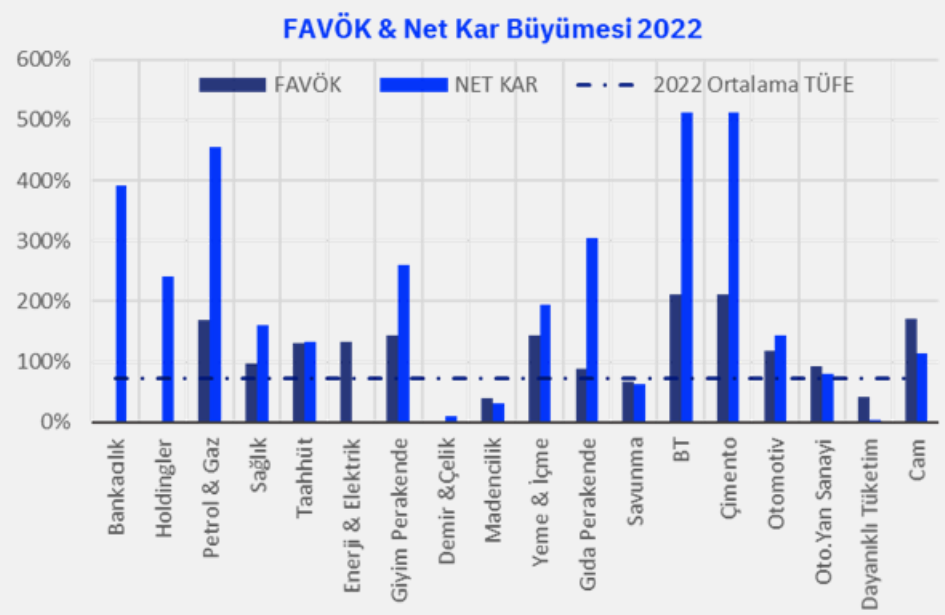


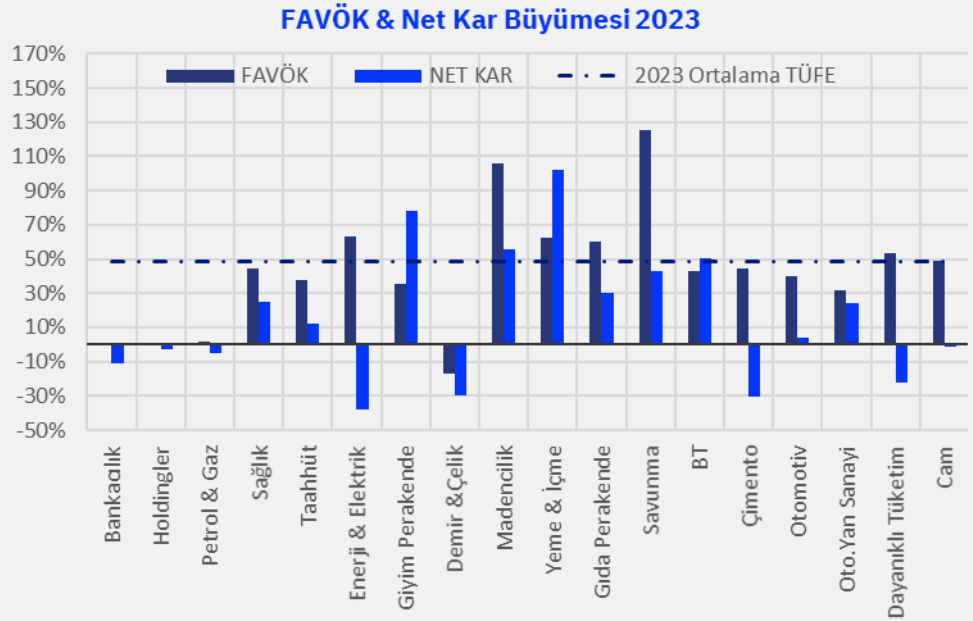
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (II)

Endeksin Doyum Noktalarına Geldiğini Düşünmeye Devam Ediyoruz

- Bu sayfada sunulan iki grafik 2022 ve 2023 yıllarında ana sektörlerdeki faaliyet ve net kar büyüme tahminlerimizle averaj TÜFE beklentilerimizi karşılaştırmakta, yani reel büyüme resmini çizmektedir.
- Bu bağlamda, görüldüğü üzere, 2022 yılında demir çelik ve madencilik hariç, çoğu ana sektörlerin yüksek reel kar büyümeleri ile yılı kapattıklarını görüyoruz. Ancak, 2023 yılında reel FAVÖK büyümesi beklediğimiz sektörler madencilik, gıda perakende, yeme içme, ve savunma'dan ibaret. Beklentimiz 2023 yılında BIST100 ortalamasının reel olarak %30 üzerinde bir kar düşüşü yaşayacağı.
- 2023 sene beklediğimiz reel kar daralmasının arkasındaki ana nedenler: 1. 2022 yılında kaynaklanan yüksek baz etkisi, 2. Özellikle seçimlerin ardından daha ortodox macro politikalara dönülmesi ve büyümede yavaşlama, 3. Global büyümede yavaşlama, ve 4. TL'nin üretici fiyatlarına nazaran güçlü kalması ve özellikle ihracatçı şirketlerin karlılıklarını azaltma olasılığıdır.
- Yavaşlayan reel kar ortamının dışında, artış trendine girmiş faiz ortamının BIST için ciddi bir rekabet oluşturduğunu ve endeks üzerinde etkilerinin devam etmek olasılığının yüksek olduğunu da tekrar önemle hatırlatmak isteriz.





Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri

Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023 T		2024 T		F/K		PD/DD		Özsermaye Karlılığı (%)	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	NFG	Net Kar	NFG	Net Kar	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T	2023 T	2024 T
Akbank	16,86	25,14	25,14	49%	EÜG	EÜG	79.048	51.922	92.682	55.841	1,7	1,6	0,4	0,4	30,5	25,6
Garanti Bankası	27,64	35,94	35,94	30%	EÜG	EÜG	86.901	45.170	99.169	47.654	2,6	2,4	0,6	0,5	29,4	27,8
İş Bankası	12,10	15,97	15,97	32%	EÜG	EÜG	88.492	64.544	103.929	69.346	1,9	1,7	0,5	0,4	29,6	25,3
TSKB	4,06	4,62	G/G	-	EPG	G/G	8.942	5.758	10.199	7.013	2,0	1,6	0,6	0,4	37,6	31,9
Vakıfbank	9,00	13,56	11,16	24%	EPG	EPG	63.574	18.698	68.881	18.965	4,8	4,7	0,7	0,6	16,0	14,1
Yapı ve Kredi Bankası	9,62	14,39	14,39	50%	EÜG	EÜG	81.219	44.945	106.756	49.913	1,8	1,6	0,5	0,4	30,0	26,9

* 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 / __G/G:__ Gözden Geçiriliyor

05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri

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	5,04	7,38	6,12	21%	EPG	EPG	1.454	1.063	6.483	1.971	1.471	5.184	0,6	0,8	6,4	4,6	39,8	24,1
Akçansa	55,40	83,24	70,23	27%	EÜG	EPG	14.671	2.181	2.161	20.334	3.605	3.193	4,9	3,3	4,4	2,7	48,3	59,2
Aksa Akrilik	73,15	94,05	94,05	29%	EPG	EPG	22.546	4.796	3.946	25.252	5.177	4.356	6,0	5,4	4,9	4,5	54,6	57,0
Aksa Enerji	29,82	52,56	52,56	76%	EPG	EPG	65.605	10.103	6.888	81.698	12.908	8.861	5,3	4,1	4,5	3,5	32,4	36,8
Anadolu Efes	63,80	75,00	75,00	18%	EÜG	EPG	146.821	25.736	6.121	188.201	32.301	6.952	6,2	5,4	3,2	2,5	21,4	21,7
Anadolu Holding	93,45	130,00	130,00	39%	EPG	EÜG	256.888	34.055	7.016	353.715	45.518	9.613	3,2	2,4	-	-	10,1	12,2
Arçelik	118,80	104,21	134,35	13%	EPG	EPG	173.025	18.225	3.345	220.015	22.179	4.410	24,0	18,2	5,9	4,9	12,9	13,6
Aygaz	67,25	67,81	67,81	1%	EPG	EPG	52.266	706	3.512	59.668	714	2.916	4,2	5,1	12,4	12,3	54,5	44,2
Bim Mağazaları	153,30	167,00	178,00	16%	EÜG	EÜG	244.614	18.866	11.106	331.251	25.551	14.125	8,4	6,6	5,2	3,9	26,2	33,4
Brisa	46,28	64,59	58,36	26%	EPG	EPG	19.579	3.629	2.299	24.607	4.933	3.307	6,1	4,3	4,4	3,3	51,8	51,2
Coca Cola İcecek	206,00	221,00	311,00	51%	EPG	EÜG	93.601	18.921	8.352	122.780	24.321	12.114	6,3	4,3	3,2	2,5	32,6	42,3
Çimsa	92,55	121,06	114,06	23%	EÜG	EPG	12.036	1.887	1.113	16.114	2.950	2.422	11,2	5,2	5,6	3,6	17,3	27,9
Doğan Holding	9,40	10,00	12,00	28%	EPG	EPG	-	-	8.958	-	-	11.568	2,7	2,1	-	-	35,8	42,1
Doğuş Otomotiv	124,11	163,47	142,59	15%	EPG	EPG	59.189	7.218	6.976	73.436	5.357	5.981	4,2	4,9	3,1	4,2	50,5	38,9
Enerjisa	30,28	31,70	31,70	5%	EPG	EPG	124.478	14.489	4.357	165.738	19.219	5.801	8,2	6,2	3,2	2,4	18,8	22,6

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

**__EÜG:__ Endeksin Üzerinde Getiri / __EPG:__ Endekse Paralel Getiri / __EAG:__ Endeksin Altında Getiri / __G/G:__ Gözden Geçiriliyor

05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri

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	30,70	33,00	42,50	38%	EÜG	EÜG	84.414	18.471	12.539	104.058	22.225	16.058	14,7	11,5	1,2	1,1	8,3	9,7
Ereğli	35,42	41,59	42,50	20%	EPG	EPG	158.737	18.692	10.409	198.677	26.558	15.021	11,9	8,3	7,5	5,3	8,7	12,2
Ford Otosan	597,90	591,64	763,62	28%	EÜG	EÜG	374.695	32.776	17.504	490.532	41.936	29.602	12,0	7,1	7,2	5,7	41,0	50,5
Galata Wind	16,48	23,73	23,73	44%	EPG	EPG	1.697	1.227	1.007	1.961	1.373	1.191	8,8	7,4	7,0	6,3	42,6	43,4
Good Year	13,90	23,39	15,97	15%	EPG	EPG	16.178	1.787	474	2.053	2.263	877	7,9	4,3	2,4	1,9	27,4	32,1
Indeks Bilgisayar	19,40	16,55	16,55	-15%	EPG	EPG	37.618	1.499	865	49.241	1.962	1.059	5,0	4,1	2,0	1,5	42,3	42,2
Kardemir	18,62	21,79	28,50	53%	EÜG	EÜG	29.005	4.023	2.285	31.835	5.332	3.688	6,4	3,9	3,7	2,8	17,2	23,0
Koç Holding	78,75	91,00	107,00	36%	EÜG	EÜG	-	-	63.500	-	-	72.500	3,1	2,8	-	-	23,1	24,2
Kordsa	76,20	93,62	93,62	23%	EPG	EPG	24.894	3.112	1.867	30.370	3.994	2.490	7,9	6,0	7,8	6,1	15,4	17,9
Koza Altin	21,28	14,48	20,00	-6%	EAG	EAG	10.855	6.250	6.211	13.958	8.284	10.314	11,0	6,6	9,3	7,0	49,1	77,8
Koza Anadolu	36,66	40,12	60,00	64%	EAG	EPG	10.968	6.212	2.484	14.071	8.236	4.126	5,7	3,4	1,6	1,2	18,9	30,4
Logo	66,20	84,36	84,36	27%	EÜG	EÜG	2.130	725	587	3.046	1.022	851	11,3	7,8	8,2	5,8	35,7	49,3
Lokman Hekim	21,12	35,16	35,16	66%	EPG	EPG	1.251	275	181	1.594	335	222	4,2	3,4	4,2	3,4	40,4	44,1
Mavi Giyim	104,00	197,00	197,00	89%	EÜG	EÜG	15.785	3.362	2.565	22.675	4.648	3.216	4,0	3,2	2,8	2,0	65,8	54,0
Migros Ticaret	175,00	223,00	280,00	60%	EÜG	EÜG	134.252	9.392	3.675	192.149	13.007	4.839	8,6	6,5	3,2	2,3	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 / **G/G:** Gözden Geçiriliyor

05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri

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	64,70	88,68	88,68	37%	EPG	EPG	14.264	3.356	1.987	18.163	4.311	2.466	6,8	5,5	4,6	3,6	85,9	95,1
Orge Elektrik	22,26	43,08	43,08	94%	EÜG	EÜG	998	330	281	1.161	373	304	6,3	5,9	5,5	4,9	34,0	27,8
Otokar	978,40	810,00	1120,00	14%	EPG	EPG	18.421	2.804	1.775	29.329	3.650	2.650	13,2	8,9	10,4	8,0	76,7	75,5
Petkim	14,40	22,20	19,50	35%	EPG	EÜG	64.935	6.050	5.039	83.011	9.011	8.011	7,2	4,6	8,4	5,6	22,6	29,2
Sabanci Holding	39,02	51,00	50,00	28%	EÜG	EPG	-	-	39.500	-	-	42.500	2,0	1,9	-	-	17,6	17,0
Şişecam	43,66	42,29	48,39	11%	EPG	EPG	135.905	30.420	19.088	184.583	41.926	28.493	7,0	4,7	4,5	3,2	21,0	24,4
Şok Marketler	28,76	38,00	56,00	95%	EÜG	EÜG	103.690	7.890	2.282	147.170	10.463	2.563	7,5	6,7	2,6	2,0	44,3	34,3
Tekfen Holding	34,00	63,00	60,00	76%	EÜG	EÜG	39.040	4.238	3.957	48.851	5.418	4.755	3,2	2,6	2,0	1,6	29,9	29,8
Tofaş	197,80	181,89	241,61	22%	EÜG	EÜG	72.811	14.922	12.097	90.826	18.954	13.689	8,2	7,2	6,3	5,0	59,3	49,7
Turk Telekom	18,19	26,23	26,00	43%	EÜG	EÜG	75.191	26.809	7.806	101.911	36.344	15.760	8,2	4,0	3,6	2,6	45,7	61,0
Turk Traktor	542,70	571,32	571,32	5%	EPG	EPG	30.996	4.272	2.770	38.511	5.094	3.708	10,5	7,8	6,6	5,5	73,9	69,0
Turkcell	34,32	43,93	48,50	41%	EÜG	EÜG	87.251	33.753	14.344	123.199	46.777	21.554	5,3	3,5	2,8	2,0	35,1	39,0
Tüpraş	79,45	647,72	105,00	32%	EÜG	EÜG	534.963	52.015	39.954	604.088	41.088	30.800	3,8	5,0	2,6	3,3	40,5	29,7
Ülker Gıda	30,56	31,25	31,25	2%	EPG	EPG	39.251	7.301	470	48.854	9.111	1.523	22,2	6,9	3,3	2,6	6,0	17,9
Zorlu Enerji	4,46	5,61	5,61	26%	EPG	EPG	39.533	7.858	214	46.020	8.618	283	37,4	39,4	5,2	4,7	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 / __G/G:__ Gözden Geçiriliyor

05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Model Portföy ve Hisse Önerileri

05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Potansiyel Getiri (%)
Enka Insaat	1,79	184.200	1.810,5	36,7%
Mavi Giyim	0,60	10.329	122,1	86,8%
Migros	1,24	31.684	338,3	60,9%
Orge Enerji		1.781	40,0	92,4%
Sok Marketler	0,70	17.063	219,7	89,9%
Tekfen Holding	0,48	12.580	609,6	73,3%
Tupras	6,11	153.084	3.603,2	29,0%
Turkcell	3,24	75.504	1.540,5	39,1%
Yapi Ve Kredi Bankasi	1,96	81.261	2.556,8	47,1%

Performans	BIST-100 Röl. (%)
Yıl Başından Beri	3,4%
28 Mayıs 2019* - Bugün	10,3%

** Portföy başlangıcı.*

Kaynak: Gedik Yatırım, Rasyonet

- **Model 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											05/04/2023 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
Enka İnşaat	21.02.2023	28,72	31,08	8,2%	13,3%	42,50	36,7%	184.200	1810,5	1,23	14,7
Mavi Giyim	01.03.2021	25,37	105,45	315,6%	29,0%	197,00	86,8%	10.329	122,1	2,78	4,0
Migros	26.07.2022	53,88	173,98	222,9%	66,5%	280,00	60,9%	31.684	338,3	3,25	8,6
Orge Enerji	21.12.2022	28,55	22,39	-21,6%	-13,5%	43,08	92,4%	1.781	40,0	5,53	6,3
Şok Marketler	20.01.2023	29,48	29,49	0,1%	11,7%	56,00	89,9%	17.063	219,7	2,60	7,5
Tekfen Holding	21.12.2022	46,65	34,61	-25,8%	-18,1%	60,00	73,3%	12.580	609,6	1,99	3,2
Tüpraş	26.07.2022	34,46	81,39	136,1%	21,8%	105,00	29,0%	153.084	3603,2	2,58	3,8
Turkcell	04.04.2023	33,85	34,88	3,0%	3,0%	48,50	39,1%	75.504	1540,5	2,83	5,3
Yapı ve Kredi Bankası	26.07.2022	4,38	9,78	123,3%	15,1%	14,39	47,1%	81.261	2556,8	0,45	1,8
Performans											
YBB					3,4%						
Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019)					10,3%						

* Banka rasyoları PD/DD

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Enka İnşaat

ENKAI TI / ENKAI.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			42,50
Hisse Fiyatı (TL)			30,70
Yükseliş Potansiyeli (%)			38%
Piyasa Değeri (TL mn)			184.200
Firma Değeri (TL mn)			140.895
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	61.804	84.414	104.058
artış	140%	37%	23%
FAVÖK	13.986	18.471	22.225
marj	22,6%	21,9%	21,4%
Net Kar	1.961	12.539	16.058
marj	3,2%	14,9%	15,4%
Net Borç	-43.305	-87.514	-89.616
HB Temettü	0,7	0,4	1,0
Tem. Verimi	2,1%	1,2%	3,3%
FD/FAVÖK	4,6	5,2	4,3
F/K	54,0	14,7	11,5
PD/DD	1,0	1,2	1,1

** 05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- 2022 yılında faaliyet açısından güçlü bir sene geçiren Şirket'in, Eurobond portföyünün net kâr seviyesinde yarattığı negatif etkiyle geçtiğimiz yıl BIST-100'e kıyasla %17'ye yakın daha düşük getiri sağladı. 2023 yıl başından bu yana ise %6'lık negatif ayrışma görüyoruz. Net kâr seviyesinde baskının 4Ç22 trendine benzer, 2023 yılı genelinde hafiflemesini bekliyoruz. Buna bağlı olarak 2023 yılında 14.8 milyar TL'lik net kâr beklentimiz mevcuttur ve bu tutar 2022 yılındaki 2.0 milyar TL'nin yaklaşık 7.5 kat üstündedir.

- İnşaat segmentinde 2022 yılında 1.9 milyar USD ciro ve 483mn USD FAVÖK açıklayan Şirket, %25'lik FAVÖK marjıyla bu segmentte oldukça güçlü görünümünü sürdürdü. Elektrik üretim segmentinde ise yüksek doğalgaz fiyatlarına bağlı olarak 2019 yılı öncesine göre daha düşük marjların sürdüğünü görüyoruz. 2022 yılında yalnızca %7'lik FAVÖK marjı açıklayan Şirket'in geçtiğimiz yıllarda bu segmentte %20'ye yakın FAVÖK marjları elde ettiğini hatırlatmak isteriz. Segment 2022 yılında 1.3 milyar USD ciro ve 92 milyon USD FAVÖK yaratmıştır. Gayrimenkul segmentinde ise beklentilerin aksine güçlü görüntü devam etmiştir. Rusya'da sahip olunan gayrimenkullerden elde edilen ciro 2022 yılında 344 milyon USD olurken, FAVÖK ise 194 milyon USD seviyesinde; FAVÖK marjı ise %56 ile geçtiğimiz yıllara kıyasla 8 yüzde puan civarında hafif düşüş göstermiştir. Segment kârlılığındaki normalleşmeyi makul olarak karşılıyoruz. 2023 yılı beklentilerimizde tüm segmentlerde hafif muhafazakar kalmak adına ortalamada 1 yüzde puan'lık düşüş uyguluyoruz.

- İnşaat segmentinde iş alımlarına devam eden Şirket'in son olarak Kuzey Makedonya'da almış olduğu 1.3 milyar USD'lik Otoyol Yapım Projesi, son açıklanan birikmiş iş tutarının yaklaşık %30'una tekabül etmektedir. Ancak %50'lik ortak girişimle gerçekleşecek olan projenin katkısı bahsedilen tutarın yarısı kadar olacaktır ve projenin 2027 yılında tamamlanması öngörülmektedir.

- Şirket payları, 2023T 5,2x FD/FAVÖK ve 14,7x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Son 5 yıllık FD/FAVÖK rasyosu ortalaması ise 7.0x seviyesindedir. Defansif portföylerde yer almasının faydalı olacağını düşünüyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi

MAVI TI / MAVI.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			197,00
Hisse Fiyatı (TL)			104,00
Yükseliş Potansiyeli (%)			89%
Piyasa Değeri (TL mn)			10.329
Firma Değeri (TL mn)			9.206
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	0,3	1,4	1,4
Tem. Verimi	0,3%	1,3%	1,3%
FD/FAVÖK	2,1	2,5	1,7
F/K	4,2	4,0	3,2
PD/DD	3,1	2,6	1,7

** 05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- 2021 yılından itibaren model portföyümüzde bulunan ve getirisi oldukça yüksek olan hissedeki güçlü performansın devam etmesini beklemekteyiz.
- Şirketin geçen yılın ikinci yarısında başlayan Covid sonrası açılmalar ile yakaladığı güçlü talebin devam etmesiyle sağlam performansını içimizde bulunduğumuz dönemde de sürdüreceğini düşünüyoruz.
- 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 kalabilir.
- Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2023 beklentilerimize göre cazip 2.5x 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)			175,00
Yükseliş Potansiyeli (%)			60%
Piyasa Değeri (TL mn)			31.684
Firma Değeri (TL mn)			31.073
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	2,7	3,0
Tem. Verimi	-	1,5%	1,7%
FD/FAVÖK	2,1	3,3	2,2
F/K	5,1	8,6	6,5
PD/DD	5,7	6,2	5,0

** 05/04/2023 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 net nakitinin artışının da güçlü bir şekilde devam etmesini bekliyoruz.
- Şirket hisseleri, oldukça yüksek bir iskonto olan 3.3x 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			43,08
Hisse Fiyatı (TL)			22,26
Yükseliş Potansiyeli (%)			94%
Piyasa Değeri (TL mn)			1.781
Firma Değeri (TL mn)			1.827
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	720	998	1.161
artış	133%	39%	16%
FAVÖK	289	330	373
marj	40,1%	33,1%	32,1%
Net Kar	310	281	304
marj	43,0%	28,2%	26,2%
Net Borç	46	4	-41
HB Temettü	0,0	0,0	2,0
Tem. Verimi	-	-	9,0%
FD/FAVÖK	3,6	5,4	4,7
F/K	3,2	6,3	5,9
PD/DD	2,0	2,2	1,6

** 05/04/2023 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 5,4x FD/FAVÖK ve 6,3x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Yeni iş kollarının büyüme potansiyeli ve 2023-2025 yılları arasında ortalama 3 yıllık FAVÖK marjını %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

Şok Marketler

SOKM TI / SOKM.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			56,00
Hisse Fiyatı (TL)			28,76
Yükseliş Potansiyeli (%)			95%
Piyasa Değeri (TL mn)			17.063
Firma Değeri (TL mn)			20.480
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	-	-	1,3%
FD/FAVÖK	2,8	2,6	2,0
F/K	4,2	7,5	6,7
PD/DD	6,0	3,3	2,3

** 05/04/2023 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 beklenmektedir. 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 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.

- Son 12 ayda hisse fiyatı piyasaya paralel hareket etmiştir. Elverişli sektör dinamikleri ortamı ve üretilen nakit göz önüne alındığında, 2023 yılı tahminlerimize göre hisse 2,6x 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			60,00
Hisse Fiyatı (TL)			34,00
Yükseliş Potansiyeli (%)			76%
Piyasa Değeri (TL mn)			12.580
Firma Değeri (TL mn)			11.381
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	30.668	39.040	48.851
artış	89%	27%	25%
FAVÖK	2.487	4.238	5.418
marj	8,1%	10,9%	11,1%
Net Kar	3.473	3.957	4.755
marj	11,3%	10,1%	9,7%
Net Borç	-1.199	-2.940	-3.680
HB Temettü	0,7	2,8	3,1
Tem. Verimi	2,0%	8,3%	9,1%
FD/FAVÖK	3,7	2,3	1,6
F/K	2,9	3,2	2,6
PD/DD	1,1	1,0	0,8

** 05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- 2022 yıl sonu itibarıyla birikmiş iş miktarı, 2021 yıl sonuna kıyasla yaklaşık %10 düşüş göstermiş olup 1,16 milyar USD seviyesindedir. Şirket'in son birkaç yıldır yeni proje alma konusunda geçmiş yıllara kıyasla daha az agresif olması sebebiyle güncel birikmiş iş miktarının Şirket paylarının derin negatif ayrışma göstermesinde en önemli faktörlerden birisi olduğunu düşünüyoruz.
- Haradh Projesi'nden kaynaklanan ek maliyetlerin de etkisiyle taahhüt segmentinde kârlılık baskısı 2022 yılında da devam etmiştir. Bu nedenle, 1Ç23'ten itibaren segment kârlılığında yukarı yönlü bir normalleşme beklemeye devam ediyoruz. 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. 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 ediyor. Modelimizde segment kârlılığına muhafazakar yaklaşarak; son üç yılın ortalamasından 250 baz puan daha düşük varsayım kullanıyoruz, ki bu da ~%16'lık uzun vadeli FAVÖK marjına işaret ediyor. Hizmet tarafında ise FAVÖK marjını son üç yılın ortalamasından 600 baz puan daha düşük olacak şekilde, %25'lik bir marj elde edilmesi varsayımını kullanıyoruz.
- Şirket payları, 2023T 2,3x FD/FAVÖK ve 3,2x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Turkcell

TCELL TI / TCELL.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			48,50
Hisse Fiyatı (TL)			34,32
Yükseliş Potansiyeli (%)			41%
Piyasa Değeri (TL mn)			75.504
Firma Değeri (TL mn)			98.614
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	52.170	87.251	123.199
artış	49%	67%	41%
FAVÖK	22.160	33.753	46.777
marj	42,5%	38,7%	38,0%
Net Kar	11.053	14.344	21.554
marj	21,2%	16,4%	17,5%
Net Borç	23.110	36.482	47.026
HB Temettü	0,6	2,0	3,3
Tem. Verimi	1,7%	5,9%	9,5%
FD/FAVÖK	3,3	3,3	2,6
F/K	4,5	5,3	3,5
PD/DD	1,9	1,8	1,4

** 05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Şirket hisseleri, 2023 varsayımlarımıza göre, küresel emsallerine göre yaklaşık %40 iskontolu olarak işlem görmektedir. Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle Turkcell payları, enflasyonist ortamlarda fiyat yansıtma zorluğu nedeniyle 2022 yılında BIST-100'e kıyasla %30'a yakın daha düşük getiri sağladı. 2023 yılına güçlü bir fiyatlamayla başlayarak %8'e yakın pozitif ayrışma gösteren Şirket, Türkiye'de yaşanan depremin ardından faaliyetlerinde meydana gelecek hafif negatif etkiyle ve bölgeye yapmış olduğu 3.5mr TL'lik önemli seviyede bağıştan ötürü negatif ayrışma göstermeye başladı. Bu fiyatlamanın ardından 2023 yıl başından bu yana %6'lık negatif ayrışma görüyoruz. 2023 yılında fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının daha belirgin olacağı beklentisiyle, finansallardaki göreli zayıflıkta en kötünün geride kaldığını düşünmeye devam ediyor, 16 Şubat 2023'te model portföyümüzden çıkardığımız Turkcell'i derin negatif ayrışmanın ardından yeniden model portföyümüze ekliyoruz.

- Mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/populasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun genişbant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.

- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülüyor. Pilot bölge olarak seçilen Istanbul Havalimanı'nın bazı noktalarında kullanımına başlanan 5G teknolojisine geçişin sektör oyuncuları ve Turkcell için özellikle data kullanımı tarafında önemli atılımlar sağlayacağını düşünüyoruz. Uzun vadede ise 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırdaki defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğuna da inanıyoruz.

- Şirket payları, 2023T 3,3x FD/FAVÖK ve 5,3x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Tüpraş

TUPRS TI / TUPRS.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			105,00
Hisse Fiyatı (TL)			79,45
Yükseliş Potansiyeli (%)			32%
Piyasa Değeri (TL mn)			153.084
Firma Değeri (TL mn)			136.583
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Gelirler	481.765	534.963	604.088
artış	216%	11%	13%
FAVÖK	55.477	52.015	41.088
marj	11,5%	9,7%	6,8%
Net Kar	41.045	39.954	30.800
marj	8,5%	7,5%	5,1%
Net Borç	-16.501	-35.815	-31.882
HB Temettü		6,5	17,9
Tem. Verimi	n.m.	8,2%	22,5%
FD/FAVÖK	1,1	2,3	2,9
F/K	1,9	3,8	5,0
PD/DD	1,78	1,55	1,48

** 05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Havacılık sektöründeki güçlü görünüm nedeniyle artan jet yakıtı talebine ek olarak, küresel arz kesintileri ve ucuz Rus petrolünün piyasada yer alamaması gibi sebepler dizel kârlılıkları genişletti ve bu da Tüpraş'ın son 5 yıllık ortalamalarına kıyasla ~3 kat daha yüksek orta distilat crack marjları ile sonuçlandı. Şirket'in güçlü 2022 ve 2023T finansalların ardından 2024 yılında ~20% seviyelerinde temettü verimi potansiyeli taşıdığını düşündüğümüzde, uzun vade yatırımcılar için önemli bir alım fırsatı olduğunu düşünüyoruz.

- Tüpraş'ın net rafineri marjının yüksek primli seyretmesi beklentimizdeki ana argümanlarımız şunlardır: i) Ağır ve ekşi ham petrolleri yüksek kompleksite oranları ile işleyebilmesi ii) ham petrol tarafında düşük fiyata erişim imkanının güncel makroekonomik şartlarda önemli düzeyde artması ve bunun devam etmesi beklentimiz iii) yüksek seyrin sürmesini beklediğimiz kapasite kullanım oranı ve bunun pozitif marj katkısı iv) havacılık sektörü verilerindeki iyileşmenin sürmesi

- Tüpraş'ın Stratejik Dönüşüm Planı çerçevesinde 2030 yılına kadar karbon emisyonlarını 2017 yılına kıyasla %30'a yakın düşürme hedefi bulunuyor. 2050 yılına kadar ise karbon nötr seviyeye gelme hedefi bulunuyor. Plan doğrultusunda 2050 yılına kadar 10mr $ yatırım planı mevcuttur. Gelecek yıllarda emisyon geçişi doğrultusunda, karbon salınımı azalmayan şirketler için önemli seviyede bilanço yükümlülüklerinin doğacağı varsayımıyla yatırım planını genel olarak makul buluyoruz. Öte yandan, Entek Birleşmesi'nin güncel şartlar altında Tüpraş değerlemesini olumsuz etkileme beklentileri bulunmasına karşın, sıfır karbon salınımı hedefi doğrultusunda ihtiyaç duyulan yeşil hidrojen ihtiyacının iç kaynaklar ile karşılanması ve lojistik sektörü ihtiyaçlarına yönlendirilmesi hedefini pozitifi olarak yorumluyoruz.

- Ayrıca Şirket, yakın zamanda yayımlanan "Elektrik Piyasasında Depolama Faaliyetlerine İlişkin Yönetmelik" kapsamında; depolama tesisi kurulması şartıyla, mevcut kapasitesine (442MW) ilave olarak, 150MW GES ve 855MW RES (Toplam: 1.005MW) kurulumu için EPDK'ya önlisans başvurusunda bulunmuştur.

- Şirket payları, 2023T 2,3x FD/FAVÖK ve 3,8x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Yapı Kredi Bankası

YKBNK TI / YKBNK.IS			Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat			14,39
Hisse Fiyatı (TL)			9,62
Yükseliş Potansiyeli (%)			50%
Piyasa Değeri			81.261
Finansal Göstergeler			
TL mn	**2022**	**2023T**	**2024T**
Net Faiz Geliri	76.948	81.219	106.756
Net Kar	52.745	44.945	49.913
artış	403%	-15%	11%
Özsermaye Karlılığı	56%	30%	27%
F/K	1,0	1,8	1,6
PD/DD	0,6	0,5	0,4

** 05/04/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.*

- Yapı Kredi'nin son dönemdeki makroihtiyati tedbirlerin getirdiği TL mevduat payı barajı konusunda diğer bankalara kıyasla daha rahat konumda olması sebebiyle mevduat maliyetlerini daha iyi yönetebileceğini düşünmekteyiz.
- Bankanın yüksek miktardaki yaklaşık 111 milyar TL'lik Tüfe'ye endeksli tahvil portföyünün (özsermayenin yaklaşık %88'i) yükselen enflasyon beklentileriyle birlikte 2023'te marjları sınırlı da olsa desteklemeye devam etmesini bekleriz.
- Banka 2022'nin son çeyreğinde operasyonel giderler tarafında ekstra karşılık ayırarak 2023'teki olası giderleri öne çekmişti bu hamlenin 2023'te banka için alan kazandıracağını düşünmekteyiz.
- Banka 2023 tahminlerimize göre 1.8x F/K, 0.5x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ana Tahminler

Makroekonomik Veriler

Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T)
Ekonomik Büyüme						
GSYH (cari, milyar TL)	3,758	4,320	5,048	7,249	15,007	23,018
GSYH (cari, milyar dolar)	785	760	717	814	893	1,048
GSYH (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	2.9	0.9	1.9	11.4	5.6	2.7
Kişi Başına GSYH (bin dolar)	9,693	9,283	8,576	9,616	10,413	12,047
Enflasyon						
Yılsonu TÜFE (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	36.1	64.3	51.0
Ortalama TÜFE (yıllık, yüzde)	16.2	15.5	12.3	19.8	72.5	47.7
Ödemeler Dengesi						
Cari Denge (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-31.9	-7.2	-48.7	-50.1
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	-1,295.0
Bütçe Dengesi/GSYH (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-2.7	-0.9	-5.6
Faiz Dışı Denge (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-11.4	171.8	-705.0
Faiz Dışı Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-0.2	1.1	-3.1

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

Ana Tahminler

Piyasalar

Piyasalara Yönelik Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	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 - 6,340
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 -25.00
Ortalama	4.82	5.68	7.02	8.89	16.62	21.75
Kapanış	5.26	5.94	7.4194	13.329	18.6983	24.5
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	n.a.
Ortalama	17.7	20.7	10.8	17.6	12.66	n.a.
Kapanış	24.1	11.4	17.0	17.0-18.0	9	n.a.
Brent						
Ortalama	72	64	42	71	101	82

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