

Gedik Yatırım Strateji Raporu

Nisan 2021

Dalgalanma Sonrası Yeni Beklentilerimiz...

GedikYatırım



Küresel risk iştahında belirleyici ABD’de enflasyon beklentileri olacak

- 2021 yılına, aşulamaya ilişkin olumlu gelişmeler, merkez bankalarının destekleyici duruşlarını sürdürmesi, mali teşvik beklentileri, küresel ekonomide senkronize toparlanma süreci ve ABD’de Biden yönetiminde uluslararası ilişkilerde daha öngörülebilir bir dönem beklentisi gibi faktörlerin desteğiyle küresel çapta güçlü risk iştahı ile girilmişti.
- Nisan ortası itibarıyla, Dünya nüfusunun sadece %7’si en az 1 doz aşulamaya kavuşmuş durumda. Aşılama hızında ABD ve İngiltere gibi belli ülkeler dışında hedeflerin çok geride kalınmasına ve daha öncekileri de geçen üçüncü dalga vaka artışlarına karşın, ekonomilerin Covid-19 tedbirleri ile birlikte yaşamaya artık adapte olmalarının da yardımıyla, Global ekonomik aktivitedeki ivmelenme yılın ilk çeyreğinde de devam etti.
- ABD’de beklentilerin de çok ötesine geçen mali teşvik paketlerinin de desteğiyle, ABD ekonomisi başta olmak üzere Global büyüme tahminlerinde yapılan yukarı yönlü revizyonlar ve emtia ve navlun fiyatlarındaki hızlı artışlara bağlı olarak enflasyon beklentileri ve uzun vadeli tahvil faizlerindeki kayda değer artış (beklenilenden çok önce), küresel risk iştahında Şubat ortalarından itibaren önemli bir bozulmaya yol açtı.
- FED Başkanı Powell ve ABD Hazine Bakanı Yellen’in telkinleri ve destekleyici duruş söylemleriyle, ABD tahvil faizleri şimdilik dengelenmiş, risk iştahı yeniden bir miktar güç kazanmış görünüyor. Ancak, ekonomilerdeki normalleşmeyle birlikte Global ekonomik aktivitede canlanmanın devam etmesi ve enflasyonun da beklentilerin üzerine seviyelere yükselmesi ihtimali azımsanmayacak ölçüde yüksek görünüyor. Covid-19 sonrası yaşanan tedarik zinciri sıkıntılarına bağlı olarak yaşanan hammadde sıkıntıları ve navlun fiyat artışları da enflasyonist riskleri artırıyor. **Her ne kadar, FED enflasyondaki yükselişin geçici olacağı konusunda piyasayı ikna etmeye çalışsa da, enflasyon artışı piyasalarda paniği arttırabilir.**
- Uzun vadeli ABD tahvil faizlerinin tarihsel süreç içinde halen çok düşük seviyelerde seyrettiği de göz önüne alındığında, 10-yıllık tahvil faizlerinin sene içinde %2,0 seviyelerini aşması kaçınılmaz görünüyor. Hatta, **10-yıllık tahvil faizleri için 2021 içinde %2,0 civarı seviyeler artık genel piyasa beklentisine dönüşmüş durumda. Buna karşın, tahvil faizlerindeki ek yükselişler (örneğin %2,5’e doğru) halen hisse senedi endekslerinde sert satışlara yol açabilir. Ancak, bunun baz senaryomuz dahilinde olmadığını belirtelim.**

Yurtiçinde, bozulan yabancı yatırımcı algısında kısa vadede önemli bir iyileşme beklemiyoruz

- 20 Mart gecesi TCMB’deki başkan değişimi, TL varlıklarda çok ciddi volatilité artışına neden oldu. Bozulan yabancı yatırımcı algısında kısa vadede önemli bir iyileşme olmasını beklemiyoruz. Buna karşın, en azından sıkı para politikası duruşunun korunması, TL’nin dengelenmesine, hatta dışsal faktörlere de bağlı olarak bir miktar değerlenmesine katkı sağlayabilir.
- Mevcut enflasyon eğiliminin kısa vadede (Ağustos/Eylül’den önce) para politikasında gevşemeye izin vermediğini düşünüyoruz. **Politika faizini sene sonunda %17,0 civarında öngörmekle birlikte, TCMB’nin daha yüklü bir indirim süreci yürütmesi ihtimalini göz ardı etmiyoruz.**
- TL’nin yılın genelinde zayıf kalmaya devam etmesi muhtemel görünüyor. **Sene başında 7,90 olarak öngördüğümüz 2021 yılı ortalama USD/TL için tahminimiz, 8,20-8,25 olarak şekilleniyor.**
- Daha önce, Nisan ayında kabaca %17,0 seviyesinde zirve yapmasını beklediğimiz TÜFE enflasyonunda artık Mayıs ayında %18’li seviyelerin görülebileceğini düşünüyoruz. **Sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi ise %11,3’ten %15,0 revize ediyoruz.**
- Turizm ve inşaatla devam eden zayıflığa karşın, imalat sanayi aktivitesi halen çok güçlü seyrediyor. Devam eden büyüme momentumu nedeniyle, daha önce **2021 yılı GSYH tahminimizi %2,5’ten %3,5’e revize etmiştik.** Son dönemde parasal koşullardaki sıkılaştırmanın, özellikle iç talepte bir geri çekilme ihtimalini arttırmasıyla, piyasada büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellendiğini gözlemliyoruz. Biz, **yılın ikinci yarısındaki negatif büyüme öngörümüne karşın, mevcut momentumu dikkate alarak (ilk yarıyıldaki GSYH büyümesi çift haneye yaklaşabilir), piyasa tahminlerine göre zaten muhafazakar seviyedeki büyüme tahminimizi %3,5’te sabit bırakıyoruz.**
- Devam eden güçlü vergi tahsilat performansı, kurumlar vergisi oran artışı ve de hedeflerin çok üzerinde enflasyon nedeniyle, hükümetin 2021 yılı vergi geliri projeksiyonunun kayda değer miktarda aşılabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, faiz-dışı harcama tarafında, %9,2’lik nominal artış (reel olarak %6 düşüş) hedefinin tutturulması da zor görünüyor. Buna göre, **2021 yılı merkezi bütçe açığı/GSYH oranının %4,0’ün biraz üzerinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.**
- Cari açıkta Mart’tan itibaren kademeli düşüş trendinin, sene başındaki öngörülerimizden daha yavaş gerçekleşmesi muhtemel görünüyor. **Daha önce 19 milyar \$ seviyesinde öngördüğümüz 2021 sonu cari açığını, halihazırda 24-25 milyar \$ civarında bekliyoruz.**

Strateji Raporu



Yönetici Özeti – Hisse Senetleri Piyasası Görünümü

Hisse senedi tavsiyelerimde terminoloji değişikliklerine gidiyoruz.

- Hisse senedi piyasası görünüm özetine geçmeden tavsiyelerimizdeki terminoloji değişikliklerimizi yatırımcılarla paylaşmak isteriz. Bu değişikliklerle beraber bundan böyle «AI/Tut/Sat» olan tavsiyelerimiz «Endeksin Üzerinde Getiri/Endekse Paralel Getiri/Endeksin Altında Getiri» olarak ifade edilecektir.

Risksiz faiz oranımızı arttırıyor ve BIST-100 endeks hedefimizi 1,750'den 1,575 seviyesine düşürüyoruz.

- Endeks hedef değer değişikliğimizin ana nedeni artan faiz ortamı ile beraber, global anlamda da faizlerin artma riski olasılığını değerlendirmeye gerçekçi olarak yansımaktır. Bu kapsamda İNA modellerimizde kullandığımız risksiz faiz oranımızı %13.5'dan %16.0'ya yükseltiyoruz.
- İNA'larda kullandığımız yeni risksiz faiz oranı kapsamımızdaki şirketlerin en güncel temel gelişmeleri ile harmanlandığında, BIST-100 endeksi için yeni hedef değerimiz 1,575 olarak oluşmaktadır. Hisse bazındaki hedef değer ve tavsiye değişikliklerimizi 31-33. sayfalardaki tablolarda bulabilirsiniz.
- 2020 yılını %26'nın üzerinde bir getiri ile kapayan BIST-100 endeksi 2021 yılına zor bir başlangıç yapmış olup yılbaşından bugüne -%5'lik bir getiriye sahiptir. Gelişmekte olan ülke piyasaları ile karşılaştığımızda ise BIST 100'ün 2020 yılında -%9, 2021 yılbaşından itibaren -%15'lik rölatif getiriye sahip olduğunu görmekteyiz. Öte yandan, Türkiye'nin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu %33'dür ve bu seviye 2020 yıl sonu seviyesine paraleldir. Türkiye'nin tarihi FD/FAVÖK iskontosunun %18 olduğunu göz önünde bulundurarak, risk primindeki olası düşüşler bu iskantonun kapanmasına yardımcı olabilir.
- Bankacılık sektörü hisseleri, özellikle özel bankalar ele alındığında, iskontolu çarpanlarla işlem görmeye devam etmektedir. Ancak sektörü etkileyen koşulların hisseler için bir katalizör olmayacağını düşünmekteyiz. Kısa ve orta vadede sektörün kredi sağlık performansı hisse fiyatları için belirleyici olmaya devam edecektir.

Model portföy ve hisse önerileri:

- Portföyümüzdeki sanayi hisse tercihlerimizin tümü büyük ölçüde güçlü ve sürdürülebilir nakit akışı, özvarlık karlılığı gelişiminin devamı ve cazip çarpanlardan işlem görmesi kriterlerine uygun olarak seçilmiştir.
- Bankacılık sektöründeki ağırlığımız endeksin altındadır.
- Yatırımcılara primli ve yüksek çarpanlı hisselerde kar realize etmelerini tavsiye etmekle birlikte, portföy tercihlerini ekonomik gelişmelere paralel olarak, en elverişli işletme yapısına sahip şirketlerden oluşturmalarını tavsiye etmekteyiz. Bunlara ek olarak hisselerin getiri/risk analizinin de yapılması önem taşımaktadır.
- Bunlara ek olarak yatırımcılara pandemi sonrasında toparlanacak yurtiçi ve küresel talep ile birlikte avantaj sağlayacak şirketleri seçmelerini tavsiye ederiz.
- Halihazırda, kısa ve orta vadede gıda perakende, demir çelik, beyaz eşya, telekom ve bilişim sektörlerindeki trendlerin güçlü bir şekilde devam ettiğini düşünmekteyiz..
- Model portföyümüzdeki şirketler: Arçelik, Ereğli Demir Çelik, Koç Holding, Mavi, Migros, Sabancı Holding, Şok Market, Türk Telekom, Turkcell, ve Yapı Kredi'dir. Portföy ile ilgili detaylı bilgileri raporun 33. sayfasında bulabilirsiniz.

Ali Kerim Akkounlu
Araştırma Direktörü

Strateji Raporu

İçerik

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



Ekonomik Görünüm Özeti: Türkiye

Güncellediğimiz makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet



Baz makro senaryomuzla ilişkin temel varsayımlarımız ve öne çıkan noktalar şöyle özetlenebilir:

- TCMB'nin kısa vadede (örneğin Haziran'da) faiz indirimine gitmeyeceğini varsayarken, sonrasında parasal gevşeme konusunda önceki döneme göre daha cesur olabileceğini düşünüyoruz. Buna bağlı olarak, bozulan yabancı yatırımcı algısında önemli bir iyileşme beklemiyoruz.
- Turizm gelirlerinde 2020 yılına göre halen kayda değer bir iyileşme öngörmekle birlikte, aşılama hızında dünya genelinde öngörülenden yavaş gidişat nedeniyle, sene başı tahminlerinin altında kalacağını (2020'ye göre kabaca %50'lik bir iyileşme) varsayıyoruz.
- Vaka artışlarının neden olduğu işyeri kapanışlarının belirli hizmet sektörleri ile sınırlı kalacağını varsayıyoruz.
- Biden yönetiminde ABD-Çin arasındaki ilişkiler, daha yapıcı bir platformda devam etse de çekişmelerin devam etmesini (örneğin tarifelerin mevcut yüksek seviyelerde kalmasını) bekliyoruz, ancak iplerin tamamen kopma noktasına gelmeyeceğini varsayıyoruz.
- Merkez Bankaları'nın destekleyici duruşlarını sürdürmeleri ve mali teşviklerin desteğiyle, global büyümedeki toparlanma eğiliminin devam edeceğini öngörüyoruz.
- ABD'de enflasyon endişeleri ve 10 yıllık tahvil faizlerinde yükseliş potansiyelinin devam etmesiyle, küresel risk iştahının sene başına göre daha zayıf seyretmesini bekliyoruz. Bununla beraber, piyasalarda olası dalgalanmaların çok sertleşmeyeceğini varsayıyoruz.
- Brent petrol varil fiyatının yılın geri kalanında ortalama 65-70 \$ seviyelerinde kalacağını (2021 ortalaması: 65 \$) varsayıyoruz (sene başı varsayımı: 53\$).
- Erken seçim ihtimali halen masada olsa da, kısa vadede erken seçim olmayacağını varsayıyoruz.
- İç jeopolitik gelişmeler piyasalarda dönemsel olarak ciddi dalgalanma yaratma potansiyeli taşısa da, AB, ABD ve/veya Rusya ile ilişkilerin kopma noktasına gelmeyeceğini varsayıyoruz.

Ekonomik Görünüm Özeti: Türkiye

Güncellediğimiz makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet



Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler

		2020	2021	2021 (Eski)*
USD/TL	Dönem sonu	7.42	8.90	8.25
	Dönem ortalaması	7.01	8.23	7.90
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	14.6%	15.0%	11.3%
	Dönem ortalaması	12.3%	16.5%	13.4%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	14.3%	15.4%	10.7%
	Dönem ortalaması	11.2%	17.5%	12.8%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	17.03%	17.00%	12.50%
	Dönem ortalaması	10.8%	18.1%	16.0%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	1.8%	3.5%	2.5%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	5,048	6,077	5,711
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	717	737	726
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-3.4%	-4.1%	-4.9%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.8%	-1.2%	-1.8%
Faiz-Dışı Denge (IMF tanımlı)	GSYH'ye oranı	-2.4%	-2.3%	-3.1%
Cari Denge	GSYH'ye oranı	-4.5%	-3.3%	-2.6%
Varsayımlar:				
Gıda enflasyonu	Dönem sonu	20.6%	15.5%	12.5%
Brent Petrol (USD)	Dönem ortalaması	42.0	65.0	53.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.00%	0.00%	0.00%
Dünya GSYH büyümesi	Dönem	-3.5%	6.0%	5.3%
ABD GSYH büyümesi	Dönem	-3.4%	6.2%	3.8%
AB GSYH büyümesi	Dönem	-7.2%	4.4%	5.0%
Çin GSYH büyümesi	Dönem	2.3%	8.4%	8.0%

* 29 Aralık 2020 tarihli 2021 Strateji Raporu tahminleri

Ekonomik Görünüm Özeti: Türkiye



2021 Yılına İlişkin Alternatif Senaryolar: Temel parametreler neler olabilir?

		<u>BAZ</u>	<u>İYİ</u>	<u>KÖTÜ</u>
USD/TL	Dönem sonu	8.90	8.50	9.50
	Dönem ortalaması	8.23	8.05	8.55
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	15.0%	14.0%	17.3%
	Dönem ortalaması	16.5%	16.0%	17.5%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	15.4%	14.5%	17.9%
	Dönem ortalaması	17.5%	16.7%	18.5%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	17.00%	15.50%	20.50%
	Dönem ortalaması	18.1%	17.7%	18.8%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	3.5%	4.0%	2.8%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	6,077	6,073	6,088
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	737	753	711
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-4.1%	-3.8%	-4.7%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-1.2%	-1.0%	-1.7%
Faiz-Dışı Denge (IMF tanımlı)	GSYH'ye oranı	-2.3%	-2.0%	-2.8%
Cari Denge	GSYH'ye oranı	-3.3%	-3.2%	-3.4%

Varsayımlar:

Gıda enflasyonu	Dönem sonu	15.5%	14.5%	17.5%
Brent Petrol (USD)	Dönem ortalaması	65.0	63.0	68.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.00%	0.00%	0.00%
Dünya GSYH büyümesi	Dönem	6.0%	6.0%	6.0%
ABD GSYH büyümesi	Dönem	6.2%	5.8%	6.8%
AB GSYH büyümesi	Dönem	4.4%	4.7%	3.7%
Çin GSYH büyümesi	Dönem	8.4%	8.6%	8.1%

TEMEL VARSAYIMLAR

İyi Senaryo:

- ABD'de enflasyonun kontrol altında kalması.
- Dünya genelinde aşılama hızındaki iyileşmeler ile Global ekonomik aktivitede toparlanmanın beklentilerin üzerine çıkması.
- TCMB'nin erken faiz indirimi endişelerine karşın sıkı para politikası duruşunu koruması.

Kötü Senaryo:

- ABD'de enflasyonun öngörülerin de üzerine çıkmasıyla, ABD 10-yıllık tahvil faizlerinin %2,0'nin çok üzerine yükselmesi.
- TCMB'nin erken (örneğin Haziran'da) bir faiz indirim süreci başlatması (ilk piyasa tepkisinin yönü ve boyutu konusunda dışsal faktörler de belirleyici).
- Jeopolitik konular (genel olarak ABD, Rusya ve AB ile ilişkilerin seyri) de piyasalarda önemli dalgalanma yaratma potansiyeli taşıyor.
- Uluslararası jeopolitik gerginlikler nedeniyle, petrol fiyatlarında ek yükselişler görülmesi.
- Virüsün mutasyona uğramasıyla aşılmanın etkisiz kalması.

Ekonomik Görünüm: Global



Global ekonomik toparlanma sürerken, ABD’de enflasyonist endişeler küresel risk iştahında bozulmaya yol açtı

Yılın ilk çeyreğinde gelişmeler, sene başı konsensüs beklentilerinden bir miktar farklılaştı

- 2021 yılına, aşılamaya ilişkin olumlu gelişmeler, merkez bankalarının destekleyici duruşlarını sürdürmesi, mali teşvik beklentileri, küresel ekonomide senkronize toparlanma süreci ve ABD’de Biden yönetiminde uluslararası ilişkilerde daha öngörülebilir bir dönem beklentisi gibi faktörlerin desteğiyle küresel çapta güçlü risk iştahı ile girildi. Ekonomilerin halen tam istihdam seviyelerinin çok uzağında olması nedeniyle, enflasyonist riskler göz ardı edilirken, öne çıkan zayıf dolar teması ile gelişmekte olan piyasalara fon akışlarının da güçlü bir şekilde devam etmesi beklenmekteydi.
- Dünya genelinde 19 Nisan itibarıyla en az bir doz aşı yapılan kişilerin dünya nüfusuna oranı sadece %7’de kaldı. Günlük 15-16 milyon dozluk mevcut aşılama hızında, gelişmiş ülkelerde bile yetişkin nüfusun tam olarak aşılmasının 2022’nin ortalarını bulması bekleniyor. Tüm dünya nüfusunun aşılmasının ise 2024 ya da 2025’i bulabileceği belirtiliyor.
- Aşılama hızında ABD ve İngiltere dışında hedeflerin çok gerisinde kalınmasına ve tüm dünyada vaka artışları ve kısıtlamalara rağmen, global ekonomik aktivitedeki ivmelenme ilk çeyrek boyunca devam etti. Örneğin, IMF %5,2 seviyesindeki 2021 yılı Global ekonomik büyüme tahminini, Ocak’ta %5,5’e, Nisan’da da %6,0’ya revize etti. En dramatik revizyon ise hem aşılamaya ilişkin daha hızlı gidişat, hem de 900 milyar \$ ve 1,9 trilyon \$’lık iki ayrı mali teşvik paketinin desteğiyle ABD ekonomisi için oldu. IMF ABD ekonomisine ilişkin büyüme tahminini, Ocak raporunda %3,4’ten %5,1’e, Nisan raporunda ise %6,0’ya revize etti. ABD’nin 2021 yılı büyümesine ilişkin olarak, piyasada %8,0’e varan tahminler bulunuyor.
- Bunun dışında, küresel emtia fiyatlarında da artış süreci çok hızlı bir şekilde devam ediyor. Örneğin, endüstriyel metal fiyatları 3-4 aylık süreçte %35, Nisan dibine göre de %70 artarken, 2021 yılında ortalama 50-55\$ seviyelerinde öngörülen Brent petrolün varil fiyatı 70 \$’a yaklaştı. Ek olarak, tedarik zinciri kaynaklı sıkıntılara bağlı olarak hammadde ve navlun fiyatları da yükselmeye devam ediyor.

- Global büyüme tahminlerindeki iyileşme ve emtia fiyatlarındaki hızlı yükseliş trendi, ABD’de enflasyon endişelerini besleyerek, ABD’nin uzun vadeli tahvil faizlerinde hızlı bir yükselişi tetikledi. Seneye %0,9 civarında başlayan 10 yıllık tahvil faizi, şubat ayı ortalarında %1,5, mart ayı içinde de %1,7 seviyelerini aştı.
- ABD tahvil faizlerindeki bu yükseliş, Şubat’ın ikinci yarısında küresel risk iştahında önemli bozulmalara yol açarken, küresel hisse senedi endeksleri 2021’deki kazanımlarının büyük bölümünü 1-2 haftalık sürede geri verdi. Sene başındaki öngörülerin aksine, Dolar da yeniden güç kazandı. FED Başkanı Powell ve ABD Hazine Bakanı Yellen’in ekonominin halen desteğe ihtiyacı olduğu ve enflasyondaki yükselişin geçici olmasını bekledikleri yönündeki açıklamaları da piyasadaki paniği yatıştırmaya çok fazla yardımcı olmadı.
- 17 Mart’taki FOMC toplantısında, FED’in destekleyici para politikası duruşunu sürdürmesiyle, mart ayının ikinci bölümünde uzun vadeli tahvil faizlerinde dengelenme görülürken, ABD hisse senedi endekslerinde de yeniden yükseliş eğilimi hâkim oldu. ABD Başkanı Biden tarafından mart ayının sonlarına doğru açıklanan 2,25 trilyon \$’lık altyapı destek paketi de risk iştahını destekledi.
- Gelişmekte olan ülke piyasaları ise Dolardaki güçlenme nedeniyle baskı altında kalmaya devam etti. 1.çeyrek sonunda MSCI Dünya endeksinde sene başına göre yükseliş %4,5’e ulaşırken, MSCI GOÜ endeksindeki yükseliş %1,9’da kaldı.
- Her ne kadar, FED enflasyondaki yükselişin geçici olacağı konusunda piyasayı ikna etmeye çalışsa da, enflasyon artışı piyasalarda paniği artırabilir. 10-yıllık ABD tahvil faizlerinin tarihsel süreç içinde halen çok düşük seviyelerde seyrettiği göz önüne alındığında, 10-yıllık tahvil faizlerinin sene içinde %2,0 seviyelerini aşması kaçınılmaz görünüyor. 10-yıllık tahvil faizleri için 2021 içinde %2,0 civarı seviyeler artık genel piyasa beklentisine dönüşmüş durumda. Buna karşın, tahvil faizlerindeki yükselişler (örneğin %2,5’e doğru), hisse senedi endekslerinde halen sert satışlara yol açabilir. Ancak, bunun baz senaryomuz dahilinde olmadığını belirtelim.

Ekonomik Görünüm: Global



Uluslararası kuruluşlar küresel ekonomik büyüme tahminlerini yukarı yönlü güncellemeye devam etti

Uluslararası kuruluşların küresel büyüme tahminleri

	IMF			OECD		Fitch		S&P	
	2020	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Dünya	-3.4%	6.0%	4.4%	5.6%	4.0%	6.1%	3.9%	5.5%	4.2%
Gelişmiş Ülkeler	-5.1%	5.1%	3.6%			5.4%	3.4%		
ABD	-3.5%	6.4%	3.5%	6.5%	3.3%	6.2%	3.3%	6.5%	3.1%
Euro Bölgesi	-6.6%	4.4%	3.8%	3.9%	3.8%	4.7%	4.5%	4.2%	4.4%
Birleşik Krallık	-9.9%	5.3%	5.1%	5.1%	4.7%	5.0%	4.9%	4.3%	6.8%
Japonya	-4.9%	3.3%	2.5%			3.6%	1.7%	2.7%	2.0%
Gelişmekte Olan Ülkeler	-2.3%	6.7%	5.0%			7.3%	4.7%		
Çin	2.3%	8.6%	5.6%	7.8%	4.9%	8.4%	5.5%	8.0%	5.1%
G. Afrika	-7.0%	3.1%	2.0%	3.0%	2.0%	4.3%	2.5%	3.6%	2.5%
Rusya	-3.6%	3.8%	3.8%	2.7%	3.6%	3.3%	2.7%	3.3%	2.5%
Brezilya	-4.5%	3.7%	2.6%	3.7%	2.7%	3.3%	2.5%	3.4%	2.5%
TÜRKİYE	1.8%	6.0%	3.5%	5.9%	3.0%	6.7%	4.7%	6.1%	3.0%

- IMF %5,2 seviyesindeki 2021 yılı Global ekonomik büyüme tahminini, Ocak'ta %5,5'e, Nisan'da da %6,0'ya revize etti. IMF ABD ekonomisine ilişkin büyüme tahminini ise, Ocak raporunda %3,4'ten %5,1'e, Nisan raporunda ise %6,0'ya revize etti.
- OECD ise, Mart ayında yayınladığı Ekonomik Görünüm raporunda, Global büyüme tahminini Aralık raporuna göre %1,4 puan arttırarak %5,6'ya çekti. OECD, ABD ekonomisine ilişkin büyüme tahminini ise Aralık'a göre %3,3 puan artışla %6,5'e çekti.
- Fitch, Dünya ve ABD ekonomisi büyüme tahminlerini %0,8 ve %1,7 puan yukarı yönde güncellerken, S&P'nin güncellemeleri sırasıyla %0,5 ve %2,3 puan oldu.

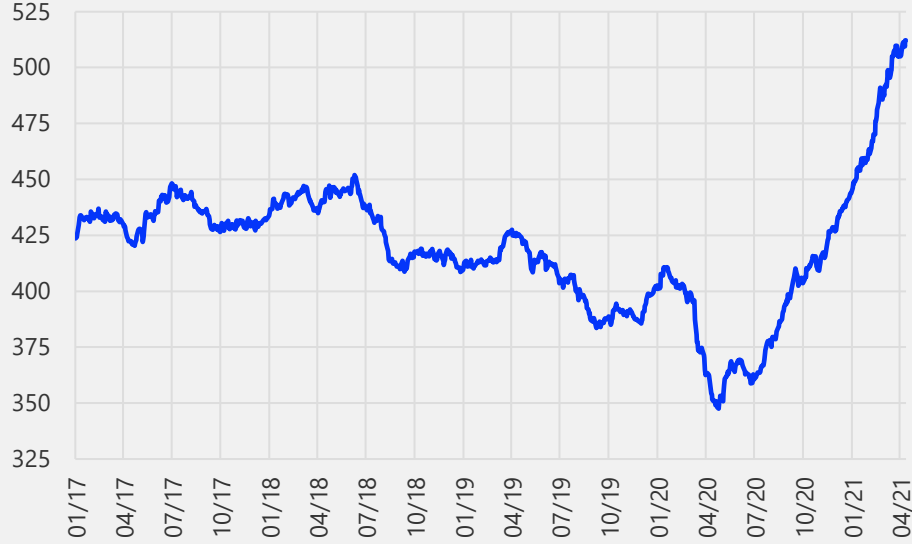
Kaynak: IMF, OECD, Fitch, S&P

Ekonomik Görünüm: Global



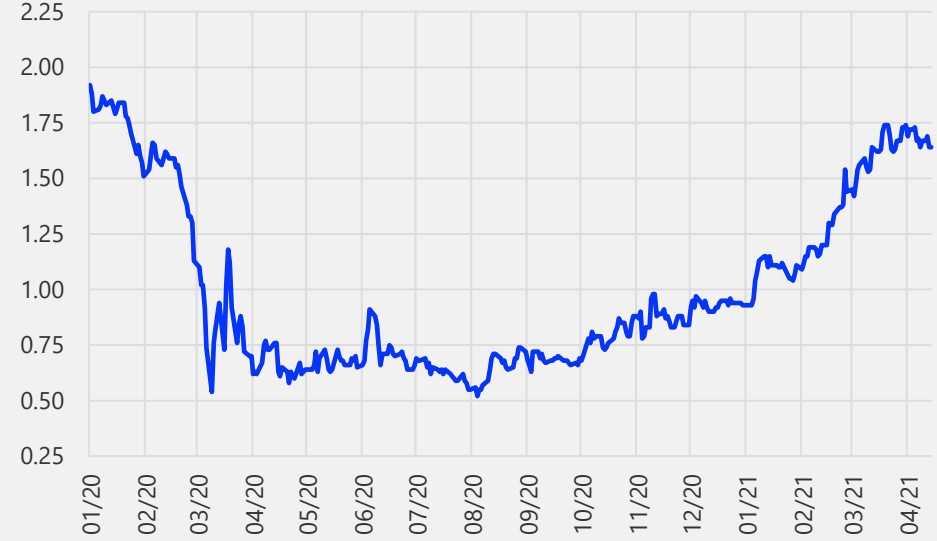
Emtia fiyatlarındaki hızlı yükselişler enflasyon endişelerini destekleyerek ABD’de uzun vadeli tahvil faizlerinde yükselişe yol açtı

Global emtia fiyatları*



* CRB/Reuters US Spot All Commodities Index

ABD 10-yıllık tahvil faizleri



- Büyüme tahminlerindeki iyileşme ve emtia fiyatlarındaki hızlı yükseliş trendi, ABD’de enflasyon endişelerini besleyerek, ABD’nin uzun vadeli tahvil faizlerinde hızlı bir yükselişi tetikledi. Seneye %0,9 civarında başlayan 10 yıllık tahvil faizi, şubat ayı ortalarında %1,5, mart ayı içinde de %1,7 seviyelerini aştı.
- Covid-19 sonrası yaşanan tedarik zinciri sıkıntılarına bağlı olarak yaşanan hammadde sıkıntıları ve navlun fiyat artışları da enflasyonist riskleri artırıyor.

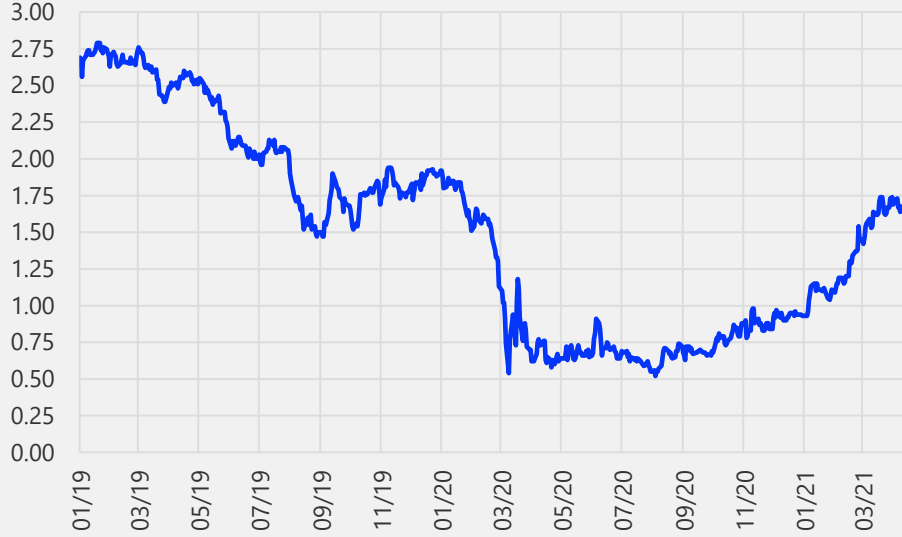
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global

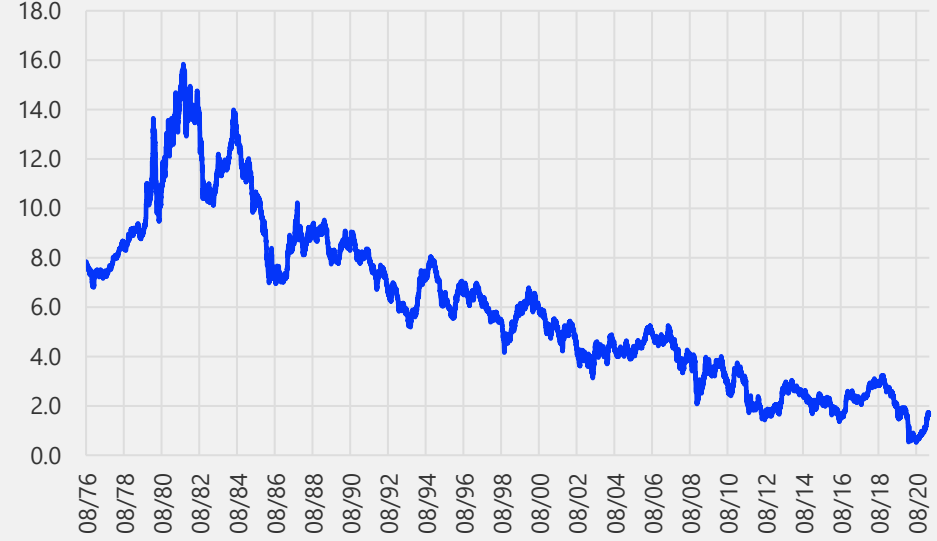


ABD tahvil faizleri, son dönemdeki yükselişlere karşın, halen geçmiş yıllar ortalamalarının çok altında seyrediyor

ABD 10-yıllık tahvil faizleri (2019-2021)



ABD 10-yıllık tahvil faizleri (1976-2021)



- Enflasyon endişeleriyle, 10-yıllık tahvil faizlerinde yükseliş beklenenden çok önce başladı. Piyasadaki genel kanı artık 10 yıllık tahvil faizlerinin 2021 yılı içinde %2,0 seviyesini aşacağına evrilmiş durumda. 10 yıllık tahvil faizleri %2,0'nin üzerine yükselse bile, tarihi diplerinde seyrediyor olacak.

Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global

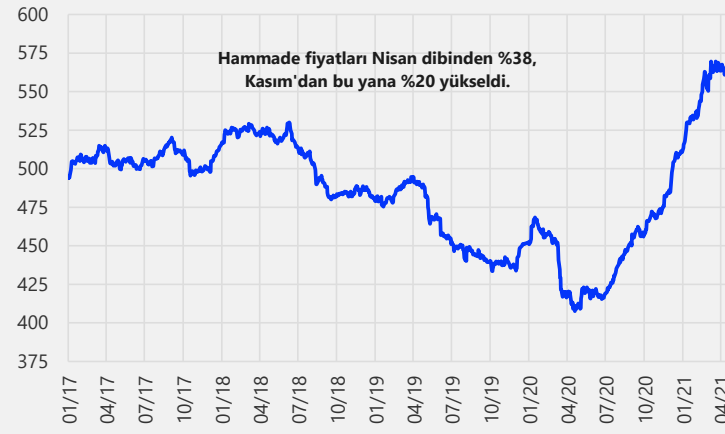


Emtia fiyatlarının yanında, tedarik sıkıntılarına bağlı olarak navlun fiyatlarındaki artışlar da enflasyonist endişeleri besliyor

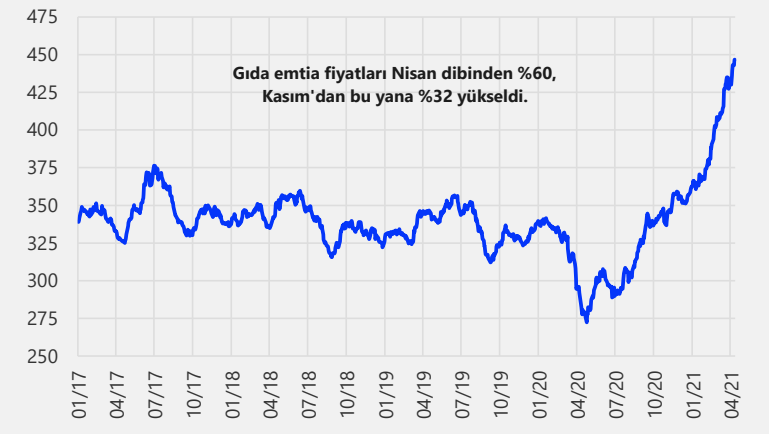
Endüstriyel metal fiyatları (CRB Metals Subindex)



Hammade Fiyatları (CRB Raw Industrials Subindex)



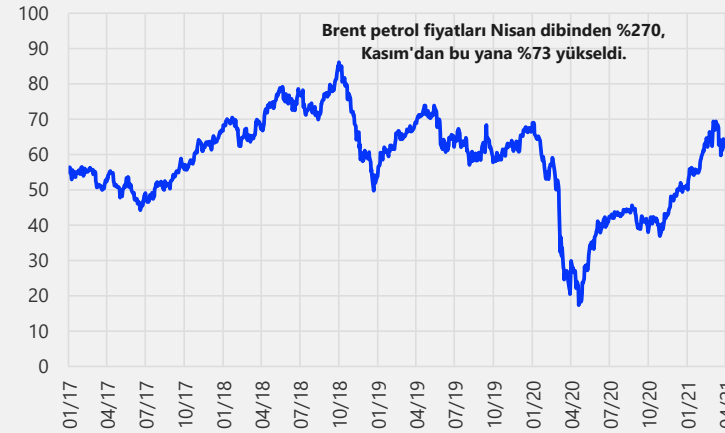
Gıda emtia fiyatları (CRB Foodstuffs Subindex)



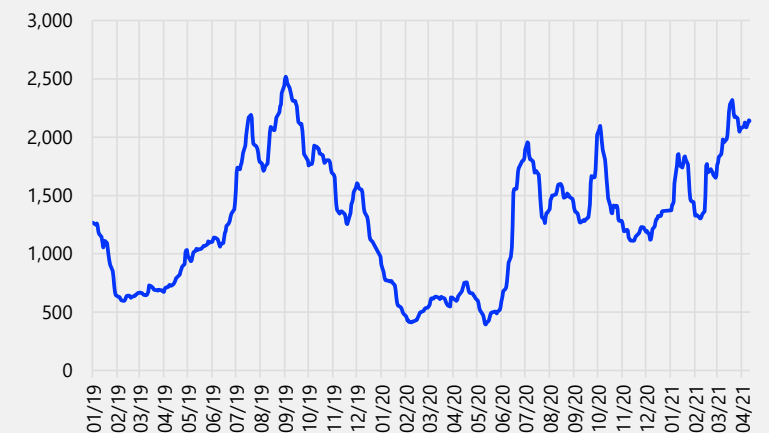
Bakır fiyatları



Brent petrol fiyatları



Navlun fiyatları (Baltic Dry Index)



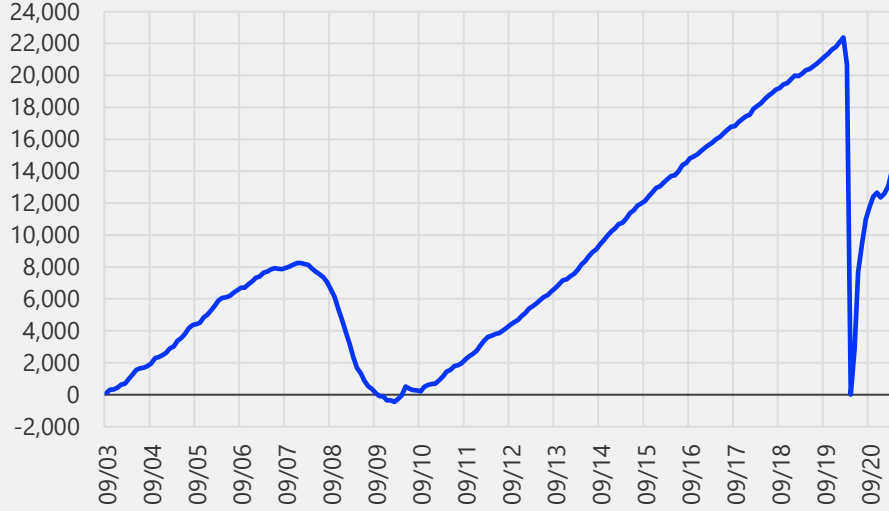
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global



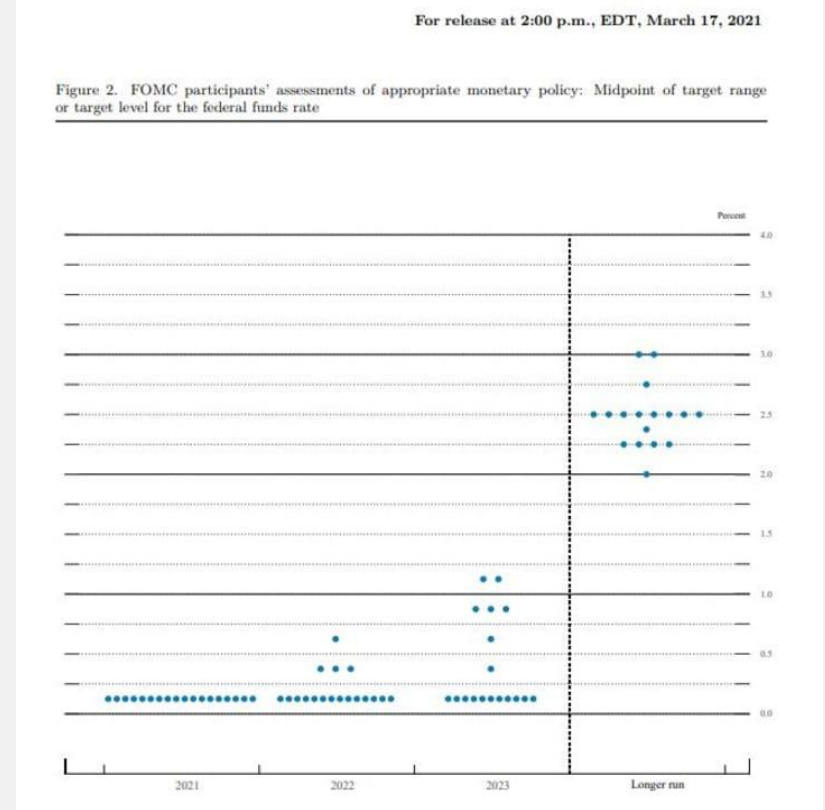
FED, ABD ekonomisinin halen tam istihdam hedefinden çok uzağında olduğunu belirterek destekleyici duruşunu sürdürüyor

ABD'de tarım-dışı istihdamda kümülatif değişim (x1000 kişi)



- FED Başkanı Jerome Powell, salgın öncesi duruma göre 10 milyon kişilik istihdam eksikliği bulunduğunu belirterek, ABD ekonomisinin halen para ve maliye politikası desteğine ihtiyacı duyduğunu belirtiyor.
- 17 Mart tarihindeki FOMC toplantısında, FED ABD ekonomisine ilişkin 2021 büyüme tahminini %4,2'den %6,5'e revize etti. Aynı toplantıda, faiz artışlarının 2023'ten önce başlamasını bekleyen üye sayısı 1'den 4'e, 2024'ten önce başlamasını bekleyen üye sayısı da 5'ten 7'ye yükseldi. 11 üye ise faiz artışlarının 2024 yılı içinde başlamasını bekliyor.

FOMC üyelerinin politika faizi beklentileri (17 Mart toplantısı)



Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global



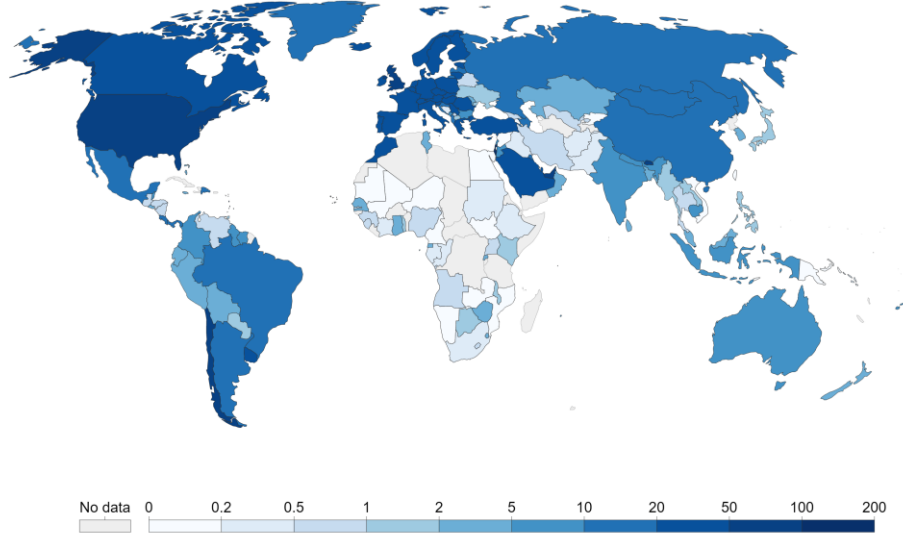
Özellikle düşük gelirli ülkelerde aşılama hızı, sene başındaki hedeflerin çok altında bir hızda devam ediyor

Her 100 kişi başına yapılan aşı dozu sayısı

COVID-19 vaccine doses administered per 100 people, Apr 19, 2021

Total number of vaccination doses administered per 100 people in the total population. This is counted as a single dose, and may not equal the total number of people vaccinated, depending on the specific dose regime (e.g. people receive multiple doses).

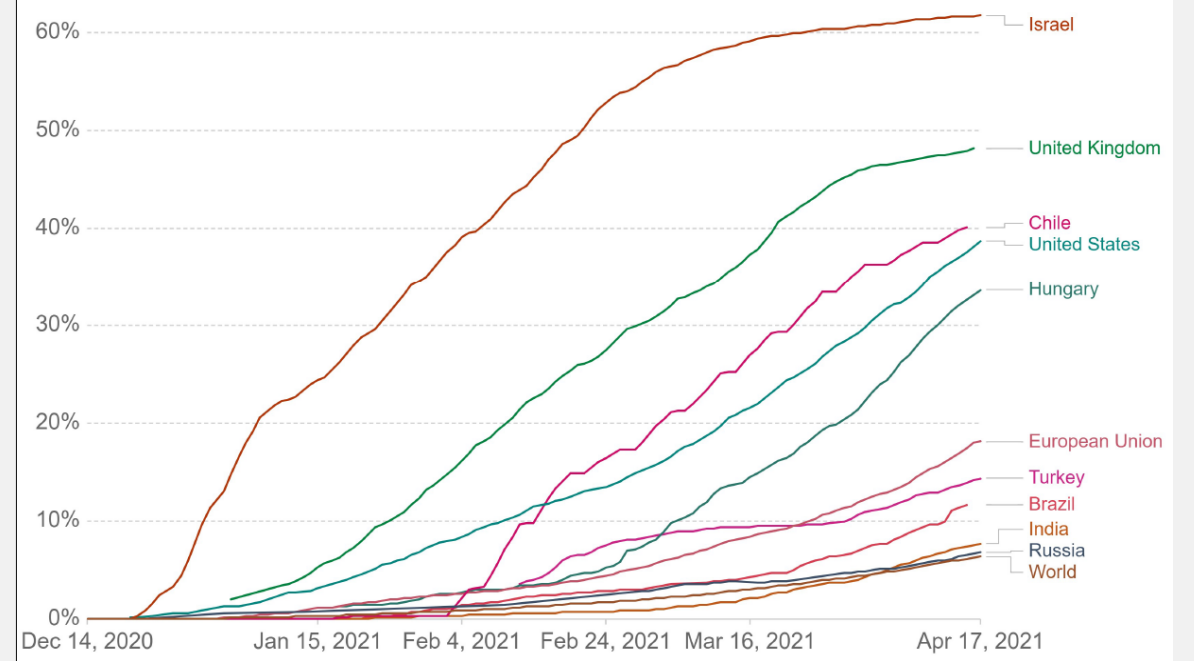
Our World in Data



Source: Official data collated by Our World in Data – Last updated 20 April, 11:00 (London time)

OurWorldInData.org/coronavirus • CC BY

Aşılama oranları (En az 1 doz aşı olan nüfusun toplam nüfusa oranı)



- Dünya genelinden istatistikler sunan «Our World in Data» web sitesine göre, 24 Nisan itibariyle 138 ülkede yaklaşık 1 milyar doz aşı yapıldı. 24 saat içerisinde yapılan aşı dozu sayısının ise kabaca 15 milyon kişi olduğu belirtiliyor. Bu sayılar ilk bakışta yüksek görünse de, her 100 kişi başına yapılan aşı dozu sayısı 13, en az bir doz aşı yapılan kişilerin dünya nüfusuna oranı ise sadece %6,5-7,0 olarak ortaya çıkıyor.
- Eğer aşılama aynı hızda ilerlerse, dünya genelinde herkesin aşı olması 3 yıldan fazla sürebileceği belirtiliyor. Economist dergisinin araştırma birimi Economist Intelligence Unit'in (EIU) tahminine göre, gelişmiş ekonomilerde yetişkin nüfusun aşılınması 2022'in ortalarını bulacak. Orta gelirli ülkelerde bu takvim 2022 sonlarına, hatta 2023 başına sarkabilir. En yoksul ülkelerde ise yetişkinlerin aşılınması 2024'e dek sürebilir.

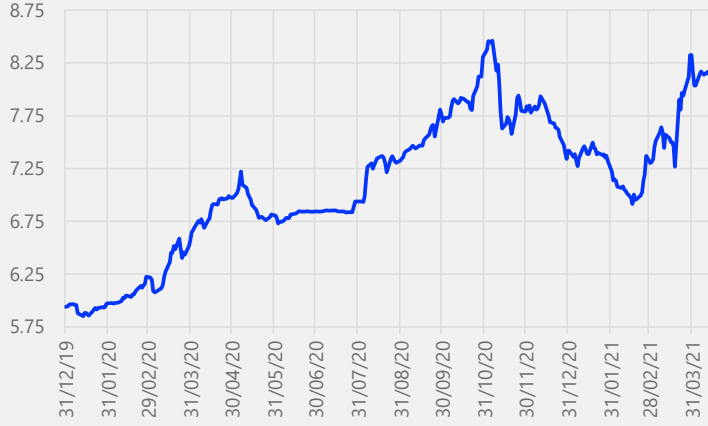
Kaynak: <https://ourworldindata.org/>

Ekonomik Görünüm: Türkiye

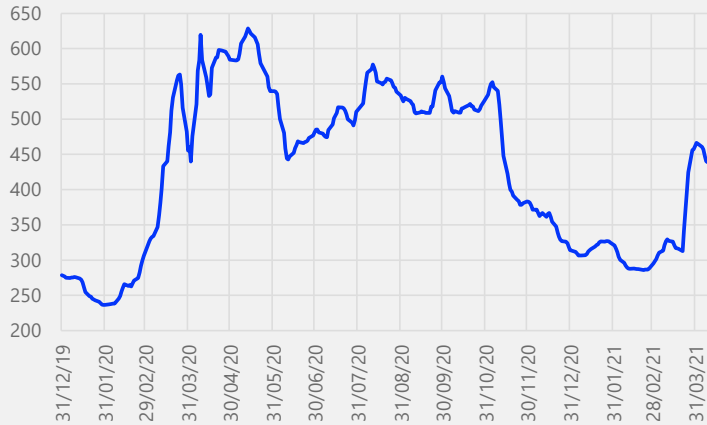


20 Mart'taki TCMB'deki başkan değişikliği sonrası yabancı yatırımcı algısında önemli bir bozulma oldu

\$/TL Kuru



5 Yıllık CDS Oranı



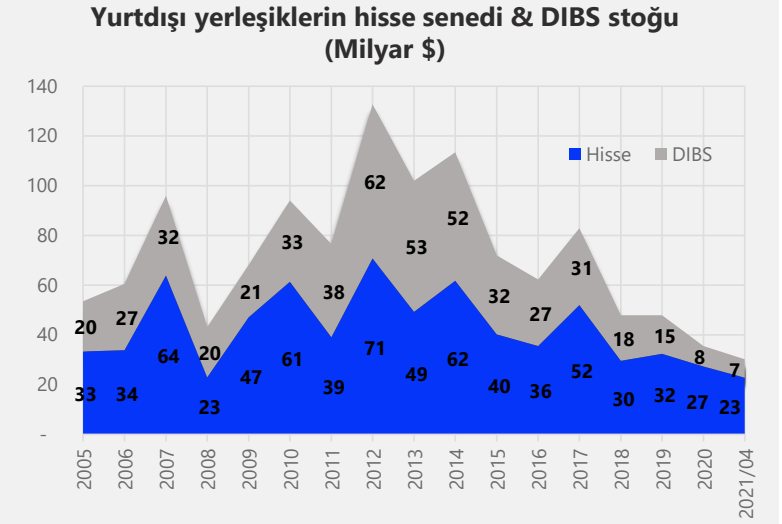
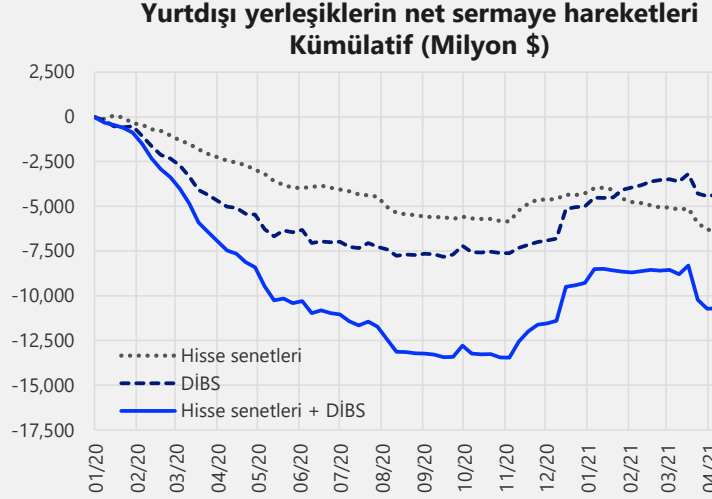
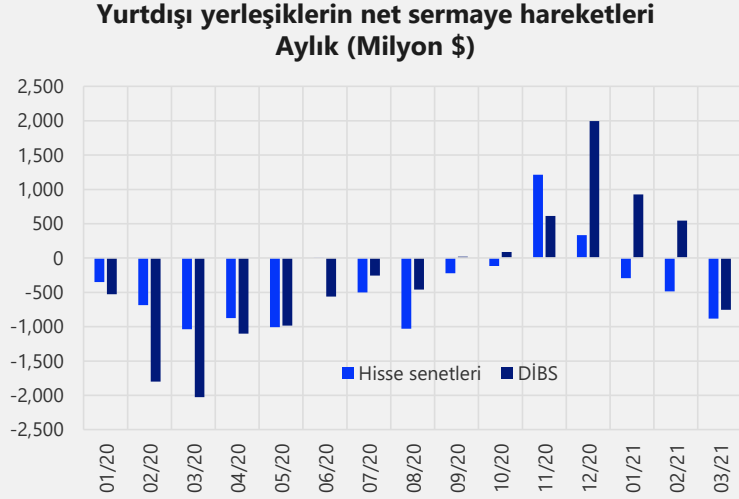
- Yurtiçinde, Kasım ayı başındaki ekonomi politikalarına ilişkin söylem değişikliği ve ortodoks politikalara dönüş, ocak ayında da risk iştahını ve TL varlıkları desteklemeye devam etti. Ocak ayında, \$/TL kuru Kasım başından itibaren yaklaşık %20 gerileyerek 7,0 seviyesinin altına görürken, 2020'nin ekim ayı içinde 600'lü seviyeleri test eden CDS primi 300 puanın altına geriledi.
- Yurt içinde 20 Mart gecesi TCMB'de gerçekleşen başkan değişimi, TL varlıklarda volatilitenin çok ciddi artış kaydetmesine neden oldu. Yeni TCMB Başkanı Şahap Kavcıoğlu, göreve geldikten sonra piyasanın erken faiz indirimi endişelerini gidermek amacıyla çeşitli defalar sıkı duruşun korunacağına ilişkin mesajlar verirken, enflasyonun üzerinde bir politika faizi belirlemeye devam edeceklerini söyledi.
- Verilen bu mesajlar erken faiz indirimi beklentilerini gidererek, piyasalardaki rahatsızlığı bir miktar azalttı. Buna rağmen, TCMB'nin 18 Mart'taki PPK toplantısındaki sürpriz 200 baz puanlık faiz artışının ardından 7,30 seviyesinin altına kadar gerileyen \$/TL kuru, 8,00 seviyesinin üzerinde dengelenebildi.
- 15 Nisan'daki PPK toplantısında, TCMB politika faizini %19,0 seviyesinde sabit bıraktıysa da, «ek parasal sıkılaştırma» vurgusunun ve «sıkı para politikası duruşu kararlılıkla uzun bir müddet sürdürüleceği» ifadesinin metinden çıkarılmış olması, erken faiz indirimi yapılabileceği endişelerini yeniden gündeme getirdi.
- Mevcut enflasyon görünümünün kısa vadede para politikasında bir gevşemeye izin vermediğini düşünüyoruz. Sıkı para politikası duruşunun korunmasıyla kurda ek değer kayıpları önlenirse, üçüncü çeyrek içinde (muhtemelen Ağustos ya da Eylül'de) çok kademeli bir faiz indirim süreci (50 baz puan gibi sembolik bir indirimle) başlatılabilir. Mevcut durumda, politika faizini sene sonunda %17,0 civarında öngörmekle birlikte, TCMB'nin daha yüklü bir indirim süreci yürütmesi ihtimalini göz ardı etmiyoruz. Gerekmesi durumunda ek faiz artışı yapılacağı ifadesinin çıkarılması da, TCMB'nin şartlar izin verdiğinde faiz indirim sürecini başlatma niyetini yansıtır da olabilir.
- Özetle, makro görünüm konusunda TCMB'nin atacağı adımlar özellikle belirleyici olacak. Bozulan yabancı yatırımcı algısında kısa vadede önemli bir iyileşme olmasını beklemesek de, en azından sıkı para politikası duruşunun korunması, TL'nin mevcut seviyelerde dengelenmesini, hatta dışsal faktörlere de bağlı olarak bir miktar değerlenmesini sağlayabilir. Öte yandan, yapılacak erken bir faiz indirimi (örneğin Haziran'da) TL'de sert satışlara yol açarak, sonrasında para politikasında ek sıkılaştırma ihtiyacı doğurabilir.
- TCMB'nin kademeli faiz indirimine ilişkin zamanlaması, iç politikaya ilişkin ve jeopolitik gelişmeler (ABD, Rusya ve AB ile ilişkiler) ile birlikte küresel risk iştahının seyrine de (özellikle ABD 10-yıllık tahvil faizlerinin seyri) büyük ölçüde bağlı olacak.

Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

Ekonomik Görünüm: Türkiye



TCMB'deki başkan değişikliği sonrası hisse senedi ve tahvillerden yaklaşık 2,2 milyar \$'lık sermaye çıkışı yaşandı



- 2020 yılının başından Kasım ayı başında ortodoks politikalara dönüşe kadar geçen dönemde hisse senetlerinden 5,9 milyar \$, devlet iç borçlanma senetlerinden (DİBS) de 7,6 milyar \$ olmak üzere toplamda 13,5 milyar \$ yabancı sermaye çıkışı yaşandı. Sonrasında güçlenen fiyat istikrarı ve sıkı para politikası vurgusu, Türk finansal varlıklarına olan yatırımcı bakışında önemli bir iyileşmeyi beraberinde getirdi. Buna bağlı olarak, ocak ayının ilk haftasına kadar, hisse senetlerine 1,9 milyar, DİBS'lere ise 3,1 milyar \$ yabancı sermaye girişi oldu.
- DİBS'lere yabancı ilgisi bu tarihten sonra da devam ederken, 20 Mart'taki TCMB Başkanı değişikliğine kadar geçen süreçte 1,3 milyar \$ daha yabancı sermaye girişi yaşandı. Aynı dönemde, hisse senetlerinden ise 1,1 milyar \$'lık yabancı sermaye çıkışı yaşandı.
- 20 Mart'ta TCMB Başkanı Naci Ağbal'ın görevden alınmasının ardından bozulan yabancı yatırımcı algısıyla hem hisse senetlerinden, hem de tahvillerden ciddi yabancı sermaye çıkışları oldu. 20 Mart'tan sonraki 2 haftada hisse senetlerinden 1,2 milyar \$, tahvillerden de 1,2 milyar \$ olmak üzere, toplamda 2,4 milyar \$ çıkış yaşandı. Net sermaye hareketleri, 2-9 Nisan haftasında kabaca yatay seyrederken, 9-16 Nisan haftasında tahvillere 165 milyon \$'lık sermaye girişi oldu.
- Borsa İstanbul'da %10'u aşan değer kaybı ve tahvil faizlerinde 500 baz puana yaklaşan faiz artışlarının da etkisiyle, yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi ve DİBS stoğu da, 2020 sonundaki 35 milyar \$'dan 9 Nisan'da 30 milyar \$'a geriledi.
- Bunlar dışında, yurtdışı yerleşiklerin swap kanalından Kasım'dan 20 Mart'a kadar olan süreçte yaklaşık 14,5 milyar \$ sermaye girişi gerçekleştirdikten sonra, son 4 haftada toplam 7,7 milyar \$ sermaye çıkardıklarını hesaplıyoruz.

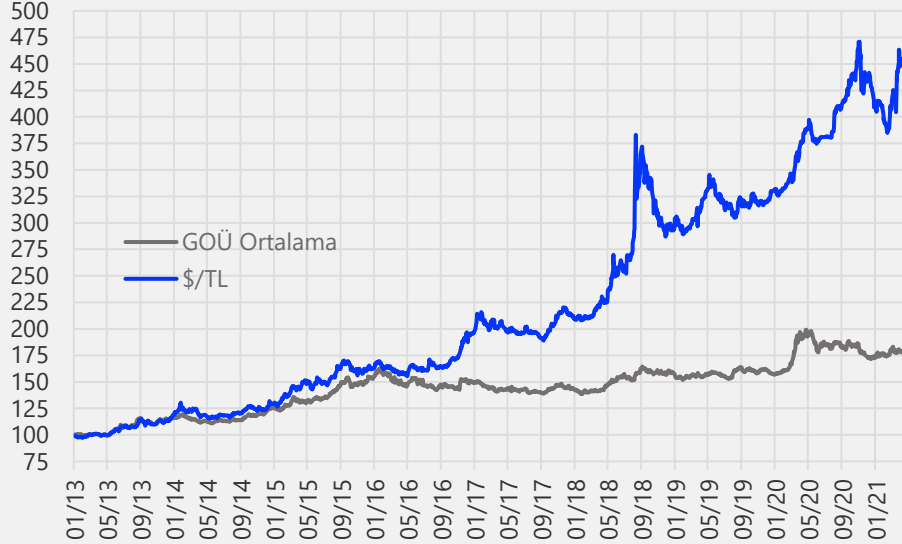
Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

Ekonomik Görünüm: Türkiye

Kur Görünümü: TL 2013 yılından beri negatif ayrışıyor

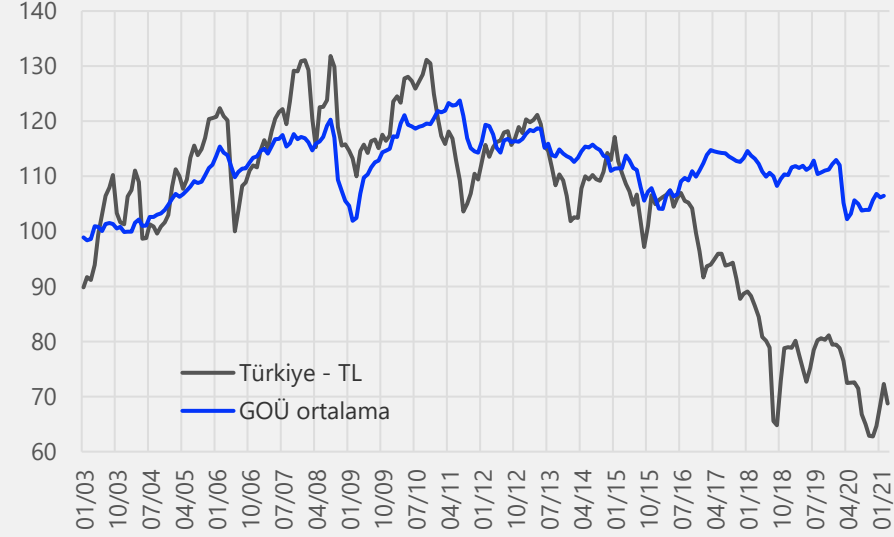


USD karşısında kurun değişimi: TL ve seçilmiş GOÜ* (Nisan 2013=100)



* Brezilya, Çin, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Meksika, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Güney Kore, Türkiye

Reel efektif döviz kuru (2003=100); TL - GOÜ* ortalama



* Brezilya, Çin, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Meksika, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Güney Kore, Türkiye

- TL Mayıs 2013'ten itibaren (2016'nın sonlarından itibaren de artan bir oranda) gelişmekte olan ülke para birimlerine nazaran çok daha fazla değer kaybına maruz kaldı. Bunun başlıca nedenleri olarak, kredi genişlemesine dayalı ekonomik büyüme modeli, şirketlerin açık döviz pozisyonu, dış finansman sıkıntıları, gevşek para politikası uygulamaları ve kötüleşen yatırımcı algısı olarak özetlenebilir.

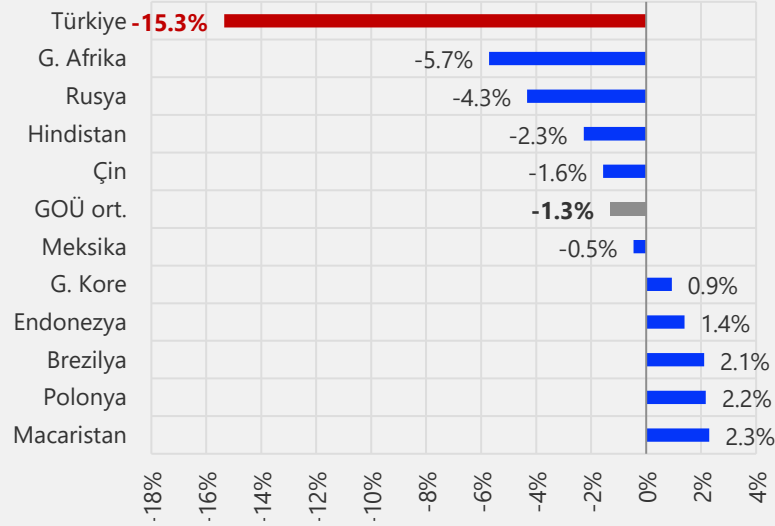
Kaynak: TCMB, BIS, Turkey Data Monitor

Ekonomik Görünüm: Türkiye

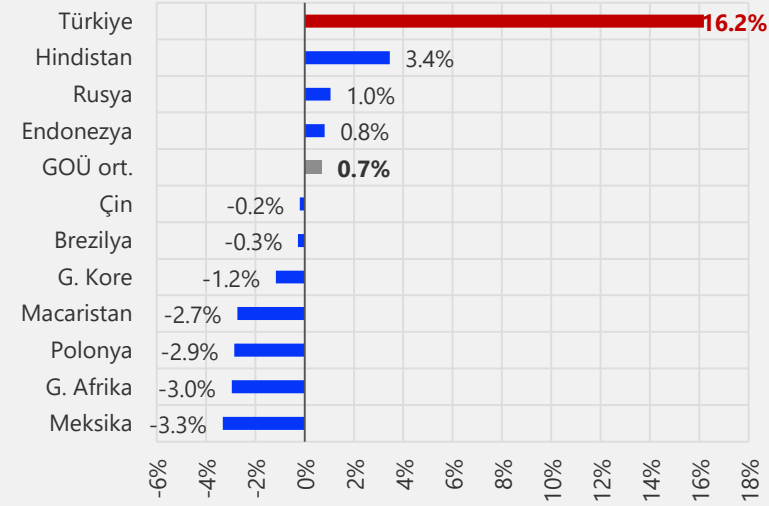


Kur Görünümü: TL performansında yılın geri kalanında da kayda değer bir iyileşme zor görünüyor

USD karşısında kur değişimi, (09/11/20 – 19/03/21)



USD karşısında kur değişimi, (19/03/20 – 23/04/21)



- Kasım 2020'deki ortodoks politikalara dönüş sonrası iyileşen yatırımcı algısıyla birlikte, TL'nin performansında önemli bir iyileşme oldu. 20 Mart'ta Naci Ağbal'ın görevden alınmasına kadar geçen süreçte, TL geçmiş kayıplarının önemli bir bölümünü telafi ederken, USD/TL kuru kabaca %15 geriledi. Aynı dönemde, USD GOÜ kurları karşısında %1 civarı geriledi. 20 Mart sonrasında ise GOÜ kurlarındaki ortalama %1'e yakın artışa karşılık, USD/TL'deki artış %16 oldu.
- Bozulan yabancı yatırımcı algısında kısa vadede önemli bir iyileşme olmasını beklemesek de, en azından sıkı para politikası duruşunun korunması, TL'nin mevcut seviyelerde dengelenmesini, hatta dışsal faktörlere de bağlı olarak bir miktar değerlenmesini sağlayabilir. Öte yandan, yapılacak erken bir faiz indirimi (örneğin Haziran'da) TL'de çok sert satışlara yol açarak, sonrasında para politikasında ek sıkılaştırma ihtiyacı doğurabilir.
- TCMB'nin eğiliminin fırsatlar izin verdiğinde kademeli bir parasal gevşemeyi başlatmak olduğunu düşünmekle beraber, mevcut enflasyon eğiliminin kısa vadede (Ağustos/Eylül'den önce) böyle bir gevşemeye izin vermediğini düşünüyoruz. Bu süreçte, TCMB politika faizini sabit tutsa da, sonrasında parasal gevşeme konusunda önceki döneme göre daha cesur olabilir. Buna göre, TL'nin yılın genelinde zayıf kalmaya devam etmesi muhtemel görünüyor. Daha önce (sene başında) 7,90 olarak öngördüğümüz 2021 yılı ortalama USD/TL kuru için halihazırda tahminimiz 8,20-8,25 olarak şekilleniyor.

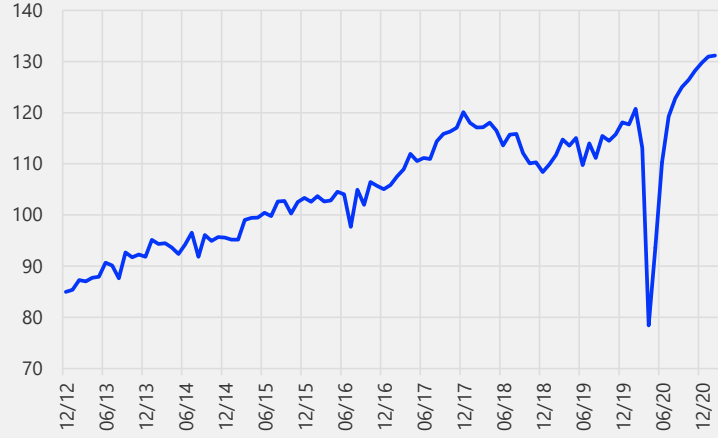
Kaynak: TCMB, Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Türkiye

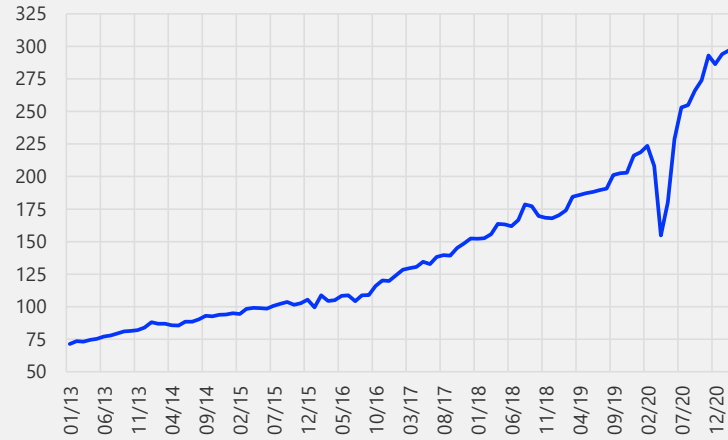


Turizm ve inşaatta devam eden zayıflığa karşın, imalat sanayi, bilgi-işlem ve ticaret aktivitesi çok güçlü seyretmeye devam ediyor

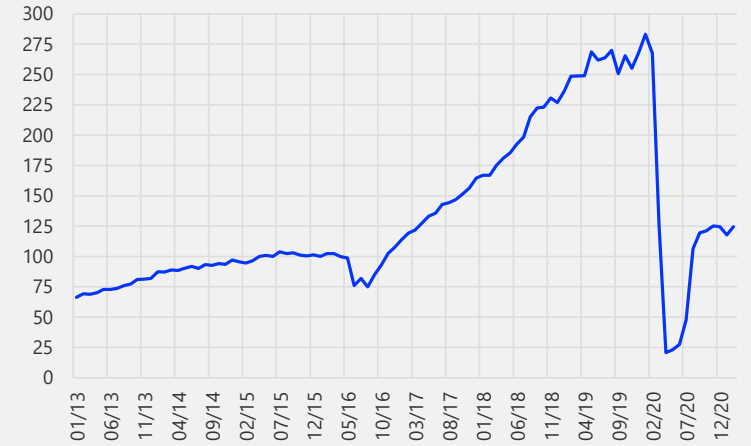
Sanayi üretim endeksi; işgünü ve mevsimsel düzeltilmiş



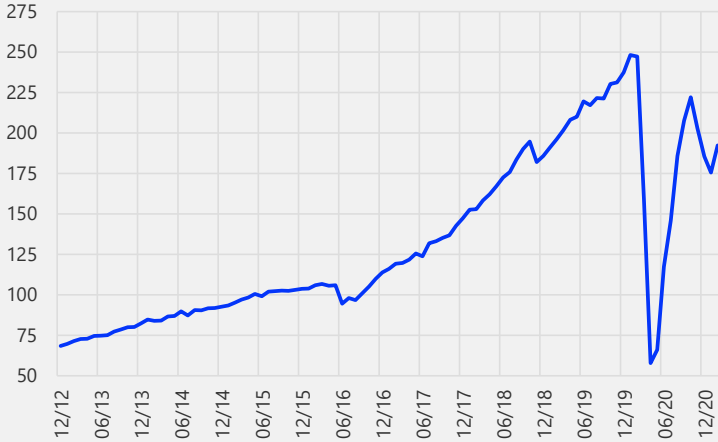
Ticaret ciro endeksi; işgünü ve mevsimsel düzeltilmiş



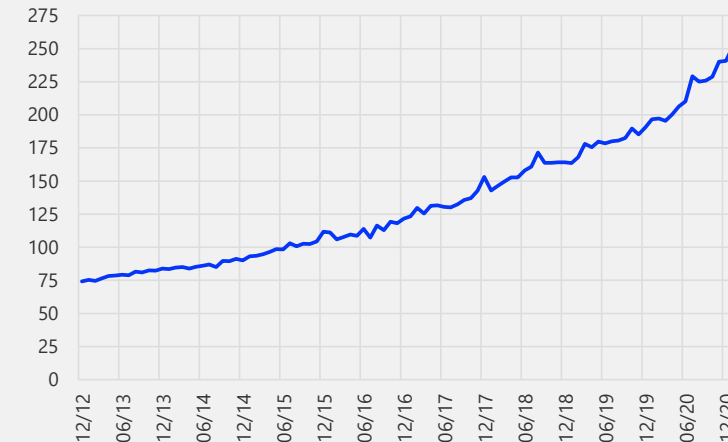
Seyahat acenteleri ciro endeksi



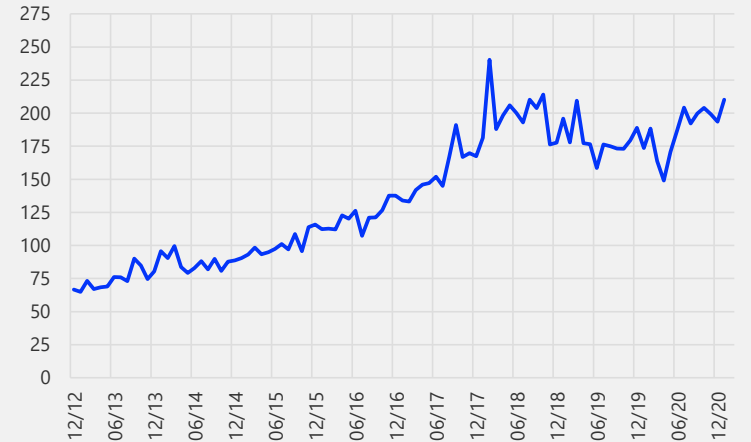
Otel-lokanta sektörü ciro endeksi



Bilgi-işlem sektörü ciro endeksi



İnşaat sektörü ciro endeksi



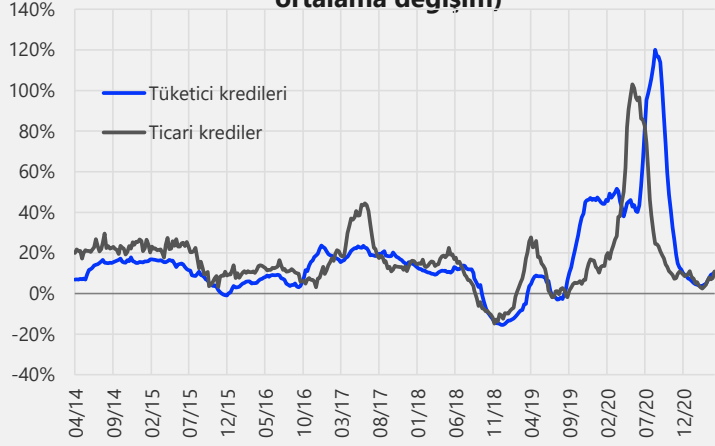
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

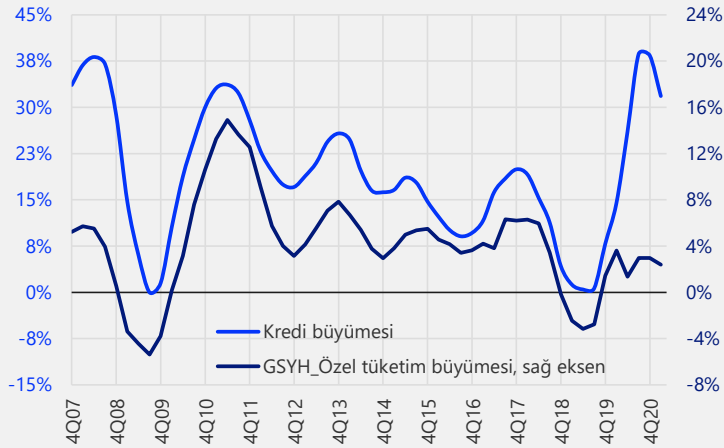


Parasal koşullardaki sıkılaşmaya bağlı olarak, yılın ikinci yarısında iç talepte önemli bir geri çekilme olabilir

Tüketici ve Ticari Krediler (yıllıklandırılmış 13 haftalık ortalama değişim)



Kredi büyümesi – GSYH büyümesi



- Takvim etkisi ve mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim endeksinde, salgın sonrası Nisan'da görülen dip seviyesinden sonra başlayan aylık artış trendi 10 ay kesintisiz sürerek, tarihte pek görülmemiş bir performansa imza attı. Sanayi üretiminde dip seviyeden toparlanma kabaca %67'ye ulaşırken, salgın öncesi (Şubat 2020) seviyelerin de kabaca %9 kadar üzerine çıkıldı.
- Toptan satışlar ve otomotiv satışlarında devam eden güçlü seyir nedeniyle, yılın ilk iki ayında perakende ve toptan ticaret ciro endeksinde yıllık reel artış da %16'lık tempoda güçlü bir şekilde devam ediyor. GSYH içinde görece çok daha düşük bir paya sahip olsa da, bilgi-işlem sektörü de güçlü performansını sürdürüyor.
- Turizmle bağlantılı hizmet sektörlerinde ve inşaat sektörlerinde ise çok zayıf performans devam ediyor. Örneğin Şubat ayında ciro endekslerinin alt detaylarına bakıldığında, otel-lokanta sektöründe %33'lük, seyahat acenteleri sektöründe ise %61'lik yıllık reel ciro kayıpları olduğu görülüyor. İnşaat ciro endeksinde ise yıllık reel %7'lik bir düşüş var (Ocak: -%21, Aralık: -%12).
- Özetle, manşet büyümede momentum güçlü gözükse de, sektörler arasında büyümenin çok dengesiz olduğunu da belirtmek lazım. Bu da çok güçlü büyüme rakamlarının istihdama neden aynı ölçüde yansımadağını açıklayan faktörlerden biri olabilir.
- Kredi büyümesinde (özellikle de otomotiv kredilerinde) son dönemde yeniden bir ivmelenme görünse de, TL'deki değer kaybı ve parasal sıkılaştırmaya bağlı olarak, iç talepte önümüzdeki dönemde kayda değer bir yavaşlama (gerileme) bekliyoruz. Buna bağlı olarak da, GSYH büyümesinin yılın ikinci yarısında, turizm sektöründen gelmesi muhtemel pozitif katkıya karşın, negatife geçebileceğini (iç talep tarafındaki olumsuz baz etkisini göz önünde bulundurarak) öngörmeye devam ediyoruz.
- Öte yandan, ekonomik aktivitedeki mevcut momentumun beklentilerimizin üzerinde devam ettiğini de belirtmek lazım. Buna göre, yılın ilk çeyreğinde ve özellikle de ikinci çeyrekte (Nisan/Mayıs'taki baz etkisi kaynaklı) çok güçlü büyüme rakamları görülebileceği anlaşılıyor. Hatta, yılın ilk yarısında GSYH büyümesinin çift haneli seviyelere yaklaşabileceğini (belki de ulaşabileceğini) söyleyebiliriz. Devam eden büyüme momentumu nedeniyle, 2021 yılı GSYH tahminimizi 12 Mart'ta %2,5'ten %3,5'e revize etmiştik.
- Finansal koşullardaki sıkılaşmanın, özellikle iç talepte kayda değer bir geri çekilme ihtimalini arttırmasıyla, piyasada büyüme tahminlerinin aşağı yönlü güncellendiğini gözlemliyoruz. Biz, **yılın ikinci yarısındaki negatif büyüme öngörümüne karşın, mevcut büyüme momentumunu dikkate alarak (yılın ilk yarısında GSYH büyümesinin çift haneli seviyelere yaklaşabilir), %4,5-5,0 seviyesindeki piyasa tahminlerine göre (IMF: %6,0, Fitch: %6,7) zaten muhafazakar seviyedeki GSYH büyüme tahminimizi %3,5'te sabit bırakıyoruz.**

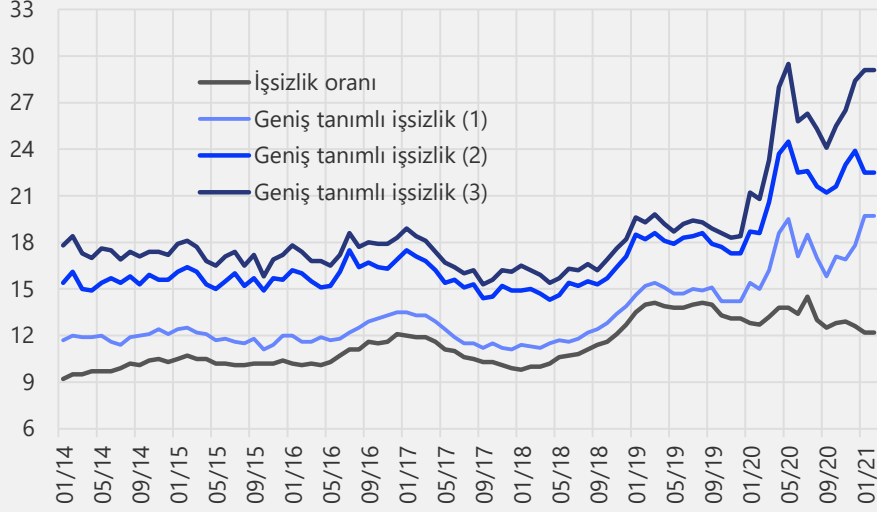
Kaynak: TCMB, BDDK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

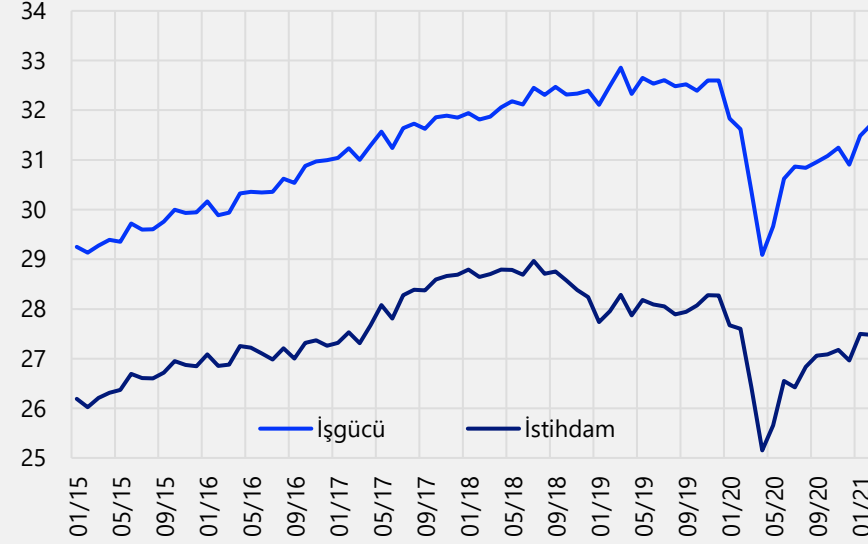


Atıl işgücü ve eksik istihdamın dahil edildiği geniş tanımlı işsizlik oranları çok yüksek seviyelerde seyrediyor

Geniş tanımlı işsizlik oranları



İşgücü ve istihdam (x1000 kişi)



- (1) Zamana bağlı eksik istihdam ve işsizlerin toplamının işgücüne oranıdır.
- (2) İşsiz ve potansiyel işgücünün toplamının işgücü ve potansiyel işgücünün toplamına oranıdır.
- (3) Zamana bağlı eksik istihdam, işsizler ve potansiyel işgücünün toplamının işgücü ve potansiyel işgücünün toplamına oranıdır.

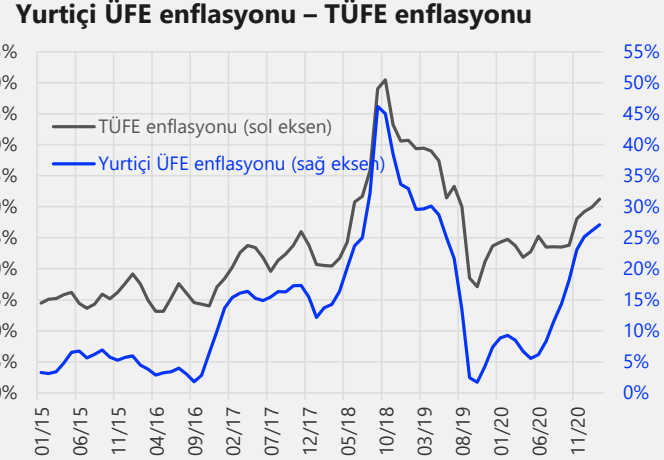
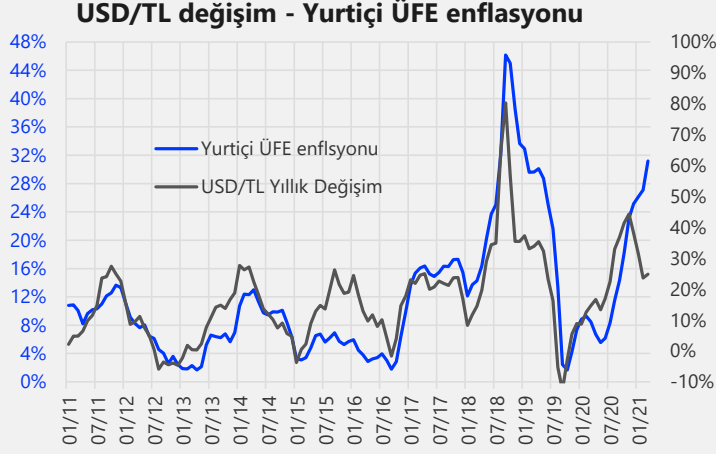
- Daha önce de ifade ettiğimiz üzere, işgücüne katılım oranındaki dramatik gerileme nedeniyle, manşet işsizlik oranı istihdam piyasasına ilişkin resmi tam olarak yansıtmıyor. Bu nedenle, TÜİK Ocak verisinden itibaren zamana bağlı eksik istihdam (örneğin ücretsiz izne ayrılanlar) ve potansiyel işgücünün (örneğin iş bulma ümidini kaybettiği için iş aramayanlar) hesaplamalara dahil edildiği geniş tanımlı işsizlik oranlarını da açıklamaya başladı.
- Buna göre, en geniş tanımlı işsizlik oranının %28,3'e kadar ulaştığı görülüyor. İşsizlik oranı hesaplaması, sadece potansiyel işgücü üzerinden yapıldığında, %22,5, sadece eksik istihdam üzerinden yapıldığında da %19,8 çıkıyor.
- Bu rakamlar, istihdam piyasasındaki görünümü daha net bir şekilde ortaya koyuyor. İşsizlik oranlarındaki bu yüksek seviyelerin, 2021 yılında GSYH büyümesini konsensüs beklentilerinin (%4,5-5,0) altında %3,5 civarında beklememizin arkasındaki en önemli nedenlerinden biri olduğunu söyleyebiliriz (finansal koşullardaki sıkılıkla beraber).

Kaynak: TÜİK

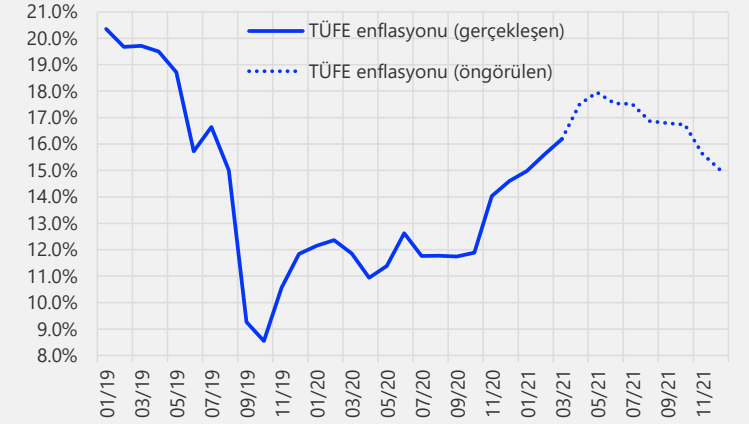
Ekonomik Görünüm: Türkiye



TÜFE enflasyonu üzerinde maliyet yönlü baskılar devam ediyor



Öngördüğümüz TÜFE enflasyonu patikası



- \$/TL kurundaki Kasım-Mart arasındaki yaklaşık %20'lik düşüşe karşın, yurtiçi ÜFE enflasyonunun yükseliş trendini sürdürmesi, emtia fiyatlarında görülen hızlı yükselişlerin enflasyonu çok olumsuz etkilediğini gösteriyor. Emtia fiyatlarında son aylarda görülen yükselişler olmasaydı, kur gelişmelerine TÜFE enflasyonuna göre çok daha hızlı ve daha büyük ölçüde tepki veren yurtiçi ÜFE enflasyonunun yönünü aşağı çevirmesi beklenebilirdi.
- Mart ayında dayanıklı mal grubu enflasyonunun ise aylık bazda %0,4'te kalması, TL'deki son değer kayıplarının henüz fiyatlara yansımadağını gösteriyor. TL'deki değer kayıplarının TÜFE enflasyonu üzerindeki olumsuz yansımalarının, özellikle dayanıklı mal grubu üzerinden Nisan ayından itibaren görülmesi muhtemel görünüyor.
- Buna göre, **daha önce Nisan ayında kabaca %17,0 seviyesinde zirve yapmasını beklediğimiz TÜFE enflasyonunda artık Mayıs ayında %18'li seviyelerin görülebileceğini, çekirdek TÜFE enflasyonunun (C Grubu) ise bu süreçte %19,0'u aşabileceğini düşünüyoruz.** TL'de ek değer kayıpları görülmediği (örneğin \$/TL kuru 8,50 üzerine çıkmadığı) taktirde, TÜFE enflasyonunda Mayıs sonrasında %17,0 civarına (veya bir miktar altına) doğru bir düşüş trendi görülebilir. Ancak bunun da, TÜFE enflasyonunun yılın başında yapılan öngörülerin çok üzerinde bir patikada dengelemesi anlamına geleceğini belirtmek gerek.
- TL'de Mart'daki değer kaybı öncesinde de, %11,3'lük sene sonu TÜFE enflasyonu tahminimizi emtia fiyatları ve yurtiçi ÜFE enflasyonuna bağlı olarak %12,0'nin hafif üzerine revize etmek üzereydik. **USD/TL kurundaki %10'u aşan artış ve revize kur tahminlerimiz doğrultusunda, sene sonunda TÜFE enflasyonunu %15,0 civarında tahmin ediyoruz. 2021 yılı ortalama TÜFE enflasyonu tahminimiz ise %16,5 seviyesinde bulunuyor.**
- USD/TL kurunun örneğin 9,0 seviyesinin üzerine yönelmesi, bu tahminlerde yukarı yönlü güncellemeleri zorunlu kılabilir.

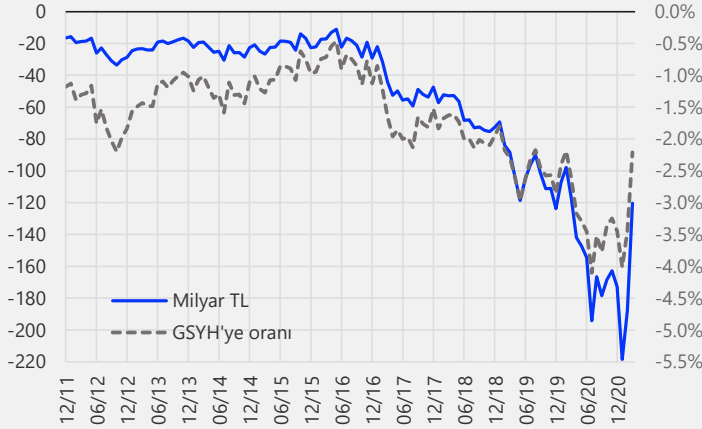
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

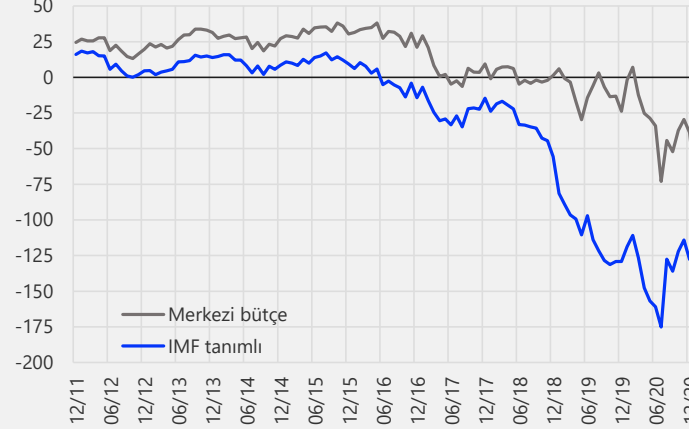


Vergi tahsilatındaki olumlu seyir bütçe performansına güçlü destek veriyor

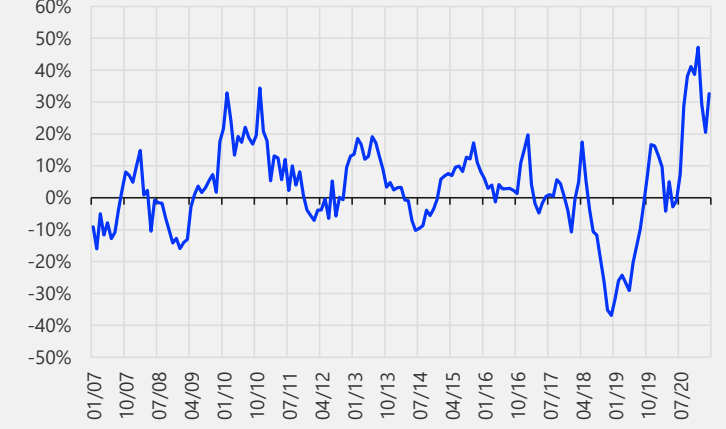
Merkezi bütçe dengesi (12 ay birikimli, Milyar TL)



Faiz dışı denge (12 ay birikimli, Milyar TL)



Tüketim vergilerinde (KDV+ÖTV) yıllık değişim



- 2020'nin Mart ayında 43,7 milyar TL açık veren merkezi bütçe, 2021'in aynı ayında 23,2 milyar TL fazla verirken, geçen seneki 32,4 milyar TL'lik faiz dışı açık da 38,0 milyar TL fazlaya dönüşmüş durumda. Manşet bütçe sonuçlarında yıllık bazda görülen bu etkileyici iyileşmenin nedenleri olarak, geçen seneden devreden olumlu baz etkisi (salgın sonrası vergi gelirlerindeki daralma) ve geçen sene Ocak'ta gerçekleştirilen TCMB'den kar transferinin bu sene mart ayında Hazine kayıtlarına geçirilmiş olması (36 milyar TL) öne çıkıyor.
- Ancak, bu 2 etkiyi dışlasak da, iç talebin halen güçlü devam etmesine bağlı olarak, vergi gelirlerinin, özellikle de KDV ve otomobilden alınan ÖTV gelirlerinin yüksek kalmaya devam ettiğini söyleyebiliriz. Öte yandan, akaryakıt zamlarını önlemek için uygulanan eşel mobil sistemi nedeniyle, akaryakıt ürünlerinden alınan ÖTV gelirlerinin de yıllık reel %45 gerilediği görülüyor. Eşel mobil sistemine yılın sonuna kadar devam edilmesi halinde, buradan vergi geliri kaybı 25-30 milyar TL'ye varabilir.
- Yılın ilk 3 ayındaki güçlü iç talep ve vergi tahsilat performansı, kurumlar vergisi oran artışı (%20'den %25'e) ve de hedeflerin çok üzerinde seyretmesi muhtemel enflasyon nedeniyle, hükümetin 2021 yılı vergi geliri projeksiyonu kayda değer bir miktarda (yaklaşık 65-70 milyar TL kadar) aşılabileceğini tahmin ediyoruz. Ancak, faiz-dışı harcamalarda, yılın ilk 3 aylık döneminde mali disipline bağlı kalınmış olsa da, sene sonu için öngörülen %9,2'lik nominal artış (reel olarak kabaca %6 düşüşe tekabül ediyor) hedefinin tutturulmasını da pek mümkün görünmüyor.
- Özetle, birbirini dengeleyen bu iki etkiyi dikkate aldığımızda **2021 yılı sonunda merkezi bütçe açığı/GSYH oranının %4,0'ün biraz üzerinde (%4,1 civarında) gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu tahmin, sene başındaki %4,9'luk tahminimize göre bir iyileşmeye işaret ediyor.**

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



Hükümet 2021 yılı bütçe açığı/GSYH hedefini (gayri resmi olarak) %4,2'den %3,5'e revize etti.

Merkezi bütçe 2021 hedefleri *

	2020	2021	Nom. değ.	Reel değ.
Gelirler	1,029.5	1,101.6	7.0%	-8.2%
Vergi Gelirleri	833.1	923.2	10.8%	-4.9%
Doğrudan vergiler	281.1	320.6	14.0%	-2.1%
I- Gelir vergisi	158.8	195.3	23.0%	5.6%
II- Kurumlar vergisi	105.0	105.2	0.1%	-14.1%
III- Mülkiyet üzerinden alınan vergiler	17.3	20.1	16.3%	-0.2%
Dolaylı vergiler	550.9	602.6	9.4%	-6.1%
IV- Tüketim vergileri	278.8	284.2	1.9%	-12.5%
Dahili mal ve hizmetlerden KDV	71.5	70.6	-1.3%	-15.3%
Özel Tüketim Vergisi	207.3	213.7	3.1%	-11.5%
Petrol ve Doğalgaz Ürünleri	69.0	76.1	10.3%	-5.3%
Motorlu Taşıtlar	46.6	39.6	-15.1%	-27.1%
Alkollü İçkiler	16.5	17.9	8.6%	-6.8%
Tütün Mamülleri	61.8	65.1	5.4%	-9.5%
Kolalı Gazozlar	1.3	1.6	17.5%	0.8%
Dayanıklı Tüketim ve Diğer Mallar	12.1	13.4	11.2%	-4.5%
V- Dış ticaretten alınan vergiler	185.4	220.0	18.6%	1.8%
İthalattan alınan KDV	159.2	194.9	22.5%	5.1%
Gümrük vergisi	26.2	24.4	-7.1%	-20.2%
VI- İşlemler üzerinden alınan vergiler	86.6	98.4	13.6%	-2.5%
Vergi-dışı Gelirler	196.4	178.4	-9.2%	-22.0%
				-14.2%
Harcamalar	1,202.2	1,346.2	12.0%	-3.9%
Faiz harcamaları	134.0	179.5	34.0%	15.0%
Faiz-dışı harcamalar	1,068.3	1,166.6	9.2%	-6.3%
Personel ödemeleri	287.8	326.6	13.5%	-2.6%
Prim ödemeleri	48.3	54.5	12.9%	-3.1%
Mal ve hizmet alımları	96.4	89.1	-7.6%	-20.7%
Cari transferler	498.0	536.0	7.6%	-7.6%
sosyal güvenlik kuruluşlarına	251.4	267.3	6.3%	-8.7%
Sermaye harcamaları	92.9	103.7	11.6%	-4.2%
Sermaye transferleri	15.2	8.8	-42.1%	-50.3%
Diğer (Borç verme)	29.7	38.0	27.7%	
Yedek Ödenek		9.9		
Bütçe Dengesi	-172.7	-244.6		
Faiz Dışı Denge	-38.8	-65.1		
Faiz Dışı Denge (IMF tanımı)	-127.4	-123.9		

*2021 Bütçe Kanunu hedefleri (resmi tahminler)

** Reel değişim, %16,5'ilk ortalama TÜFE enflasyonu tahminimize göre hesaplanmıştır.

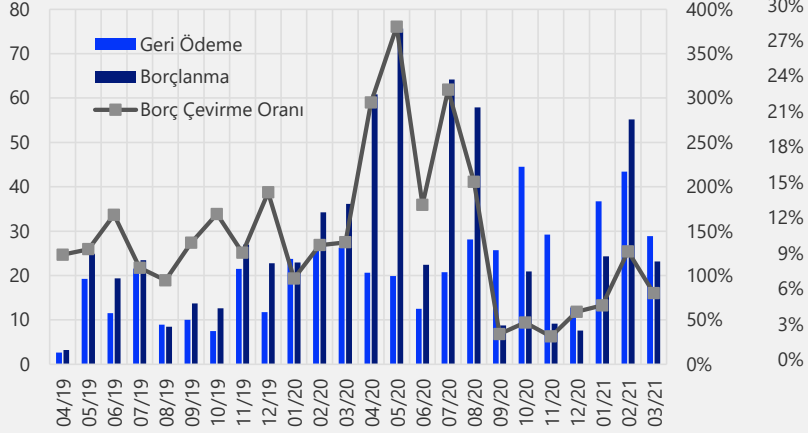
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

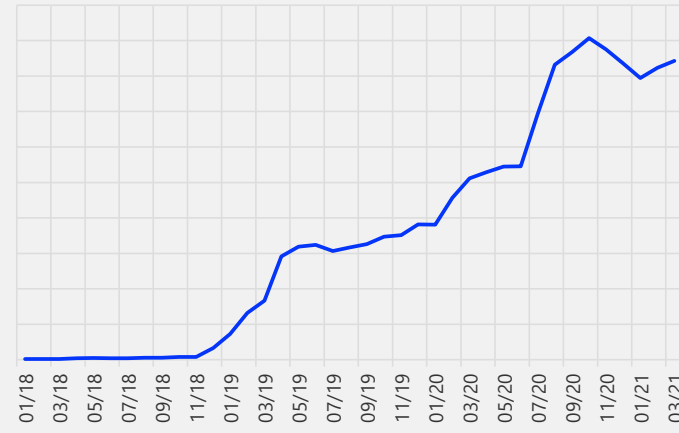


2020'de artan bütçe açığı, 2021'de yüklü bir iç borç geri ödeme takvimine yol açtı

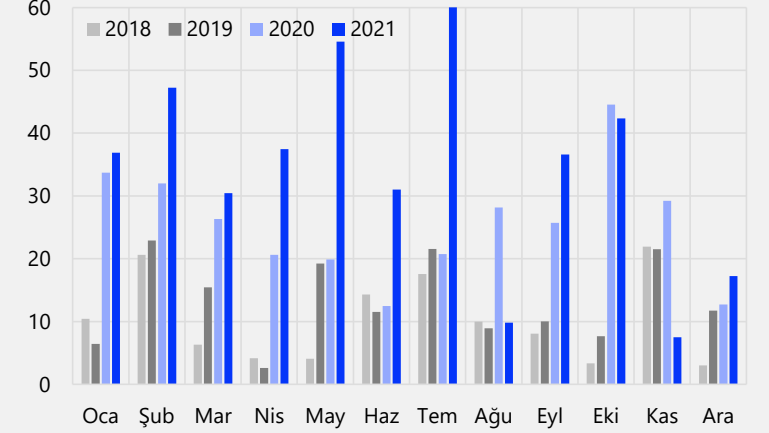
İç borç; geri ödeme - borçlanma (Milyar TL)



İç borç stoku içinde döviz cinsi borcun payı



İç borç geri ödemeleri (Milyar TL)



- Salgına bağlı harcama artışı ve vergi tahsilatındaki duruş, zaten yüklü olan bir iç borç itfa takvimi ile birleşince, ve ek olarak artan borçlanma maliyetleriyle yurtdışından borçlanma imkanları da kısıtlanınca, Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacı ciddi anlamda yükseldi.
- 2018 yılının sonlarından itibaren yurtdışında döviz ve altın cinsi tahvil de ihraç etmeye başlayan Hazine, bu süreçte döviz cinsi borçlanmasını da artırdı. Döviz cinsi tahvil ve kira sertifikası ihraçlarının miktarı 17 milyar \$'a ulaşırken, yaklaşık 57 milyar TL karşılığı da altın cinsi tahvil ve kira sertifikası daha ihraç edildi. Buna bağlı olarak, iç borç stoku içinde döviz cinsi tahvillerin payı da (altın cinsi olanlar dahil), %26-27 seviyelerine ulaştı. Bu oran 2018 sonlarında sıfıra yakındı.
- 2020'de özellikle ikinci ve üçüncü çeyrekte artan borçlanma ihtiyacı ile birlikte borçlanma vadelerinin kısalması ve son dönemde faizlerdeki yükseliş, 2021 için çok yüklü bir iç borç geri ödeme takvimi ortaya çıkardı (2019'daki seviyenin 2.6-2.7 katı).

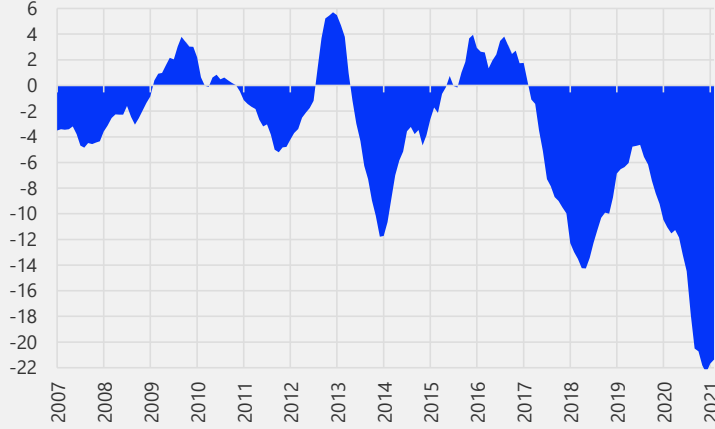
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

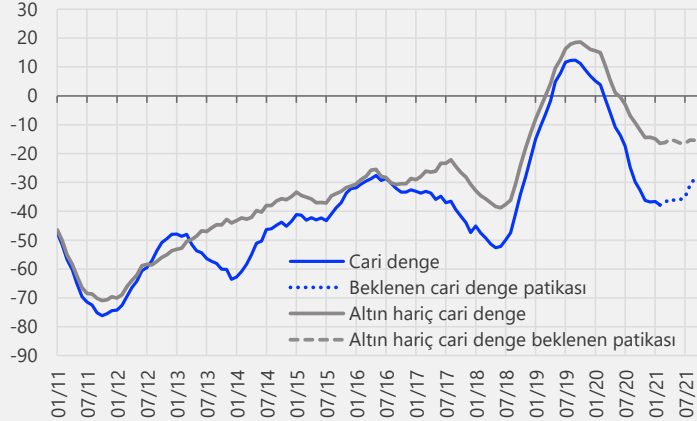


Cari açıktaki potansiyel gerileme yılın başındaki beklentilere göre daha yavaş olabilir

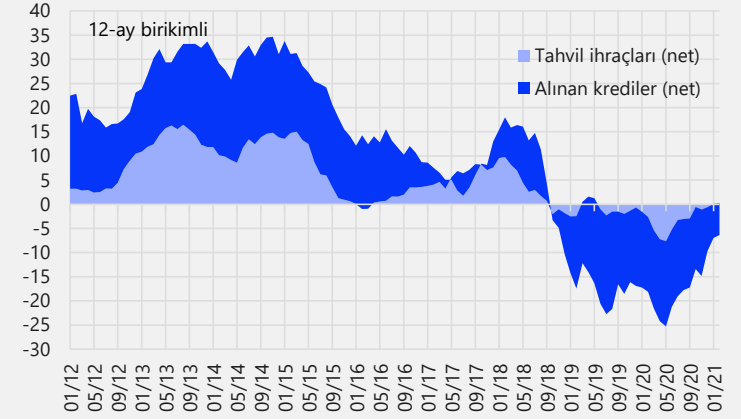
Net altın ihracatı (Milyar \$)



Cari denge ve beklenen cari denge patikası (Milyar \$)



Özel sektörün yurtdışından borçlanması (Milyar \$)



- 12-aylık birikimli cari açık Şubat itibarıyla 38 milyar \$'a ulaştı. Cari açığın Mart ayından itibaren kademeli bir düşüş trendine girebileceğini (yaz aylarından itibaren artan bir hızda) düşünmekle beraber, düşüş hızının sene başındaki öngörülerimizden yavaş bir şekilde gerçekleşmesi muhtemel görünüyor.
- Birincisi, Brent petrol fiyatı, 2021 için sene başında öngörülen 55\$'lık ortalama karşılık, 70\$'a yaklaştı (Ocak-Nisan döneminde ortalama 62\$ seviyesinde gerçekleşti).
- İkincisi, yüksek vaka sayıları nedeniyle, turizm gelirlerinin 2020 yılından yüksek olsa da, sene başındaki beklentilerden düşük kalabileceği görülüyor. 2020'de 9 milyar \$ seviyesinde gerçekleşen net turizm gelirlerinin (2019: 26 milyar \$, 2018: 21 milyar \$), 2021'de 17-18 milyar \$ seviyesinde gerçekleşebileceğini varsaymıştık. Ancak gelinen noktada, turizm sektörü temsilcilerinden de gelen yönlendirmelere göre, 14-15 milyar \$'lık bir gerçekleşme daha makul görünüyor (hatta bu rakam bile iyimser kalıyor olabilir).
- Son aylarda, altın ithalatında bir durulma görüldüyse de, bu süreç de beklentilerden bir miktar yavaş gidiyor.
- Öte yandan, cari açığı olumlu yönde etkileyebilecek bir gelişme olarak, son kur ve faiz gelişmelerinden sonra iç talepte görülebilecek potansiyel bir daralama ithalat talebini sınırlandırabilir. Ek olarak, Global ekonomik aktivitedeki normalleşme süreci, ihracat potansiyeline destek veriyor.
- Tüm bunları göz önünde bulundurarak, sene başında 19 milyar \$ (GSYH'nin %2,6'sı) seviyesinde öngördüğümüz 2021 sonu cari açığın halihazırda 24-25 milyar \$ (GSYH'nin kabaca %3,3'ü) civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

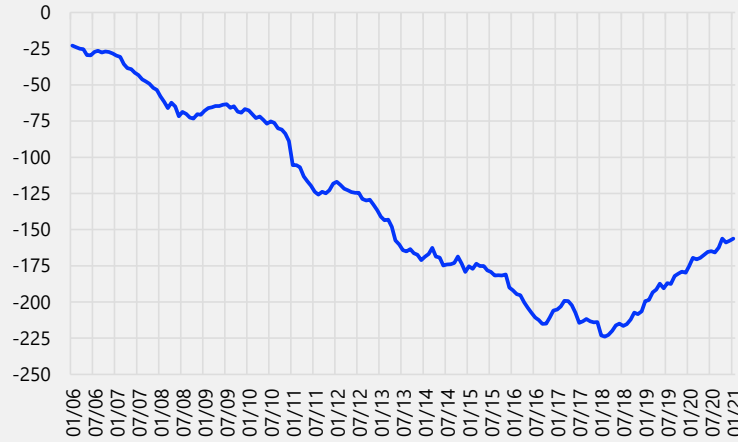


Dış borçlanma ihtiyacı önceki senelere oranla hafiflediye de, halen yüksek seyrediyor

Kısa Vadeli Dış Borç Stoku	12/18	12/19	12/20
MERKEZ BANKASI	5.9	8.4	21.4
GENEL YÖNETİM	4.7	4.3	5.9
BANKALAR	90.1	81.6	86.0
KREDİLER	44.2	33.2	36.9
DÖVİZ TEVDİAT HESABI	18.8	21.1	20.1
BANKA MEVDUATI	13.0	13.7	13.2
TL CİNSİNDEN MEVDUAT	14.0	13.6	15.7
DiĞER SEKTÖRLER	74.3	74.0	75.4
TİCARİ KREDİLER	47.8	50.6	56.7
DiĞER KREDİLER	26.5	23.3	18.8
TOPLAM	175.0	168.2	188.8
<i>Efektif Toplam *</i>	<i>70.7</i>	<i>56.5</i>	<i>55.7</i>

* (Banka/Krediler + Diğ er Sektörler/Diğ er Krediler)

Reel sektör döviz açık pozisyonu (Milyar \$)



Özel Sektörün Yurtdışından Sağladığı Kredi Borcunun 1 Yıla Kadar Olan Vade Dağılımı	03/21	04/21	05/21	06/21	07/21	08/21	09/21	10/21	11/21	12/21	01/22	02/22	12-Ay Toplam
UZUN VADELİ													
I- Finansal	1,265	1,814	1,675	4,461	983	871	1,019	2,124	4,150	2,226	927	1,590	23,104
i- Bankalar	1,155	1,723	1,112	4,287	712	723	940	2,056	3,368	2,087	791	1,491	20,444
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	109	91	563	174	271	148	79	68	782	138	136	100	2,660
II- Finansal Olmayan	965	1,010	645	1,709	499	947	1,184	457	1,292	1,928	730	468	11,836
Toplam Uzun Vadeli	2,230	2,824	2,319	6,170	1,482	1,818	2,203	2,581	5,442	4,154	1,657	2,059	34,940
KISA VADELİ													0
I- Finansal	2,251	1,145	1,172	720	460	524	402	268	503	513	219	159	8,336
i- Bankalar	1,799	1,057	1,022	649	353	455	335	189	440	339	137	64	6,841
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	452	88	149	71	107	69	68	79	62	173	82	95	1,495
II- Finansal Olmayan	161	138	144	144	89	246	116	100	117	91	93	119	1,557
Toplam Kısa Vadeli (*)	2,411	1,283	1,316	864	549	771	518	368	619	604	312	278	9,893
Toplam Özel Sektör	4,641	4,108	3,635	7,034	2,032	2,589	2,721	2,950	6,062	4,757	1,969	2,336	44,833
Merkezi Yönetim	4,566	676	706	2,498	420	771	831	607	3,648	444	469	4,868	20,504
Anapara	3,848	72	211	1,145	49	144	126	62	1,651	143	82	2,148	9,680
Faiz	718	604	496	1,353	371	627	704	545	1,998	302	387	2,721	10,824
TOPLAM (Özel Sektör + Merkezi Yönetim)	9,207	4,784	4,342	9,531	2,451	3,360	3,551	3,556	9,710	5,201	2,438	7,205	65,336

(*) Ticari krediler dahil değildir.

- 2018 ortalarındaki TL'nin değer kaybının ardından, özel sektörün borç azaltma eğilimine bağlı olarak, borç çevirme oranları %100'ün altına geriledi. 2018 Ağustos'undan bugüne, ortalama borç çevirme oranı, bankacılık sektöründe %72, reel sektörde %87 civarlarında gerçekleşti.
- Buna bağlı olarak, reel sektörün döviz açık pozisyonu da 2018'in başlarındaki yaklaşık 225 milyar \$ seviyelerinden, Ocak 2021 itibarıyla 156 milyar \$'a kadar geriledi.
- Kalan vadeye göre dış borç stoku (kısa vadeli borç ve gelecek 12 aylık dönemde geri ödemesi gelen uzun vadeli borç) 189 milyar \$ seviyesinde seyrediyor. Bunun 57 milyar \$'ı ticari krediler, gene 49 milyar \$'ı da banka mevduatlarından oluşuyor. Borcun bu kısmının görece daha rahat çevrilebilir olduğunu söyleyebiliriz.
- Buna göre, kamu ve özel sektörün gelecek 12 aylık süreçte ödemesi (çevirmesi) gereken dış borç miktarının yaklaşık 65 milyar \$ civarında olduğu gözüküyor.
- Son olarak, Katar Merkez Bankası ile 2020 yılında yapılan yapılan 10 milyar \$'lık swap anlaşmasının da etkisiyle, TCMB'nin dış borcunun da 21 milyar \$'ı aştığı görülüyor.

Kaynak: TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Piyasalara Dair Beklentiler

2021 Yılı Ekonomi ve Piyasa Takvimi



	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
MB Faiz Toplantıları	21 	4 	11 	15 	6 	4 	14 	6 	10 	21 	5 	10
	21 	18 	17 	28 	7 	10 	15 	12 	16 	29 	5 	16
	21 		18 	29 		16 	16 		17 	29 	18 	16
	27 		18 	30 		17 	29 		17 			17
			19 			18 			23 			18
Önemli Olaylar	28 Enflasyon Raporu 1/4 			29 Enflasyon Raporu 2/4 	28 Finansal İstikrar Raporu 1/2 		29 Enflasyon Raporu 3/4 			28 Enflasyon Raporu 4/4 	26 Finansal İstikrar Raporu 2/2 	2022 Yılı Para ve Kur Politikası
		9 MSCI Endeks Değişiklik MSCI			11 MSCI Endeks Değişiklik MSCI			11 MSCI Endeks Değişiklik MSCI			9 3Ç21 Bilanço Son Tarih 	
			11 4Ç20 Bilanço Son Tarih 	9-11 IMF - DB Bahar Toplantısı 	18-21 Davos WORLD ECONOMIC FORUM 	9 1Ç21 Bilanço Son Tarih 		19 2Ç21 Bilanço Son Tarih 	21 BM Genel Konseyi 	30 - 31 G-20 	11 MSCI Endeks Değişiklik MSCI	



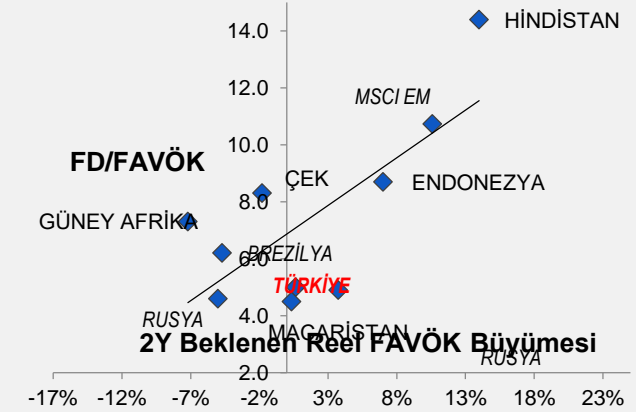
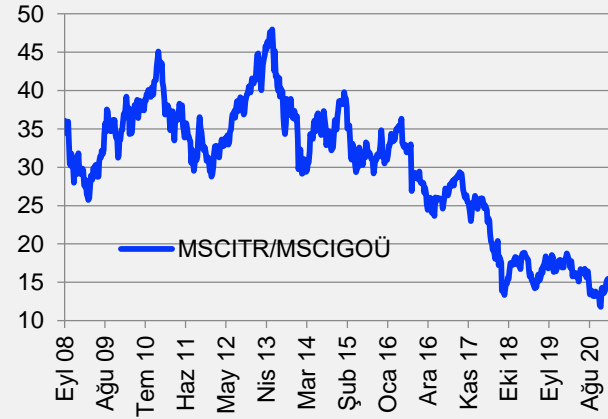
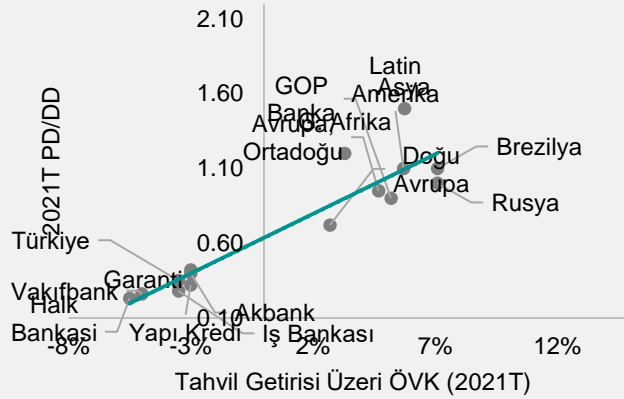
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Piyasalara Dair Beklentiler

Borsa İstanbul



- BIST-100 Endeksi'nin gelişmekte olan ülke (GOÜ) endekslerine karşı iskontosu devam etmektedir.
 - 2020 yılını %26'nın üzerinde bir getiri ile kapayan BIST-100 endeksi, 2021 yılına zor bir başlangıç yapmış olup, yılbaşından bugüne -%5'lik bir getiriye sahiptir. Gelişmekte olan ülke piyasaları ile karşılaştığımızda ise BIST 100'ün 2020 yılında -%9, 2021 yılından itibaren -%15'lik rölatif getiriye sahip olduğunu görmekteyiz.
 - Öte yandan, Türkiye'nin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu %33'dür ve bu seviye 2020 yıl sonu seviyesine paraleldir. Türkiye'nin tarihi FD/FAVÖK iskontosunun %18 olduğu göz önünde bulundurulursa, risk primindeki olası düşüşler bu iskontonun kapanmasına yardımcı olabilir. Bankacılık sektörü hisseleri, özellikle de özel bankalar ele alındığında, iskontolu çarpanlarla işlem görmeye devam etmektedir. Ancak sektörü etkileyen koşulların hisseler için bir katalizör olmayacağını düşünmekteyiz. Kısa ve orta vadede sektörün kredi sağlık performansı hisse fiyatları için belirleyici olmaya devam edecektir.
 - **BIST-100 Endeksi hedefimizi 1,750 seviyesinden 1,575 seviyesine düşürüyoruz.** Endeks hedef değişikliğimizin ana nedeni artan faiz ortamı ile beraber, global anlamda da faizlerin artma riski olasılığını değerlemelere gerçekçi olarak yansıtacaktır. Bu kapsamda İNA modellerimizde kullandığımız risksiz faiz oranımızı %13.5'dan %16'ya yükseltiyoruz. İNA'larda kullandığımız yeni risksiz faiz oranı, kapsamımızdaki şirketlerin en güncel temel gelişmeleri ile harmanlandığında, BIST-100 için yeni endeks hedef değerimiz 1,575 olarak oluşmaktadır. Hisse bazındaki hedef değer ve tavsiye değişikliklerimizi 31-33. sayfalardaki tablolarda bulabilirsiniz.
 - Yaptığımız değişiklikler sonucunda FAVÖK ve net kar tahminlerimizde önemli bir değişiklik olmamıştır. 2021 yılında %3'lük bir FAVÖK büyümesi beklerken, net karlarda stabil bir trend beklemekteyiz.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişiklikleri

Bankacılık



Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2021T NFG		2021T Net Kar	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni
Akbank	4.88	8.10	7.02	44%	EÜG	EÜG	21,526	20,880	7,265	7,018
Garanti Bankası	7.09	12.50	10.27	45%	EÜG	EÜG	25,122	25,300	8,214	8,100
T. Halk Bankası	4.26	-	-	-	ÖV	ÖV	18,256	14,500	3,321	2,211
Vakıfbank	3.38	5.02	4.14	22%	EPG	EPG	19,222	16,577	4,832	3,713
Yapı ve Kredi Bankası	2.12	4.06	3.25	53%	EÜG	EÜG	17,405	17,675	5,725	5,520
İş Bankası	4.83	7.22	6.22	29%	EPG	EPG	24,722	26,808	7,102	7,172

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişiklikleri



Banka Dışı Şirketler

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2021T Gelirler		2021T FAVÖK		2021T Net Kar	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni
Akiş GMYO	1.78	1.76	1.69	-5%	EPG	EPG	460	380	305	244	792	249
Aksa Akrilik	14.36	15.26	16.61	16%	EPG	EPG	6,124	6,356	975	1,015	571	730
Arçelik	31.32	-	42.36	35%	-	EÜG	-	49,799	-	5,494	-	2,658
Aygaz	12.78	16.72	14.19	11%	EPG	EPG	13,205	14,090	525	770	449	497
Bim Mağazaları	65.95	79.30	80.30	22%	EPG	EÜG	68,243	68,700	4,587	5,672	2,715	2,579
Brisa	22.78	23.15	23.45	3%	EPG	EPG	4,312	4,837	849	946	525	622
Coca Cola İçecek	70.90	79.70	78.40	11%	EÜG	EÜG	17,123	17,443	3,397	3,598	1,704	1,695
Doğuş Otomotiv	27.00	28.61	26.25	-3%	EPG	EPG	18,281	21,252	1,018	1,197	828	940
Enerjisa	9.73	14.28	13.87	43%	EPG	EÜG	25,985	26,046	4,578	5,190	1,758	1,786
Enka İnşaat	7.47	8.80	9.25	24%	EPG	EPG	12,509	13,859	2,715	3,404	4,232	3,430
Ereğli	17.99	19.65	19.65	9%	EÜG	EÜG	47,482	47,482	12,572	12,572	7,684	7,684
Ford Otosan	168.40	141.89	168.58	0%	EPG	EPG	64,709	69,295	5,787	5,544	4,551	4,451
Good Year	6.81	7.16	6.74	-1%	EPG	EPG	3,534	3,689	389	372	302	277
İndeks Bilgisayar	7.06	4.13	5.90	-16%	EPG	EPG	9,378	12,306	234	326	153	171
Kardemir	6.97	7.22	8.85	27%	EÜG	EÜG	10,248	11,622	2,367	3,308	1,302	1,680
Koç Holding	17.21	26.60	25.00	45%	EÜG	EÜG	176,831	194,514	28,468	27,045	11,300	10,509
Kordsa	21.30	17.50	22.68	6%	EPG	EPG	5,011	5,239	780	815	352	320

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

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişiklikleri



Banka Dışı Şirketler

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2021T Gelirler		2021T FAVÖK		2021T Net Kar	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni
Koza Altın	107.80	111.45	129.00	20%	EÜG	EPG	3,979	3,824	2,787	2,316	2,024	2,484
Koza Anadolu	13.50	16.40	17.45	29%	EÜG	EÜG	4,054	3,901	2,775	2,284	1,053	1,374
Logo	148.30	169.81	153.97	4%	EÜG	EPG	720	720	250	250	168	175
Mavi Giyim	41.00	77.40	72.30	76%	EÜG	EÜG	3,136	3,023	611	605	180	145
Migros Ticaret	34.94	65.90	60.30	73%	EÜG	EÜG	33,587	33,689	2,682	2,644	323	190
Orge Elektrik	10.73	8.05	11.00	3%	EPG	EPG	162	203	56	70	46	62
Otokar	322.90	374.70	365.90	13%	EPG	EPG	3,677	3,885	858	907	610	631
Petkim	6.29	5.60	8.15	30%	EPG	EÜG	13,462	23,977	2,010	3,630	1,191	2,625
Sabancı Holding	7.88	15.50	13.00	65%	EÜG	EÜG	62,595	63,851	12,318	12,313	5,367	5,224
Şok Marketler	12.29	19.50	19.20	56%	EÜG	EÜG	24,929	26,556	2,069	2,492	175	257
Tekfen Holding	15.38	19.95	18.60	21%	EPG	EPG	11,390	16,785	994	991	445	404
Tofaş	28.62	34.26	34.87	22%	EPG	EPG	28,513	29,885	3,617	3,722	2,100	2,540
Türk Telekom	6.15	10.70	9.00	46%	EÜG	EÜG	32,209	32,522	14,969	15,062	5,567	5,149
Türk Traktor	205.40	189.47	196.47	-4%	EPG	EPG	7,652	8,275	924	1,001	691	764
Turkcell	15.00	22.10	19.92	33%	EÜG	EÜG	33,613	33,979	13,862	13,985	5,331	5,041
Tüpraş	86.50	137.00	110.00	27%	EPG	EPG	91,728	95,151	5,641	6,095	2,123	1,850
Ülker Gıda	20.84	32.44	31.25	50%	EÜG	EÜG	11,332	11,706	1,830	1,885	1,114	1,190
Zorlu Enerji	2.01	2.90	2.40	19%	EPG	EPG	9,216	9,216	2,363	2,363	145	145

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

**EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Arçelik

ARCLK TI / ARCLK.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	42.36		
Hisse Fiyatı (TL)	30.85		
Yükseliş Potansiyeli (%)	37%		
Piyasa Değeri	21,164		
Firma Değeri	26,237		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	40,872	49,799	57,977
artış	28%	22%	16%
FAVÖK	5,065	5,494	6,385
marj	12.4%	11.0%	11.0%
Net Kar	2,848	2,658	3,062
marj	7.0%	5.3%	5.3%
Net Borç	5,073	5,708	5,116
HB Temettü	0.0	2.2	2.0
Tem. Verimi	0.0%	7.2%	6.5%
FD/FAVÖK	3.9	4.9	4.1
F/K	4.7	7.8	6.8
PD/DD	0.98	1.39	1.25

- Arçelik Avrupa'nın ikinci büyük beyaz eşya şirkettir ve Türkiye'de beyaz eşya pazarında yaklaşık %50 ve TV pazarında yaklaşık %27 payla lider konumdadır. Bir Koç Grubu şirketi olan Arçelik, ürün ve servislerini 130'un üzerinde ülkede satmakta ve gelirlerinin yaklaşık %65'ini yurt dışından elde etmektedir. Şirket, Arctic markasıyla Romanya'da, Defy markasıyla Güney Afrika'da ve Dawlance markasıyla Pakistan'da pazar lideri konumundadır. Şirket, Beko markasıyla Avrupa solo beyaz eşya pazarının ve Doğu Avrupa, İngiltere ve Polonya beyaz eşya pazarlarının lideridir.
- Değerleme çarpanları. global benzer şirketlerle kıyaslandığında Arçelik'in hisse fiyatının önemli ölçüde iskontolu olduğunu göstermektedir. İskontolu hisse fiyatına karşın karşın, benzerlerine kıyasla şirketin daha yüksek büyüme potansiyeli, kar marjları, öz sermaye getirisi ve temettü verimi beklentisi bulunmaktadır.
- Geçmiş 10 yılda hisselerin ortalama olarak 7,8x FD/FAVÖK ve 12,0x F/K çarpanlarından işlem görmüş olması, şirketin 2021, 2022 ve 2023 değerleme çarpanlarının ve hisse fiyatının ciddi ölçüde iskontolu olduğunu düşündüren bir başka göstergedir.
- Değerleme ile ilgili risk teşkil edebilecek hususlar. 1) Hammadde fiyatlarındaki (metal, plastik) artış trendinin devam etmesi ve şirketin bu artışları ürün fiyatlarına yansıtamaması, 2) Koronavirüs nedeniyle tedarik ve üretim kayıpları yaşanması ve/veya talebin olumsuz etkilenmesi, 3) Türkiye'de ve global ekonomilerde daralma yaşanması ve dayanıklı tüketim ürünlerine olan talebin gerilemesi, 4) Arçelik'in faaliyet gösterdiği önemli ülkelerdeki para birimlerinin zayıflaması, 5) Arçelik'in faaliyet gösterdiği pazarlarda ciddi kapasite yatırımları yapılması ve rekabetin artması.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Erdemir



EREGL T1 / EREGL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			19.65
Hisse Fiyatı (TL)			17.88
Yükseliş Potansiyeli (%)			10%
Piyasa Değeri			62,965
Firma Değeri			55,982
Finansal Göstergeler			
TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	32,048	47,482	46,987
artış	17%	48%	-1%
FAVÖK	6,665	12,572	10,890
marj	20.8%	26.5%	23.2%
Net Kar	3,309	7,684	6,993
marj	10.3%	16.2%	14.9%
Net Borç	-6,983	-5,041	-4,137
HB Temettü	0.2	1.9	1.8
Tem. Verimi	1.3%	10.3%	10.1%
FD/FAVÖK	4.0	4.7	5.5
F/K	8.6	8.1	9.0
PD/DD	0.71	1.28	1.14

- Erdemir artış trendini devam ettiren çelik fiyatlarından olumlu etkilenmektedir. Çelik fiyatlarındaki artışın yılın ilk yarısında şirketin finansallarına olumlu yansımaları bekliyoruz. HRC fiyatları ilk çeyrekte artışa devam ederek mart ayında 900 dolar seviyesinin üzerine tırmandı. Bu artışla birlikte ilk çeyrek ortalama fiyat yıllık %59 ve çeyreklik %32 artış gerçekleşti. Demir cevheri fiyatlarındaki çeyreklik artışın %26 seviyesinde olmasına rağmen bir diğer girdi olan kömür fiyatlarının görece düşük seyri ve yüksek ürün fiyat artışları şirket karlılığını destekleyecektir.
- İlk yarıdaki bu güçlü görünüm sayesinde şirketin ton başına FAVÖK'ünün 2021T'de 176 dolara yükselmesini bekliyoruz. 2020 yılının son çeyreğinde yükselmeye başlayan ton başına FAVÖK rakamının (4Ç20: 144 dolar) 2021 yılının ilk çeyreğinde 220 dolar ve ikinci çeyreğinde ise 240 dolar seviyelerine çıkabileceğini düşünüyoruz. Bu sayede yılın ikinci yarısında kademeli bir normalleşme beklentimize rağmen 2021 yılı ortalama marjının 176 dolar seviyesinde olabileceğini öngörüyoruz. Bu beklentiler paralelinde Erdemir için 2021 yılında 1.5 milyar dolarlık FAVÖK yaratmasını bekliyoruz.
- Yatırımların şirketin verimlilik artışına katkı vermesi bekleniyor. Orta vadede şirketin 2019 yılı içerisinde açıkladığı toplam 1.4 milyar doları bulan yatırım programının tamamlanması ile birlikte İskenderun tesisinin toplam kapasitesinin de 1 milyon ton civarında artması öngörülmektedir. Bunun yanında ilk çeyrek içerisinde alınan Kümaş'ın da şirketin verimliliğine katkıda bulunması beklenmektedir.
- Şirketin güçlü faaliyet performansının yıl içerisindeki yatırım giderlerini büyük ölçüde karşılaması beklenmektedir. Şirket ilk çeyrekte 0.8 milyar dolarlık temettü ödemesi ve 0.3 milyar dolarlık Kümaş satın alması ile birlikte yıl içerisinde ilave 0.6 milyar dolarlık yatırım yapması beklenmektedir. Ancak özellikle yılın ilk yarısındaki güçlü faaliyet performansının şirketin net nakit durumuna katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Şirketin yüksek temettü veriminin de önümüzdeki yıllarda yine katalist olmaya devam edebileceğini öngörüyoruz.
- Erdemir hisseleri halihazırda 2021 beklentilerine göre 4.7x FD/FAVÖK ve 8.1x F/K çarpanlarından işlem görürken benzer şirketler 5.5x FD/FAVÖK ve 9.1x FK çarpanından işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Koç Holding



KCHOL.TI / KCHOL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				25.00
Hisse Fiyatı (TL)				16.98
Yükseliş Potansiyeli (%)				47%
NAD İskontosu				38%
Piyasa Değeri				43,643
Finansal Göstergeler				
TL mn	2020	2021T	2022T	
Gelirler	183,777	194,514	227,163	
artış	20%	6%	17%	
FAVÖK	25,393	27,045	31,913	
marj	13.8%	13.9%	14.0%	
Net Kar	9,273	10,509	13,169	
marj	5.0%	5.4%	5.8%	
HB Temettü	0.2	0.6	0.6	
Tem. Verimi	1.3%	3.4%	3.5%	
F/K	4.4	4.1	3.3	
PD/DD	0.89	0.79	0.67	

- Koç Holding'in cari net aktif değer iskontosu %38 seviyesine bulunurken son 5 yıllık ortalama olan %4'ün oldukça üzerine seyretmektedir. Otomotiv ve dayanıklı tüketim segmentlerinin görece olumlu performansının Koç Holding hisselerine de yansımaları bekliyoruz. Değerleme olarak iyi seviyelerde olan Koç Holding açısından geride kalan rafineri ve bankacılık segmentlerinde yaşanabilecek olası toparlanmanın destek olabileceğini düşünüyoruz.
- Koç Holding'in çeşitlendirilmiş portföy yapısı defansif özellikler taşıyarak büyüme odaklı şirketleri de barındırmaktadır. Çeşitlendirme özellikle zor zamanlarda oluşabilecek dalgalanmaların da etkisini azaltmaktadır. Koç Holding'in net aktif değeri içerisindeki ana iş kollarından otomotiv %32, traktör, defans ve satış/kiralama barındıran diğer otomotiv %10, enerji %19, dayanıklı tüketim %12 ve finans %15 paya sahiptir.
- Enerji segmentinde petrol fiyatlarındaki artış kaynaklı toparlanma, oto ve dayanıklı tüketim segmentlerinin olumlu seyri finansalları desteklemeye devam etmektedir. Güçlü iç talep ve otomotiv segmentindeki al ya da öde anlaşmaları bu segmentlerin finansal performansına olumlu yansımaktadır.
- Koç Holding'in 1,7 milyar dolarlık brüt nakit pozisyonu dalgalanmaların olduğu dönemlerde koruyucu etkisi ile ön plana çıkarken yeni yatırımlar için fırsat yaratmaktadır. Grup bünyesindeki şirketlerle birlikte yurtiçi ve yurtdışında yeni yatırım fırsatlarını sürekli incelemektedir. Güçlü nakit pozisyonu ve iştiraklerden gelen temettü akışı sayesinde temettü dağıtımını süreklilik arz ederken, karının ortalama %19'unu ve topladığı temettünün yaklaşık %50'sini kendi hissedarlarına dağıtmaktadır.
- Hem net aktif değer iskontosu hem de çarpanlar şirketin geçmiş döneme göre ucuz seviyelerde işlem gördüğüne işaret etmektedir. Koç Holding'i «Endeksin Üzerinde Getiri» tavsiyesi ile en beğendiğimiz şirketler arasında tutmaya devam ediyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Mavi

MAVI TI / MAVI.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		72.30	
Hisse Fiyatı (TL)		40.76	
Yükseliş Potansiyeli (%)		77%	
Piyasa Değeri		2,036	
Firma Değeri		2,551	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	2,402	3,023	3,625
artış	-16%	26%	20%
FAVÖK	385	605	725
marj	16.0%	20.0%	20.0%
Net Kar	5	145	204
marj	0.2%	4.8%	5.6%
Net Borç	515	600	657
HB Temettü	0.0	0.0	1.2
Tem. Verimi	0.0%	0.0%	3.0%
FD/FAVÖK	7.3	4.4	3.7
F/K	492.2	14.0	9.9
PD/DD	4.42	3.38	2.90

- Mavi, pandemi sonrası döngüsünde fırsat arayan yatırımcılar için uygun bir yatırım aracı olduğunu düşünmekteyiz. Söyle ki, kapanmalardan etkilenen operasyonlar nedeni ile hisse Mart 2020'den beri BIST-100'ün %29 gerisinde kalmış durumda.
- Şirketin 2021 yılının ikinci yarısında güçlü bir finansal toparlanma yaşamasını ve yılın tümünde satışlarının %26, FAVÖK'ünün ise %57 artmasını beklemekteyiz. Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2021 beklentilerimize göre oldukça cazip 4.4x FD/FAVÖK (2022: 3.7x) çarpanlarından işlem görmekte.
- 72.3TL hedef fiyat ile "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz ve pandemiden dolayı hisselerin kısa vadeli görünümünde belirsizliklerin oluşabileceğini, dolayısıyla hisselerin uzun vadeli yatırım amacı ile zayıf dönemlerde kademeli olarak alınmasını tavsiye ettiğimizi belirtmek isteriz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Migros

MGROS TI / MGROS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				60.30
Hisse Fiyatı (TL)				34.38
Yükseliş Potansiyeli (%)				75%
Piyasa Değeri				6,326
Firma Değeri				9,862
Finansal Göstergeler				
TL mn	2020	2021T	2022T	
Gelirler	28,790	33,689	40,280	
artış	26%	17%	20%	
FAVÖK	2,224	2,644	3,039	
marj	7.7%	7.8%	7.5%	
Net Kar	-403	190	420	
marj	-1.4%	0.6%	1.0%	
Net Borç	3,536	3,230	2,695	
HB Temettü	0.0	0.0	0.0	
Tem. Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	
FD/FAVÖK	4.4	3.6	3.0	
F/K	-15.4	32.8	14.8	
PD/DD	199.40	22.88	11.00	

- Migros, portföyümüzdeki en beğendiğimiz şirketlerden biri olma konumunu korumaktadır. Şöyle ki, şirket finansal borçluluğunu, beklentilerimizin üzerinde yarattığı nakit akışı ile (yıllık beklentimiz 2 milyar TL) hızla azaltmaktadır. Şirket, döviz cinsi borcunu 2019 yılı sonundan bu yana 430 milyon Avro'dan 50 milyon Avro'ya düşürmüştür.
- Şirket ayrıca, 2019 yılı sonunda 2 milyar TL olan net finansal borcunu, 2020 yılı sonunda 600 milyon TL'ye düşürmüştür. Tahminlerimize göre, şirketin 2021'in ilk yarısı sonunda finansal borcu kalmayabilir. Net karı baskılayan finansal giderlerin, 2021 yılı içerisinde azalması hisse için katalizör olabilir.
- Büyüme beklentileri ele alındığında, Migros enflasyon üzerinde ciro büyüme sürdürülebilirliği ile BIST dahilindeki en güçlü şirketlerden biridir. Önümüzdeki dönemde, finansal borçluluğundaki düşüş trendinin Migros'un piyasa değerime olumlu katkı yapmaya devam etmesini beklemekteyiz.
- Şirket 3.6X 2021T FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görürken, aynı sektörde işlem gören ve güçlü net nakit pozisyonu olan BIM'in 7.7 FD/FAVÖK çarpanıyla işlem gördüğünü belirtmekte fayda var. Migros için 60.3TL hedef fiyat ile "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesinde bulunuyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Sabancı Holding



SAHOL TI / SAHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	13.00		
Hisse Fiyatı (TL)	7.82		
Yükseliş Potansiyeli (%)	66%		
NAD İskontosu	53%		
Piyasa Değeri	16,078		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	59,354	63,851	71,543
artış	216%	8%	12%
FAVÖK	11,917	12,313	14,487
marj	20.1%	19.3%	20.2%
Net Kar	4,768	5,224	6,100
marj	8.0%	8.2%	8.5%
HB Temettü	0.3	0.4	0.4
Tem. Verimi	3.9%	4.5%	4.7%
F/K	3.6	3.1	2.6
PD/DD	0.46	0.38	0.35

- Sabancı Holding net aktif değerine olan yüksek iskontosu ile beğendiğimiz hisseler arasında bulunuyor. Şirket halihazırda NAD'ine göre %53 oranında iskonto ile işlem görürken bu rakam son 5 yıl ortalaması olan %35'in oldukça üzerinde bulunmaktadır.
- Geçtiğimiz yıllarda toplam net aktif değeri içerisindeki halka açık şirketlerin payını %80 seviyelerine kadar çıkarması holdingin şeffaflığını artırmaktadır. Şirketin ilerideki dönemde elektrik üretim segmentinin de potansiyel halka açılması durumunda bu oran daha da yükselecektir. Bu yönde atılabilecek olası adımların da şirket açısından katalist olabileceğini değerlendiriyoruz.
- Bunun yanında iştirak optimizasyonuna odaklanan şirket özellikle odağı dışındaki yatırımlardan çıkarak elindeki varlıkları daha ideal bir şekilde kullanmaya çalışmaktadır. Bankacılık segmenti ağırlığı halen net aktif değerinin %35'ini oluştursa da enerji ve sanayi başta olmak üzere bankacılık dışındaki segmentlerdeki büyüme bu oranı kademeli olarak aşağıya çekmektedir.
- Şu anda net aktif değerine %53 oranında iskonto ile işlem gören Sabancı Holding için 13.00TL hedef fiyat ve %66 yükseliş potansiyeli ile Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi vermekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Şok Marketler

SOKM T1 / SOKM.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		19.20	
Hisse Fiyatı (TL)		12.17	
Yükseliş Potansiyeli (%)		58%	
Piyasa Değeri		7,521	
Firma Değeri		8,809	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	21,354	26,556	31,856
artış	33%	24%	20%
FAVÖK	2,099	2,492	2,957
marj	9.8%	9.4%	9.3%
Net Kar	273	257	457
marj	1.3%	1.0%	1.4%
Net Borç	1,644	1,313	1,169
HB Temettü	0.0	0.2	0.3
Tem. Verimi	0.0%	1.6%	2.7%
FD/FAVÖK	4.1	3.5	2.9
F/K	25.7	29.0	16.3
PD/DD	27.69	17.27	9.18

- Şok Marketler'in mevcut iş modeli ile, içinde bulunduğumuz zorlu ortamda yurtiçi ve yurtdışı dalgalanmalardan olumsuz etkilenmeyecek az sayıda şirketten biri olduğunu düşünüyoruz. Ek olarak, şirketin halihazırda nakit akışının, marj ve sepet büyümesi bazlı etkenler ile olumlu bir seyrinde ilerlediğini gözlemliyoruz.
- 2021 senesi için Şok'un yıllık bazda 24% artış ile 26.6 milyar TL ciro elde etmesini bekliyoruz. Şirketin FAVÖK'ünün ise muhafazakar yaklaşımımızla birlikte 19% büyüyerek 2.5 milyar TL civarında olmasını öngörüyoruz. (2021T FAVÖK marjı: 9.4%)
- Bunun yanında, şirketin net borcunun bulunmamasının risk iştahının azaldığı dönemlerde hisseyi göreceli olarak desteklemesini bekleriz. Hisse, 2021 beklentilerine göre oldukça düşük sayılabilecek 3.5x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Türk Telekom



TTKOM T1 / TTKOM.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	9.00
Hisse Fiyatı (TL)	6.14
Yükseliş Potansiyeli (%)	47%
Piyasa Değeri	21,525
Firma Değeri	37,752

Finansal Göstergeler

TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	28,289	32,522	35,755
artış	20%	15%	10%
FAVÖK	12,895	15,062	16,367
marj	45.6%	46.3%	45.8%
Net Kar	3,178	5,149	5,815
marj	11.2%	15.8%	16.3%
Net Borç	16,227	16,967	16,300
HB Temettü	0.2	0.5	0.8
Tem. Verimi	2.8%	8.7%	13.2%
FD/FAVÖK	3.3	2.6	2.3
F/K	7.9	4.2	3.7
PD/DD	2.09	1.40	1.17

- Türk Telekom mevcut pandeminin olumsuz etkilerine rağmen, güçlü gelir ve karlılık büyümesini devam ettirmesi sayesinde beğendiğimiz şirketler arasında yer almaya devam ediyor. Özellikle pandeminin etkisi ile artan geniş bant talebi ve daha yüksek hızda veri paketi seçenekleri, gelirleri destekleyen bir unsur olarak ön plana çıkıyor. Özellikle 2020 yılında genişbant segmentinde kazılan 2 milyon adet net yeni a one 2021 yılında da şirket gelirlerini desteklemeye devam edecektir. Bu sayede Türk Telekom'un gelirlerinin 2021 yılında %15 artarak 32.5 milyar TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.
- Gelirlerdeki artış ve maliyet kontrollerinin devamı ile birlikte şirketin FAVÖK performansının da olumlu olmasını bekliyoruz. Türk Telekom'un FAVÖK rakamının 2021 yılında yıllık %14 artışla 15 milyar TL seviyesini geçeceğini tahmin ediyoruz. FAVÖK marjı ise yine %46 civarında güçlü seyrini koruyacaktır.
- Şirketin lisans ödemelerinin geçtiğimiz yıllarda tamamlanması sonrasında güçlü nakit yaratma kapasitesi borçluluğa olumlu yansıyor. Şirketin 2020 sonu itibarıyla 15.4 milyar TL net borcu bulunurken, net borç/FAVÖK çarpanı 1.15 seviyesine kadar gerilemiş durumda. Kur pozisyonu ise 46 milyon dolar artıda bulunurken, bu rakam geçtiğimiz yıllara göre ciddi bir iyileşmeye işaret etmektedir. Şirketin iyileşen borç oranları sayesinde temettü ödeme kapasitesini de artıracığını ve önümüzdeki yıllarda iyi seviyede temettü dağıtan bir şirket olacağını düşünüyoruz.
- Türk Telekom şu anda 2021 beklentilerine göre 2.6x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmekteyken, benzer şirketler ortalaması ise 5.1x seviyesinde bulunuyor.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Turkcell

TCELL TI / TCELL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat			19.92
Hisse Fiyatı (TL)			14.84
Yükseliş Potansiyeli (%)			34%
Piyasa Değeri			33,000
Firma Değeri			42,024
Finansal Göstergeler			
TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	29,104	33,979	38,165
artış	21%	17%	12%
FAVÖK	12,597	13,985	15,732
marj	43.3%	41.2%	41.2%
Net Kar	4,237	5,041	5,973
marj	14.6%	14.8%	15.7%
Net Borç	9,024	8,730	7,250
HB Temettü	0.4	1.2	1.4
Tem. Verimi	2.5%	7.9%	9.3%
FD/FAVÖK	3.3	3.0	2.6
F/K	7.5	6.5	5.5
PD/DD	1.53	1.33	1.19

- Turkcell'in mobil segmentteki liderliği ve toplam 36.7 milyon abonesi gelirlerini desteklemeye devam etmektedir. Şirket 2020 yılında 1.6 milyon net faturalı abone kazanımında bulunurken, bunun yanında yüksek paketlere geçişler ve superbox gibi ürünlere olan talep pandeminin olumsuz etkilerine rağmen gelirleri desteklemeye devam etmektedir. Geçmiş dönemde kazanılan yeni aboneler ve abone kazımındaki artışın devam etmesi ile Turkcell'in 2021 yılında gelirlerini yıllık %16.8 artışla 34 milyar TL seviyesine ulaştırmasını bekliyoruz.
- Gelirlerdeki artış ve alınan maliyet düşürücü önlemlerle faaliyet karının yine güçlü seviyelerini korumasını bekliyoruz. Turkcell'in bu sayede yıllık %14 artışla 2021 yılı FAVÖK'ünün 14 milyar TL seviyesinde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu da %41'in üzerinde bir FAVÖK marjına işaret etmektedir.
- Turkcell, bundan önce yaptığı uygulamalarla döviz riskini kontrol etmeyi başardığını göstermiştir. Şirketin borçluluğu ise 2020 sonu itibarıyla FAVÖK'ün 0.8 katı olan 9.7 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Şirketin aynı zamanda 132 milyon dolarlık döviz uzun pozisyonu bulunmaktadır.
- Şirketin uzun bir süre devam eden hissedarlık probleminin çözülmesi temettü dağıtımını gibi bazı konulardaki belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır. Bu da şirketin önümüzdeki yıllarda daha fazla nakit temettü dağıtımının önünü açabilecektir. Bunun yanında şirketin altında faaliyet gösteren Superonline gibi şirketlerle ilgili gelebilecek olası halka arz haberleri orta vadede bu değerin ortaya çıkması ile katalist olabilecektir.
- Turkcell şu anda 2021 beklentilerimize göre 3.0x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmekteyken benzer şirketler ortalaması ise 5.1x seviyesinde bulunuyor.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Yapı ve Kredi Bankası



YKBNK.TI / YKBNK.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	3.25		
Hisse Fiyatı (TL)	2.08		
Yükseliş Potansiyeli (%)	56%		
Piyasa Değeri	17,570		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2020	2021T	2022T
Net Faiz Geliri	13,962	16,355	17,405
artış		17%	6%
Net Kar	5,080	5,520	8,401
HB Temettü	0.0	0.1	0.0
Tem. Verimi	0.00%	2.85%	0.00%
F/K	3.6	3.2	2.1
PD/DD	0.39	0.33	0.28

- Sermaye karlılığı yaratma beklentisi farklı trendlerde olmamasına rağmen, Yapı Kredi 0.33x PD/DD çarpanıyla özel bankalar arasında en düşük değerlemede işlem gören banka hissesi olarak dikkat çekmektedir.
- Banka, muhafazakar kredi muhasebeleştirme yapısıyla, halka açık bankalar arasında en yüksek provizyon ayıran bankalar arasında başı çekmektedir.
- Bankanın bilançosunda 14 milyar TL kısa vadeli likidite bulunması ile birlikte, sermaye yeterlilik rasyosu %16,5'dur.
- Bankanın daha ufak meblağlı kredi verme ve mevduat toplama stratejisinin, risk profilini göreceli olarak azalttığını, ve pazar payı kazanma konusunda rakiplerine göre avantaj sağladığını düşünmekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ana Tahminler

Makroekonomik Veriler



Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler	2018	2019	2020	2021 (T)
Ekonomik Büyüme				
GSYH (cari, milyar TL)	3,758	4,320	5,048	6,077
GSYH (cari, milyar dolar)	785	760	717	737
GSYH (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	2.9	0.9	1.8	3.5
Kişi Başına GSYH (bin dolar)	9,693	9,283	8,576	8,699
Enflasyon				
Yılsonu TÜFE (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	15.0
Ortalama TÜFE (yıllık, yüzde)	16.2	15.5	12.3	16.5
Ödemeler Dengesi				
Cari Denge (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-36.8	-24.1
Cari Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	-3.5	0.3	-5.1	-3.3
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi				
Bütçe Dengesi (yılsonu, milyar TL)	-72.6	-130.0	-172.7	-249.5
Bütçe Dengesi/GSYH (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-4.1
Faiz Dışı Denge (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-73.5
Faiz Dışı Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-1.2

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

Ana Tahminler

Piyasalar



Piyasalara Yönelik Tahminler	2018	2019	2020	2021 (T)
BİST-100				
Düşük - Yüksek	847 - 1,235	837 - 1,148	842 - 1,420	1,025 - 1,575
Kapanış	913	1,144	1,400	1,575
Dolar/TL				
Düşük - Yüksek	3.74 - 6.88	5.19 - 6.20	5.85 - 8.46	6.9 - 9.0
Ortalama	4.83	5.67	7.02	8.23
Kapanış	5.26	5.94	7.65	8.90
2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi				
Düşük - Yüksek	12.9 - 27.0	11.7 - 26.1	8.8 - 13.8	14.7 - 20.8
Kapanış	19.7	11.7	14.6	17.8
10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi				
Düşük - Yüksek	11.7 - 22.2	12.2 - 21.4	10.1 - 14.8	12.9 - 19.9
Kapanış	16.4	12.3	12.9	16.8
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi				
Düşük - Yüksek	12.8 - 24.1	11.3 - 25.5	7.3 - 16.0	17.0 - 19.0
Ortalama	17.7	20.7	10.8	18.1
Kapanış	24.1	11.4	17.0	17.0
Brent				
Ortalama	72	64	42	65

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

Ali Kerim Akkoyunlu	Direktör	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	aakkoyunlu@gedik.com
Hasan Şener	Müdür	Holdingle, Petrol Ürünleri, Enerji (Elektrik), Taahhüt, Demir-Çelik & Maden, Telekomünikasyon	hasan.sener@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Müdür	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Havacılık, Cam, Çimento, GYO	emre.akyol@gedik.com
Serkan Gönençler	Ekonomist	Makroekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Ceren Çapcı	Uzman	Yurtiçi Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Burak Gençtürk	Uzman Yardımcısı	Kimyevi Maddeler, Bilişim, Sağlık	burak.gencturk@gedik.com
Efe Özyeşil	Uzman Yardımcısı	Perakende, Savunma Sanayii, Gıda & İçecek, Giyim, Mobilya	efe.ozyesil@gedik.com
Büşra Ergül	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	busra.ergul@gedik.com

Yasal Uyarı

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

Bizi Takip Edin



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



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



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



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



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



www.gedikyatirim.com.tr