
Strateji Güncelleme Raporu, Mayıs 2021

10 Mayıs 2021
Global & yerel görünüm, fiyatlama beklentileri
Strateji & Araştırma Bölümü
İSTANBUL

-
- Genel bakış
 - Covid-19
 - Fiyatlamaya performansları
 - BIST
 - Bankacılık sektörü
 - Deniz Yatırım Model Portföy

■ Genel bakış

18 Ocak 2021 : Olumlu beklentilerin sabırla şekilleneceği yıl 10 Mayıs 2021 : Destekleyici koşullarla normalleşme

- **2021: Daha güçlü 'reflasyon' teması, daha güçlü 'ekonomik toparlanma', daha güçlü 'normalleşme' beklentileri**
 - Enflasyon beklentilerindeki önden-beklenmedik Ocak ayı fiyatlamasına rağmen iyimserlik tüm hızıyla devam ediyor
- **2021: Destekleyici koşullarla normalleşme**
 - **COVID-19 & Aşılama** | 2Ç sonrasında aşılamanın genele yayılması, gelişmiş-gelişmekte olan ülke makasının kapanması
 - **Global ekonomi** | Daha önce görülmemiş ekonomik daralmadan daha önce görülmemiş ekonomik toparlanmaya: 2021
 - **ABD** | Pandemi öncesi GSYH seviyesine dönüş yılın ilk yarısında tamamlanıyor; hayatın ve ekonomilerin normalleşmesi başladı
 - **Euro Bölgesi** | Değerli EUR tartışmalarından aşılama hızı ve PEPP varlık alımlarının ikinci yarıda yavaşlatılmasına dönüş
 - **Emtia fiyatları** | Güçlü momentumun yaz aylarında devam etmesi, 2022 öncesinde dengelenmenin uzak oluşu
 - **USD** | Fed eksenli beklentiler yılın ikinci yarısının belirleyici aktörü konumunda olsa da 2020'den daha zayıf fiyatlama eğilimi hala masada
 - **Hisse senetleri** | Nette pozitif duruş korunuyor, kısa vadeli düzeltme risklerine rağmen rekor yüksekler devam edecek
- **Gelişmekte olan ülkeler**
 - **Hisse senetleri** | Aşılama hızı, normalleşme ve emtia fiyatları oyun değiştirici faktör
 - **Pariteler** | 1-3 ay vadede risk iştahı pozitif ortamın sağladığı oyun alanı, ikinci yarıda Fed'in yapacağı yönlendirme beklentisi, emtia fiyatlamaları
 - **Faizler** | Daha normal hayat, daha normal para politikası döngüleri, nispeten sınırlı-yüksek faiz hadleri
- **Emtia**
 - **Petrol** | Normalleşmenin genele yayılması, artan mobilite, \$70-80 bandının hedefe girmesi
 - **Altın & Gümüş** | Ekonomik toparlanma, enflasyon beklentileri, reel faizler, ETF pozisyonlanması, mevsimsel etki
- **Özel başlık: Türkiye**
 - **Büyüme** | Beklentilerden güçlü iç talep, 2020 ivmesinin devamı, güçlü ihracat, yukarı yönlü riskler
 - **Enflasyon** | Kur geçişkenliği, emtia fiyatları baskısı, ÜFE-TÜFE makası, yılın son çeyreğinde baz etkisi kaynaklı sınırlı düşüş
 - **Ülke risk primi** | Enflasyon, para politikası ve GOÜ faiz döngüsü kritik 3 belirleyici faktör

Strateji Bakış

Yıla dair iyimser beklentilerimizde henüz değişiklik yok. Geride kalan 4 aylık sürecin muhasebesini lokal ve global çapta yaptığımızda bir takım gelecek dönem yönlendirmelerimizi güncellemek zorunda kalsak da Ocak ayında belirlediğimiz fiyatlama temalarımızın çoğunlukla etrafında bir duruş sergilemeye devam ediyoruz. Sonraki 6 ay için 'destekleyici koşullarla normalleşme' fikrini bir adım öne çıkarıyoruz.

■ Global büyümeye dair iyimserliklerimizi muhafaza ediyoruz; ayrışma risklerini dışarıda bırakmadan

- 2021 başlangıcında tasarladığımız manevra alanının büyük çoğunlukla geçerli olduğu kanaatindeyiz. Küresel büyümeye dair iyimserlikler ivme artırırken, 'aşılama' konusuna açtığımız parantezin ne denli önemli olduğunu şimdilerde daha iyi anladığımızı düşünüyoruz. Hatırlatmak gerekirse; Ocak ayında paylaştığımız [Deniz Yatırım 2021 Strateji Raporu](#) çalışmamızda yılın en önemli başlığı olarak aşılama konusunu belirlemiş; aşının kapsamı, hızı ve efektifliği gibi 3 önemli detayın ana belirleyici konumunda olacağını değerlendirmiştik. Nitekim bugünlerde olan biteni anlamaya çalışmanın en iyi yolu aşılama ve ekonomilerdeki normalleşme çabalarına dair sağlıklı fikir yürütme ekseninden geçmekte. ABD, Birleşik Krallık ve İsrail gibi ülkelerde vatandaşlarının önemli bir kısmı ilk doz aşılama süreçlerini tamamlarken, vaka artış oranları hız kesiyor, sağlık sistemleri üzerindeki baskı azalıyor ve hayatın normalleşmesi dünyanın geri kalanına kıyasla çok daha hızlı bir şekilde gerçekleşiyor. Yılın ikinci yarısında, özellikle de Haziran-Eylül döneminde aşılama performansının global çapta genele yayılmasını ve önderlik eden ülkelerin dışındaki kümeyle de yönelmesini bekliyoruz. Böylece hayatın normalleşme hızı artarken, ekonomilerin toparlanması da bir önceki yıldan devralınan baz etkilerinin de katkısıyla yüksek hızlarda gerçekleşecek. Başta IMF olmak üzere önemli yön verici konumdaki kurumların değerlendirmeleri de bu düşüncemizi teyit eder konumda.

■ Normale dönüşün negatif yan etkileri: Teşviklerin sorgulanması

- Kısa vadede global çapta maliye politikası nezdinde sağlanan kamu desteklerinin geri çevrilmesini beklemiyoruz. Daha önce de belirttiğimiz üzere, pandeminin gelecek dönem üzerinde yarattığı en tehlikeli risk, küresel borç stoklarındaki inanılmaz seviyelerdeki yük ve bunun yarın daha yüksek faiz seviyelerinin oluşturduğu ortamda roll edilme mecburiyeti. Ancak, bahse konu durum henüz bugünün dikkate alınan stres başlıklarından birisi değil. Hayatın normale dönüşü aynı zamanda aktivitenin artması, daha fazla mobilite ve son 1 yıl içerisinde sağlanan bireysel tasarrufların harcamaya dönüşü anlamına geldiğinden ekonomilerin performansları da doğal olarak olumlu bir patikada seyredecek. Özellikle yılın ikinci yarısında aşılamanın genele yayılması ile beklediğimiz çarpan etkisinin artışı her ne kadar maliye cephesindeki teşviklerin sorgulanmasına neden olmayacaksa da merkez bankalarının genişlemeci para politikası duruşu üzerindeki soru işaretlerinin arttığını göreceğiz.

■ Zincirleme riskler göz ardı edilmemeli

- Burada farklı diğer önemli başlıkların da ayrı ayrı ya da tehlikeli bir zincirleme yaklaşım şeklinde birlikte öne çıkması riski de doğabilir: *i) Geçici olacağı varsayılan manşet enflasyon yükselişlerinin yılın son çeyreği ile birlikte kalıcı olma tartışmalarını tetiklemesi ii) Bugün doğan enflasyon riskinin beklentiler üzerinden gelecek dönem yaklaşımlarını negatif etkilemesi iii) Merkez bankalarının sıkılaşma patikalarını zamanlama olarak öne çekerken muhtemel adımların boyutlarını da öngörülme şerinde geniş tutması iv) Riskli varlıklarda alınan yüksek pozisyonlanmaların bir anda likidite ihtiyacı çerçevesinde bozulması ve finansal koşulların kontrolsüz, hızlı ve gereksiz sıkılaşması.*

■ Ana fiyatlama tamamızda değişiklik yok: Reflasyon

- Ocak ayında paylaştığımız fiyatlama düşüncelerimizin temelinde 'reflasyon teması' eksenli yaklaşım yer alıyordu. Açıkçası bugüne dek söz konusu tema etrafındaki fiyatlamaların ağırlıklı gerçekleştiğini ve yatırımcıların strateji oluştururken farklı bir başlık ihtiyacı içerisine girmediğini düşünüyoruz. Öte yandan bir takım ters ayakta yakalanma pozisyonlarımız da olmadı değil. Örneğin, her ne kadar global faiz hadlerinde 2021 yılı içerisinde yükseliş beklentisi içerisinde olduğumuzu yazılı ve sözlü şekilde birçok kez paylaşmış olsak da Ocak-Mart dönemindeki volatilité destekli artışı öngöremediğimizi itiraf etmek gerekiyor. Sanıyoruz ki burada ıskaladığımız nokta enflasyon beklentilerindeki canlanmanın zamanlaması oldu. Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü olarak beklentimiz, yılın ikinci çeyreği ile birlikte bu kanal üzerinden doğacak tartışmaların momentum kazanması ve 2020 son çeyreğinden devralınan destekleyici finansal koşulların en azından 1-3 ay vadede devam edeceği şeklindeydi.

■ Global para politikalarına dair itiraf ve revizyon: Amiral Fed

- Daha önce Amerikan para politikasında 2021 yılı içerisinde sıkılaşıma yönlü bir adım gelme ihtimalini neredeyse sifıra yakın görürken bugün durduğumuz noktanın ciddi anlamda farklılaştığını itiraf etmek gerekiyor. Söz konusu fikir güncellemesinde en kritik belirleyici ise aşılama performanslarında sergiledikleri olağanüstü başarı ve ekonominin sanılanın/sandığımızın üzerinde ivme ortaya koyması oldu. Sürecin getirdiği doğal bir sonuç ise enflasyon beklentilerindeki canlanma ve Fed'e dair fikirlerin güncellenme zaruretinden başka bir şey değil. Her ne kadar 2023 yılından önce federal fonlama oranı aralığında yukarı yönde bir adım beklememe pozisyonumuzda farklılık olmasa da 'tapering' olarak bilinen varlık alım programındaki rakamların azaltılması ihtimalini mevcut yıl içerisinde oldukça yüksek görüyoruz. Bu nedenle küresel para politikaları açısından Amiral konumda olan Fed'in zamanlama açısından nasıl bir tavır takınacağı başta Amerikan finansal varlıkları olmak üzere global işlemlerin tamamını yakından ilgilendiriyor. İlk olarak sizlerle [Piyasa Notu: FOMC, Mart 2021](#) çalışmamız ile paylaştığımız düşüncemizi kısaca hatırlatmak gerekirse: i) *Fed'in Haziran-Ağustos dönemi içerisinde 'tapering' ihtimali üzerine sesli düşünceleri resmi kanallar üzerinden devreye almasını* ii) *Ağustos ayında gerçekleştirilmesini beklediğimiz Jackson Hole toplantısında geride kalan 10 yıl içerisindeki önemli dönüşlerde olduğu üzere sözle yönlendirmesi ve/veya resmen ilanını yapmasını* iii) *Yılın son çeyreğinde 2022 yılından başlamak üzere tapering sürecini takvimlendirmesini* iv) *2023 yılında da ilk federal fonlama oranı faiz artışını gerçekleştirmesini* değerlendiriyoruz.

■ İyimserliğimizin yanında elbette riskler var: Tapering = USD+ yaklaşım

- Burada kilit nokta Fed'in zamanlaması ve tercih edeceği iletişim olacak. Şayet beklentilerimizin dışında 2021 yılı 'tapering' başlığı açısından pas geçilir ve bunun da yönlendirmesi açıkça yapılırsa piyasa fiyatlamalarında yeni bir tur zayıf Amerikan doları teması eksenli işlemler, emtia fiyatlarındaki rallinin ivmelenmesi, hisse senetlerinde daha yüksek seviyelerin oluşması ve global faiz hadlerinde mevcut seviyelerin aşağılarına doğru pozisyonlanma isteklerinin belirlediği ayrı bir faza geçiş olabilir. Ancak, söz konusu ihtimali enflasyon beklentilerinin belirli seviyelerde çıpalandırılması ve global ekonomiye dair taşıdığımız iyimserliğin artması gibi iki önemli nedenle şu aşamada düşük görüyoruz. **Hikayenin diğer kısmında ise beklediğimiz şekilde 'tapering' ilanı gerçekleşecek olursa, ilk aşamada gelişmekte olan ülkelere ait para birimlerinde negatif yönlü dalgalanma, global çapta volatilitenin artışı, faizlerin bir miktar daha yukarı yönlü baskılanması, hisse senetlerinde satış ve tüm senaryonun temelinde yer alan Amerikan doları pozitif eğilimi görmemiz şaşırtıcı olmayacak.** Öte yandan bahse konu gelişmeler elbette dünyanın sonu anlamına gelmiyor. Özellikle de Mayıs 2013 sonrasında hem 'tapering' hem de faiz artışı gerçeği ile yüzleşen piyasa işlemcilerinin ve yatırımcıların çok büyük bir kısmı hem tecrübeli hem de bu durum özellikle Şubat-Mart geçişi sonrasında beklenmeyen bir senaryoyu ifade etmiyor. Bu nedenle kısa süreli dalgalanma Fed'in kontrollü yönlendirmesi ile gayet yönetilebilir bir patikada gerçekleşebilir. Ek olarak, varlık alımlarına dair azaltım yol haritasının açıklanması resmi faizlerin bugünden yarına artırılması anlamına gelmediğinden pozisyonların dağılıma ve toparlanma zaman aralıkları da korkulanın aksine kısa süreli olacaktır.

■ Kritik kısım iletişim olduğundan Fed'in bu süreci bir kez daha başarıyla atlatması sürpriz olmayacak: USD- ihtimal?

- Reflasyon temasının korunmasını beklediğimiz ortamda global emtia fiyatlarındaki yükselişin yılın ikinci yarısında da düşünmemiz gayet doğal bir davranış biçimi olacak. Ocak 2021'de paylaştığımız şekilde küresel girdi maliyetlerindeki yukarı yönlü eğilimin sürmesi temelde büyüme beklentilerinin canlı kalması çıkışlı olduğundan her ikisinin de ortak noktası 'zayıf Amerikan doları teması' eksenli işlemlerin korunması anlamına geliyor. Yani, **kısa vadeli dalgalanma riskleri bir yana büyüme döngüsünün ağır bastığı, enflasyonist risklerin tartışıldığı ve likiditenin Amerikan varlıkları dışında farklı noktalarda getiri arayışı ihtiyacı ile karşılaştığı ortamda USD- ihtimal pek de sıra dışı bir fikir olarak durmuyor.** Hatırlatmak gerekirse, yılın şu ana dek olan kısmındaki tüm volatilitesine rağmen DXY hali hazırda ortalamada 2020'ye kıyasla %5 aşağıda işlem görürken, 2018'den bu yana en düşük seviyeye işaret etmekte.

■ Amerikan dolarındaki dalgalanmanın belirleyicisi pozisyonlanmadaki gelişmeler

- Yılın ilk çeyreğinde beklentilerimizden daha güçlü bir USD fiyatlamaya görmemizi kendi baktığımız çerçeveden şu gerekçeler ile açıklamayı doğru buluyoruz:
i) *Tüm yatırımcıların trenin aynı yöndeki vagonlarında birikmesi kısa yönlü pozisyonların artmasına neden oldu. CFTC nezdindeki dolar endeksi kontratında 5 Ocak haftası -14952 seviyesi ile 15 Mart 2011 döneminden bu yana en yüksek rakam takip edildi.* ii) *Benzer durum tahvil piyasasındaki uzun yönlü eğilim için de söz konusuydu ve çözülme sert gerçekleşti.* iii) *Enflasyon beklentilerine yönelik ayarlama zamanlama olarak önden ve momentumu yüksek şekilde gerçekleşti.* iv) *Ocak ayında Fed yetkililerinin bazılarının gelen kafa karıştırıcı açıklamalar zincirleme etkiyi artırdı.* v) *Amerikan hisse senetlerinin yılın ilk ayında spekülasyon bireysel yatırımcı pozisyonlanması kaynaklı gösterdiği yüksek oynaklığın yarattığı güvenli liman arayışı sürecin momentum kazanmasına neden oldu.*

■ Tahvil faizlerindeki bant aralığı bir süre daha geçerliliğini koruyacak. Ancak...

- Başta ABD olmak üzere küresel faiz hadlerindeki sert yükselişin ardından gözlenen 'yeni normal kabullenme' ve 'bant aralığı' eğilimlerinin bir süre daha geçerliliğini korumasını, bu durumun da risk iştahı pozitif ortamı desteklemesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında ise tüm finansal varlıklar açısından en önemli belirleyici, raporumuz içerisinde de belirttiğimiz üzere Fed eksenli beklenti-gerçekleşme kanalının nasıl çalışacağına bağlı olarak yeniden şekillenecek. Daha önce Amerikan 10y vadeli tahvil faizi için öngördüğümüz %1.50-1.60 seviyelerindeki 2021 kapanışını %2'li seviyelere doğru güncelliyoruz. Bununla birlikte, beklentilerin önemli bir bölümü hali hazırda şekillendiği ve sürpriz etkisinin boyutu daraldığından volatilité ve kalıcı hasar bırakma ihtimalinin nispeten azaldığına inanıyoruz. Bahse konu bölgenin Ocak-Şubat pozisyon ayarlamasında olduğu üzere hızlı şekilde yukarı yönde geçilmesi ve pozisyonların nakit ihtiyacına düşmesi net şekilde risk iştahı negatif eğilimi destekleyecektir.

■ 1-3 ay vadede EUR+ düşüncüyü öne çıkarıyoruz; 2021 kapanış beklentimiz 1.24

- Fed'e dair kapsamlı şekilde detaylandırdığımız farklı bir senaryonun doğması nedeniyle yıl sonu EURUSD paritesi kapanış beklentimizi 1.27'den 1.24 seviyesine güncelliyoruz. Diğer yandan gelecek 1-3 ay vade içerisinde EUR+ ortamın bir adım öne çıkmasını beklediğimizi ifade etmek isteriz. i) 1Ç içerisinde aşılama performansında Euro Bölgesi'nin ABD'nin ciddi anlamda gerisinde kalması ii) ABD-Almanya ve Euro Bölgesi nominal & reel faiz spreadlerinin ABD lehine genişlemesi iii) Enflasyon beklentilerinin para politikaları arasında ayrışma riskini doğurması iv) Açıklanan makro verilerin negatif sürpriz açısından Euro Bölgesi'ni bir adım öne çıkarması v) EUR uzun yönlü pozisyonların tıpkı USD kısa yön birikimi gibi eğilim sergilemesi, yeni girişlerin neredeyse imkansız hale gelmesi ve mevcutta pozisyonların temizlenmiş olması avantajı gibi farklı ama önemli nedenlerle negatif yönlü baskılanan EURUSD paritesinin 1.17 bölgesine yakın işlemlerde konsolide olduğunu, 2Ç içerisinde 1.21-1.23 aralığında işlemlerini yoğunlaştırmasını ve hatta 1.25 bölgesine dek hareketlenme potansiyeli taşıdığına inanıyoruz. EUR çaprazının aynı zamanda risk iştahı göstergesi olarak 2020 yaz aylarından bu yana dönemsel işlemlerde öne çıkması ve emtia rallisinin belirli düzeltmelerle birlikte devam etmesini beklememizin getirdiği 'zayıf Amerikan doları teması' yaklaşımı nedeniyle şansının kısa vadede yukarı yön açısından yüksek olduğunu değerlendiriyoruz. Yılın ikinci yarısında ise bir kez daha oyunun ana belirleyici Fed'in tutumu olacağından riskler aşağı yönde dalgalanma şeklinde olabilir. Temel cephede yaptığımız analizimizi teknik bakış açısı ile desteklemek gerekirse; haftalık kapanışın 1.1945 seviyesi aşağısında olmadığı tüm senaryolarda 1.2190-1.2280 ve 1.2350 seviyelerinin öne çıkmasını bekleriz. Son bir not olarak da "değerli EUR ECB açısından huzursuzluk kaynağı" tartışmalarına yönelik eklemek isteriz. **Yıl başlangıcında da belirttiğimiz üzere, her ne kadar EURUSD paritesi 2021'de ortalama %5 yukarıda performans ortaya koysa da ticaret ağırlıklı endekste (Deutsche) %2, reel hesaplamalarda (Citi) ise sadece %1 primli konumda. Kalıcı şekilde 1.25-1.30 aralığına yerleşememiş bir EURUSD paritesi oluşumu ile karşılaşmadıkça ECB'nin faiz indirimi dahil agresif seçenekleri değerlendireceğine/değerlendirmesi gerektiğine inanmıyoruz.** Unutulmamalı ki 2022 ve sonrasında ABD-Euro Bölgesi para politikaları USD lehine belirgin şekilde ayrışma riski taşıyor ve aynı zamanda EUR açısından dengelenme anlamına geliyor.

■ Ons altın ve gümüş fiyatlamaya beklentilerimizi aşağı yönde güncelliyoruz: \$1825 & \$27 (ortalama)

- 2020 yılı içerisinde risk iştahını belirleyen iki temel unsur değerlendirmelerimize göre EUR ve ons altına yönelik alınan uzun yönlü pozisyonlar üzerinden gerçekleşmişti. Bu yönde oluşan düşüncelerimizi bir süredir özellikle de Haziran ayının ikinci yarısından (2020) bu yana sizlerle paylaşmaya gayret gösteriyoruz. **Fed Başkanı Powell'ın JH Sempozyumu'nda Fed'in yeni dönem yol haritasına yönelik paylaştığı detayları orta-uzun vade gelişim açısından önemli ve kayda değer olarak görmekle birlikte ABD ekonomisinin dünyanın geri kalan kısmından, geçmiş krizlerden çıkış süreçlerinde olduğu üzere, bir kez daha hızlı toparlanma gösterme riski ve potansiyeli nedeniyle Fed'in 2021 yılının son çeyreğinde varlık alım programında rakamsal açıdan duyuru yapmasını değerlendiriyoruz.** Ayrıca, 2022 yılı için de şayet mevcutta gözlenen ABD-dünyanın geri kalan kısmı ayrışması devam edecek olursa ilk faiz artırımı tartışmasına yönelik beklentilerin canlı kalmasını yüksek ihtimal olarak öngörüyoruz. ETF'ler nezdinde gerçekleşen satışların kısa vadeli görünüm açısından "beklenmeyen bir durum olmadığını" ve fakat orta-uzun vadeli yaklaşımlarda yukarı yön açısından erozyona neden olduğunu değerlendirmeye devam ediyoruz. Ek olarak, reel faizlerdeki değerlenme baskısının da beklentilerimizin ötesinde bir şiddette gerçekleştiğini belirtmek gerekiyor. Bu kapsamda, orta-uzun vadeli düşüncelerimiz olan "zayıf Amerikan doları" teması ve "emtia destekli görünüm" yaklaşımlarımızı korumakla birlikte ortalama fiyat seviyelerinde yıl içerisinde iki kez güncellemeye gitmek zorunda kaldık. **Daha önce 2021 yılı için belirttiğimiz ortalama ons altın beklentimizi 9 Mart tarihinde \$2050 seviyesinden \$1900 düzeyine güncellerken, 29 Mart tarihi itibarıyla bahse konu beklentimizi \$1825 şeklinde yeniden revize ettik. Benzer şekilde ons gümüş için düşüncelerimizi de \$29 ortalama \$27 olarak yeniden belirlemiştik. Ancak henüz bu cephede yeni bir fiyat revizyonuna ihtiyaç olduğu kanaatinde değiliz.** Tüm bunların yanında piyasa işlemcilerinde artış gösteren "gelecek dönem enflasyon beklentileri" ve bir noktanın ardından ons altın yatırımcısının tamamı olmasa da bir kısmının algı açısından geri dönüş yapabileceği düşüncelerinden hareketle fiyatlamaların yılın ilk yarısında yeniden odak noktası haline gelebileceği ihtimalini tamamen göz ardı etmediğimizi belirtmek isteriz. Söz konusu süreçte takip edeceğimiz iki kritik gelişme ise *i) Amerikan dolarının zayıflama potansiyeli ii) Reel faizlerin seyri* olacak.

■ Petrol fiyatları için 1-3 ay vadede riskler \$70-80 bandına yönelimde

- Gerek OPEC+ nezdinde atılan arz yönlü kısıtlama adımları, gerek global ekonomideki hızlı toparlanma ve artan hızlı talep, gerekse de marjların düzelmeye başlaması ile birlikte spekülasyon pozisyonlanma isteğinde artışın yeniden belirmesi ile birlikte petrol fiyatları açısından (aktif kontratlar) risklerin yukarı yönlü olmaya devam ettiğini düşünüyoruz. **Yaz aylarında mobilite ve tüketim talebindeki artışın riskleri yukarı yönde baskılamasına yüksek şans tanırken, Brent petrol fiyatlamalarında \$70-80 bandına yönelimin ağır basacağı kanaatindeyiz.** Bu durumda üretici-tüketici konumundaki ülkelerin finansal varlık fiyatlamaya ayrışmaları potansiyel olarak ciddi şekilde belirirken, global enflasyon beklentilerini yukarı yönde itmeye devam etme riski para politikalarının geleceğine dair de sıkılaştırma tartışmalarını canlı tutacaktır.

■ Global fon akımlarının devam etmesini, gelişmekte olan ülkelerin kendi içerisinde ayrışmasını bekliyoruz

- Genel hatlarıyla risk iştahı pozitif ortamın devamını öngördüğümüzden global fon akımlarının da süreceğine inanıyoruz. Borçlanma senetlerine yönelik pozisyon ayarlamalarının-yeni normale geçişin Ocak-Şubat döneminde tamamlanmasının ardından yeniden ivmelenen fon akımlarının yılın geri kalan kısmında da aynı ölçekte olmasa dahi canlılığını koruyarak yoluna devam etmesini bekliyoruz. ABD’de CBOE p/c rasyosunun 7 Mayıs itibarıyla 0.57 ile nispeten yüksek bir seviyeye ulaşması ve ABD varlıklarındaki yüksek pozisyonlanmanın (rekor endeks seviyeleri) yaz aylarında klasik şekilde azalacak işlem hacmi ile birlikte kar realizasyonu riskini canlı tuttuğunu düşündüğümüzü eklemek isteriz. Böylesi durumda getiri arayışının ABD dışına çıkma isteği performans olarak geride kalan Asya, Avrupa ve gelişmekte olan ülke varlıklarını potaya sokacaktır. Hikayenin bu kısmında özellikle gelişmekte olan ülke varlıkları için kendi içlerinde ‘ayrışma riski’ gerçeği ile karşılaşmaya devam edeceğimize inanıyoruz. Emtia fiyatlarındaki yüksek seyrin korunacağı fikrimizden hareketle üretici konumdaki ülkelerin ithalatçı üyelere karşı avantajlı pozisyonda olmaları doğal olarak finansal varlıklarının da pozitif ayrışmasına imkan tanıyacak. Bununla birlikte, aşılama başarısı odaklı yatırımcı yaklaşımının gelişmiş ülkelerden gelişmekte olanlara çevrilmesi aşaması ekonomilerin düzenli şekilde normalleşmeye dönüşlerini de değerlendirme kriterleri arasına sokacak. Geçtiğimiz hafta içerisinde IIF tarafından yayımlanan Nisan ayı GOÜ fon akımları verileri incelendiğinde, Mart ayındaki ivme kaybının ardından ikinci çeyrek başlangıcında Ocak ayından bu yana en yüksek momentumun 45.4 milyar dolar rakamı ile yakalandığı görülüyor. Yılın 4 aylık döneminde ise toplam fon akımı 131.8 milyar dolar ile 2020’nin %34’üne ulaşmış durumda. Hesaplamalarımıza göre, Asya ve Latin Amerika grupları sırasıyla 39 milyar dolar ve 36 milyar dolarlık girişlere sahne olarak pozitif yönde ayrışırken, Afrika ve Orta Doğu grubu 30 milyar dolar ile listenin üçüncü sırasında yer almakta. En zayıf akım ise 26 milyar dolar ile grubun Avrupa üyelerinde gözlendi.

■ Yüksek tasarruflar ve likit fonlara park etmiş para varlık fiyatlamaları açısından potansiyeli canlı tutuyor

- Pandemi krizinin kamu maliyeleri nezdinde genişleme adımları atılmasını zaruri kılması ve bunun doğrudan nakdi yardımların önünü açması, bu esnada ise kapanmaların sürmesi nedeniyle tasarrufların yükselmesi potansiyel yeni likidite girişlerinin belirmesine imkan tanıyor. Diğer yandan ise canlı kalmaya devam eden risk iştahına rağmen mevcutta ABD’de para piyasası fonları büyüklüğünün 4.5 trilyon dolar seviyesinde bulunması ve kriz öncesi seviyelerine kıyasla 1.8 trilyon dolar artışa işaret etmesi (Mart 2020, 3.7 trilyon dolar) iki farklı bakış açısının bir arada değerlendirilmesini mecbur kılıyor. Bir yanda ‘ihtiyat’ kavramının tüm hisse endeksleri rekorlarına rağmen masadaki yerini koruması, diğer yanda ise yen fon girişleri açısından fırsatlar sunması gerçeği karşımıza çıkmakta.

■ Kısa vade riskler bir yana hisseler tahvillere kıyasla yüksek potansiyel sunmaya devam ediyor

- ABD’de S&P 500 endeksi mevcut f/k oranı seviyesi üzerinden bakıldığında 30.3x ile son 5 yıl ortalaması olan 21.6x seviyesinin ciddi anlamda üzerinde işlem görürken, 12 ay sonrasına ait değer 21.9x ile potansiyel taşımaya devam ediyor. Öte yandan 12 ay vadede temettü getirisi endeks için 2y vadeli ABD tahvilinin 98bp üzerinde oluşarak kısa vadeli düzeltme riski gerekleri bir yana ciddi potansiyel barındırma pozisyonunu koruyor. Bir diğer farklı hesaplamayı içeren 10y tahvile kıyasla ise -46bp söz konusu ki Mart ayından bu yana böylesi bir eğilimin ağır bastığının altını çizmek gerekiyor.

■ 4 ay gibi kısa bir sürede lokal makro & fiyatlama bakış açımız bir kez daha revize olmak zorunda kaldı

- Ocak ayında paylaştığımız yerel varlıklara dair öngörülerimizi ağırlıklı 6 Kasım sonrasındaki pozitif dönüşüm süreci, değişen algı ve yabancı yatırımcı nezdindeki yeniden farklılaşan Türkiye bakış açısı üzerine kurgulamıştık. *i) Ülke risk priminin (5y, USD) yılı ortalamada 200bp ortalama seviyeler ile tamamlamasını ii) Bu durumun yabancı yatırımcı girişindeki artış ile karşılıklı şekilde birbirini besleyen pozitif döngüye imkan tanımamasını iii) Portföy akımları üzerinden sağlanacak yabancı girişinin XBANK/XUSIN rasyosuna bankacılık hisseleri lehine alan açmasını ve BIST'in klasik fiyatlama ortamına geri dönmelerini iv) Liranın enflasyonda oluşan maliyet kadar değer kaybı sergilemesini, bunun da EMFX grubu içerisinde pozitif yönlü ayrışma eğilimini korumasına imkan tanımamasını v) Uzun vadeli tahvil faizlerindeki düşüşün zamana yayılır ve kalıcı şekilde olması ile borçlanma maliyetleri ile birlikte BIST değerlemelerine de oyun alanı açmasını bekleyerek strateji oluşturmuştuk. Ancak, Mart ayında gerçekleşen merkez bankası yönetim değişikliği ardından makro ve fiyatlamalara olan bakış açılarımızda revizyonlara gitmek elzem oldu.*

■ 2021 yılı için daha yüksek büyüme ve enflasyon seviyeleri bekliyoruz

- Genel piyasa konsensüsünün %5-6 bandında olduğu büyüme rakamına dair ilk düşüncemiz daha muhafazakar bir yaklaşım ile yılı %4 seviyesinde tamamlayacağımız yönünde oluşurken; *i) Avrupa'daki toparlanmadan da destek alarak güçlü ihracatın sağladığı destek ii) 2021 1Ç büyüme performansının beklentilerimizin üzerinde gerçekleşme ihtimali iii) 2020'den devralınan büyüme ivmesinin sürmesi iv) Güçlü iç talep ve üretim gibi gerekçelerle **GSYH beklentimizi %4.7 seviyesine revize ediyoruz.** Hali hazırda konsensüs bant aralığının sınırlı gerisinde kalmakla birlikte risklerin yukarı yönlü olduğunu düşündüğümüzü eklemek isteriz. Bununla birlikte; i) Liranın 6/11/20-19/3/20 döneminde Amerikan doları karşısında sergilediği %17.96 değer kazancını terk ederek %12.41 değer kaybına geri dönüş gerçekleştirmesi ve ortalama sepet kurun 2021'de %12 (7 Mayıs kapanış itibarıyla) değer kaybetmesi ii) Küresel emtia fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin tüm hızıyla devam etmesi (18/3/20 kapanışı = 100.00 alındığında Bloomberg emtia endeksi %57.59, 2021'de ise %20 primli durumda) gibi nedenlerle **daha önce %11 seviyesinde tahmin ettiğimiz yıl sonu TÜFE kapanışını %13.6'ya yükseltiyoruz.** Ayrıca; i) Emtia fiyatlarındaki yükselişin yılın genelinde beklemeye devam etmemiz ii) Kur geçişkenliğinin ekonomide yeniden açılış süreci ile birlikte artma riski taşınması iii) ÜFE-TÜFE makasının 18 puana ulaşması iv) Geriye dönük endeksleme eğilimi ve ataletin gözlenmesi v) Hizmet sektöründe hayatın normalleşmesiyle maliyetlerin fiyatlara yansıtılacağını düşünmemiz gibi önemli gerekçelerle risklerin yukarı yönde olduğunu da ayrıca belirtmek isteriz.*

■ Dış finansmanda herhangi bir sorun öngörmüyoruz

- TCMB'nin paylaştığı rakamlara göre, Şubat 2021 itibarıyla kısa vadeli dış borç rakamı (kalan vadeye göre) 191.9 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Ancak, söz konusu rakamın %49.3'ü finansal kuruluşlardan oluşurken, bankaların payı ise (kamu+özel) %46.5 olarak karşımıza çıkmakta. Ayrıca, bankalar kaleminin %41.1'i roll edilmesi gereken kredilerden oluşurken, diğer kalemler nispeten stabil geçmiş dönem kayıtlarına sahip. Bankaların yurtdışı ortakları ile kurdukları güçlü işbirliği ve son dönem roll rasyolarının %100'lü seviyelerde gerçekleşmesi finansman konusundaki riskleri bertaraf ediyor. Ayrıca, finansal kesim dışı firmaların kısa vadeli net döviz pozisyonları Ocak 2021 itibarıyla 25.2 milyar dolar ile artı bölgede yer almakta ki yine kısa vadeli finansmana dair olumsuz beklentileri bertaraf eden faktör.

■ Politika faizi ve fiyatlama beklentilerimizi güncelliyoruz

- Daha önce yılı %12.50 politika faizi ile tamamlayacağını düşündüğümüz TCMB cephesinde enflasyon beklentilerimizdeki güncellemeye paralel %15.50 düzeyinden kapanış öngörüyoruz. Yönetim değişikliği öncesinde gerçekleştirilen Ocak ayı Enflasyon Raporu (ER) sunumunda verilen şahin mesajların ardından yılın son çeyreğine ötelediğimiz faiz indirimi beklentimizde zamanlama olarak herhangi bir değişiklik söz konusu değil. *i) Gerçekleşen ve beklenen enflasyon kalemlerindeki son dönem yükselişleri ii) Rusya ve Brezilya gibi önemli gelişmekte olan ülke para politikalarında sıkılaştırma adımlarının atıldığı ve gelecek dönem yönlendirmelerinin aynı minvalde olduğu iii) Fed'in varlık alımlarına dair 'tapering' riskini global düşüncelerimizin merkezine oturttuğumuz iv) Küresel emtia fiyatlarında yükselişin beklendiği/beklediğimiz v) 6/11/20-19/3/21 arası dönemde ortalama ülke risk primi (5y, USD) 337bp seviyesinde oluşurken 22/3/21-7/5/21 arasında 434bp seviyesine yükseldiği ve Liranın zayıf seyrettiği ortamda TCMB'nin sıkı parasal duruşu sürdürmesi gerektiğine inanıyoruz.* Makro modellerde temel analiz açısından kullandığımız, **8.30 kapanış seviyesi ile tamamlamasını beklediğimiz USDTRY kuruna dair düşüncelerimizi 8.45 olarak revize ediyoruz.**

■ Tahminlerimiz açısından riskler yukarı yönlü

- Paylaştığımız büyüme, enflasyon, kur ve politika faizi tahminlemelerimiz açısından riskleri yukarı yönlü görüyoruz. Büyümenin ilk çeyrekte beklentilerin şekillendiği %5-6 aralığının üst bandına doğru ve/veya daha üzeri bir rakam ile açıklanması, güçlü iç talebin kredilerdeki ivme ile sürmesi, ekonomide normalleşmenin getireceği harcama artışı riski ve güçlü seyreden ihracat performansı kaynaklı **GSYH tahminimizde riskler >%5** şeklinde oluşabilir. Diğer yandan kur geçişkenliğinin tam anlamıyla gerçekleşmemiş olması, emtia fiyatlarındaki yükselişin süreceğini değerlendirmemiz ve ÜFE-TÜFE makasındaki genişlik gibi gerekçelerle **TÜFE tahminimiz için de yukarı yönlü güncelleme tahmini yapma hakkımızı saklı tutuyoruz. Benzer eğilimler paralel şekilde kur ve politika faizi düşüncelerimiz açısından da geçerli.** Yıl ortasında gerektiği durumda güncellemeye gideceğimizi önemle belirtmek isteriz.

■ Risksiz faiz oranını (RFO) 200bp yükseltirken, BIST 100 endeksi beklentimizi aşağı yönde revize ediyoruz

- Yaşanan son gelişmeler neticesinde 18 Ocak tarihinde BIST 100 endeksi için paylaştığımız 12 ay vadeli 1900 puan hedef seviyesini sürdürmemiz değerlemeler için kullandığımız RFO'da yaptığımız 200bp yukarı güncelleme ile değişmek zorunda kaldı. Buna göre, **%15 olarak belirlediğimiz güncel RFO neticesinde BIST 100 endeksi için öngördüğümüz yeni uzun vadeli hedef seviyemiz 1750 puanı işaret etmekte. Söz konusu rakam 7 Mayıs kapanış fiyatı olan 1441 puan seviyesine göre %21.4 potansiyele işaret ediyor.** Bankacılık sisteminde hali hazırda aktif şekilde kullanılan %19'lu seviyelerdeki TRY mevduat faizi dikkate alındığında BIST avantajının yıl başlangıcındaki eksende olmasa da diğer varlıklara kıyasla devam ettiğine olan inancımızda değişiklik yok. **Sektör/hisse spesifik eğilimin yılın ikinci yarısı süresince de korunmasını beklemekle birlikte, emtia üreticisi/satıcısı, ihracat odaklı çalışan halka açık şirketlerin pozitif yönde ayrışma eğilimini koruyacağını değerlendiriyoruz.** Global çapta belirlediğimiz yaklaşımlarımızın merkezinde bulunan 'reflasyon' teması fiyatlamalarının yerel varlıklar açısından da geçerli olacağını tıpkı Ocak ayındaki raporumuzda belirttiğimiz yönde, şiddeti artar şekilde sürdürüyoruz. Bankacılık sektörü hisselerinin değerlemelerin barındırdıkları iskonto ve güçlü bilançoları açısından temel olarak beğenmekle birlikte, yabancı payı oranında kısa vadede hızlı yükseliş olma ihtimalini düşük görme ve yerel yatırımcıların bankacılık hisselerine olan zayıf ilgisi nedeniyle ilk raporumuza kıyasla sanayilerin bir adım gerisinde okuyoruz.

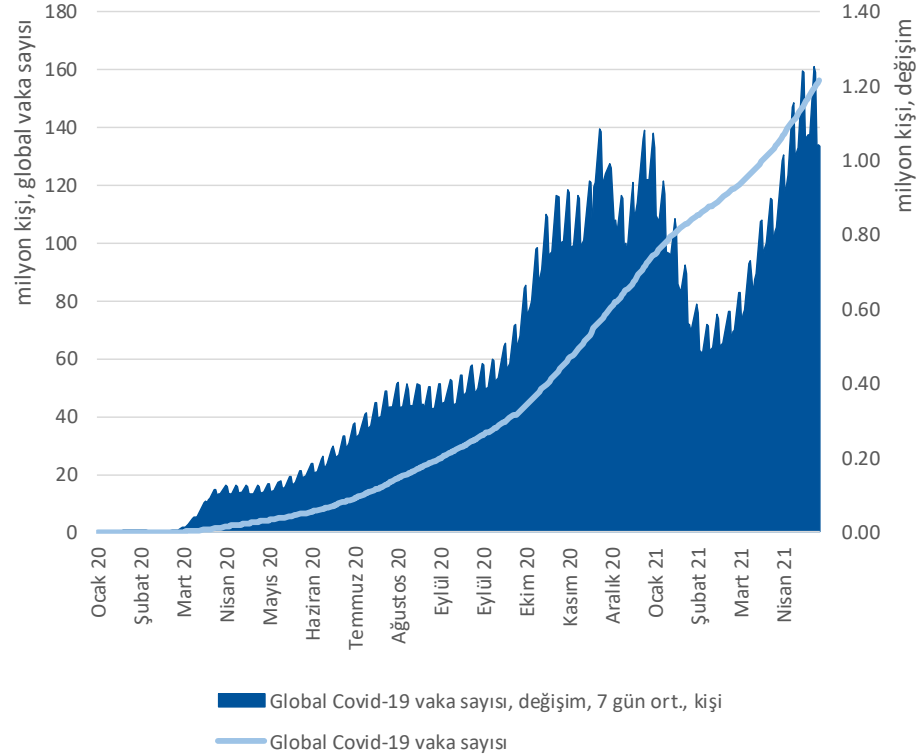
- **Türk eurobondlarını beğenmeye devam ediyoruz; TL tahviller için nötr pozisyondayız**
- **USD cinsi Türk eurobondlarını YP pozisyonlarında getiri arayışı içerisinde olan yatırımcılar için avantajlı görüyoruz. TL cinsi tahvillere kıyasla eurobondların daha dirençli konumda oldukları kanaatindeyiz.** Nitekim 19 Mart sonrasındaki yakın vade oynaklık artışı sürecinde de tahribatları daha sınırlı düzeyde kalırken, getirilerdeki geri çekilme hareketin başlangıç noktasına tam dönüş ölçeğinde olmasa da yeni girişlerin kısa sürede gerçekleştiğine tanık olduk. Hatırlatmak gerekirse, 10y vadeli USD cinsi gösterge eurobondun getirisi %5.96'dan %7.50'ye dek yükseldikten sonra Nisan ayındaki ülke risk priminin 420bp seviyelerindeki dengelenme arayışı ve gözlenen yüksek talebe paralel %6.42 seviyesine geriledi. **TL cinsi tahvillerde getiri eğrisinin kısa tarafını TCMB'nin yılın son çeyreğine dek politika faizinde indirim yönlü adım atmayacağı fikrinden hareketle nötr karşılarken, ilk tercihimiz olmamakla birlikte ülke risk priminde <400bp eğiliminin güçlenmesi ve Hazine'nin yeniden ihraçlara başlama kararı alacağı dönemde –ilan edilen son 3 aylık projeksiyonlarda Ağustos ayına dek öngörülüyor-uzun tarafta 10y vadeli kağıdın biraz daha avantajlı olabileceğini değerlendiriyoruz.** Kasım 2020 sonrasında yabancı Hazine ihraçlarına yeniden başlanması ve iyileşen yabancı algısına paralel alınan 4.4 milyar dolar (repo dahil) DİBS pozisyonu ile birlikte %3.4'ten %6 bölgesine dek yükselen yabancı yatırımcı payının yeniden %5'in aşağısına gerilemesi olası volatilité artışlarında yeni çıkışlar açısından riskleri ciddi anlamda düşürürken, eğilimin lokal yatırımcıların tercih edecekleri değişiklikler üzerinden şekillenmesine zemin hazırlıyor. Daha pozitif yabancı yatırımcı algısı ortamında ise yeni girişler için düşük pozisyonlanmanın avantaj yarattığı kanaatindeyiz.

■ Covid-19

Pandemi-Global

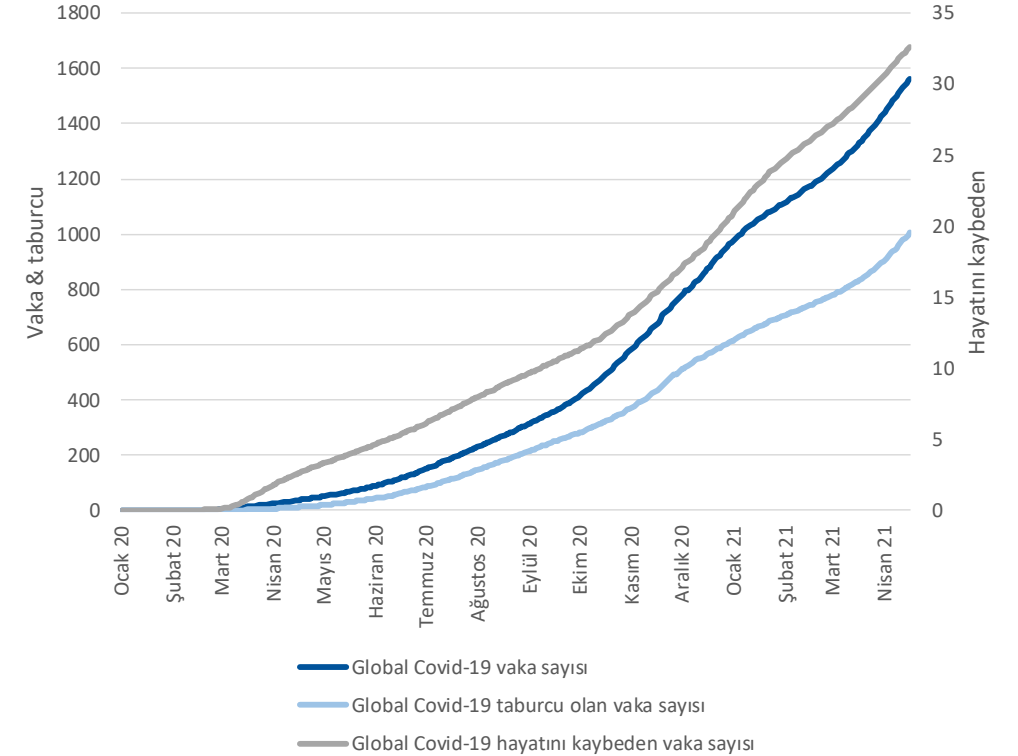
Vaka sayılarındaki artış devam ederken, aşılama çalışmalarının başarılarına göre bölge/ülke bazında ayrışmalar yaşanıyor.

Global Covid-19 vaka sayıları, kişi



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Global Covid-19 vaka sayıları, kişi, /100000

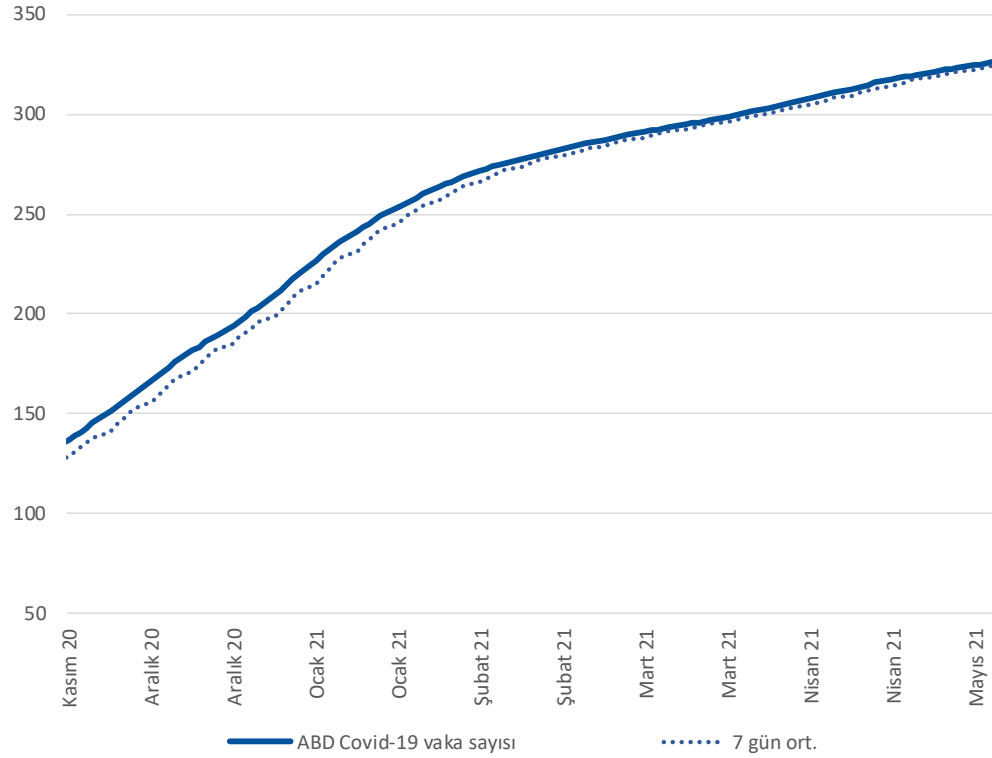


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Pandemi-ABD & Avrupa

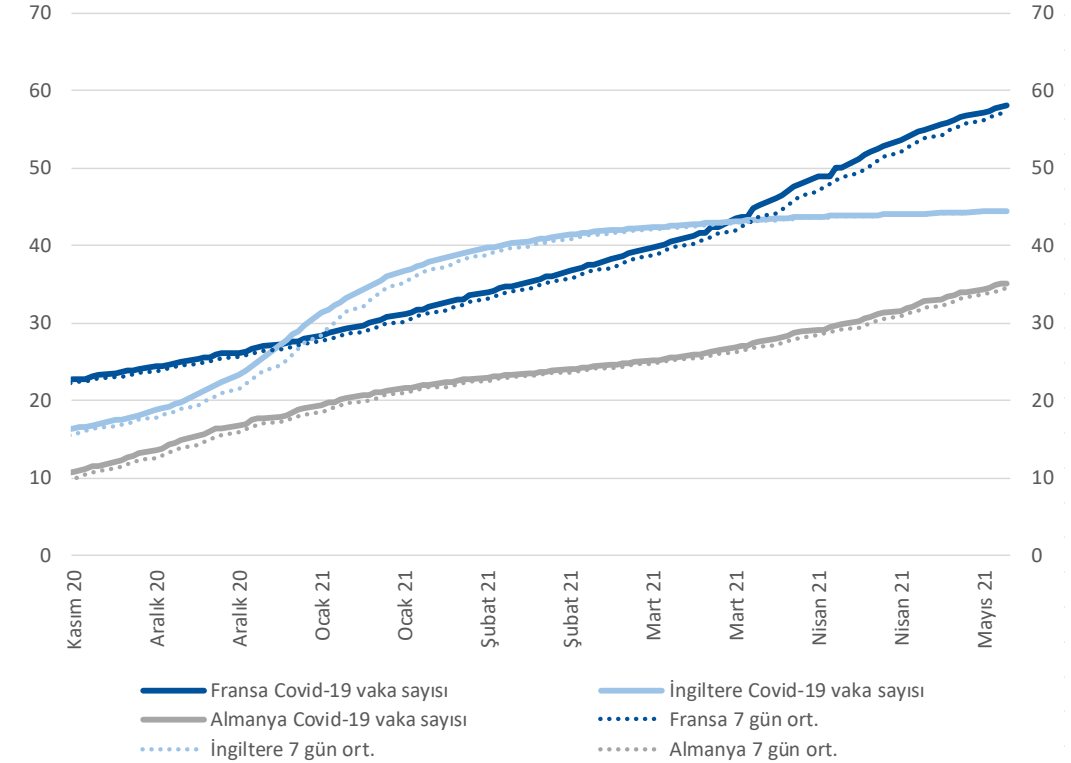
Atlantik'in iki yakası arasındaki vaka ayrışması 2Ç içerisinde AB'nin aşılama performansında gözlenen artış ile birlikte düzelme eğilimi içerisinde girdi. Ekonomik hayatın normalleşmesi ağırlıklı ABD merkezli olmaktan Avrupa'ya doğru yavaş adımlarla kayıyor.

ABDCovid-19 vaka sayısı/100000



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Avrupa & Seçilmiş ülkeler Covid-19 vaka sayıları, /100000

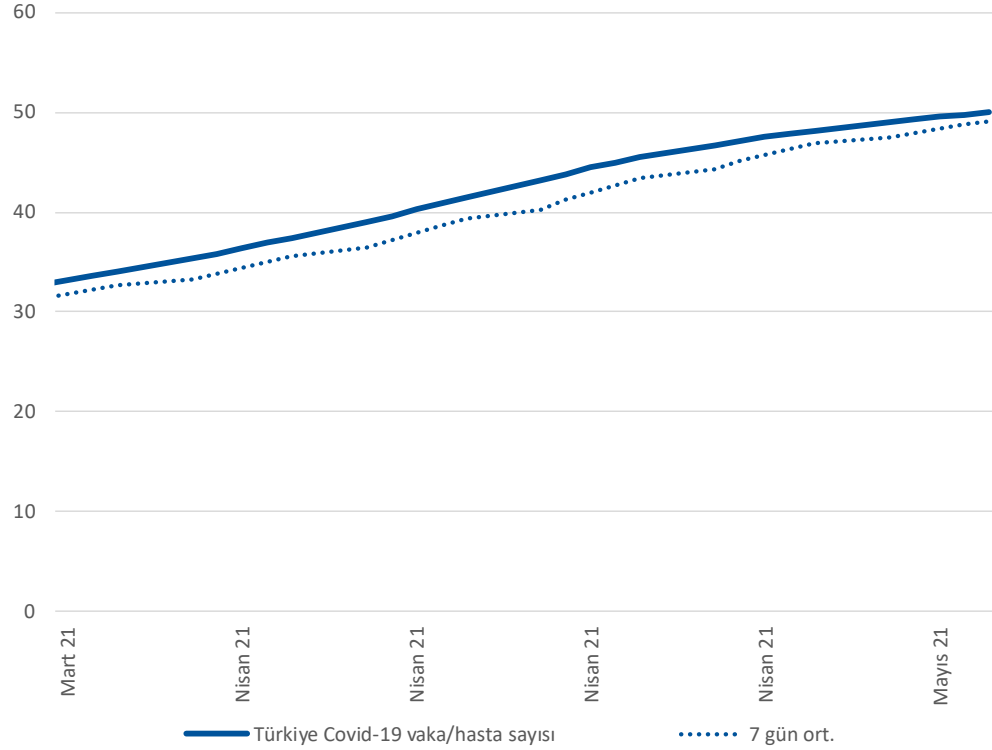


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Pandemi-TR

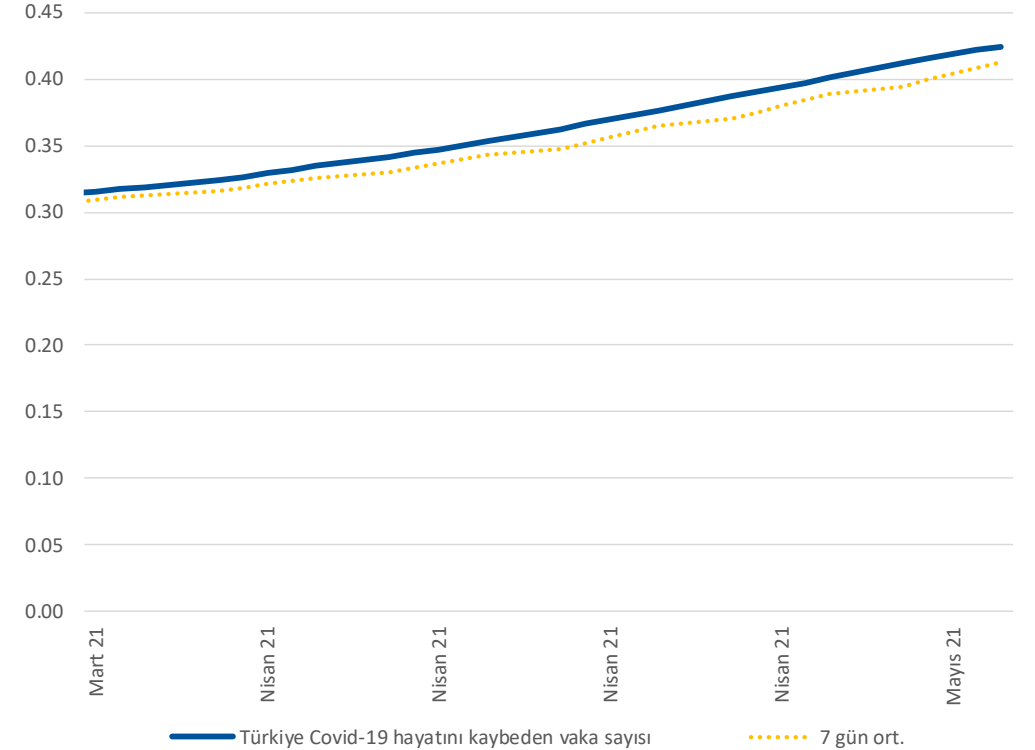
Alınan kapanma ve hayatı yavaşlatma önlemlerinin etkileri vaka ve hayatını kaybeden kişi sayıları üzerinde görülmeye başladı. Orta vadeli iyileşme açısından önlemlerin ne ölçekte devam edeceği ve aşılamanın genele yayılması kritik önemde bulunuyor.

Türkiye Covid-19 vaka/hasta sayıları, /100000



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye Covid-19 hayatını kaybeden vaka sayıları /100000

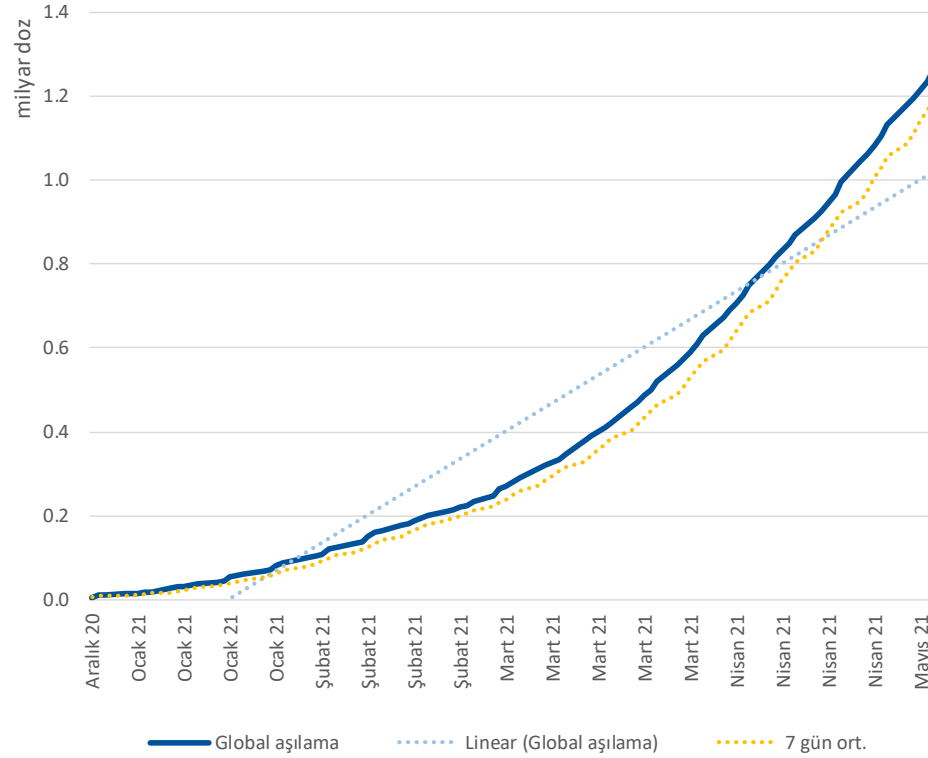


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Pandemi-Global aşılama

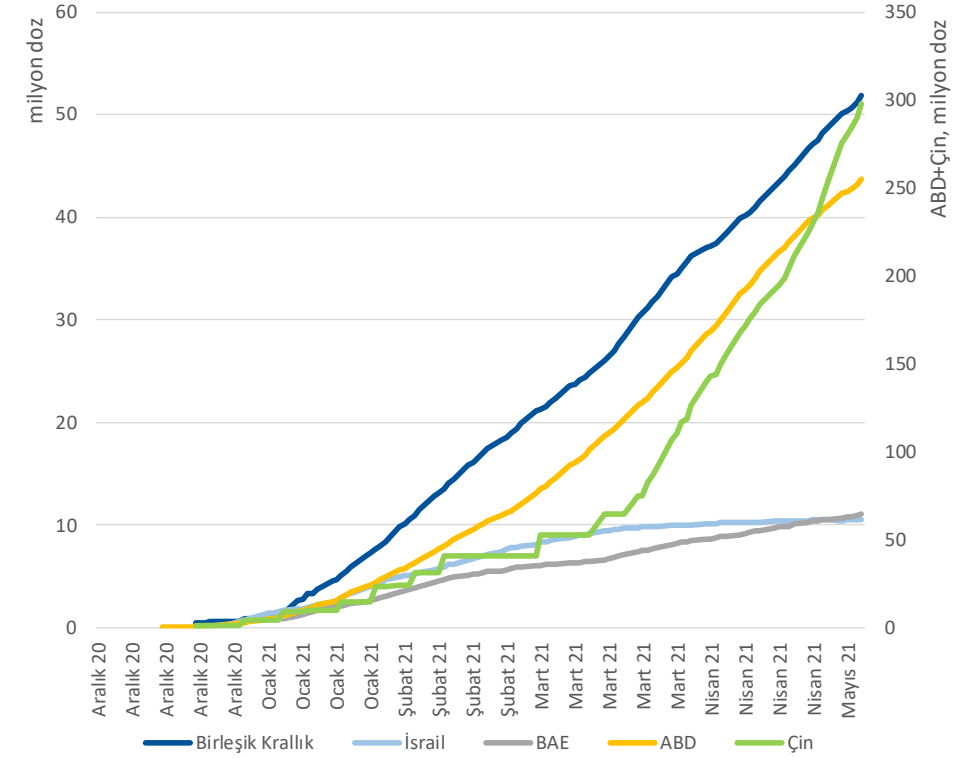
Biden yönetiminin Beyaz Saray'a gelmesi ile birlikte ABD global aşılamanın belirleyicisi oldu. Çin, İngiltere, İsrail ve BAE gibi diğer önemli ülkeler de süreci başarı ile yürütüyor.

Global aşılama performansı



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Global aşılama performansı: Toplam, seçilmiş ülkeler

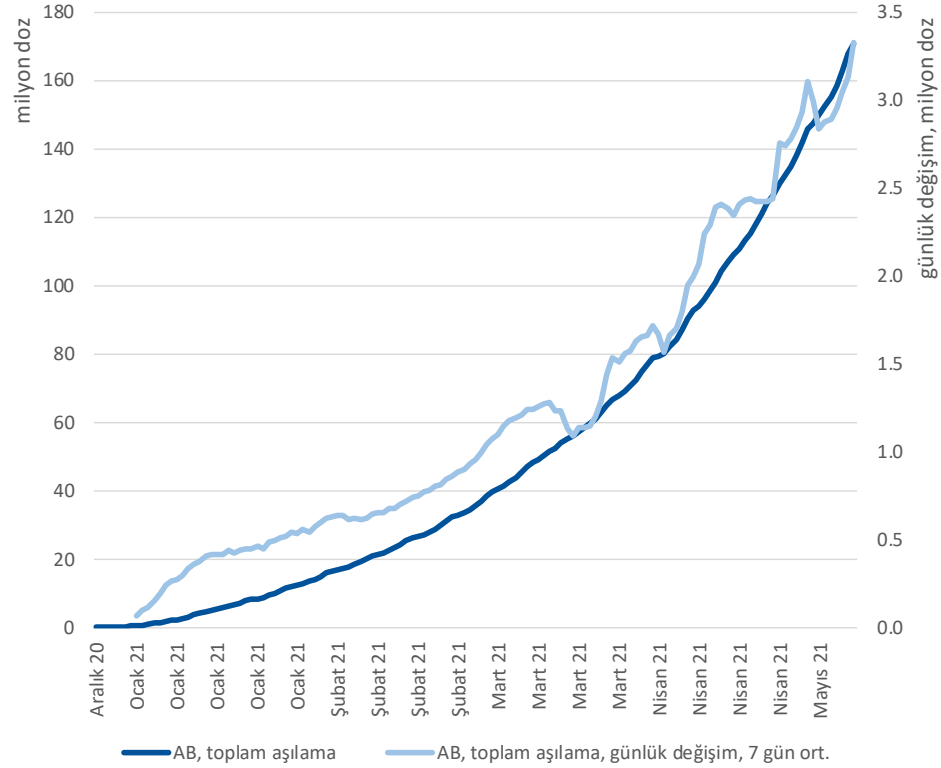


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Pandemi-Global aşılama, Avrupa

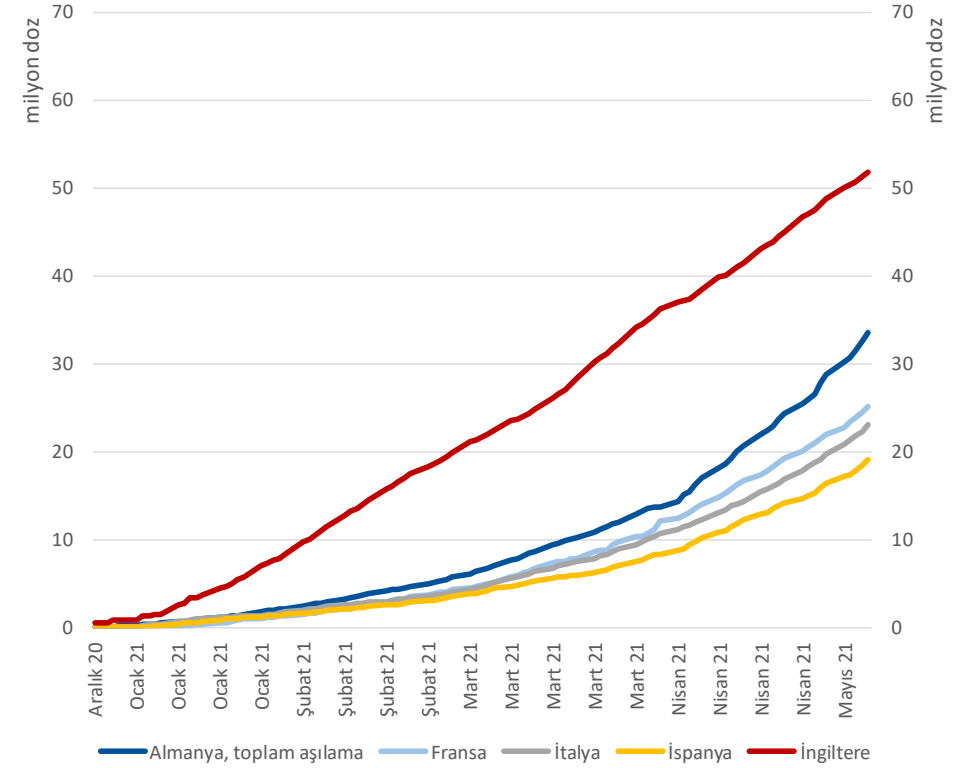
Bürokratik süreçlerin uzun sürmesi ve arz kaynaklı problemlerin yarattığı sıkıntıların etkili olduğu ilk çeyrek sonrasında AB Nisan ayı ile birlikte aşılama performansında hızı artırdı. Ana belirleyici diğer konularda olduğu üzere bir kez daha Almanya.

AB aşılama performansı



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

AB aşılama performansı, seçilmiş ülke kırılımları



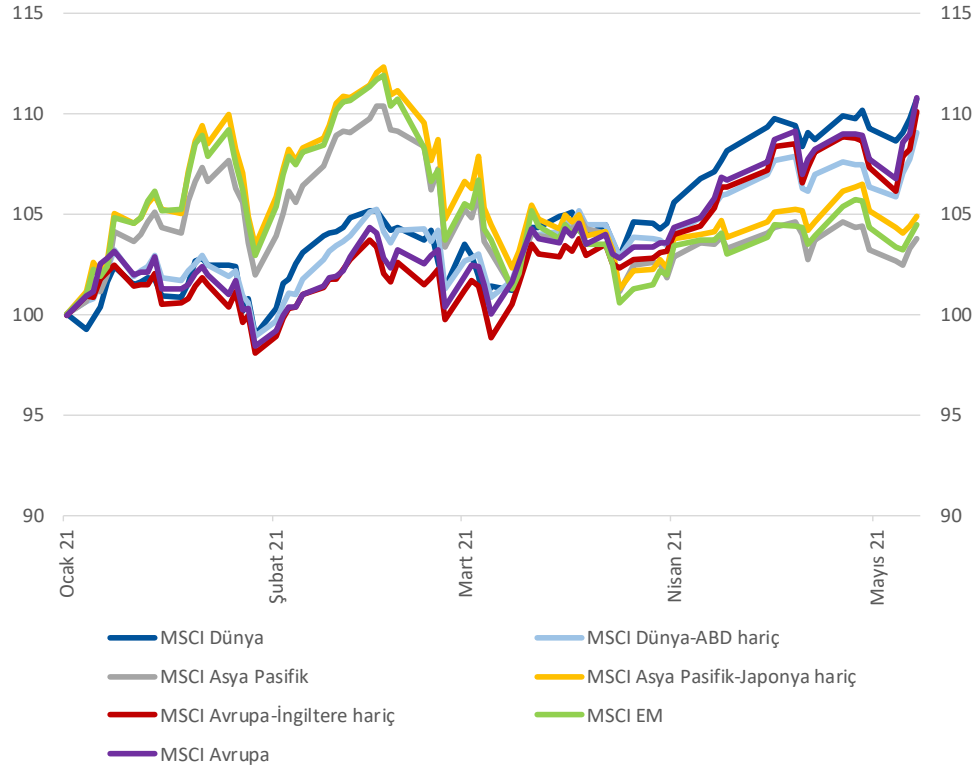
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

■ Fiyatlamaya performansları

Hisse senedi endeksleri

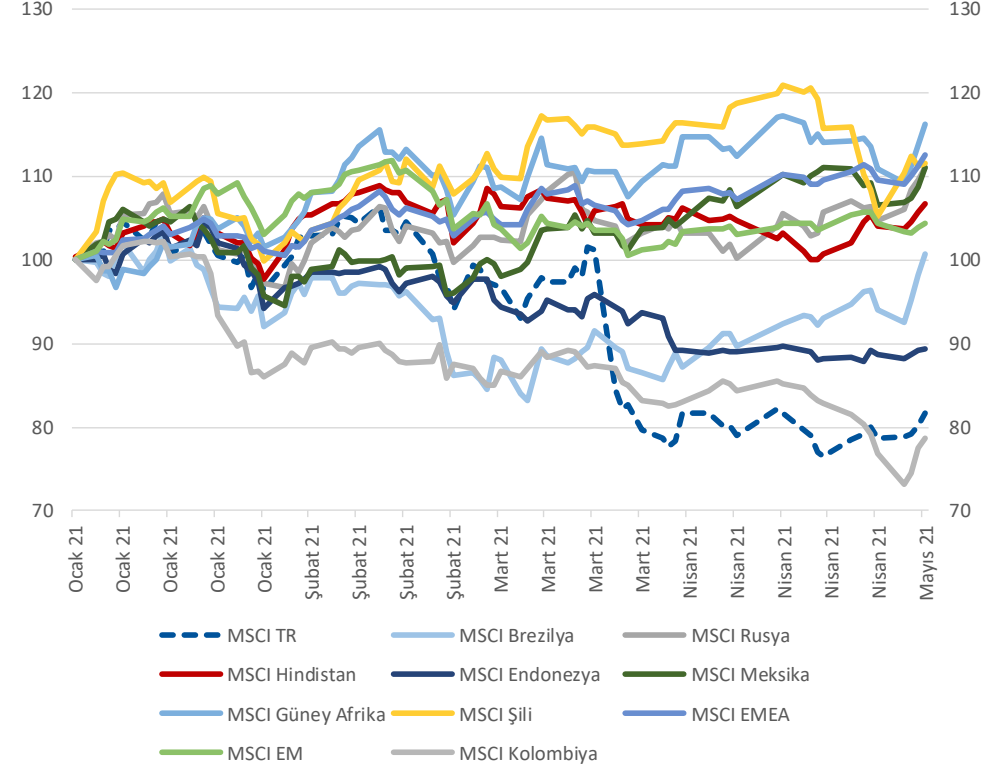
Risk iştahı yüksek eğilim genel olarak tüm finansal varlıklar nezdinde etkili olurken, Amerikan doları ve tahvil faizlerindeki dalgalanmaya rağmen hisse senedi piyasaları olumlu seyirlerini korumayı başardılar. Gelişmiş-gelişmekte olan ülke varlıkları ve gelişmekte olanların kendi içlerindeki ayrışmaları dikkat çekti. MSCI TR endeksi 7 Mayıs kapanışı itibarıyla (USD) %-18 performansta.

Seçilmiş MSCI endekslerine ait 2021 yılı performansları



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş MSCI endekslerine ait 2021 yılı performansları, ülke kırılımlı

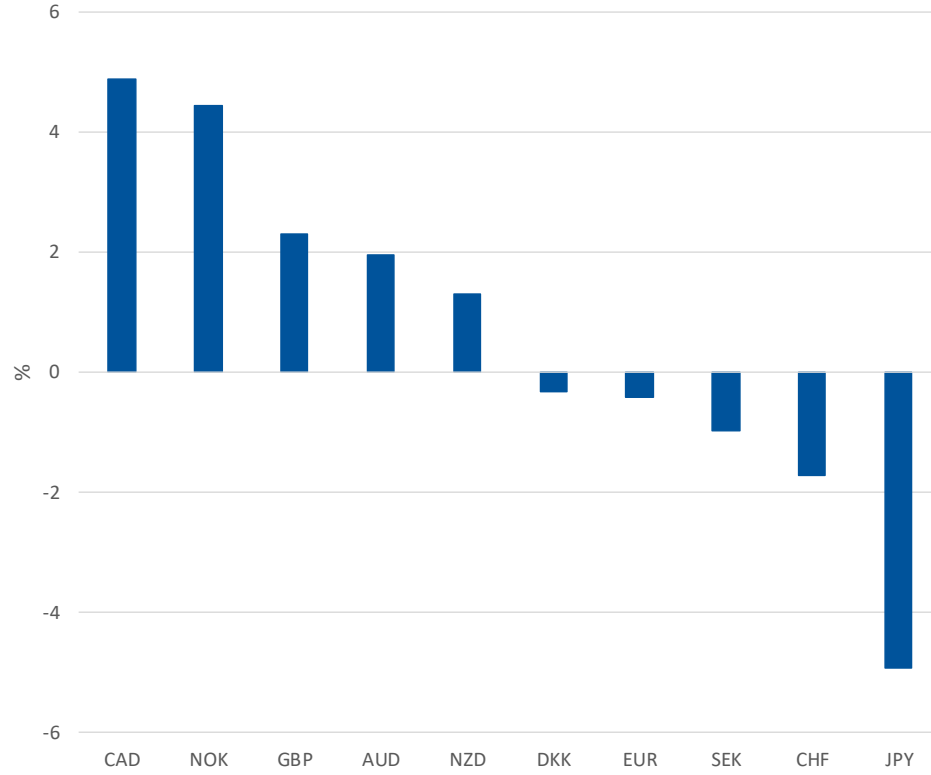


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Çapraz pariteler

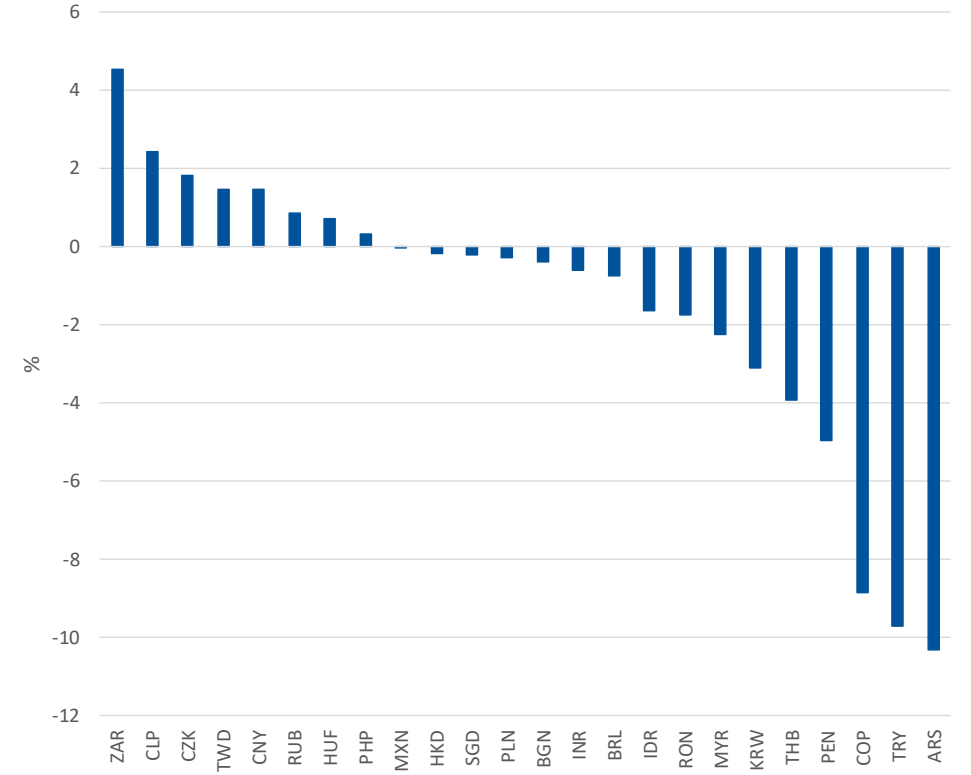
Genel olarak zayıf Amerikan doları teması etkinliği devam etse de global faiz hadlerindeki yükseliş ve ülkelerin kendi hikayeleri eksenlerinde pozitif/negatif ayrışmaları fiyatlamlara yön verdi. Emtia fiyatlarındaki yükseliş eğilimi hisse senedi piyasalarında olduğu üzere FX çaprazlarına da yansıma gösterirken; EUR ve JPY gibi iki önemli risk iştahı göstergesinin 1Ç içerisindeki zayıflığı dalgalanmaya neden oldu.

G10 FX performansı, USD çapraz, 31/12/20-07/05/21



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

GOÜ FX performansı, USD çapraz, 31/12/20-07/05/21



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Emtia

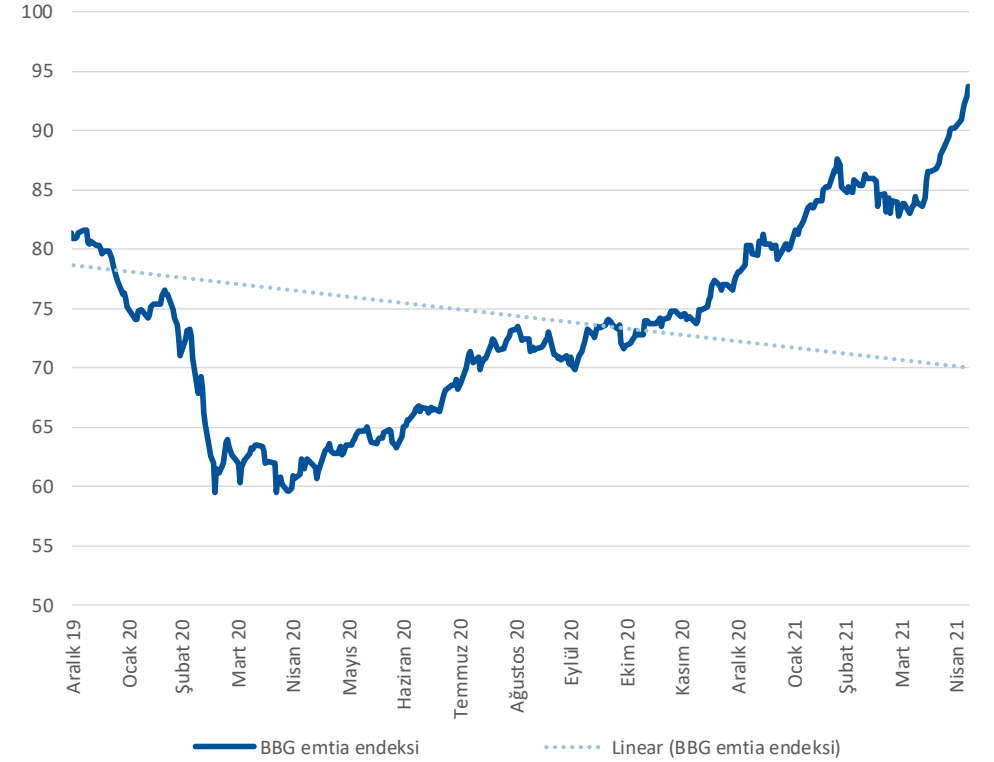
Arz kaynaklı kısıtlar tüm hızıyla devam ederken, talebin global ekonomideki hızlı ve erken toparlanmaya paralel ivme kazanması emtia fiyatlarında genele yayılır yükselişlerin yaşanmasına neden oluyor. Bloomberg Emtia endeksi uzun vadeli eğiliminin üzerine yükselirken, 2019 kapanışına göre %15, 21/4/20 dibine kıyasla %57, 2020 sonu ile karşılaştırıldığında ise %20 primli konumda bulunuyor.

BBG emtia endeksi, uzun dönem



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

BBG emtia endeksi, 2020-

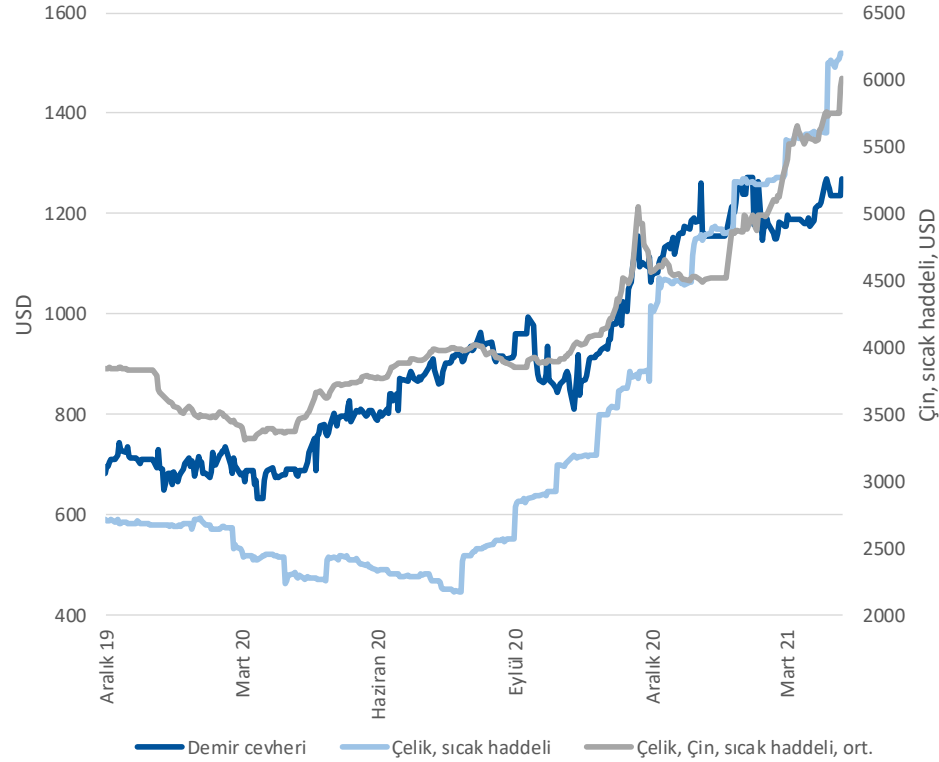


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Emtia-1.1

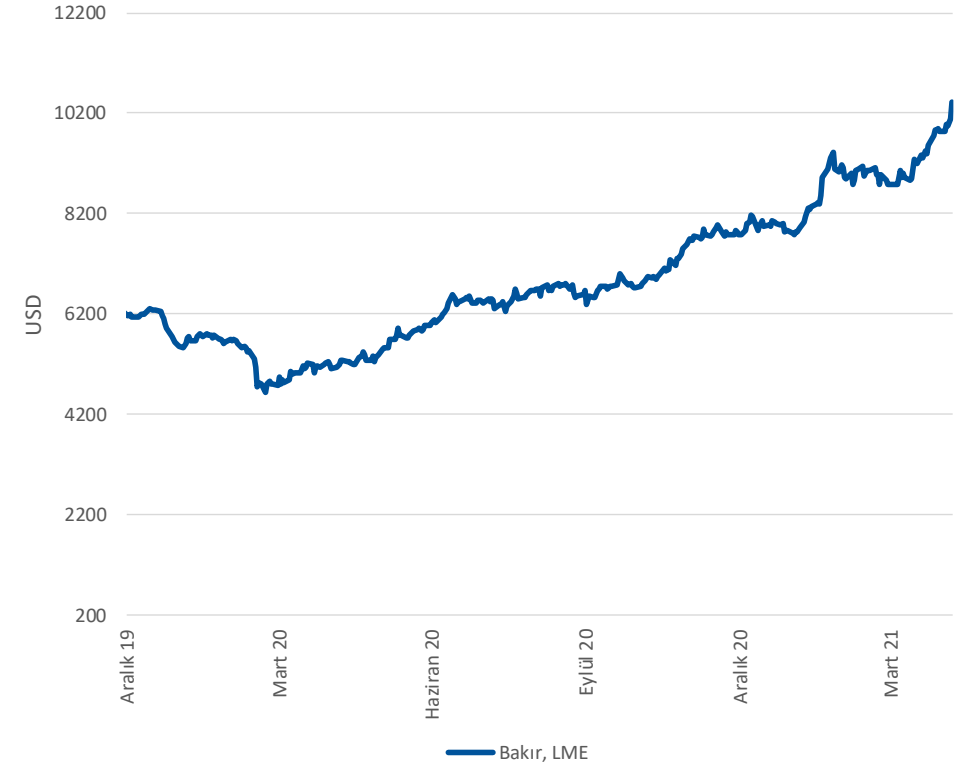
Kümülatif endeks performansının yanında alt kalemlerde, özellikle de üretimde kullanılanlarda rekor yüksek seviyeler takip ediliyor. Bakır gibi imalat ve yeşil dönüşümün en kritik temsilcilerinden birisi olan fiyatlardaki yükselişin arz-talep dengesizliği ve 2030'lu yıllara yönelik dönüşüm beklentileri temelli devam edebileceği ihtimalleri daha yüksek sesle tartışılıyor.

Seçilmiş emtia serileri, aktif kontratlar



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş emtia serileri, aktif kontratlar

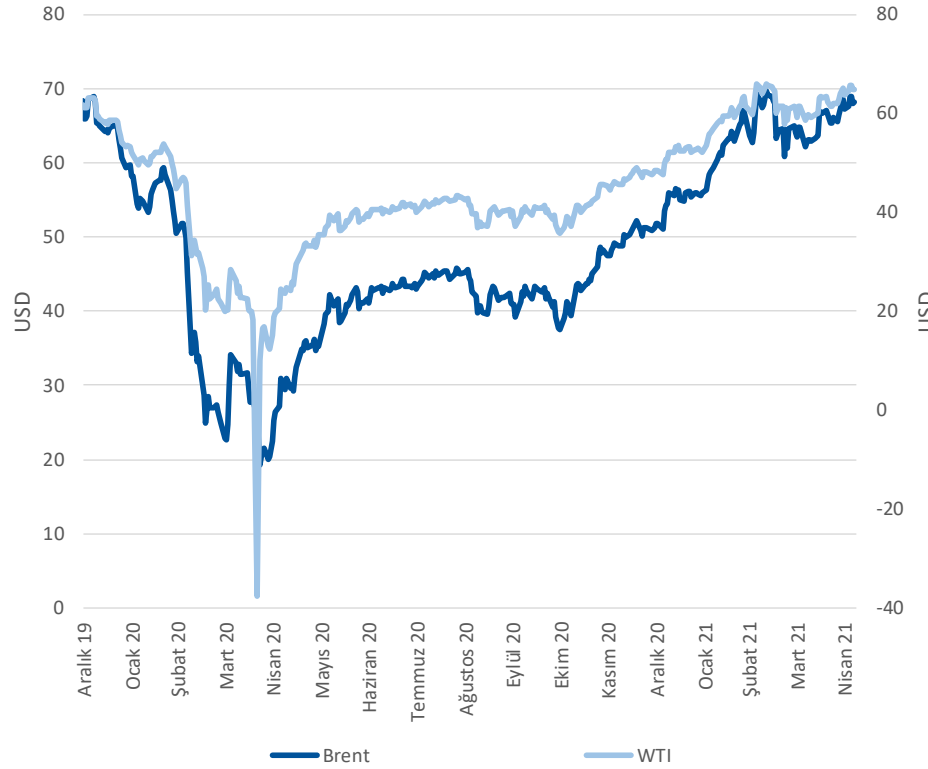


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Emtia-1.2

Ayrışma, emtia grubunun kendi içerisinde de yakından hissediliyor. Aktif petrol kontratları 2019 kapanışlarına kıyasla %3'lü seviyelerde sınırlı yükselişe işaret ederken, kayıpların yerine konması ağırlıklı 2021'de gerçekleşti ve %34'e varan primlenme ortaya koydular. Değerli metallerde altın-gümüş fiyatlamaya yaklaşımları ciddi ayrışırken, ons altın %-3.5, gümüş ise %3.9 yükselişe işaret etmekte.

Seçilmiş petrol kontratları



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş değerli metaller

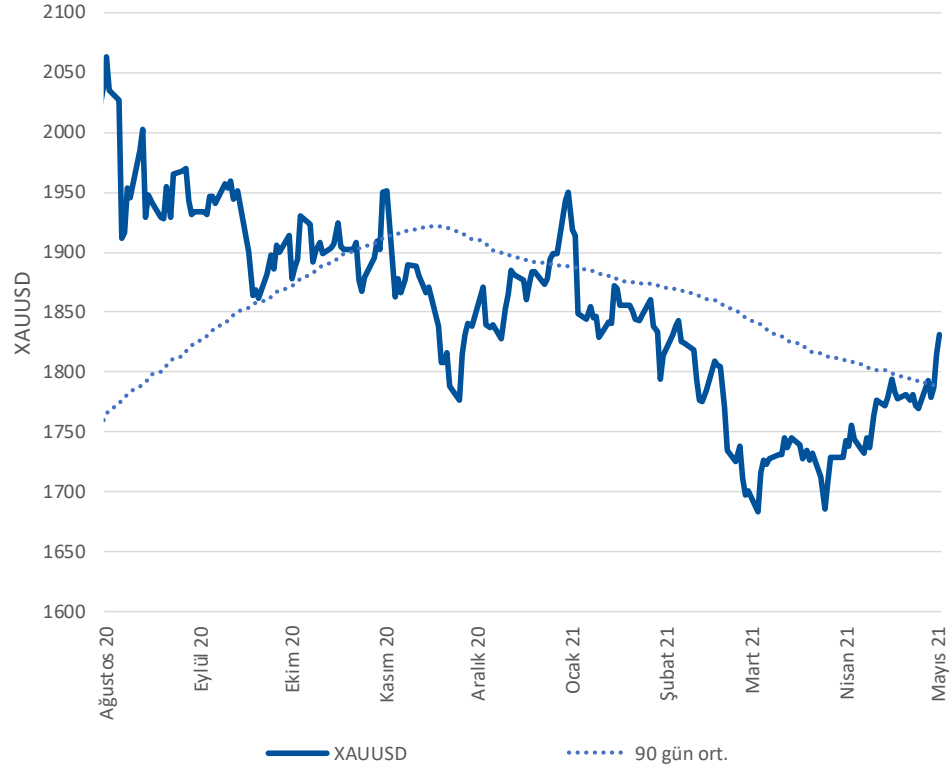


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Emtia-1.3

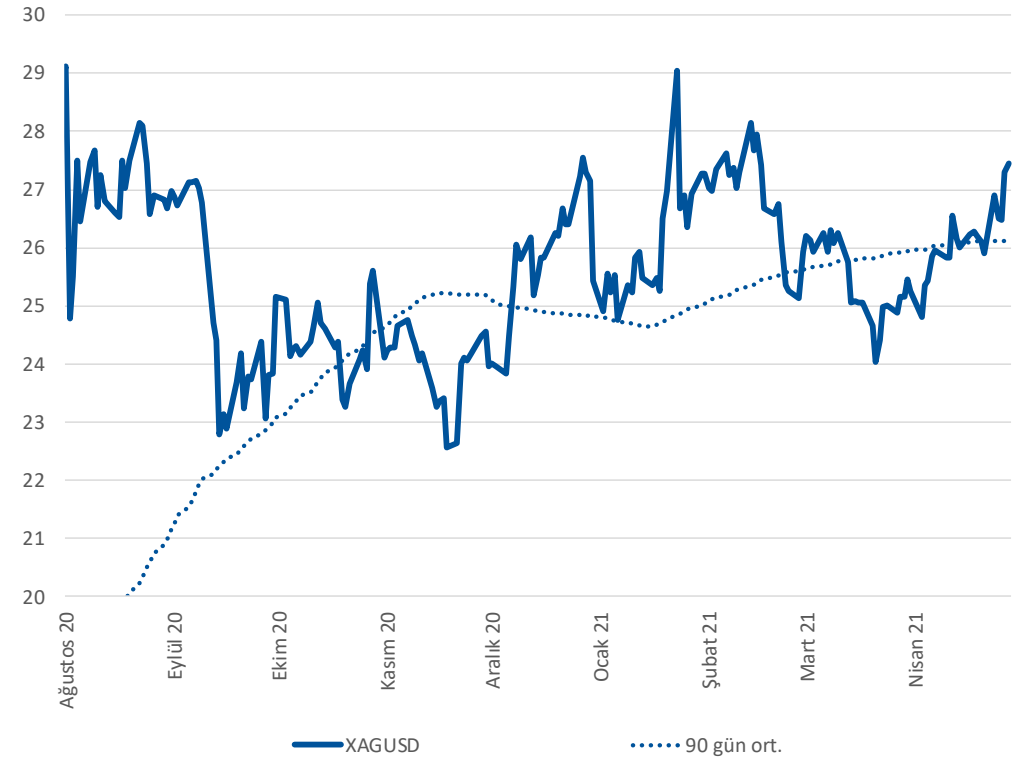
Ons altın fiyatlamaları Ağustos 2020'deki zirve denemesinden bu yana negatif yönlü baskılanmaya maruz kalırken, gümüş işlemlerinde Ocak ayında beliren bireysel-spekülatif pozisyonlanma ve global büyüme periyotlarında tercih edilmesi etkili oluyor. Öte yandan i) ETF çıkışları ii) Reel faizler iii) Kripto varlıklara olan ilginin yatırımcı tabanında kaymaya neden olması XAU- algıyı kuvvetlendirdi.

XAUUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

XAGUSD

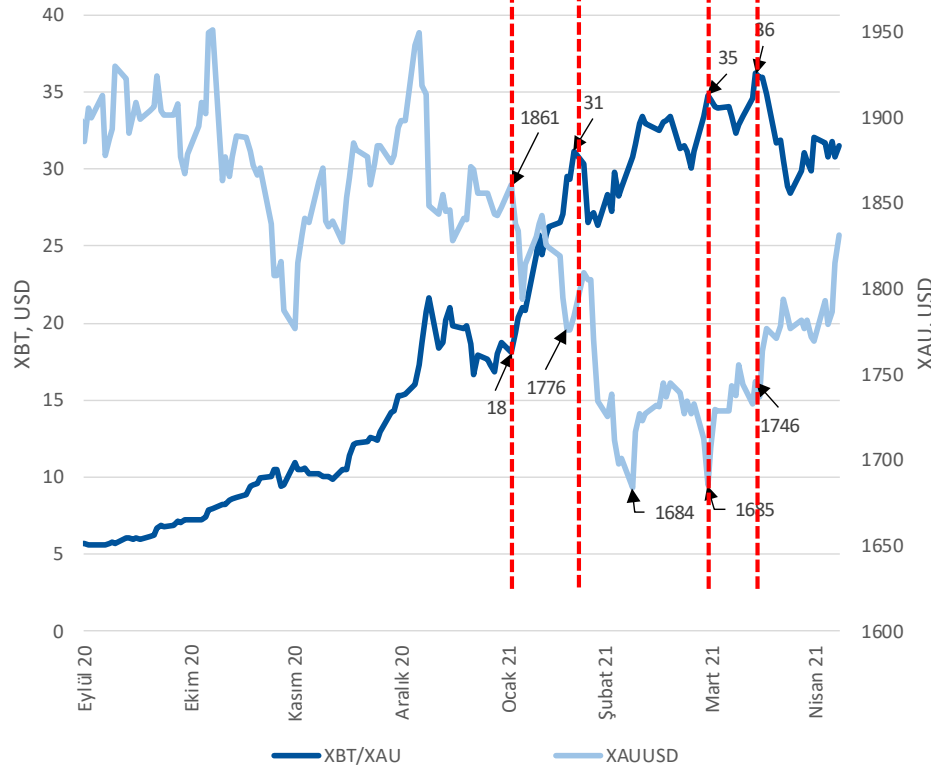


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Emtia-1.3.1

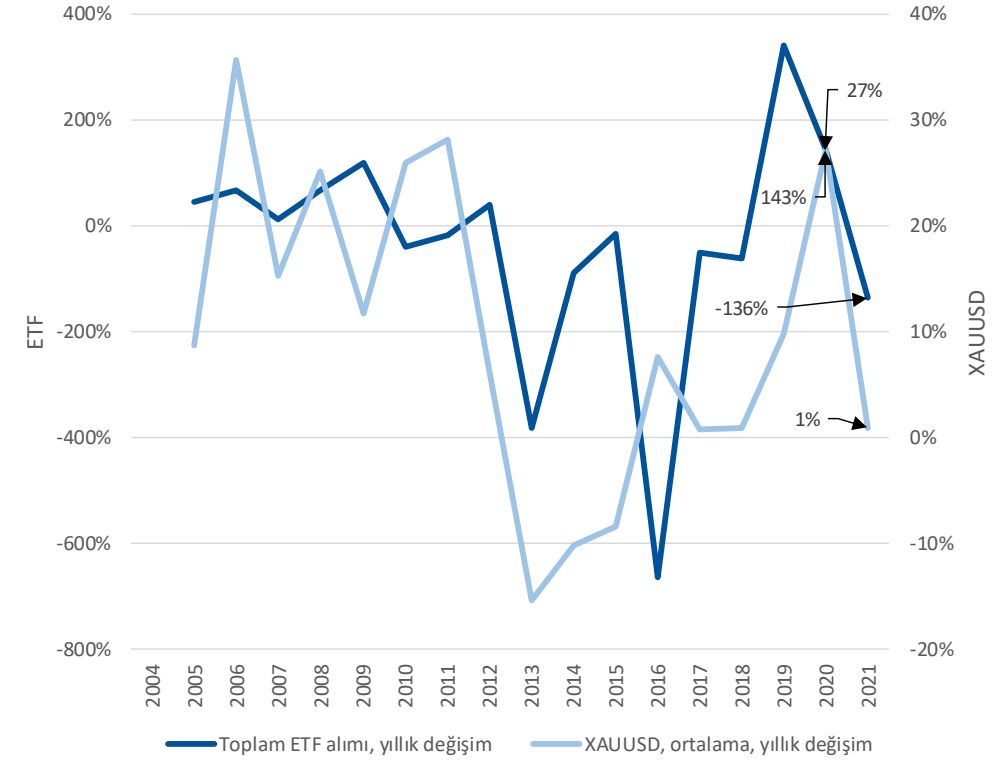
Kripto varlıklara olan spekülasyonun artışı 'kısa vadeli' ons altın yatırımcısında taban kaybına neden olurken, söz konusu eğilimin son dönem içerisinde kripto varlıklara yönelik güven kaybı tartışmaları ve regülasyon önlemlerinin gölgesinde ivme kaybettiği görülüyor. ETF'ler ise beklemediğimiz şekilde 2020'deki \$41.3 milyar alımlarının \$15 milyar kısmını satış yönlü tercih etti.

XBT/XAU & XAUUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Toplam ETF alımı & ons altın, ort.

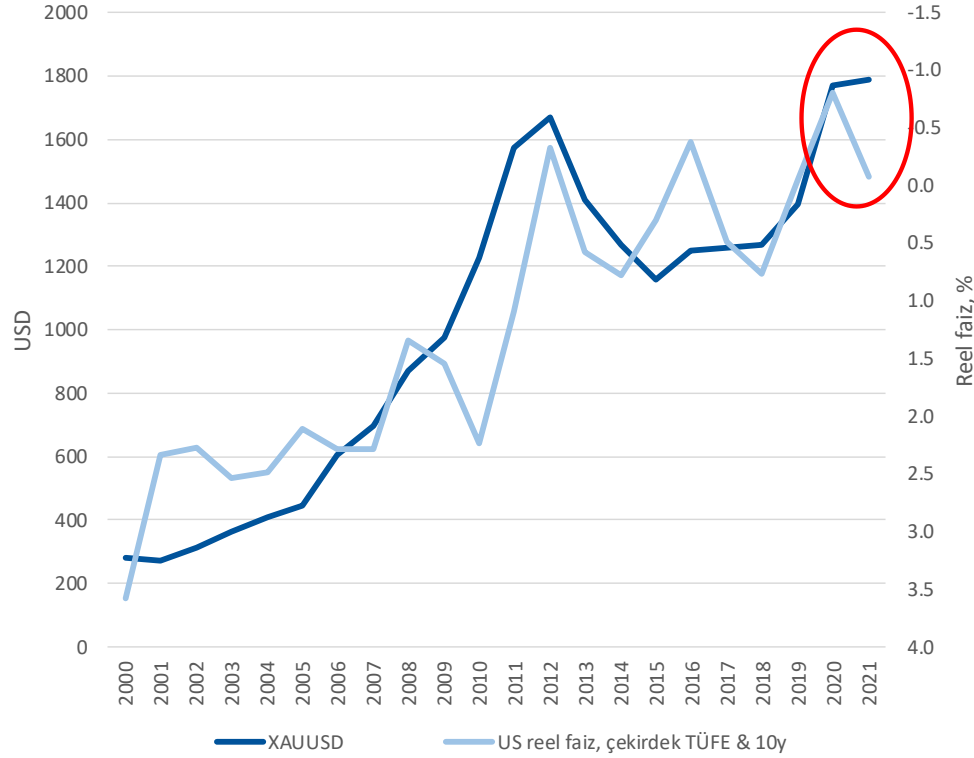


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Emtia-1.3.1

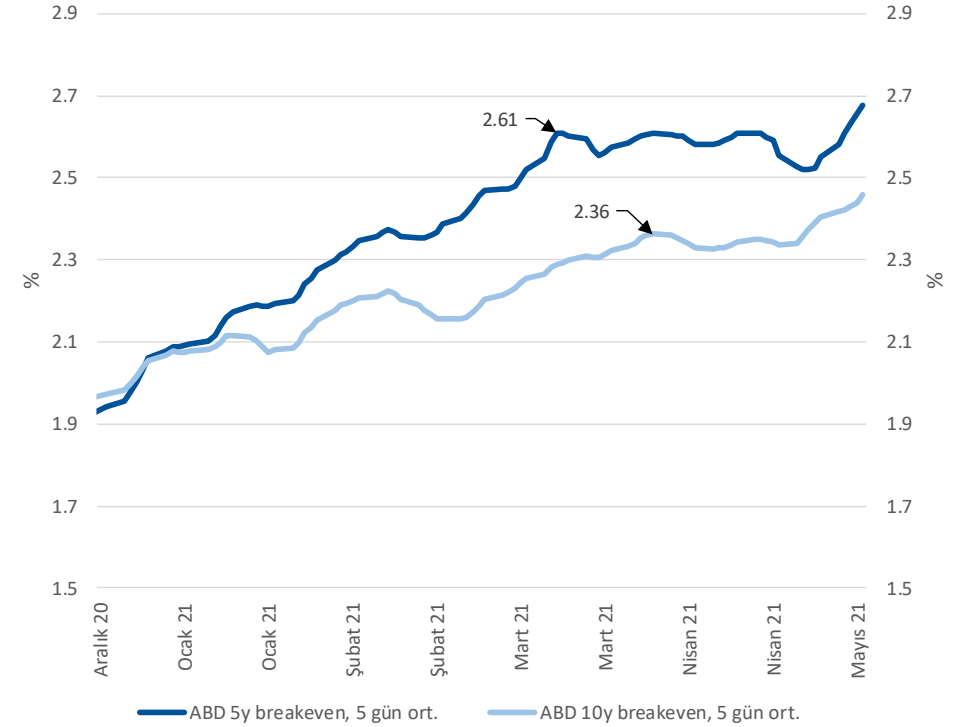
Geçmiş dönem fiyatlama davranışlarının aksine 2021'in en önemli kırılımlarından birisi ons altın ile enflasyon beklentileri arasındaki korelasyonun çalışmaması oldu. ABD'de 2008 sonrasında en yüksek başabaş enflasyon fiyatlamaları olurken paralelinde portföylerin altın tercihleri artış göstermedi. i) Reel faizlerin dengelenmesi ii) Mevsimsellik iii) Risk iştahı+ ortam 1-3 ay vadede olumlu yansiyabilir.

Ons altın (spot) & US reel faiz, yıllık ortalama seviye



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
US reel faiz sağ ekseninde ters çevrilmiştir.

ABD 5y & 10y breakeven

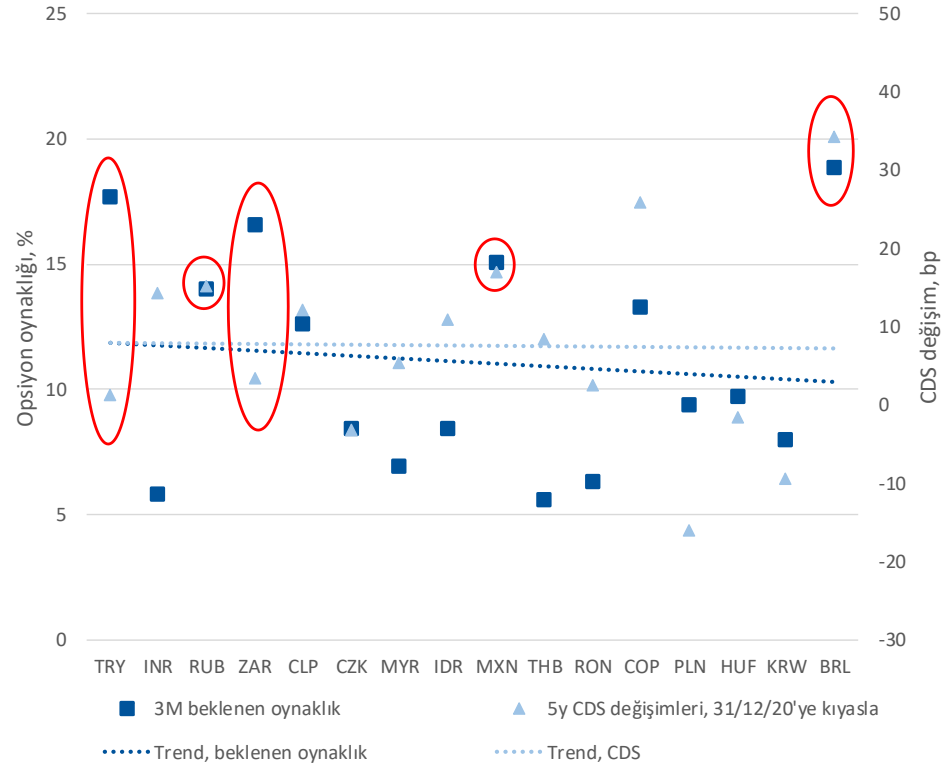


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Volatilite & CDS

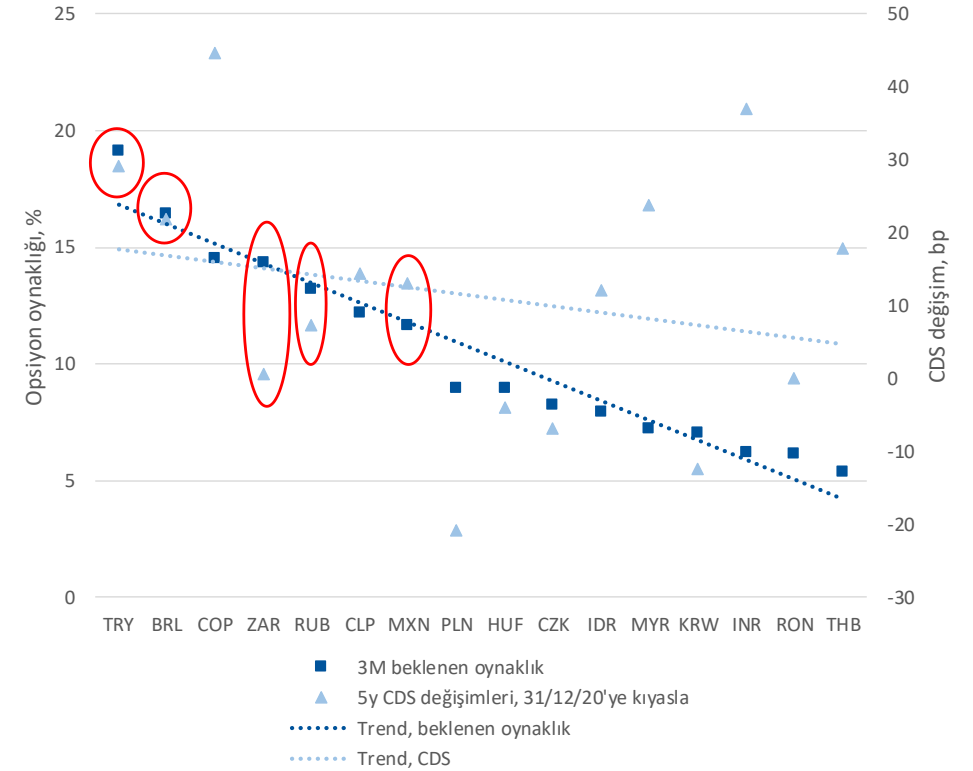
Gelişmekte olan ülke varlıkları ilk 5 aylık dönemde genel olarak sınırlı düzeyde CDS artışı ve beklenen kur oynaklıkları ile fiyatlanırken, Türkiye emsallerinden yükseliş yönlü ayrıştı. 19 Mart öncesinde ülke risk primi yıl başlangıcına kıyasla yatay seyreden sınırlı GOÜ üyesinden birisi olan Türkiye, sonrasında ise yükseliş tarafında yer aldı. Kur oynaklığı (3 ay vade) yeniden Mart seviyelerine yakınsamış durumda.

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 19/3/21 kapanış



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 7/5/21 kapanış

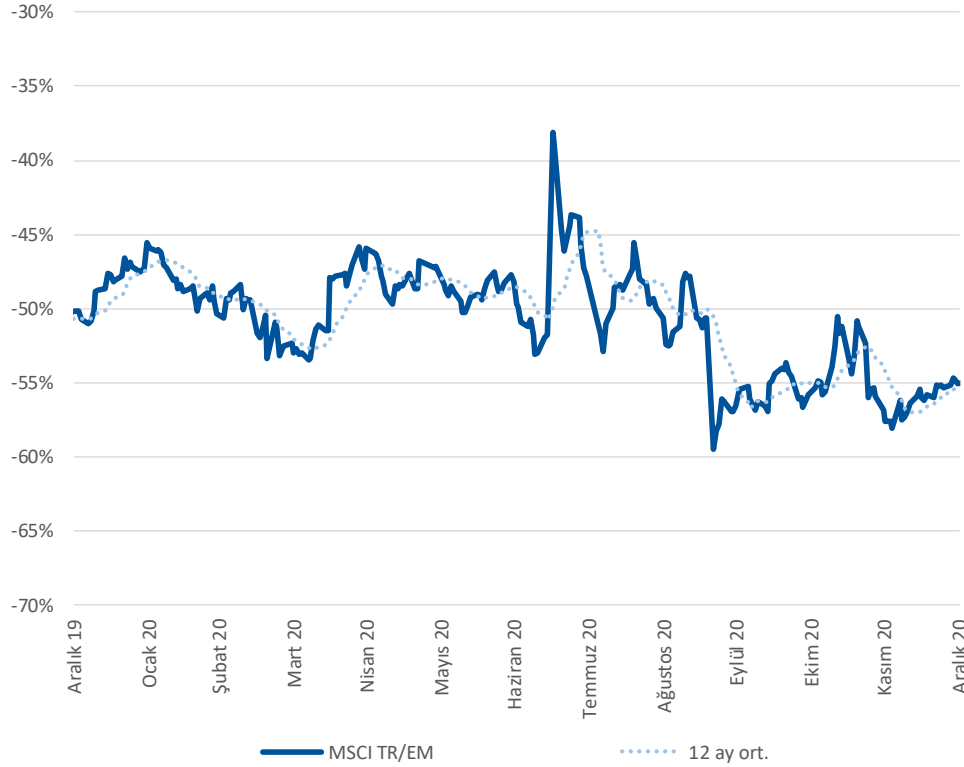


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

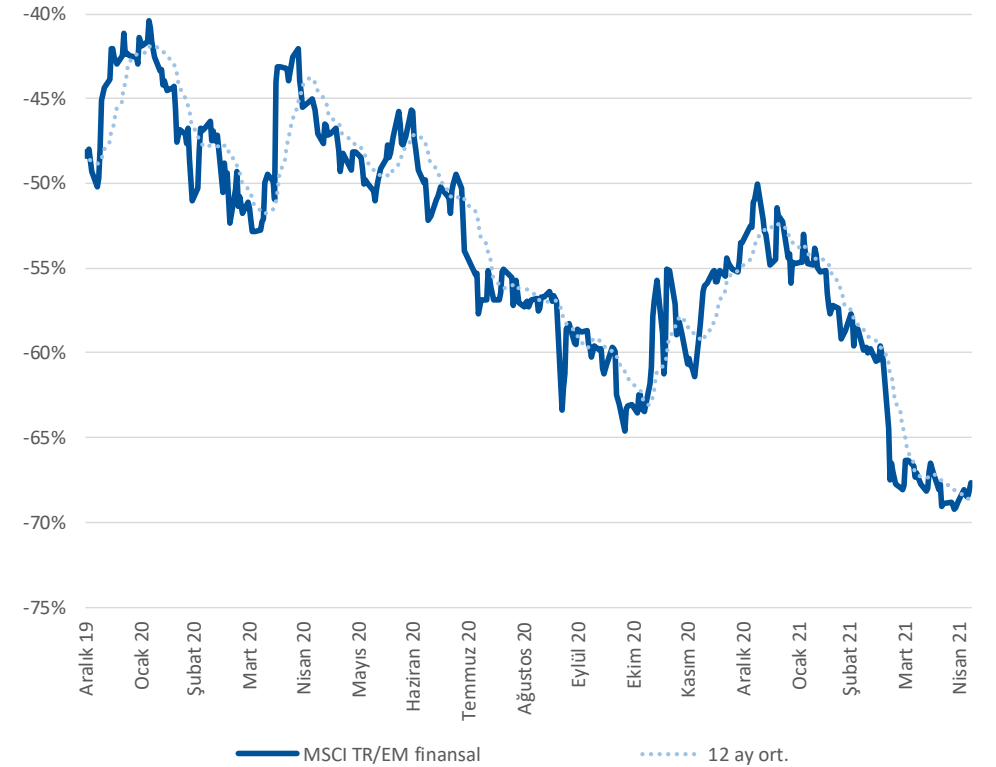
12 ay sonrasına ait fiyat/kazanç oranları üzerinden yaptığımız hesaplamalara göre MSCI TR endeksi GOÜ grubu emsallerine kıyasla 5.3x ile %62 iskontoda işlem görürken, aynı durum finansal endeks için de 2.8x ve %68 seviyelerinde gerçekleşmekte. 11 Mayıs tarihinde gerçekleştirilecek olan endeks güncellemeleri kısa vade beklentiler açısından en önemli başlık konumunda.

MSCI TR & MSCI EM, f/k



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

MSCI TR & MSCI EM, finansal, f/k



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

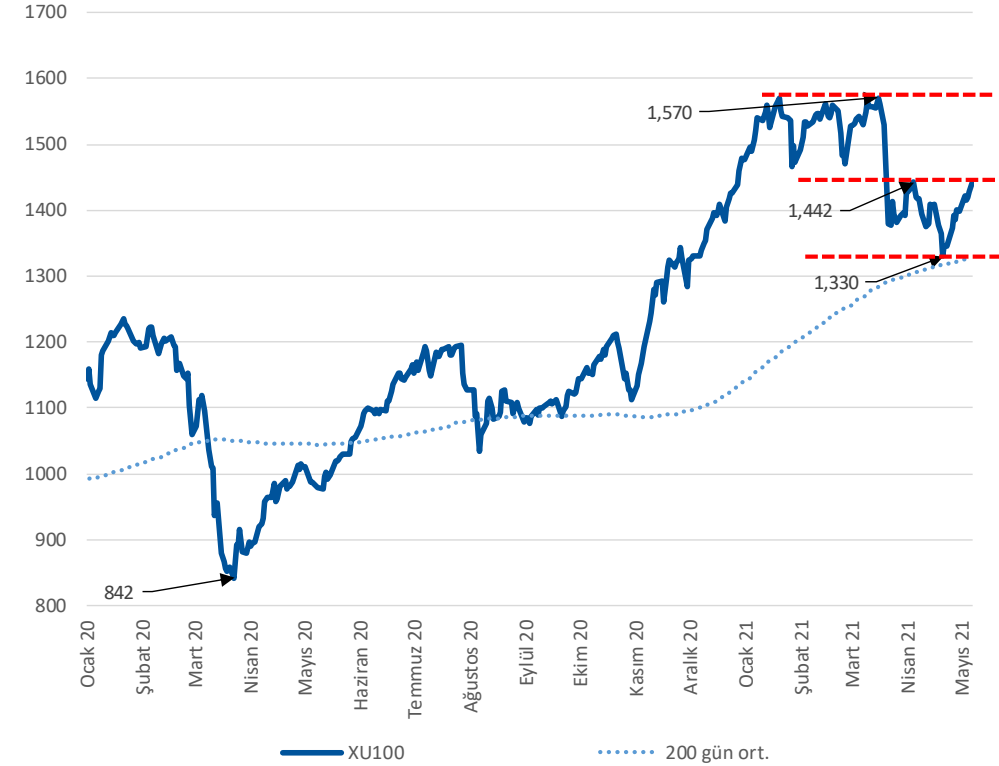
■ BIST

BIST 100

Endekste sektör/hisse spesifik eğilimin 'global reflasyon' teması beklentilerimize paralel gerçekleşmeye devam etmesini bekliyoruz. Bize göre, yakın dönem içerisinde gözlenen 1300 puan seviyelerindeki dönüş 'kısa vade' açısından dip bölge teyidi konumunda. Takvim açısından en önemli başlık ise 11 Mayıs tarihinde açıklanacak olan MSCI endeks değişiklikleri.

- 13/11/20-15/1/21 arası dönemde gözlenen 1.9 milyar dolarlık yurtdışı yerleşik yatırımcı girişi ile birlikte yeniden takas oranlarında takip edilen toparlanma ve bankacılık endeksine olan ilgi artışı i) *Global faiz hadlerindeki volatilité destekli yükseliş* ii) *Bu durumu yabancı yatırımcıların kar realizasyonu isteği çerçevesinde değerlendirmek istemesi* iii) *Amerikan dolarındaki zamansız-beklenmeyen primlenme* iv) *Gelişmekte olan ülke varlıklarındaki dalgalanma* gibi önemli katalizörler nedeniyle BIST cephesinde ivmenin zayıflamasına neden olsa da 20/1 ve 16/3 tarihlerinde Endeks 100 TL bazında +%6, 15/2 ve 19/2 günlerinde ise USD bazlı +%12 performanslara ulaşmaktan geri kalmadı. Ancak, devam eden süreçte, özellikle de Mart ayının ikinci yarısı sonrasında ciddi ölçekte ivme kaybı sergiledi ve 2021 performansını TL nezdinde %-2.4, USD bazlı ise %-12 zayıflama olarak şekillendirdi.
- **Kısa vade fiyatlama eğilimlerine baktığımızda 1300 puan seviyesinin 'ek negatif' fiyatlama başlığı söz konusu olmadıkça dip nokta olarak nitelendirilebileceğine inanıyoruz. Geniş fiyatlama aralığı olan 1330-1450 bandının yukarı tarafta dışına çıkılması için küresel risk iştahının seyri ile birlikte önümüzdeki en önemli aşama, 11 Mayıs tarihinde açıklanacak ve 18 Mayıs'ta gerçekleştirilecek olan MSCI güncellemeleri. Orta vadede sektör/hisse spesifik ayrışmanın devamını beklemeye devam ederken; i) *TCMB'nin mevcut sıkı duruşunu sürdürmesi* ii) *Uzun vadeli tahvil faizlerindeki gerileme* iii) *Ülke risk priminde azalışın yeniden gündeme gelmesi* iv) *Yabancı yatırımcıların portföylerindeki TR ağırlıklarını artırma istekleri* gibi 4 kritik başlık ise uzun vadeli beklentileri şekillendirecek. Bu nedenle, global eğilimi de gözetme hakkımızı saklı tutarak, kısa vadede endeksin 16/3 kapanış rekoru olan 1570 puan seviyesini yenilemesini beklemiyoruz.**

XU100, 2020-

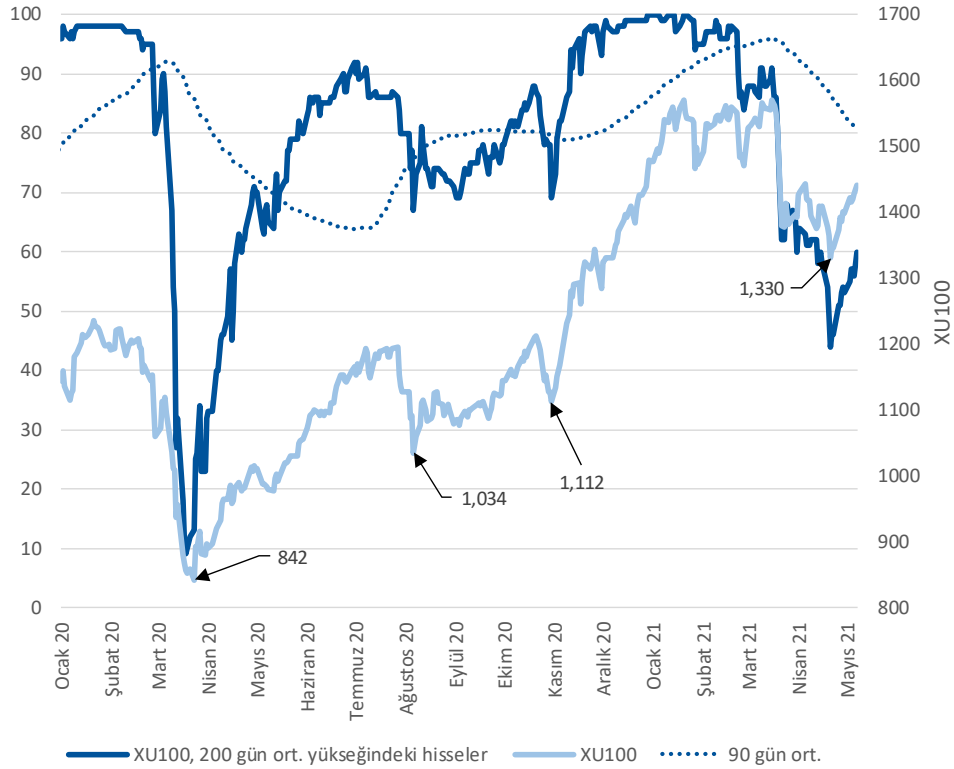


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

BIST 100-1.1

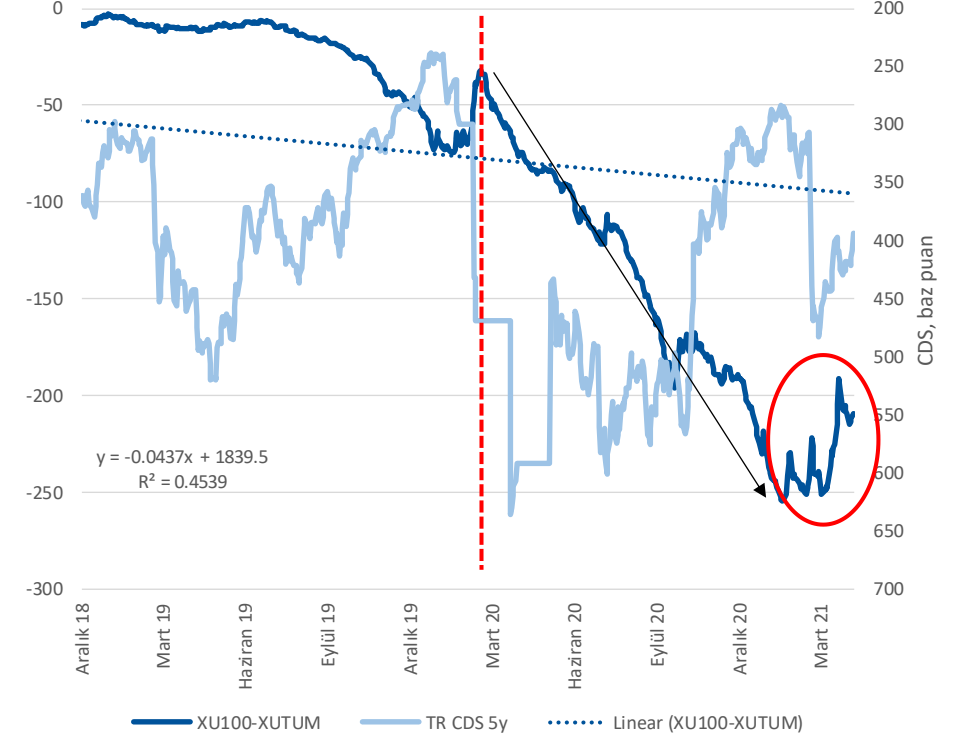
Endekste uzun vade ortalamalarının üzerinde fiyatlanan hisse senetlerinin yoğunluğu Kasım 2020-Şubat 2021 seviyelerinden uzakta olduğundan haber akışı ve bilanço gerçekleştirmeleri odaklı yaklaşım bir miktar daha primlenme avantajı oluşturuyor. XU100-XUTUM ayrışması ise halka arzlardaki artışın izlendiği son dönem içerisinde Endeks 100 aleyhine olan ivmesini yavaşlattı ve hatta terse çevirdi.

XU100, 200 gün ort. yükseğindeki hisseler & XU100



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

XU100-XUTUM spread

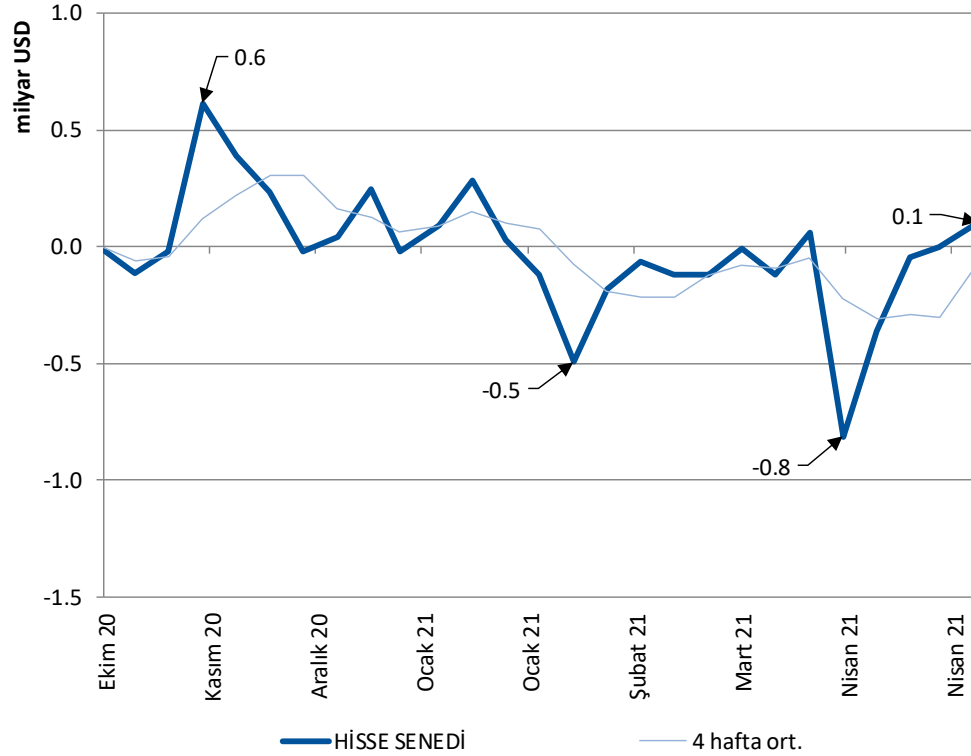


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
CDS serisi ters çevrilmiştir.

BIST 100-1.2

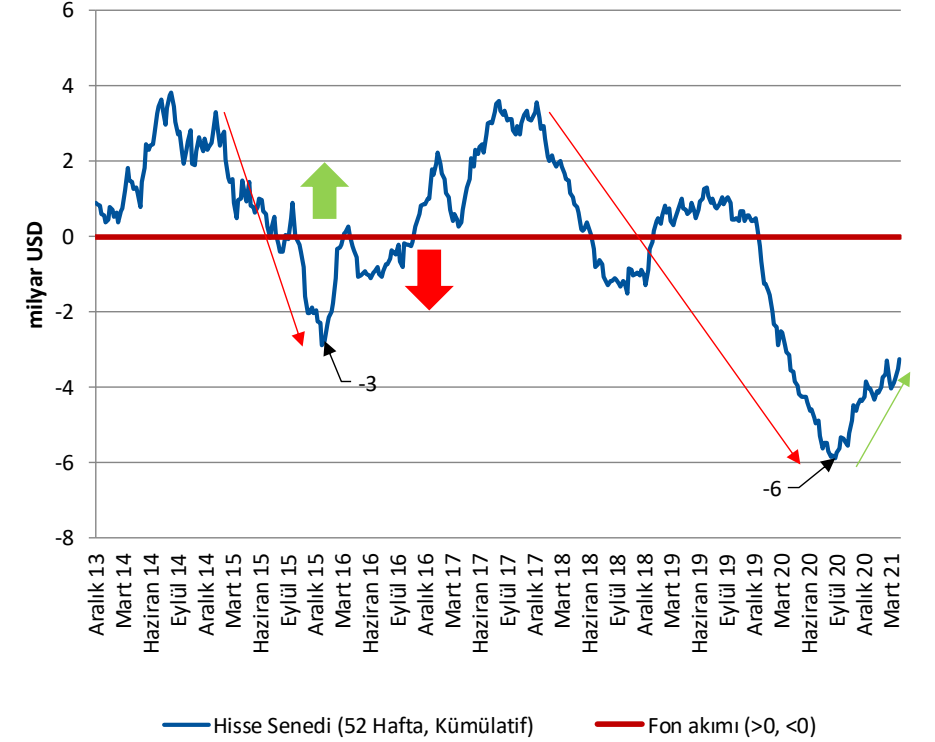
TCMB tarafından açıklanan verilere göre, yurtdışı yerleşikler 2021 yılı içerisinde Türk hisse senetlerinde nette -1.9 milyar dolar düzeyinde performans sergilediler. Son 1 yıl içerisindeki toplam rakam ise Eylül 2020'de -6 milyar dolar düzeyine ulaştıktan sonra 30/4 haftası verileriyle -3.2 milyar dolar seviyesinde karşımıza çıkmakta.

Yurtdışı yerleşik kişi hisse senedi hareketliliği, haftalık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

Yurtdışı yerleşik kişi hareketleri, hisse senedi, 52 hafta kümülatif

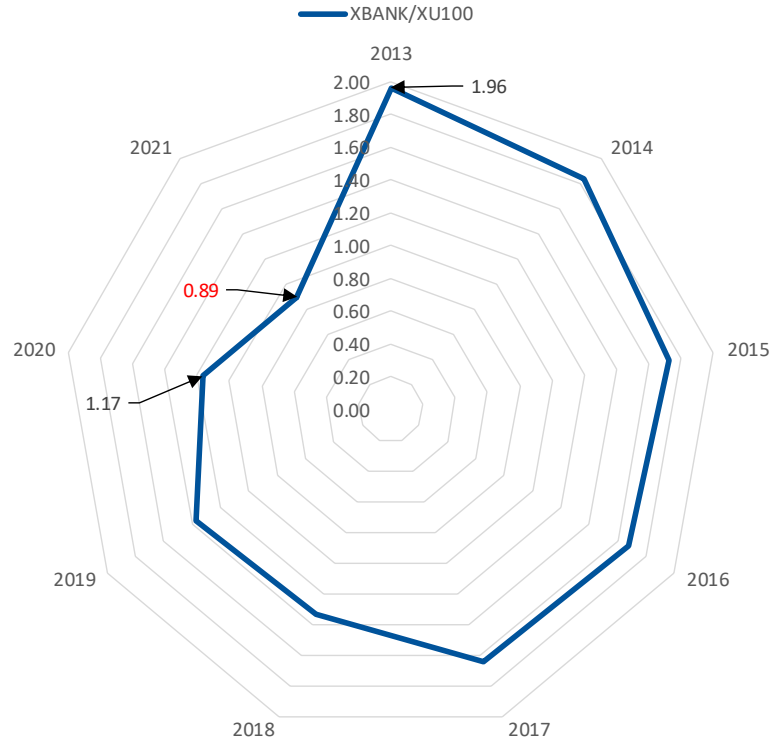


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB

XBANK

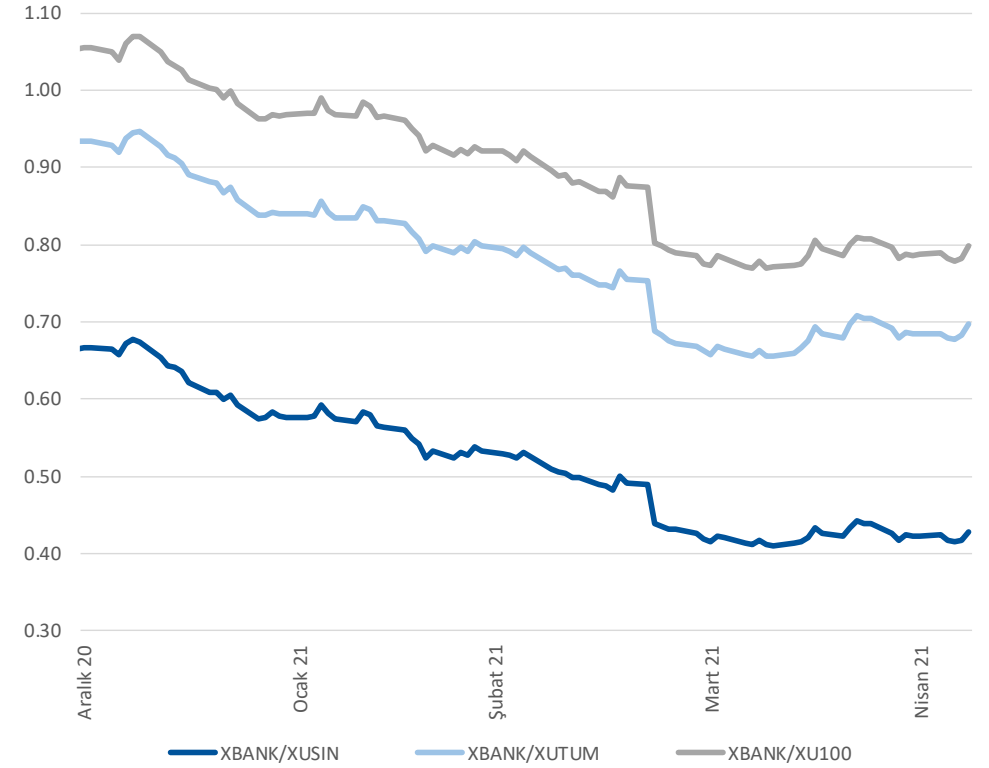
Bankacılık endeksinin (XBANK) performansı BIST'in diğer endekslerine kıyasla geride kalmaya devam ederken, benzer durum Endeks 100'e kıyasla uzun vadeli ortalamalar açısından çok daha düşük bir performans şeklinde gerçekleşmekte. 2013 yılında XBANK/XU100 rasyosu yıl ortalamasını 1.96'da tamamlarken, 2021 itibarıyla 0.89'da oluşmakta. Yabancı yatırımcı oranındaki azalış en belirgin faktör.

XBANK/XU100 rasyosu, 2013-2021, ortalama



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş BİST endeks rasyoları



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma, Bloomberg

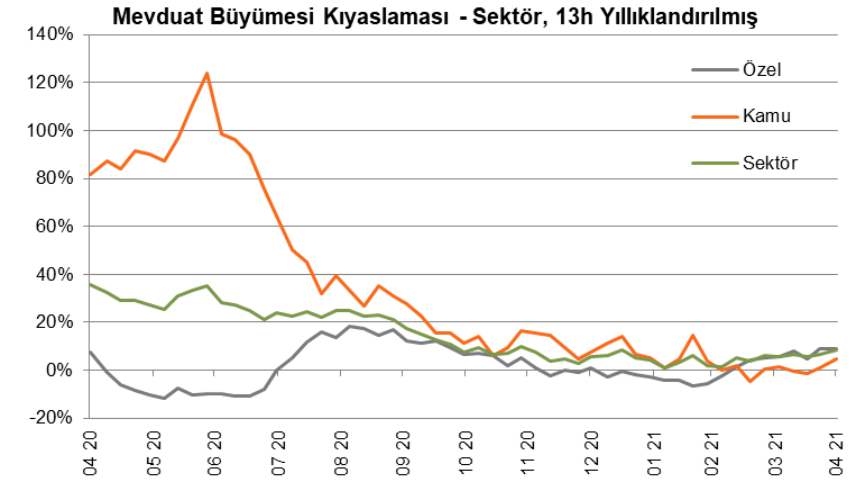
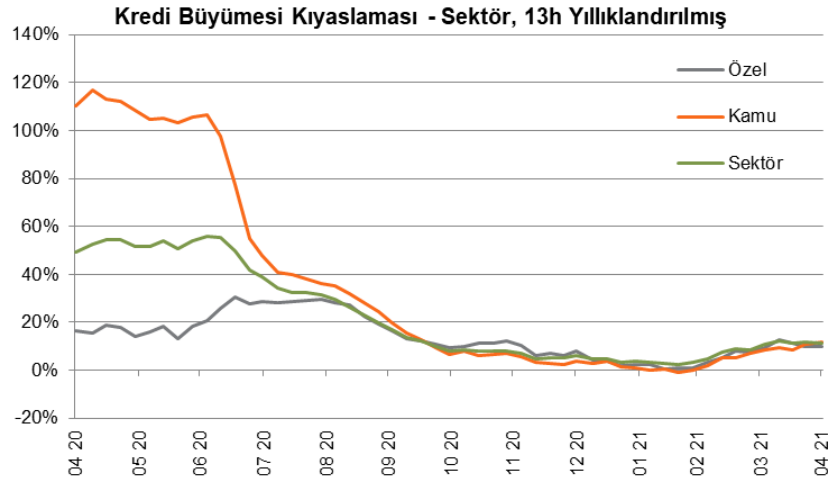
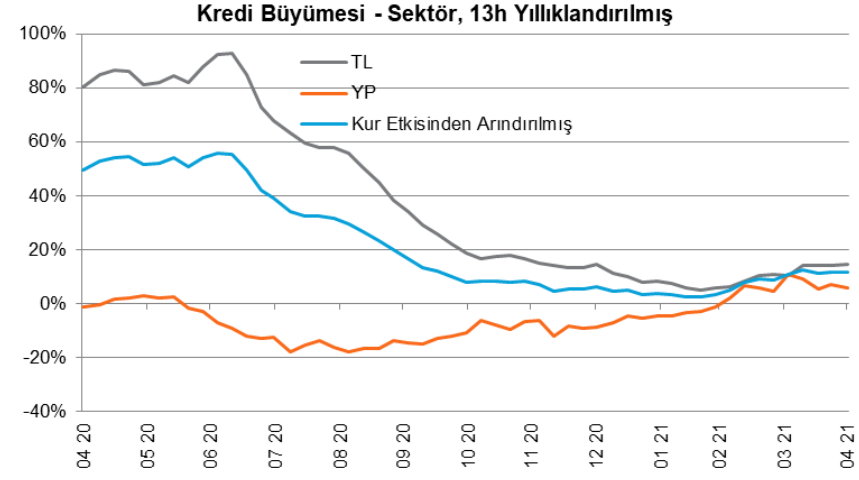
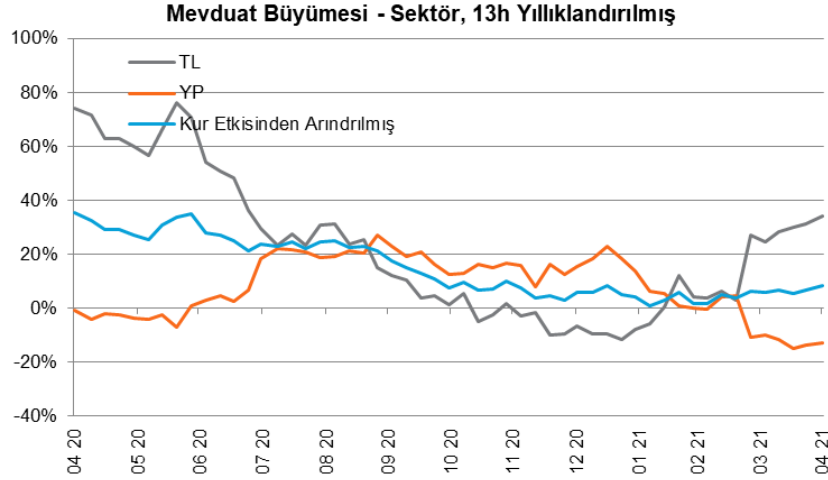
■ Bankacılık sektörü

2021 Bankacılık sektörü görünümü

- 2021 yılı senaryomuzu üç ana beklenti üzerine kurgulamıştık: i) *Pandemi koşullarının, aşının da kullanıma girmesi ile birlikte, bahar aylarından itibaren yumuşama eğilimine girmesi ve ekonomik aktivitenin yıl genelinde %4.0 seviyelerinde büyümesi* ii) *Yılın ikinci yarısında enflasyon ve faiz oranlarının gerilemesi ve yılın ilk yarısında daralma eğiliminde olmasını beklediğimiz faiz marjının yılın ikinci yarısında tam tersi bir eğilim göstermesi* iii) *Takipteki kredi oranının, yapılandırılmış krediler de dikkate alınarak, yıl genelinde ortalama 90-100 baz puan kadar bir artış göstermesi.*
- **Geldiğimiz noktada her ne kadar salgın tekrar bir tam kapanma gerektirmiş olsa da, yeni koşullara adapte olabilen ekonomik aktörler sayesinde büyümenin beklentilerimiz dahilinde gerçekleştiğini görüyoruz.** Net faiz marjı tarafında ise beklentilerimizden biraz daha sert bir 1Ç21 marj daralması olsa da 2Ç21'in ikinci yarısından itibaren yataylaşma ve 2H21'den itibaren de toparlanma olabileceği görüşündeyiz. Bununla birlikte 1Ç21'de bankaların sermaye piyasası işlem karlarının da verdiği destek ile iyi sonuçlar açıkladıklarını gördük. Yılın geri kalan kısmında ise finansal sağlamlık ve dengeli bir kredi büyümesi ile bu olumlu karlılık momentumunun korunabileceğini öngörüyoruz.
- **2021 yılında %16-18 bandında bir TL kredi büyümesi olabileceğini tahmin ediyoruz.** 30 Nisan itibari ile sene başından bu yana büyüme %3.1 ile sınırlı kalmış olsa da 2Y21'in daha hareketli olabileceği fikrindeyiz. YP krediler ise beklentimiz doğrultusunda yılbaşından bu yana %1.3 artış kaydetti. 2021 tüm yıl için yatay bir seyir beklentimizi devam ettiriyoruz.
- Artan TL mevduat faizi ile 1Ç21'de swap giderleri dahil net faiz marjı daralması 100 baz puanın üzerinde gerçekleşti. Vadesiz mevduatlarda gerileme olabileceğini düşünüyorduk ancak kayda değer bir gerileme Nisan sonu itibari ile gerçekleşmedi. Yılın ikinci yarısında, gerek kredi fiyatlaması gerekse de faiz gerilemesi ile ilk yarıdaki kayıp telafi edilebilir. Tüm yıl için ise swap dahil net faiz marjında 50-60 baz puan civarında bir gerileme olabileceğini düşünüyoruz.
- **Yapılandırılmış krediler, pandeminin olumsuz etkileri ve BDDK'nın öteleme kararı da dikkate alındığında takipteki kredi oranı 2021 yılında 90-100 baz puan kadar artabilir şeklinde düşünüyorduk (takipteki kredi portföyünden satışlar hariç), geldiğimiz noktada takipteki kredi oranı %3.75 ile 2020 sonuna göre 30 baz puan kadar aşağıda.** Karşılıklar ise ~5 puan artış ile %76.7 seviyesinde. Finansal sağlamlık açısından yüksek karşılık oranının önemli olduğunu düşünüyoruz.
- **En beğendiğimiz bankalar Garanti Bankası ve İş Bankası.** Tüm bankalar için mevcut fiyat seviyelerinin oldukça cazip olduğunu düşünüyoruz. 0.34x F/DD ve 2.64x F/K çarpanları oldukça cazip sektör ortalamasında. Garanti Bankası'nı güçlü kar momentumu ve yüksek karşılık oranları nedeniyle, İş Bankası'nı ise cazip değerlendirme çarpanları ve iştirak değeri elimine edildikten sonra kalan ana bankacılık işinin değerinin oldukça düşük seviyelerde fiyatlanmasından dolayı daha ön planda tutarak Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

Kredi ve mevduat büyümesi

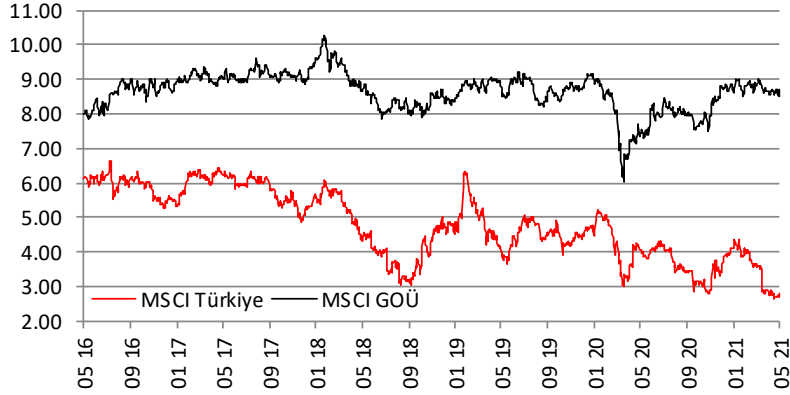
2021'de TL cinsi kredilerin %16-18 seviyelerinde büyümesini ve büyümenin yılın ikinci yarısında daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Mevduatta ise ters para ikamesinin devreye girmesi ile TL tarafta yoğunlaşmasını öngörüyoruz.



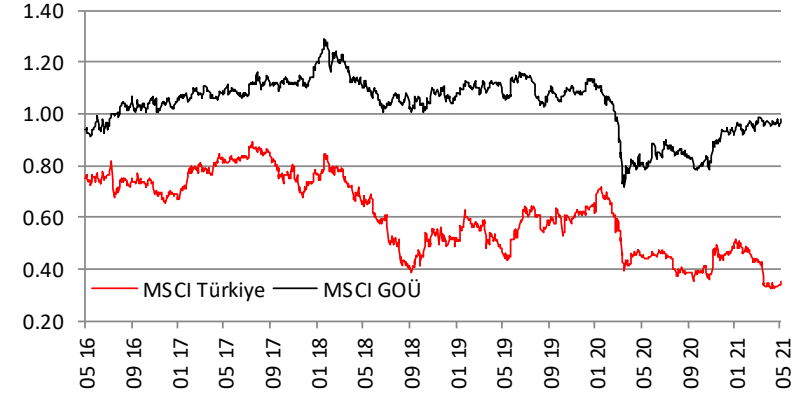
GOÜ ülke bankalarına göre iskonto oldukça yüksek seyrediyor

2021'de olumlu karlılık dinamiklerinin yansımalarından ziyade risk fiyatlamasının devrede olduğu bir dönem geçirdik. Kar momentumunun beklentimiz doğrultusunda korunması durumunda değerlendirme çarpanlarındaki iskontonun kısmen azalabileceğini düşünüyoruz.

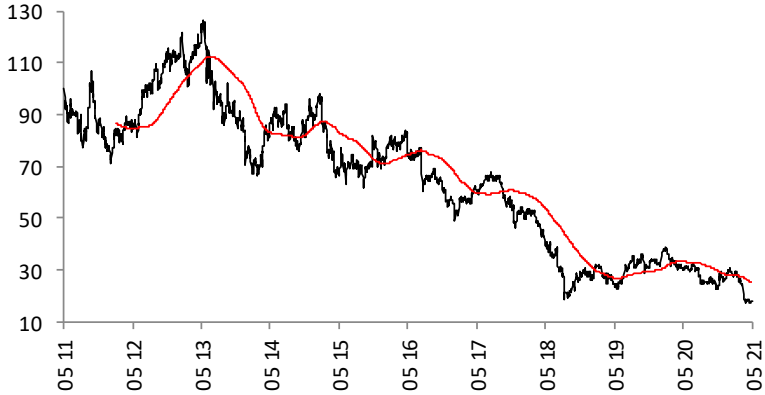
F/K Kıyaslaması



F/DD Kıyaslaması



Türk ve GOP Banka Endeksleri Göreli, MSCI, \$ bazlı, Uzun Dönem



Türk ve GOP Banka Endeksleri Göreli, MSCI, \$ bazlı, Kısa Dönem



Bankacılık sektörü hisse önerileri ve hedef fiyatlarımız

Öneri ve Hedef Fiyatlar

	Fiyat, TL		Yükselme Potansiyeli	Öneri
	Cari	Hedef		
AKBNK	5.15	7.10	38%	AL
GARAN	7.72	10.60	37%	AL
HALKB	4.30	5.80	35%	AL
ISCTR	5.08	6.90	36%	AL
VAKBN	3.44	4.50	31%	AL
YKBNK	2.13	2.90	36%	AL
TSKB	1.29	1.65	28%	TUT

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Cari Fiyatlar 07 Mayıs itibari ile

Net Kar Tahminleri , BDDK solo, milyon TL

	2020	y/y	2021T	y/y	2022T	y/y
AKBNK	6,267	16%	7,313	17%	9,671	32%
GARAN	6,238	1%	9,127	46%	10,538	15%
HALKB	2,600	51%	3,569	37%	5,942	66%
ISCTR	6,811	12%	8,131	19%	8,967	10%
VAKBN	5,010	79%	3,792	-24%	6,593	74%
YKBNK	5,080	41%	5,944	17%	7,688	29%
TSKB	733	-6%	846	15%	933	10%

Kaynak: Şirketler ve Deniz Yatırım Araştırma

Değerleme Çarpanları

	F/K		F/DD		Karlılık	
	2021T	2022T	2021T	2022T	2021T	2022T
AKBNK	3.66	2.77	0.39	0.35	11.3%	13.5%
GARAN	3.55	3.08	0.46	0.41	13.9%	14.2%
HALKB	2.98	1.79	0.23	0.21	8.3%	12.0%
ISCTR	2.81	2.55	0.32	0.29	11.9%	11.9%
VAKBN	3.54	2.04	0.26	0.23	7.8%	12.1%
YKBNK	3.03	2.34	0.33	0.29	11.5%	13.0%
TSKB	4.27	3.87	0.54	0.48	13.5%	13.3%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma



■ Deniz Yatırım Model Portföy

Model Portföy güncellemesi, Mayıs 2021

- **TAVHL:** Aşılımların etkisiyle 2021 yılının ikinci yarısından itibaren trafik verilerinde toparlanma beklentimiz, mücbir sebep gerekçesiyle alınan haklar ve Almatı Havalimanı'nın katkısı dikkate alındığında TAVHL'ye yönelik yatırımcı ilgisinin orta vadede güçlü olmasını bekliyoruz. **TAVHL'yi 33.10 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüze dahil ediyoruz.**
- **TTKOM:** Türk Telekom son 3 aylık dönemde nominal olarak %20, endeks göreceli %15 değer kaybetti. Hisse 2021 tahmini FD/FAVÖK çarpanına göre uluslararası benzerlerine kıyasla %33, TCELL'e kıyasla ise %11 iskontolu işlem görmektedir. Sağlam operasyonel performans ve güçlü temettü verimi ile temel olarak beğendiğimiz **TTKOM'u 10.90 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüze ekliyoruz.**
- **KORDS:** Şirketin 1Ç21 finansallarının ardından açıkladığı güçlü satış ve FAVÖK büyümesine istinaden **Kordsa'yı 31.60 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüze dahil ediyoruz.**
- **OZKGY:** Özak GYO'yu **6.50 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüze dahil ediyoruz.**
- **PETKM:** Petkim'i **1Ç21 finansal sonuçlarının ardından kar realizasyonu amacıyla 7 Mayıs Cuma günü Model Portföyümüzden çıkarttık.** PETKM portföye eklediğimiz 27 Nisan 2020 tarihinden 07 Mayıs 2021 tarihine kadar nominal olarak %97 değer kazanırken, endeksin %39 üzerinde performans sergiledi.
- **TCELL:** 28 Şubat 2020'de Model Portföye eklediğimiz **TCELL'i %10 nominal getirinin ardından Model Portföyümüzden çıkartıyoruz.**
- **KOZAL:** Risksiz faiz oranı güncellemesi sonrasında 12 aylık fiyat hedefimizi 139.80 TL'den 134.40 TL'ye indiriyor, **düşük getiri potansiyeli nedeniyle KOZAL'ı model portföyümüzden çıkartıyoruz.**
- **HALKB:** Halkbank'ın **1Ç21'de düşük gelen kar rakamı sonrasında Model Portföyümüzden çıkartıyoruz.** 2021 yılında karını %37 artırmasını beklediğimiz banka için AL olan önerimizi devam ettiriyoruz. Hedef fiyatımız ise 5.80 TL'dir.

Güncellemeye rağmen beğenmeye devam ettiğimiz hisseler

■ Koza Altın (KOZAL) – AL – Hedef Fiyat: 134.40 TL

- Şirket 1Ç21'de yıllık bazda %13 azalışla 62.520 ons altın üretimi, yıllık %11 azalışla 63.852 ons altın satışı gerçekleştirdi. Toplam nakit maliyetlerdeki artışın etkisiyle operasyonel kar marjlarında azalış görüldü.
- Şirket'in 2020 sonunda 5,9 milyar TL olan net nakit pozisyonu 1Ç21 sonu itibariyle yaklaşık 6,7 milyar TL düzeyine ulaştı. Mart sonu itibariyle yaklaşık 1,8 milyar TL tutarında döviz fazla pozisyonu bulunmaktadır.
- Altın ons fiyatının 1Ç21 ortalaması 1795 USD olup önceki çeyreğe göre %4 azalış göstermiştir. 2021 yılı ortalama ons altın beklentimiz mevcut durumda 1825 USD düzeyindedir.
- Tahminlerimizde yaptığımız revizyonlar ve risksiz faiz oranı güncellemesi sonucunda fiyat hedefimizi 139.80 TL'den 134.40 TL'ye indirdik. Getiri potansiyelinin azalmış olması nedeniyle hisseyi model portföyümüzden çıkartıyoruz. Tavsiyemizi TUT olarak revize etmekle birlikte temel açıdan USD bazlı gelir üretimi ve güçlü bilanço yapısı ile beğeniyor ve olası geri çekilmelerin yeni alım fırsatı yaratabileceği düşünüyoruz.

■ Petkim (PETKM) – TUT – Hedef Fiyat: 7.00 TL

- Star Rafinerisi'nden kesintisiz ve yüksek kaliteli hammadde tedarik edilebilmesi sonucunda Şirket'in brüt üretim hacmi 1Ç21'de yıllık %1,5 artışla 814 bin ton düzeyinde gerçekleşti. Etilen kapasite kullanım oranı %100 oldu. Arz sıkışıklığı ve sağlıklı talep koşullarının sürmesi nedeniyle ürün fiyatları rekor yüksek seviyelerde seyretmeye devam etti. Petchem fiyatları önceki çeyreğe göre %38 artış gösterdi. Satış gelirlerindeki güçlü artış ve marjlardaki belirgin iyileşme sonucunda Şirket ilk çeyrekte beklentilerin üzerinde net kar açıkladı.
- Mobilite artışı ile birlikte nafta fiyatlarının artması Şirket'in karlılığı açısından risk teşkil etmekle birlikte güçlü talep koşullarının sürmesi nedeniyle yıllık bazda operasyonel sonuçlarda belirgin artışlar görmeye devam edeceğimizi tahmin ediyoruz.
- Beklentilerden güçlü gelen 1Ç21 sonuçlarının ardından tahminlerimizi gözden geçirdiğimizde risksiz faiz oranı güncellemesine rağmen fiyat hedefimizi 6.50 TL'den 7.00 TL'ye yükselttik. Model portföye eklediğimiz 27 Nisan 2020 tarihinden itibaren nominal %97, relatif %39 getiri sağlayan hisseyi Cuma günü itibariyle Model Portföyümüzden çıkarttık. Yüksek kapasite kullanım oranı ve cazip talep koşullarının etkisiyle güçlü karlılığın kısa vadede devam etmesini bekliyoruz, bununla birlikte mevcut seviyelerde getiri potansiyelinin azalmış olması nedeniyle tavsiyemizi TUT olarak revize ediyoruz.

Güncellemeye rağmen beğenmeye devam ettiğimiz hisseler

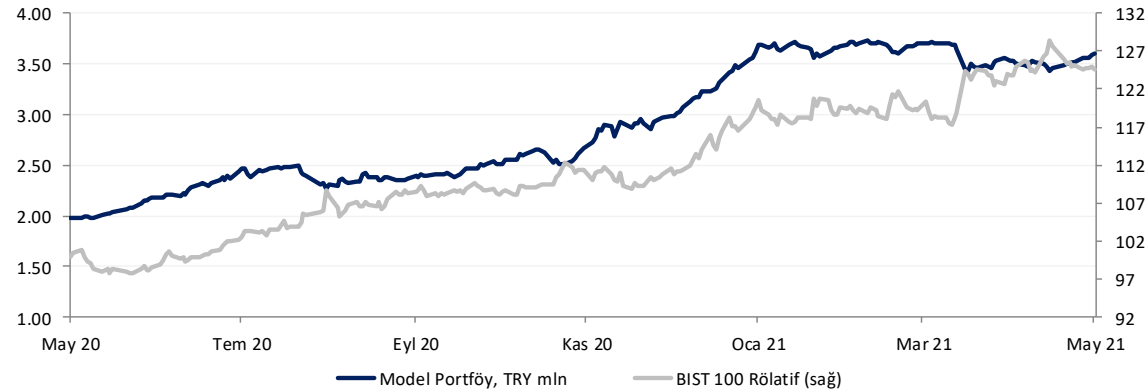
■ Turkcell (TCELL) – AL – Hedef Fiyat: 20.70 TL

- Turkcell Türkiye 1Ç21'de net 705 bin abone kazanımı ile son 3 yılın en iyi performansını sergiledi. Mobil ARPU bu dönemde yıllık bazda %8,7, sabit bireysel ARPU ise %11 büyüdü. Turkcell Türkiye gelirleri bu dönemde yıllık %13, uluslararası segment ise kur etkisinin de katkısıyla %26,6 artış gösterdi.
- 2021 ve 2022 yılı tahminlerimize göre TCELL uluslararası benzerlerine kıyasla %32 ve %36 iskontolu işlem görmektedir. IMTIS Holdings'in Kasım 2020'de gerçekleşen %5'lik pay satışının ardından Turkcell'de sahip olduğu %19,8'lik payı satması olasılığı hisse üzerinde kısmi baskı oluşturabilir. Şirket'in elindeki payları Ekim 2021'e kadar satmama taahhüdü olduğunu hatırlatalım.
- Risksiz faiz oranı güncellemesi ile birlikte tahminlerimizi gözden geçirdiğimizde fiyat hedefimizi 22.00 TL'den 20.70 TL'ye indirdik. Model portföye eklediğimiz 28 Şubat 2020 tarihinden itibaren nominal olarak %10 getiri sağlayan hisseyi Model Portföyümüzden çıkartıyoruz. TCELL'i güçlü operasyonel görünüm, cazip çarpanlar ve temettü getirisi dolayısıyla temel olarak beğenmeye devam ederken, endeksin üzerinden getiri potansiyeli ile tavsiyemizi AL olarak koruyoruz.

Deniz Yatırım Model Portföy, Mayıs 2021

Hisse	Portföye Giriş Tarihi	Hedef Fiyat	Potansiyel	Nominal Getiri (Portföye girişten itibaren)	BIST-100'e Rölatif Getiri (Portföye girişten itibaren)	Portföydeki Ağırlık
ISCTR	24.01.2020	6.80	34%	-30.6%	-41.2%	5.0%
TCELL	28.02.2020	22.00	45%	9.6%	-19.4%	10.6%
TUPRS	15.04.2020	135.00	40%	9.7%	-27.1%	10.6%
PETKM	27.04.2020	6.50	0%	86.0%	30.7%	10.6%
GARAN	19.06.2020	10.00	30%	-6.7%	-26.4%	5.0%
KOZAL	19.06.2020	139.80	8%	63.8%	29.1%	10.6%
AKGRT	04.09.2020	10.50	34%	6.5%	-19.7%	10.6%
SISE	04.09.2020	9.90	30%	21.8%	-8.2%	10.6%
MGROS	18.01.2021	50.42	37%	-15.7%	-9.0%	10.6%
HALKB	18.01.2021	7.70	79%	-22.4%	-16.2%	5.0%
ISMEN	24.03.2021	22.75	34%	3.2%	1.2%	10.6%
TAVHL	10.05.2021	33.10	43%	-	-	10.6%
TTKOM	10.05.2021	10.90	63%	-	-	10.6%
KORDS	10.05.2021	31.60	38%	-	-	10.6%
OZKGY	10.05.2021	6.50	47%	-	-	10.6%

	Nominal Getiri	BIST-100'e Rölatif Getiri
2019	56.2%	24.6%
2020	49.9%	16.2%
12 aylık	83.0%	25.2%
2021 başından	4.3%	6.9%



Garanti Bankası

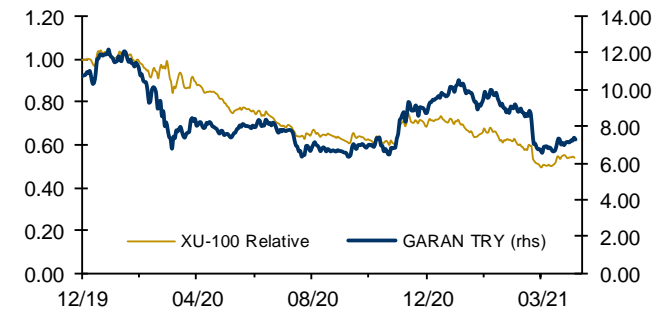
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	GARAN
Mevcut Fiyat (TL)	7.72
Hedef Fiyat (TL)	10.60
Getiri Potansiyeli (%)	37.3%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	6.33 10.53
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1914
Sermaye (mln TL)	4,200
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	32,424
Hedeflenen Piyasa Değeri	44,520
Net Borç	a.d.
Firma Değeri	a.d.

Hisse Verileri (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Özsermaye	62,082	70,335	78,591	86,815
Net Faiz Geliri	20,106	18,883	20,483	22,069
Net Kar	6,238	9,127	10,538	10,858

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	14%	-20%	-2%	-24%
BIST100 Rölatif Getiri	12%	-15%	-33%	-22%

Hisse Performansı	
-------------------	--



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

Garanti Bankası (GARAN) – AL – Hedef Fiyat: 10.60 TL

1Ç21 konsolide olmayan finansallarında 2,529 milyon TL net kar açıklayan Garanti Bankası'nı Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz. Hisse için hedef fiyatımız 10.60 TL'dir.

Garanti Bankası'nın 2021 yılında 9.1 milyar TL net kar ve %13.9 özsermaye karlılığına ulaşabileceğini öngörüyoruz. 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 0.44x F/DD ve 3.31x F/K çarpanları ile işlem gören Garanti Bankası hisselerinin önemli bir getiri potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz. Bu çarpanlar sektör ortalamasına kıyasla kısmen daha yüksek olsa da bankanın özsermaye karlılığı da sektör ortalamasına göre daha yüksek, sermaye tamponları ve karşılık oranları da daha güçlü konumda bulunmaktadır. Garanti Bankası'nın güçlü sermaye oranlarını (SYR:% 18.2 ve Çekirdek SYR:% 15.4), yüksek karşılık oranlarını (Grup 1 ve 2 krediler için sırasıyla %15.8 ve %65.8) ve 4.8 milyar TL'ye ulaşan ihtiyari karşılık miktarı ile olası riskleri önemli ölçüde karşıladığını düşünüyoruz.

TÜFE'ye endeksli bono portföyünün enflasyonun artış eğiliminde olduğu bu dönemde karlılığa önemli bir katkı sağlamasını bekliyoruz. Swap dahil net faiz marjının 110 baz puan daralmasını bekliyor olmamıza rağmen net kredi risk maliyetindeki 140 baz puanlık gerileme ve iştiraklerden elde edebileceği gelir beklentimiz bankanın 2021 yılında yüksek bir karlılığa ulaşmasına imkan sağlayabilir.

Garanti Bankası'nın önümüzdeki dönemde bireysel kredilerde biraz daha hızlı bir büyüme elde edebileceğini düşünüyoruz. Diğer segmentlere kıyasla görece yüksek getirisi ve kredi risk maliyetinin de düşük olması, hem marj açısından hem de aktif kalitesi açısından destekleyici olacaktır.

Bankanın 4.8 milyar TL'lik serbest karşılık hariç takipteki kredileri için ayırmış olduğu karşılık oranı %145 ile oldukça yüksek bir seviyede bulunduğu için olası risk ortamında takibe intikal edebilecek kredileri için oldukça defansif bir konumda olduğunu düşünüyoruz. Bunun sağladığı rahatlık ve yüksek sermaye yeterlilik oranları ile de Garanti Bankası'nın orta-uzun vadede sektör ortalamasına kıyasla daha hızlı bir büyüme sağlayarak pazar payı kazanabileceği görüşündeyiz.

İş Bankası

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	ISCTR
Mevcut Fiyat (TL)	5.08
Hedef Fiyat (TL)	6.90
Getiri Potansiyeli (%)	35.8%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	4.47 7.16
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	304
Sermaye (mln TL)	4,500
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	22,860
Hedeflenen Piyasa Değeri	31,050
Net Borç	a.d.
Firma Değeri	a.d.

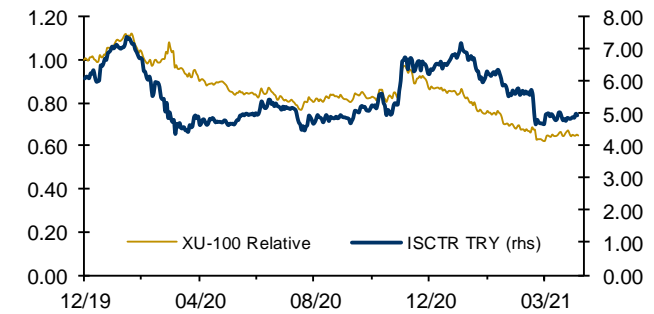
Hisse Verileri (mln TL)

	2020	2021T	2022T	2023T
Özsermaye	67,781	72,203	79,137	88,128
Net Faiz Geliri	20,101	20,434	23,758	28,100
Net Kar	6,811	8,131	8,967	11,233

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	3%	-18%	7%	-25%
BIST100 Rölatif Getiri	2%	-13%	-27%	-23%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

İş Bankası (ISCTR) – AL – Hedef Fiyat: 6.90 TL

1Ç21 konsolide olmayan finansallarında 1,854 milyon TL net kar açıklayan İş Bankası'nı Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz. Hisse için hedef fiyatımız 6.90 TL'dir.

İş Bankası'nın 2021 yılında 8.1 milyar TL net kar ve %11.8 özsermaye karlılığına ulaşabileceğini öngörüyoruz. 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre İş Bankası hisseleri 0.30x F/DD ve 2.68x F/K gibi oldukça cazip çarpanlar ile işlem görmektedir. İştiraklerinin değerini elimine ettiğimizde bankacılık işinin değeri oldukça cazip bir noktaya gelmektedir. İş Bankası'nın güçlü sermaye oranlarını (SYR:% 17.8 ve Çekirdek SYR:% 13.8), yüksek karşılık oranlarını (Grup 1 ve 2 krediler için sırasıyla %18.4 ve %63.1) ve 2,875 milyon TL'ye ulaşan ihtiyari karşılık miktarı ile olası riskleri önemli ölçüde karşıladığını düşünüyoruz.

Farklı muhasebe uygulamasından dolayı TÜFE'ye endeksli bonoların getirisi diğer bankalara kıyasla daha az katkı yapacak olmasına rağmen, 2021 yılında swap dahil net faiz marjındaki daralmayı 70 baz puan seviyesinde öngörüyoruz. Net kredi risk maliyetinde ise 50 baz puan gibi ılımlı bir iyileşme olabileceğini tahmin ediyoruz. İştiraklerin de katkısı dikkate alındığında İş Bankası'nın 2021 yılında %19 kar artışı ile 8.1 milyar TL kar elde edebileceğini düşünüyoruz. Bankanın geniş TL fonlaması sayesinde TL fonlama maliyetindeki olası geri çekilmelerde sektör ortalamasına kıyasla kısmen daha iyi etkilenebileceği görüşündeyiz.

İş Bankası'nın önümüzdeki dönemde bireysel kredilerde biraz daha hızlı bir büyüme elde edebileceğini düşünüyoruz. Diğer segmentlere kıyasla görece yüksek getirisi ve kredi risk maliyetinin de düşük olması, hem marj açısından hem de aktif kalitesi açısından destekleyici olacaktır.

İş Bankası'nın diğer bankalara kıyasla orta-uzun vadede operasyonel giderlerinde iyileşme anlamında gidebileceği daha fazla bir verimlilik artış alanı olmasını da olumlu olarak değerlendiriyoruz.

Aksigorta

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	AKGRT
Mevcut Fiyat (TL)	7.82
Hedef Fiyat (TL)	10.50
Getiri Potansiyeli (%)	34.3%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	5.15 9.63
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	19
Sermaye (mln TL)	306
Pazar	Yıldız Pazar

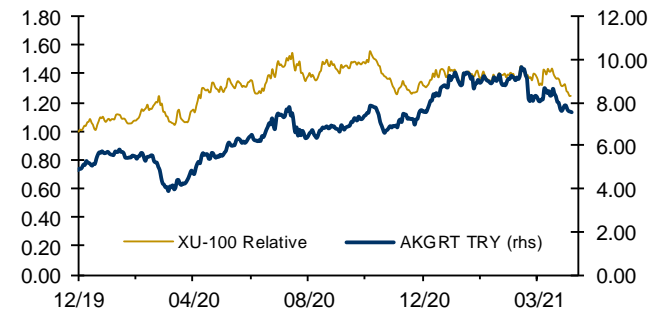
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	2,393
Hedeflenen Piyasa Değeri	3,213
Net Borç	a.d.
Firma Değeri	a.d.

Hisse Verileri (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Prim Üretimi	5,272	6,222	7,156	8,229
Teknik Kar	695	802	954	1,119
Net Kar	432	508	604	713

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-10%	-14%	39%	-10%
BIST100 Rölatif Getiri	-11%	-8%	-5%	-8%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

Aksigorta (AKGRT) – AL – Hedef Fiyat: 10.50 TL

Aksigorta'yı 10.50 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

1Ç21 finansallarında 76 milyon TL net kar açıklayan şirketin, 1Ç21'de gerçekleşen yüksek hasar ve karşılık giderleri sonrasında, takip eden dönemlerde yatırım gelirlerinin desteğiyle operasyonel karlılığını yukarı çekmesini bekliyoruz. Bununla birlikte tam kapanma döneminde hasar frekansındaki gerileme de operasyonel karlılık açısından olumlu olacaktır. 2Ç21 ve 3Ç21'de yüksek mevduat faiz oranlarının sürebileceği ve hasar frekansının da olumlu katkı sağlayabileceği beklentisi ile hisse performansının güçlü kalmasını öngörüyoruz.

2020'de brüt prim üretimi ~%18 seviyesinde artan şirketin özsermaye karlılığı %48.5 seviyesinde gerçekleşti. 1Ç21'deki %28'lik yıllık brüt prim üretimi artışına rağmen, 2021 yılında muhafazakar denilebilecek %18'lik prim üretimi artışı ve ~%47 özsermaye karlılığı öngörüyoruz. Şirketin oto sigortalarındaki (kasko ve trafik) ağırlıklı prim kompozisyonu, TL'de 1Ç21'deki zayıflığa rağmen hasar ödemeleri üzerinde sınırlı bir olumsuz etkiye neden olabilir. Bununla birlikte banka sigortacılığının artışı ile prim üretim maliyetlerinde de kısmi gerileme olabileceği fikrindeyiz.

Finansal gelirler tarafında 4.1 milyar TL büyüklüğündeki portföyün artan mevduat faizlerine bağlı olarak daha yüksek bir getiri sunabileceğini hesap ediyoruz. Özellikle 2Ç21 ve 3Ç21 finansal gelirler açısından kuvvetli olacak dönemler olabilir.

Risk olarak ise kamu sigorta şirketlerinin birleşmiş olması yaratabileceği sinerji ile kısa dönemde diğer sigorta şirketleri üzerinde olduğu gibi Aksigorta için de pazar payı anlamında kısmen olumsuz olabilir.

İş Yatırım Menkul Değerler

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	ISMEN
Mevcut Fiyat (TL)	16.96
Hedef Fiyat (TL)	22.75
Getiri Potansiyeli (%)	34.1%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	4.65 20.26
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	74
Sermaye (mln TL)	355
Pazar	Yıldız Pazar

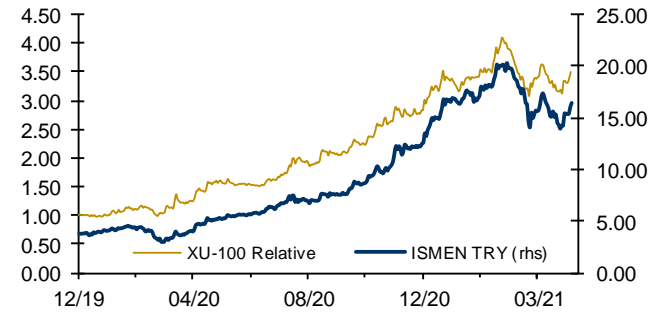
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	6,021
Hedeflenen Piyasa Değeri	8,076
Net Borç	1,230
Firma Değeri	7,251

Hisse Verileri (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Net Satış	1,869	2,582	3,098	3,873
FAVÖK	1,269	1,678	1,936	2,324
Net Kar	942	1,270	1,427	1,666

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	0%	-5%	238%	2%
BIST100 Rölatif Getiri	-1%	1%	131%	5%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

İş Yatırım Menkul Değerler (ISMEN) – AL – Hedef Fiyat: 22.75 TL

İş Yatırım'ı 22.75 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

İş Yatırım, 1Ç21 finansallarında 381 milyon TL net kar açıkladı. Şirketin kar rakamı bir önceki döneme göre %12 artarken, geçen yılın aynı dönemine göre ise üç katın üzerinde bir artış gösterdi. Özsermaye karlılığı ise %79 seviyesinde gerçekleşti.

Bölgelere göre raporlamaya baktığımız zaman şirketin kar rakamının tamamının aracı kurum karından kaynaklandığı görülüyor. BIST'e yerli yatırımcı ilgisinin artması ve hisse fiyatlarındaki yükseliş ile birlikte işlem hacimleri 2020'nin son aylarında ve 2021'in ilk aylarında rekor seviyelere ulaşmıştı. Son dönemde kısmen yavaşlama olmasına rağmen, kredili işlemlerdeki getiri oranının yükselmiş olması, halka arz işlemlerindeki artış eğilimi ve senenin sonuna doğru yoğunlaşmasını beklediğimiz birleşme ve satın alma faaliyetlerindeki artışa bağlı olarak İş Yatırım'ın 2021 yılı kar rakamının yıllık bazda %35 artarak 1,270 milyon TL seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. Takip eden çeyreklerde kar momentumu çeyreksele büyüme olarak azalsa da yıllık kıyaslamada düşük bazdan dolayı 4Ç21'e kadar yüksek seyretmesini bekliyoruz.

1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre %45 özsermaye karlılığına ulaşmasını beklediğimiz hisse yine 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 1.97x F/DD ve 4.29x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Uzun vadede sürdürülebilir %40 özsermaye karlılığı, %22 sermaye maliyeti ve %12.5 seviyesinde sürdürülebilir büyüme ile İş Yatırım hisseleri için hedef fiyatımız 22.75 TL'dir.

Özak GYO

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		OZKGY
Mevcut Fiyat (TL)		4.41
Hedef Fiyat (TL)		6.50
Getiri Potansiyeli (%)		47.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	2.40	6.19
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		64
Sermaye (mln TL)		364
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri		1,605
Hedeflenen Piyasa Değeri		2,366
Net Borç	-	243
Firma Değeri		1,587

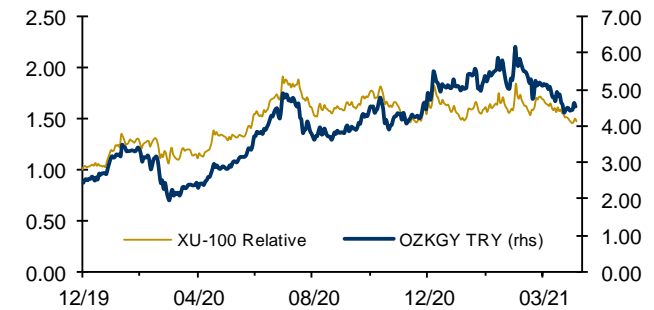
Hisse Verileri (mln TL)

	2020	2021T	2022T	2023T
Net Satış	1,186	1,245	1,557	1,946
FAVÖK	386	428	536	671
Net Kar	617	647	816	1,027

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-12%	-16%	50%	-14%
BIST100 Rölatif Getiri	-14%	-10%	3%	-11%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıdır.

■ Özak GYO (OZKGY) – AL – Hedef Fiyat: 6.50 TL

○ Özak GYO'yu 6.50 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüze dahil ediyoruz.

○ Özak GYO Mart 2021 itibari ile Büyükyalı projesinde %58 satış oranına ve %87 teslimat-satış oranına ulaştı. Göktürk projesinde ise ilk etabın 2022 yılı içerisinde, ikinci etabın ise 2023 içerisinde tamamlanması bekleniyor. Şirketin İstanbul Balmumcu (8,349 m2), İstanbul Mahmutbey (6,682 m2), Antalya Demre ve Aydın Didim arsaları üst kullanım hakları bulunmaktadır.

○ 1Ç21'de Özak GYO'nun 284 milyon TL'lik gelirleri içerisinde konut ve ofis satışları 268 milyon TL ile başı çekerken, Covid ortamına rağmen kira geliri ise yıllık %9 artış ile 14.1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Toplam kira gelirlerinin yarısını oluşturan 34 Portal Plaza'da doluluk oranı %74, toplam kira gelirlerinin %18'ini oluşturan İstanbul 34'te ise doluluk oranı %63'tür. Pandemi etkisinin ilerleyen dönemlerde etkisini azaltabileceği beklentisi ile her iki ofis binasından elde edilebilecek gelirlerin doluluk oranlarındaki artış ile birlikte artmasını bekliyoruz.

○ Otelcilik faaliyetlerinden elde edilen gelir ise bu dönemde göz ardı edilebilecek bir tutardadır. Covid nedeniyle tam kapanma sonrasında vaka sayılarında beklenen gerileme ile yaz aylarından itibaren otelcilik gelirlerinin de net kar rakamına destek vermesi beklenebilir. 2019 yılında 11.2 milyon TL kar elde eden otelcilik segmenti, 2020 yılında 6.8 milyon TL zarar etmişti. 1Ç21 ile 1Ç20 kıyaslandığında ise bu yıl zarar geçen yıla kıyasla daha az olmuştur. Geçen yıla kıyasla Covid ortamına daha hazırlıklı olduğu dikkate alınır bu yıl turizm tarafı sınırlı da olsa olumlu katkı sağlayabilir.

○ Özak GYO 1Ç21 itibari ile 31 milyon \$ ve 33 milyon € uzun pozisyon taşımaktadır. Bununla birlikte şirketin net nakit pozisyonu da 243 milyon TL düzeyindedir.

○ 1.6 milyar TL'lik piyasa değeri ile 6.05 milyar TL'lik Net Aktif Değerine (5.8 milyar TL ekspertiz değeri + 243 milyon TL net nakit) göre %73 seviyesinde iskontolu işlem gören Özak GYO hisseleri Mart ayı başına göre %30 değer kaybetmiştir. Yüksek faiz ve Covid ortamında yüksek bir iskonto olabileceğini düşünmekle birlikte bu iskontonun %60 civarında olmasının daha makul olabileceğini düşünüyoruz.

Migros Ticaret

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		MGROS
Mevcut Fiyat (TL)		36.70
Hedef Fiyat (TL)		50.42
Getiri Potansiyeli (%)		37.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	28.68	51.35
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		164
Sermaye (mln TL)		181
Pazar		Yıldız Pazar

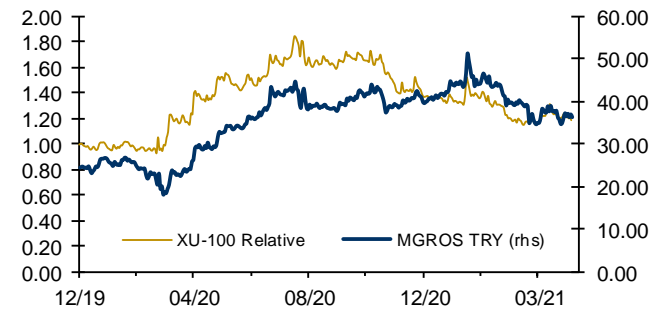
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	6,645
Hedeflenen Piyasa Değeri	9,129
Net Borç	3,597
Firma Değeri	10,241

Hisse Verileri (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Net Satış	28,790	33,917	39,370	45,367
FAVÖK	2,222	2,602	3,021	3,250
Net Kar	-402	289	501	653

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-2%	-21%	25%	-14%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	-16%	-15%	-12%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

Migros Ticaret (MGROS) – AL – Hedef Fiyat: 50.42 TL

1Ç21 finansallarında Ramstore Makedonya'nın satışından elde edilen satış karından dolayı beklentilerin üzerinde 210 milyon TL net kar açıklayan Migros'u Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz. Hisse için hedef fiyatımız 50.42 TL'dir.

Migros 2020 yılında ciro ve operasyonel kar anlamında başarılı bir yıl geçirmiş olsa da kur farkı kaynaklı finansman giderleri nedeniyle net zarar kaydetti. 2021 yılında, operasyonel karlılığın süreceğini ve borçluluktaki düşüş nedeniyle Şirket'in net kar elde edeceğini tahmin etmekteyiz. Şirket'i, hızla artan mağaza sayısı, sektördeki inovatif uygulamaları ve giderek daha fazla tüketicinin talebine cevap verebilen online kanal tarafındaki gelişmeler ile temel olarak beğeniyoruz. Son bir yılda endeksin %15 altında getiri sağlayan hisse, 2021 tahminlerimize göre 23,0x F/K ve 3,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

2021 yılından itibaren 2024 yılına kadar olan süreçte tahminlerimize göre ortalama toplam mağaza sayısında %7,2, m2 bazında satış alanında ise %4,2'lik bir büyüme gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

2020 yılının Mart ortasında ortaya çıkan pandeminin yarattığı güçlü talebin ardından 2021 yılında da devam eden hafta sonu sokağa çıkma yasakları dolayısıyla yüksek tüketici talebinin devam edeceği düşüncesindeyiz.

2021 yılında marjlarda geçen yıla paralel bir beklentiye sahibiz.

2020 yıl sonunda 95 milyon EUR olan brüt EUR borcu, 1Ç21 itibarıyla 34 milyon EUR'ya kadar gerilemiştir. Net borç rakamı 2020 yılına göre 55 milyon TL'lik bir artışla 3.596 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna ek olarak, 1Ç21'de Net borç / FAVÖK rasyosu yıllık 1,9x seviyesinden 1,5x'e düşmüştür. Yönetim'in, 1Ç21'de yabancı para cinsi cinsindeki kredi yükünü başarılı bir şekilde azalttığını görüyoruz ve olumlu olarak değerlendiriyoruz.

Kordsa

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		KORDS
Mevcut Fiyat (TL)		22.82
Hedef Fiyat (TL)		31.60
Getiri Potansiyeli (%)		38.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	10.31	29.16
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		142
Sermaye (mln TL)		195
Pazar	Yıldız Pazar	

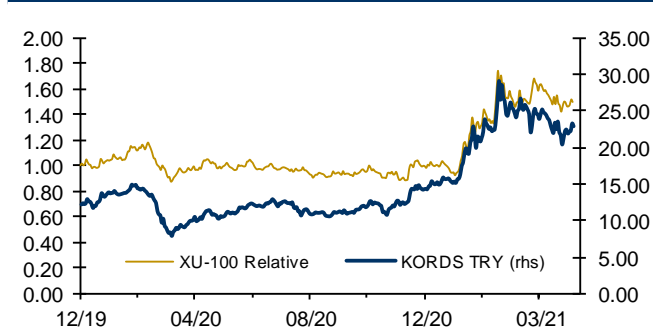
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	4,439
Hedeflenen Piyasa Değeri	6,147
Net Borç	2,734
Firma Değeri	7,173

Hisse Verileri (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Net Satış	4,536	6,515	7,466	9,205
FAVÖK	574	921	1,092	1,354
Net Kar	153	438	521	620

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-7%	-4%	110%	47%
BIST100 Rölatif Getiri	-8%	2%	44%	50%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

Kordsa (KORDS) – AL – Hedef Fiyat: 31.60 TL

Şirketin 1Ç21 finansallarının ardından açıkladığı güçlü satış ve FAVÖK büyümesine istinaden Kordsa'yı 31.60 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüze dahil ediyoruz.

Şirketin 1Ç21 satış gelirleri zayıf kompozit performansa ve havacılık sektöründeki durgunluğa rağmen, TL'de yaşanan değer kaybı ve lastik kord bezi segmentinde yaşanan toparlanmanın verdiği destek ile TL bazında yıllık %26, USD bazında %4'lük yükseliş göstermiştir. Bölge bazlı gelir kalemlerine baktığımızda ise Avrupa gelirlerinde yıllık %21, Asya'da %58 ve Güney Amerika gelirleri %41 büyüme olduğu gözlemlenmiştir. Yalnızca Kuzey Amerika gelirlerinde kompozit segmentinin negatif etkisiyle tek haneli büyüme gerçekleşmiştir.

2Y20'de lastik güçlendirme pazarında başlayan toparlanmanın 2021 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz. Buna ek olarak, salgının küresel etkilerinin aşılma hızına bağlı olarak azaldığı göz önüne alındığında, havacılık sektöründeki canlanma ile kompozit güçlendirme pazarının da 2Ç21'den itibaren finansallara olan pozitif etkisinin artacağını düşünüyoruz.

Yönetim, 1Ç21 sonuçlarının ardından 2021 yılına ilişkin beklentilerini açıkladı; (i) TL bazında (yıllık): %35-45 satış büyümesi ve %55-65 FAVÖK büyümesi (ii) USD bazında (yıllık): %20-25 satış büyümesi ve %40-45 FAVÖK büyümesi beklemektedir. Buna istinaden, 2021 yılı satış gelirlerinin TL bazında yıllık %43, FAVÖK rakamının ise TL bazında yıllık %60 artacağını tahmin ediyoruz.

Tav Havalimanları Holding

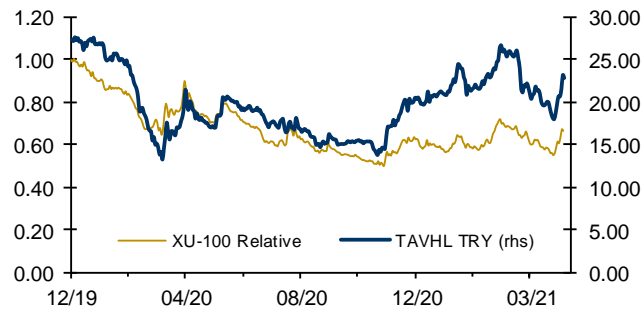
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	TAVHL
Mevcut Fiyat (TL)	23.08
Hedef Fiyat (TL)	33.10
Getiri Potansiyeli (%)	43.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	13.79 26.74
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	203
Sermaye (mln TL)	363
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	8,385
Hedeflenen Piyasa Değeri	12,025
Net Borç	5,714
Firma Değeri	14,098

Hisse Verileri (mln EUR)	2020	2021T	2022T	2023T
Net Satış	301	451	586	703
FAVÖK	25	135	176	211
Net Kar	-284	20	82	95

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	8%	4%	31%	8%
BIST100 Rölatif Getiri	6%	11%	-10%	11%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

Tav Havalimanları Holding (TAVHL) – AL – Hedef Fiyat: 33.10 TL

TAVHL için 33.10 TL hedef fiyat ile önerimiz AL şeklindedir. Aşılama hızının yavaşlaması ve vaka sayılarının istenen düzeylere gerilememesi sonucunda uçuş kısıtlarının uzaması olası risk faktörleri olarak değerlendirilebilir. Model Portföyümüze dahil ediyoruz.

Tav Havalimanlarının 2020 yılının tamamında hizmet verilen toplam yolcu sayısı önceki yıla göre %70 oranında düştü. Bununla birlikte yakın dönemdeki gelişmelere bakıldığında, Türkiye ile birbirlerini karşılıklı olarak güvenli ülke ilan eden ülkelerin sayısının artmasıyla birlikte Ağustos 2020'den itibaren özellikle Antalya ve Bodrum olmak üzere Türkiye'deki havalimanlarında anlamlı bir toparlanma başladı. Aşılama hızının 2021 yılı içinde kritik bir eşiği aşması ile birlikte yılın ikinci yarısında kısıtlamaların azaltılması ve yolcu trafiğinde yıllık bazda güçlü toparlanma görülmesini bekliyoruz. Şirket'in satış gelirlerinin 2021'de yıllık bazda %50 artışla 451 milyon EUR düzeyine ulaşmasını öngörüyoruz.

Mevcut durumda 8 ülkede 15 havalimanı işleten Şirket son olarak Kazakistan'da Almatı Havalimanı'nın satın alınması ile ilk havalimanı mülkiyetini gerçekleştirdi. Buna göre TAV'ın %85 pay sahibi olduğu konsorsiyum Almatı Havalimanı'nı hisse alım sözleşmesinde belirlenen 415 milyon USD yerine 365 milyon USD bedelle satın aldı. Kalan 50 milyon USD trafik toparlanma eşiklerine göre oluşturulan şarta bağlı ödeme planına tabi olacak. Ödemenin yapılması hizmet verilen toplam dış hat ve kargo uçuş sayısının 2018 ve 2019 yılları ortalamasının belirli (28.883) oranına ulaşmasına göre belirlenmiştir. Örneğin 2021'de ortalamanın %80'ine ulaşırsa 40 milyon USD ilave ödeme yapılacak. Sonraki yıllarda uçuş sayısının artışına göre ek ödemeler yapılacak ve 2030 yılında trafikten bağımsız olarak tamamlanmış olacak. Kira ödemesi ve yenilenmeme riskinin olmaması dolayısıyla portföye önemli bir katkı olarak değerlendirdiğimiz Almatı Havalimanı 2020 yılında bile net kar kaydetmesi ile defansif özelliğini teyit etmiştir.

TAV yönetimi pandemi kaynaklı gelir kaybının telafi edilebilmesi için Türkiye'de işlettiği havalimanlarıyla ilgili olarak DHMİ'ye mücbir sebep başvurusunda bulunmuştu. Şubat ayında başvurunun olumlu karşılandığı açıklandı. Buna göre TAV'ın Türkiye'de işlettiği Antalya, Ankara, Gazipaşa-Alanya, İzmir ve Milas-Bodrum havalimanlarının mevcut işletme hakkı süreleri ikişer yıl uzatıldı, 2022 yılında yapılması gereken kira ödemelerinin 2024'e ötelendi. Benzer şekilde Medine ve Makedonya'da da süre uzatımı alındı, Gürcistan'da görüşmeler sürüyor. Ayrıca Şirket sıkı maliyet yönetimi ile nakit faaliyet giderlerini 1Ç21'de yıllık bazda %37 azalttı.

Türk Telekom

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TTKOM	
Mevcut Fiyat (TL)	6.67	
Hedef Fiyat (TL)	10.90	
Getiri Potansiyeli (%)	63.4%	
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	6.17	8.67
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	140	
Sermaye (mln TL)	3,500	
Pazar	Yıldız Pazar	

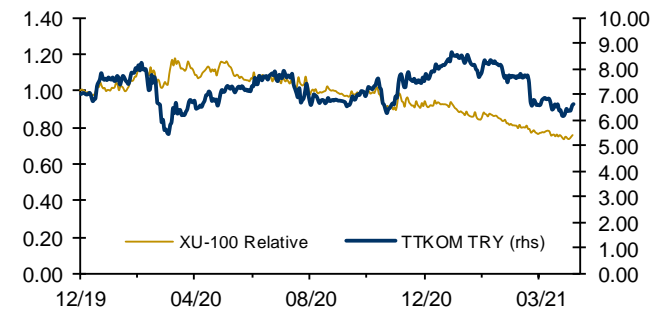
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	23,345	
Hedeflenen Piyasa Değeri	38,150	
Net Borç	18,430	
Firma Değeri	41,775	

Hisse Verileri (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Net Satış	28,273	31,100	34,210	37,631
FAVÖK	12,597	13,136	14,539	15,740
Net Kar	4,237	3,122	3,706	4,076

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-2%	-20%	-1%	-20%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	-15%	-32%	-18%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

■ Türk Telekom (TTKOM) – AL – Hedef Fiyat: 10.90 TL

TTKOM için 10.90 TL hedef fiyat ile önerimiz AL şeklindedir. Sağlam operasyonel performans ve güçlü temettü verimi ile temel olarak beğendiğimiz Şirket'i Model Portföyümüze ekliyoruz. Mobil taraftaki rekabet, tarife fiyat artışlarının beklentileri altında kalması ve TL'deki değer kaybı ise önemli risk faktörleridir.

Türk Telekom, 31 Mart 2021 itibarıyla 16,4 milyon sabit erişim hattı, 13,6 milyon geniş bant, 3,1 milyon TV ve 23,3 milyon mobil aboneye hizmet vermektedir. Fiberin katkısıyla abone sayılarında süren büyüme ve güçlü veri kullanımı ile operasyonel sonuçlar olumlu görünümünü koruyor. Hem sektör karakteri, hem de Türk Telekom'un yapısı dolayısıyla hisse temel olarak güçlü operasyonel görünüm, volatil ortama karşı dayanıklılık ve cazip çarpanlarla öne çıkmaktadır.

Türk Telekom'un toplam abone sayısı, 1Ç21'de 198 bin net abone kazanımı ile 50,6 milyona ulaştı. Sabit geniş bant segmentinde %34, mobilde %13 gelir artışı ile konsolide satış gelirleri %20 büyüdü. Şirket yönetimi beklentilerinden iyi gerçekleşen 1Ç21 sonuçlarının ardından 2021 öngörüsünü yukarı yönde revize etti. Buna göre, satış gelirleri büyümesi %14'ten %16'ya, FAVÖK tahmini ise 15 milyar TL'den 15,4 milyar TL'ye yükseltildi.

Türk Telekom TL'deki değer kaybına dair endişelerin etkisiyle son 3 aylık dönemde nominal olarak %20, endeks göreceli %15 değer kaybetti. Hisse, 2021 tahmini FD/FAVÖK çarpanına göre uluslararası benzerlerine kıyasla %33, TCELL'e kıyasla ise %11 iskontolu işlem görmektedir.

Şişecam

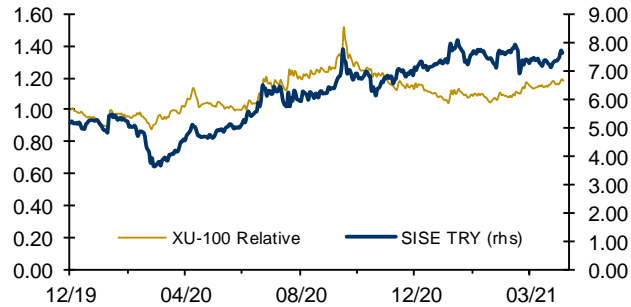
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	SISE
Mevcut Fiyat (TL)	7.60
Hedef Fiyat (TL)	9.60
Getiri Potansiyeli (%)	26.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	4.63 8.10
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	842
Sermaye (mln TL)	2,250
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	17,100
Hedeflenen Piyasa Değeri	21,610
Net Borç	7,790
Firma Değeri	24,890

Hisse Verileri (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Net Satış	21,341	27,743	32,737	36,665
FAVÖK	4,405	5,625	6,912	7,954
Net Kar	2,138	3,180	4,296	5,040

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	3%	-1%	63%	4%
BIST100 Rölatif Getiri	1%	5%	11%	7%

Hisse Performansı	
-------------------	--



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

Şişecam (SISE) – AL – Hedef Fiyat: 9.60 TL

- SISE modelimizi yeni risksiz faiz oranı ile gözden geçirerek fiyat hedefimizi 9.90 TL'den 9.60 TL'ye indirdik. Hisseyi %26 getiri ile model portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.
- Şişecam'ın özellikle düzcam segmentindeki toparlanmanın güçlenmesi ve cam ambalaj tarafında süren olumlu görünüm ile birlikte 2021 yılında yıllık bazda güçlü büyüme performansı göstermesini bekliyoruz. Düzcam tarafındaki büyümenin gecikmeli olarak kimyasallar segmentine de yansmasıyla segmentin büyümeye katkısının artabileceğini tahmin ediyoruz. Konsolide satış gelirlerinin 2021'de yıllık %30 büyüme ile 27,7 milyar TL düzeyine ulaşmasını öngörüyoruz.
- 4 Eylül 2020 tarihinde model portföye eklediğimiz SISE nominal olarak %22 değer kazandı. Birleşmenin karlılık üzerindeki etkisinin 2022'den sonra görülmesi beklenirken, bu yöndeki beklentilerin yatırımcı ilgisini canlı tutacağını tahmin ediyoruz. Segment ve coğrafi açıdan çeşitlilik sunması ve satış gelirlerinin %60'ının uluslararası operasyonlardan elde edilmesi, düşük borçluluk rasyosu (Mart sonu: net borç/FAVÖK 0,5x) ve döviz fazla pozisyonu (Mart sonu: 7,5 milyar TL tutarında) defansif bir karakter sağlamaktadır.

Tüpraş

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TUPRS
Mevcut Fiyat (TL)	96.60
Hedef Fiyat (TL)	120.60
Getiri Potansiyeli (%)	24.8%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	74.75 - 112.20
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	435
Sermaye (mln TL)	250
Pazar	Yıldız Pazar

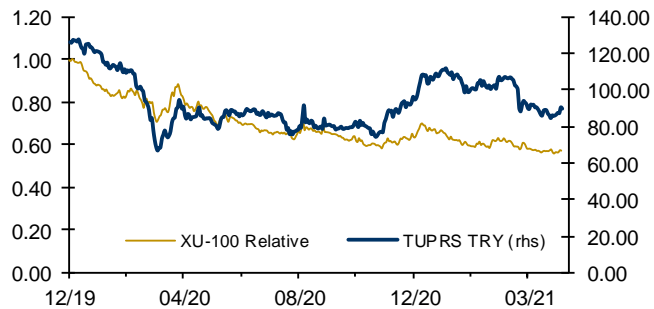
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	24,190
Hedeflenen Piyasa Değeri	30,200
Net Borç	12,514
Firma Değeri	36,704

Hisse Verileri (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Net Satış	63,244	98,028	117,633	123,515
FAVÖK	494	5,227	6,786	7,154
Net Kar	-2,494	1,428	3,014	3,156

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	6%	-5%	14%	-11%
BIST100 Rölatif Getiri	5%	2%	-22%	-8%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Araştırma
Fiyatlar 07 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla.

■ Tüpraş (TUPRS) – AL – Hedef Fiyat: 120.60 TL

○ Tüpraş modelimizde risksiz faiz oranı güncellemesi ile fiyat hedefimizi 135,00 TL'den 120,60 TL'ye indirdik. Hisseyi %25 getiri ile model portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

○ Ürün marjlarının tarihi düşük seviyelerde olması ve İzmir Rafinerisi'ndeki bakım çalışması nedeniyle 1Ç21'de üretim rakamı ve kapasite kullanım oranı düşük seviyede gerçekleşti. Bununla beraber Tüpraş'ın net rafineri marjı Akdeniz marjının üzerinde seyretmektedir. Ayrıca 2021 yılı için planlanan bakım çalışmalarının büyük kısmının tamamlanmış olması dolayısıyla sonraki çeyrek dönemlerde daha güçlü operasyonel sonuçlar görülebileceğini düşünüyoruz.

○ Brent petrol fiyatlarının güçlü seyri dolayısıyla Şirket 1Ç21'de 1,5 milyar TL stok karı kaydetti. Mevcut görünüm ve beklentiler sonraki çeyreklerde de stok karı oluşabileceğine işaret ediyor.

○ Belirli ürünlerde global bazda arz fazlasının oluşması ürün marjlarını baskılamaktadır. Mobilitenin artmasıyla motorin ve jet yakıtı stoklarının azalması ve marjlarının artması beklenebilir. Dolayısıyla Tüpraş aşılamanın etkisiyle mobilitenin artışından en fazla fayda sağlayacak hisseler arasında yer almaktadır.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu içerikteki yorumlar DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşlerini yansıtmaktadır. Bu dokümanda sunulan materyal sağlam kaynaklardan derlenmiştir. Ancak Şirketimiz buradaki yorumların içeriği sonucu üçüncü şahıslara karşı doğabilecek sonuçlara karşı hiç bir sorumluluk kabul etmez. Buradaki içeriğin hiç bir bölümü DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

© DENİZ YATIRIM 2021