



Hisse Stratejisi

Revize Hedef Fiyatlar ve Model Portföy Tanıtımı

28 Mayıs 2019

Makro tahminlerde değişiklik ve risksiz faiz oranında artış: Temel makro göstergelerimize ilişkin tahminlerimizde değişiklik yapıyor ve bunları hisse değerlemelerimize yansıtıyoruz. 2019 yılına dair makro tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler şu şekilde: (1) Ekonomik büyüme tahminimizi %1,6'dan %1,3'e indirdik; (2) enflasyon tahminimizi %16,6'dan %16'ya revize ettik; (3) yılsonu dolar/TL tahminimizi 5.98'den 6,19'a yükselttik; (4) 10 yıllık gösterge tahvil faizi tahminimizi %15,5'ten %17,5'e artırdık ve (5) daha önce %15,5 olan risksiz faiz oranı varsayımımızı %18 olarak güncelledik.

Hedef getiri tahminlerimizde ortalama %6,8 düşüş: Tahminlerimizdeki değişiklikler sonrasında hedef getiri tahminlerimiz ortalama olarak bankalarda %15,9, gerilerken, sanayi şirketlerinde %2,3 arttı. Sanayi şirketlerindeki hedef değer artışının ana nedeni ağırlığı yüksek olan Tüpraş'ta yapılan temel ayarlama olup, Tüpraş haricindeki sanayi şirketlerinde hedef değerlerimiz %1,7 azalış göstermiştir. Sanayi şirketlerindeki hedef değerlerinin azalmasının bankacılık sektöründen az olmasının ana nedeninin ise bankaların değerlendirme modellerinin faizlere çok daha fazla duyarlı olması ve şirketlerin bir çoğunun ihracata dayalı gelirlerinden dolayı değerlerini daha fazla koruyabilme özelliğine sahip olmasını vurgulamakta fayda var. Öte yandan, bankaların 2019 yılı kâr tahminlerinde bir değişikliğe gitmedik. Zira, tüm özel bankaların ilk 3 aylık finansal sonuçları, operasyonel performansın sene başındaki tahminlerinden daha olumlu gerçekleşmesiyle, beklentilerin üzerinde iyi bir ilk çeyrek geçirdiğini işaret etti. Ancak, yurtiçi varlık fiyatlarındaki uzun süreli oynaklığın (karşılıklara ek olarak özellikle yüksek fonlama maliyetleri üzerinden) kârlılık üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğunu ifade etmeliyiz. Buna karşın şu aşamada, bankaların sene başında paylaştıkları beklentileri yakalayamama ihtimalinin zayıf olduğunu düşünüyoruz.

Model Portföy ve öneri (tavsiye kararı) değişiklikleri – Yaptığımız değerlemelerden elde ettiğimiz cazip sonuçlara ek olarak portföy; (1) nakit akışları yurtiçi ekonomik koşullardaki yavaşlamaya dirençli (Otokar, Tekfen, Tofaş, Türk Telekom, Migros), (2) yıl boyunca görece güçlü kâr momentumu yakalaması muhtemel (Otokar, Petkim) ve (3) son fiyatları itibarıyla çeşitli şirket özelindeki nedenlerle aşırı iskontolu durumda olan hisselerden oluşturulmuştur. Migros ve Yapı Kredi, yurtiçi piyasanın normalleşmesini sağlayacak olası bir geri dönüş senaryosunda portföyümüzdeki en ucuz varlıklar konumundadır. Diğer detay ve gerekçeler Görsel 6'da yer almaktadır. Ulusoy Elektrik için "A1" olan tavsiyemizi, hisselerin son durum itibarıyla devir fiyatının %3 altında işlem görmesi nedeniyle "Tut"a çekiyoruz.

| Model Portföy | | | | | |
|---------------|---------|-------------|-----------------------|---------|---------------------|
| Hisse | Kapanış | Hedef Fiyat | Potansiyel Getiri (%) | Ağırlık | Dahil Edilme Tarihi |
| Akbank | 5.65 | 7.9 | 39% | 12.5% | 28.05.2019 |
| Migros | 11.79 | 25.50 | 116% | 12.5% | 28.05.2019 |
| Otokar | 96.80 | 133.0 | 37% | 12.5% | 28.05.2019 |
| Petkim | 4.55 | 6.10 | 34% | 12.5% | 28.05.2019 |
| Tekfen | 23.60 | 34.24 | 45% | 12.5% | 28.05.2019 |
| Tofaş | 15.74 | 22.40 | 42% | 12.5% | 28.05.2019 |
| T. Telekom | 4.15 | 5.90 | 42% | 12.5% | 28.05.2019 |
| Yapı Kredi | 1.89 | 3.01 | 59% | 12.5% | 28.05.2019 |

Kaynak: Gedik Yatırım

Araştırma Birimi

araştırma@gedik.com

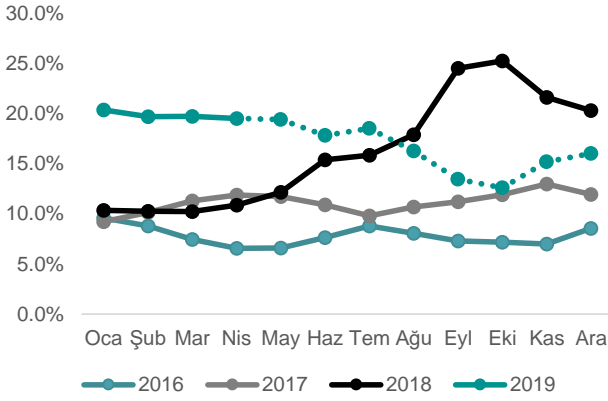
+90 (212) 385 42 21

Görsel 1: Temel göstergelere ilişkin tahminler (2019B)

| Makroekonomik Göstergeler | Yeni | Eski | Son / YBB |
|--------------------------------|-------|-------|-----------|
| Büyüme (y/y) | 1.3% | +1.6% | +2.6% |
| Enflasyon (Yılsonu) | 16.0% | 16.6% | 19.5% |
| Cari Denge / GSYH | -2.0% | -2.5% | -3.5% |
| Bütçe Dengesi / GSYH | -2.2% | -2.2% | -2.0% |
| İşsizlik Oranı (Ortalama) | 12.8% | 12.8% | 11.6% |
| Piyasalara İlişkin Göstergeler | | | |
| Dolar/TL (Yılsonu) | 6.19 | 5.98 | 6.05 |
| Dolar/TL (Ortalama) | 5.81 | 5.62 | 5.55 |
| Uzun Vadeli Tahvil Faizi | 17.5% | 15.5% | 19.0% |
| TCMB AOFF | 21.5% | 19.5% | 24.0% |

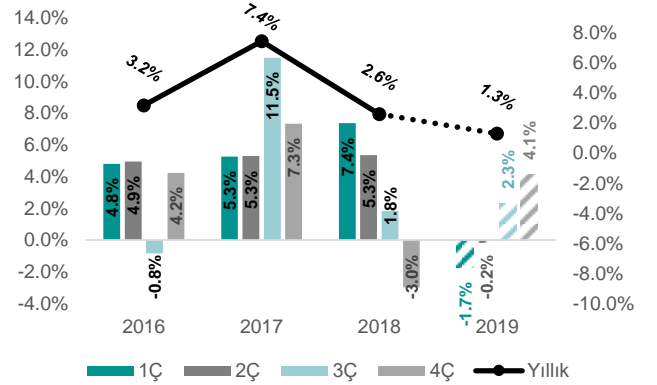
Kaynak: Gedik Yatırım, TÜİK, TCMB

Görsel 3: Aylık TÜFE – Yıllık (2016-2019B)



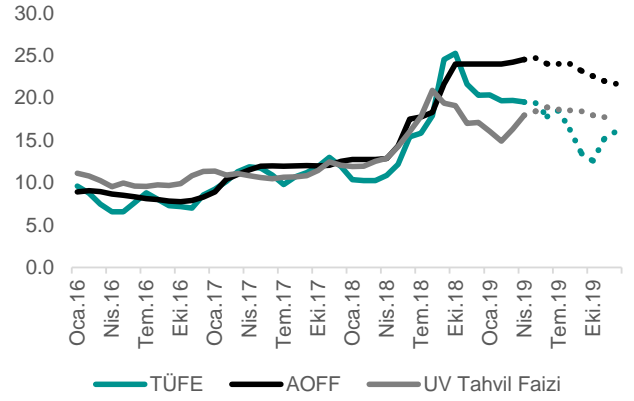
Kaynak: Gedik Yatırım, TÜİK, TCMB

Görsel 2: GSYH Büyüme Hızı – Yıllık % Değişim (2016-2019B)



Kaynak: Gedik Yatırım, TÜİK

Görsel 4: TÜFE, Ağırlıklı ortalama fonlama faizi, UV tahvil faizi



Kaynak: Gedik Yatırım, TÜİK, TCMB

Tahminlerdeki Değişiklikler:

Büyüme: Yıllık ekonomik büyüme tahminimizi %1,6'dan %1,3'e düşürdük – aşağı yönlü riskler hâlen yüksek. Tahminimiz, yaptığımız aşağı yönlü revizeye rağmen, halen Bloomberg Terminali'ndeki -%1,2 oranındaki konsensüs tahminin oldukça üzerinde. Öncü büyüme göstergeleri, her ne kadar çoğunluğu daralma bölgesinde kalmaya devam etse de, yakın dönemde dipten dönüş gerçekleştirdi. Bu doğrultuda, ekonomik büyüme hızı açısından en olumsuz dönemin 4Ç18'de (Ç/Ç: -%2,4; Y/Y: -%3) geride kaldığını düşünmekteyiz. Ekonominin, yılın ilk çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %1,7 oranında daraldığını tahmin ediyoruz. Yurtiçi iktisadi faaliyetteki mevcut zayıflığı ek olarak, dış talepteki zorluklar ve yüksek baz etkisi (büyüme hızı 1Ç18: +%7,4; 2Ç18: +%5,3) kaynaklı olarak özellikle yılın ilk yarısında büyüme hızı üzerinde önemli aşağı yönlü riskler bulunduğu söylenebilir. Ayrıca, İstanbul Büyükşehir Belediye seçiminin yenilenecek olması nedeniyle uzayan belirsizlik süreci ve finansal koşullardaki sıkılık; öngörülebilirlik, tüketici-üretici-yatırımcı güveni ve ekonomik toparlanma açısından sorun teşkil etmeye devam ediyor. Diğer taraftan, yılın ikinci yarısında baz etkisinin büyüme hızını destekleyici yöne evrileceğini not edelim (büyüme hızı 3Ç18: +%1,8; 4Ç18: -%3). Dolayısıyla, yılın ikinci yarısı itibarıyla büyüme hızında kademeli bir toparlanma görüleceğini tahmin ediyoruz.

Enflasyon: Yılsonu TÜFE tahminimizi %16,6'dan %16'ya indirdik. Tahminimiz, Bloomberg Terminali'ndeki konsensüs tahmin olan %17,3'ün altında. Ağırlıklı olarak 2018 yılı ikinci yarısında gözlenen hızlı fiyat artışları, ekonomideki dengelenme eğilimi ve yurtiçi talepteki zayıflık gibi unsurlar nedeniyle, sene başından bu yana yıllık TÜFE rakamları öngördüğümüzden bir miktar daha olumlu gerçekleşti. ÜFE'deki yüksek seviyeler (potansiyel geçişkenlik etkisi), gıda fiyatlarındaki katılık, TL'deki değer kayıpları gibi unsurlar enflasyon görünümü açısından zorluk oluşturmaya devam etse de, dezenflasyonist (enflasyondaki yavaşlama) eğilimin, olumlu baz etkileri sayesinde, özellikle haziran-ekim döneminde momentum kazanacağını düşünüyoruz. Ayrıca, finansal

koşullardaki sıklıkla birlikte yurtiçi talebin hâlihazırda zayıf görünümünü sürdürmeye devam etmesinin kur geçişkenliğini sınırlama potansiyeli, sene başından bu yana yönlendirilen-yönetilen fiyatlardaki potansiyel artışların bir kısmının gerçekleşmiş olması, yıllık bazda çekirdek enflasyon göstergelerinde korunan düşüş trendi ve gıda-tarım ürünlerinde kısa vadede görülebilecek olumlu mevsimsel etkiler de enflasyon görünümü açısından aşağı yönlü riskler olarak not edilebilir. Bu doğrultuda, yıllık TÜFE'nin haziran-ağustos döneminde önce %15-17 aralığına çekilip, eylül-ekim döneminde geçici olarak da olsa %11-13 aralığına kadar gerileyebileceğini düşünüyoruz.

Cari Denge: Cari Denge / GSYH tahminimizi -%2,5'ten -%2'ye revize ettik.

Tahminimizin -%2,2 olan Bloomberg Terminali'ndeki konsensüs tahminlerle uyumlu olduğu söylenebilir. İktisadi faaliyetteki yavaşlık, ihracattaki görece toparlanma ve ucuz TL'nin sağladığı rekabet avantajı ile 12 aylık yıllıklandırılmış cari denge rakamlarındaki toparlanma eğiliminin devam edeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, yılsonu 20 milyar dolar seviyesindeki cari açık tahminimizi 15 milyar dolara revize ediyoruz. Hatırlatmak gerekirse, 2019-2021 ekonomi programındaki resmi tahminlere göre 2019 yılında cari dengenin 26 milyar dolar açık vermesi ve Cari Açık / GSYH oranının %3,3 oranında gerçekleşmesi öngörülmekte.

Bütçe ve İşsizlik: Yılsonu Bütçe / GSYH oranı tahminimizi, şimdilik, -%2,2 olarak koruyoruz (Bloomberg Konsensüs: -%3.4).

1) Merkezi yönetim nakit dengesi ve bütçe dengesindeki zorlukların yakın dönemde çok daha gözle görülür hâle gelmesi, 2) iktisadi faaliyetteki yavaşlığın KDV ve ÖTV başta olmak üzere vergi gelirlerini düşürücü yönde baskı oluşturması ve 3) borçlanma maliyetlerindeki artışın faiz harcamalarını artırıcı etkisi gibi unsurların Bütçe / GSYH tahminimiz açısından önemli yukarı yönlü risk oluşturduğunu not etmekte fayda bulunmaktadır. Ekonomi programındaki resmi rakamlara göre, 2019 yılında bütçenin 80,6 milyar TL açık vermesi (bizim tahminimiz 99,6 milyar TL seviyesinde olmakla birlikte, gelecek birkaç aylık veri sonrasında tahminimizde yukarı yönlü bir revize ihtiyacının oluşması ihtimal dahilinde) ve Bütçe / GSYH oranının -%1,8 olarak gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Yılın ilk 4 ayındaki birikimli (kümülatif) bütçe açığının yıllık açık hedefinin %68'ine ulaşması, hedeflerin yakalanmasının zorluğu açısından önemli bir sinyal niteliğinde.

12 aylık ortalama işsizlik oranı tahminimiz ise %12,8 seviyesinde (Bloomberg Konsensüs: 13%). Sürdürülebilirliği hükümetin politika adımlarına bağlı olmakla birlikte, işsizlik oranının, önümüzdeki aylarda olumlu mevsimsel etkilerle birlikte düşüş eğilimine girmesi muhtemel görünmektedir.

Kur: Yılsonu dolar/TL tahminimizi 5,98'den 6,19'a yükseltiyoruz (Bloomberg Konsensüs: 6,45).

Benzer şekilde, yıllık ortalama dolar/TL tahminimizi de 5,62'den 5,81'e revize ediyoruz. Lira, hem 2018 yılında (-%39) hem de sene başından bu yana (-%15) dolar karşısında ikinci en olumsuz performansı gösteren gelişmekte olan ülke para birimi konumunda. Dezenflasyonist sürecin güçlenmesinin beklenmesi, İstanbul seçiminin tekrarlanması sonrasında belirsizliğin azalma potansiyeli ve yakın dönemdeki birçok olumsuzluğun kısmen de olsa fiyatlara girmiş olması gibi gerekçelerle TL'nin yılın ikinci yarısında görece daha iyi ve/veya dengeli bir performans sergilemesini bekliyoruz.

Risksiz faiz oranı varsayımımızı %15,5'ten %18'e yükseltiyoruz. Önceki risksiz faiz oranı varsayımımızın, mevcut fonlama şartlarını artık tam olarak yansıtmadığını ve gelecek 12 aylık dönemde TÜFE'nin orta çift haneli seviyelerde olacağı tahminimizi dikkate alarak, %18'lik oranın daha uygun olacağını düşünüyoruz.

Hedef getiri tahminlerimizi ortalama %6,8 düşürüyoruz:

Tahminlerimizdeki değişiklikler sonrasında hedef getiri tahminlerimiz ortalama olarak bankalarda %15,9, gerilerken, sanayi şirketlerinde %2,3 arttı. Sanayi şirketlerindeki hedef değer artışının ana nedeni ağırlığı yüksek olan Tüpraş'ta yapılan temel ayarlama olup, Tüpraş haricindeki sanayi şirketlerinde hedef değerlerimiz %1,7 azalış göstermiştir. Sanayi şirketlerindeki hedef değerlerinin azalmasının bankacılık sektöründen az olmasının ana nedeni, bankaların değerlendirme modellerinin faizlere çok daha fazla duyarlı olması ve sanayi şirketlerinin bir çoğunun ihracata dayalı gelirlerinden dolayı değerlerini daha fazla koruyabilme özelliği olarak yorumlanabilir. Öte yandan, bankaların 2019 yılı kar tahminlerinde bir değişikliğe gitmedik. Zira, tüm özel bankaların ilk 3 aylık finansal sonuçları, operasyonel performansın sene başındaki tahminlerinden daha olumlu gerçekleşmesiyle, beklentilerin üzerinde iyi bir ilk çeyrek geçirdiğini işaret etti. Ancak, yurtiçi varlık fiyatlarındaki uzun süreli oynaklığın (karşılıklara ek olarak özellikle yüksek fonlama maliyetleri üzerinden) kârlılık üzerinde aşağı yönlü risk oluşturduğunu ifade etmeliyiz. Buna karşın şu aşamada, bankaların sene başında paylaştıkları beklentileri yakalayamama ihtimalinin zayıf olduğunu düşünüyoruz.



Görsel 5: Hedef değer ve kâr tahmini değişimleri

| Hisse | Hisse Fiyatı | Hedef Fiyat | | Potansiyel Getiri | FAVÖK (TLmn) | | Net Gelir (TLmn) | | Öneri | | |
|-----------------|--------------|-------------|--------|-------------------|--------------|--------|------------------|-------|-------|------|--|
| | | Eski | Yeni | | Eski | Yeni | Eski | Yeni | Eski | Yeni | |
| Bankalar | | | | | | | | | | | |
| Akbank | 5.65 | 9.35 | 7.87 | 39% | A.D | A.D | 5,798 | 5,798 | AI | AI | |
| Garanti | 7.42 | 11.02 | 9.7 | 31% | A.D | A.D | 6,892 | 6,892 | AI | AI | |
| İş Bankası | 4.95 | 6.78 | 6.20 | 25% | A.D | A.D | 7,567 | 7,567 | Tut | Tut | |
| Vakıfbank | 3.54 | 5.37 | 4.52 | 28% | A.D | A.D | 3,793 | 3,285 | Tut | Tut | |
| Yapı Kredi | 1.89 | 3.53 | 3.01 | 59% | A.D | A.D | 5,101 | 5,101 | AI | AI | |
| Sanayi | | | | | | | | | | | |
| Aksa | 8.22 | 11.00 | 11.90 | 45% | 610 | 644 | 348 | 313 | AI | AI | |
| Enka İnşaat | 5.19 | 6.00 | 6.55 | 26% | 2,077 | 2,548 | 1,873 | 2,008 | AI | AI | |
| Mavi | 31.80 | 59.90 | 51.70 | 63% | 401 | 393 | 100 | 92 | AI | AI | |
| Migros | 11.79 | 27.80 | 25.50 | 116% | 1,322 | 1,365 | -85 | -155 | AI | AI | |
| Otokar | 96.80 | 115.00 | 133.00 | 37% | 296 | 362 | 273 | 316 | AI | AI | |
| Petkim | 4.55 | 6.15 | 6.10 | 34% | 2,205 | 1,739 | 1,498 | 927 | AI | AI | |
| Sabancı H. | 7.06 | 11.55 | 11.00 | 56% | 12,644 | 11,113 | 4,626 | 4,002 | AI | AI | |
| Tekfen | 23.60 | 30.03 | 34.25 | 45% | 1,742 | 2,082 | 1,393 | 1,654 | AI | AI | |
| Tofaş | 15.74 | 26.75 | 22.40 | 42% | 2,293 | 2,577 | 1,475 | 1,840 | AI | AI | |
| T. Telekom | 4.15 | 6.77 | 5.90 | 42% | 10,177 | 10,142 | 1,867 | 1,802 | AI | AI | |
| Tüpraş | 117.10 | 139.00 | 166.00 | 42% | 7,400 | 7,090 | 4,623 | 4,177 | Tut | Tut | |
| Ulusoy E. | 20.84 | 15.71 | 21.80 | 5% | 187 | 187 | 143 | 143 | AI | Tut | |
| Zorlu E. | 1.07 | 2.00 | 1.53 | 43% | 1,500 | 2,389 | 362 | 423 | AI | AI | |

Hedef Değerde Ağırlıklı Ortalama Değişim**Bankalar** -15.90%**Sanayi** 2.30%**Toplam** -6.80%

Kaynak: Gedik Yatırım



Model portföy: Yaptığımız değerlemelerden elde ettiğimiz cazip sonuçlara ek olarak portföy; (1) nakit akışları yurtdışı ekonomik koşullardaki yavaşlamaya dirençli (Otokar, Tekfen, Tofaş, Türk Telekom, Migros), (2) yıl boyunca görece güçlü kâr momentumu yakalaması muhtemel (Otokar, Petkim) ve (3) son fiyatları itibarıyla çeşitli şirkete özel nedenlerle aşırı iskontolu durumda olan hisselerden oluşturulmuştur. Migros ve Yapı Kredi, yurtdışı piyasanın normalleşmesini sağlayacak olası bir geri dönüş senaryosunda portföyümüzdeki en ucuz varlıklar konumundadır. Diğer detay ve gerekçeler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Görsel 6: Model Portföy

| Hisse | Kapanış | Hedef Fiyat | Potansiyel Getiri (%) | Ağırlık | Dahil Edilme Tarihi | Ort. Günlük Hacim (TL mn) 3 ay | Rel. Performans - BIST | | | Açıklama |
|------------|---------|-------------|-----------------------|---------|---------------------|--------------------------------|------------------------|--------|--------|--|
| | | | | | | | 1 ay | 3 ay | 12 ay | |
| Akbank | 5.65 | 7.9 | 39% | 12.5% | 28.05.2019 | 353.3 | 0.81 | 1.45 | 2.43 | Defansif operasyonlar ve güçlü sermaye yapısı |
| Migros | 11.79 | 25.50 | 116% | 12.5% | 28.05.2019 | 17.55 | -3.59 | -10.24 | -15.58 | EUR borcundan dolayı iskontolu, son derece güçlü operasyonlar, takibimizdeki en yüksek getiri potansiyeline sahip ve uzun vadede yüksek potansiyel sunan hisse |
| Otokar | 96.80 | 133.0 | 37% | 12.5% | 28.05.2019 | 5.2 | -6.74 | 0.15 | 20.25 | BAE kaynaklı USD bazlı yüksek büyüme |
| Petkim | 4.55 | 6.10 | 34% | 12.5% | 28.05.2019 | 297.70 | 11.78 | 2.20 | -3.68 | Star rafinerisinin de katkısıyla çeyrekler bazında marjlarda iyileşme |
| Tekfen | 23.60 | 34.24 | 45% | 12.5% | 28.05.2019 | 37.4 | 4.34 | 21.69 | 28.27 | Yurtdışı kontratlar sayesinde Dolar bazlı gelir yapısı |
| Tofaş | 15.74 | 22.40 | 42% | 12.5% | 28.05.2019 | 22.35 | 4.24 | -1.43 | 8.26 | Al ya da öde anlaşmaları nedeniyle büyük ölçüde risksiz nakit akışı |
| T. Telekom | 4.15 | 5.90 | 42% | 12.5% | 28.05.2019 | 127.0 | 8.45 | -4.68 | 13.53 | Fiyat artışları ve maliyet kontrolü sayesinde FAVÖK'te %18'lik artış |
| Yapı Kredi | 1.89 | 3.01 | 59% | 12.5% | 28.05.2019 | 136.64 | -1.22 | 9.56 | 26.03 | Ekonominin normalleşmesi halinde en fazla potansiyeli olan ve değerlemesi en cazip özel banka |

Kaynak: Gedik Yatırım

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.