

Gedik Yatırım Çeyrekssel Strateji Raporu

13 Temmuz 2021

Dünya'da ve Türkiye'de Ana Tema Enflasyon...

GedikYatırım



Üçüncü çeyrekte ABD’de tahvil alımının azaltılmasına ilişkin takvim ana gündem konusu olabilir

- Global piyasalarda ikinci çeyrek boyunca ABD’de enflasyon ve tahvil alımlarının sınırlandırılması konuları ana gündem maddeleri olmaya devam etti. Bunun dışında özellikle gelişmiş ekonomilerde hızlanan aşımaya bağlı olarak normalleşme sürecinde ve büyümede ivmelenme devam etti. Öte yandan, aşının az gelişmiş ülkelerde nüfusun halen çok küçük bir bölümüne ulaşmış olması ve aşılardan yeni virüs varyantlarına karşı etkinliği konusundaki belirsizlikler büyümenin kalıcılığı konusunda soru işaretleri yaratmaya devam ediyor.
- ABD’de TÜFE enflasyonu %5’e, çekirdek TÜFE enflasyonu da % 3,8’e ulaşarak beklentilerin üzerine çıktı. FED de 16 Haziran tarihli FOMC toplantısında enflasyon ve faiz projeksiyonlarını yukarı yönlü güncellediyse de, enflasyondaki yükselişin geçici olacağı konusundaki görüşünü koruyor. Enflasyon beklentilerindeki bozulmaya karşın, uzun vadeli ABD tahvil faizlerindeki durulma ve hatta geri çekilme, FED’in piyasaları ikna etme konusunda şimdilik başarılı olduğuna işaret ediyor.
- Enflasyon, istihdam ve büyümeye ilişkin veri akışı ve FED üyelerinden gelen açıklamalar zaman zaman dalgalanma yaratsa da, küresel çapta hisse senedi endekslerindeki yükseliş eğilimi sürüyor. Ancak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında aşılama ve büyümedeki ayrışmanın finansal piyasalara da kısmen yansdığı, ikinci çeyrekte MSCI Dünya endeksinin MSCI GOÜ endeksinden görece %3 daha iyi performans gösterdiği görülüyor.
- FED’in 16 Haziran’daki FOMC toplantısındaki daha şahin duruşunun ardından, «tapering (tahvil alımlarının azaltılması)» sürecine ilişkin takvimin açıklanması üçüncü çeyrekte en belirleyici gündem maddesi olacak. Bu bağlamda, gözler 26-28 Ağustos tarihlerinde gerçekleştirilecek olan Jackson Hole toplantısına çevrilmiş durumda. FED’in günlük gerçekleştirdiği ters-repo ihalelerinde borçlanma tutarlarının 1 trilyon \$ seviyelerine yaklaşması da, piyasadaki likidite fazlasının boyutunun bir göstergesi. **Son gelişmelerin ardından, FED’in bu sene bitmeden tapering sürecini başlatma ihtimalinin arttığını düşünüyoruz.**
- Jackson Hole toplantısı dışında, 7-11 Temmuz tarihlerinde gerçekleştirilecek ve kurumlar vergisi oranlarının tartışılacağı G-20 Maliye Bakanları toplantısı, Temmuz sonunda ABD’de borç tavanı konusu ve 26 Eylül’deki Almanya seçimleri de piyasaların radarında olacak.

Yurtiçinde ise enflasyonun seyri ve para politikası tepkisi temel belirleyici faktör olabilir

- Geçtiğimiz aylarda oldukça ılımlı seyreden nihai fiyatlar üzerindeki kur geçişkenliğinin Haziran’da etkili olduğu görüldü. Böylece yıllık TÜFE enflasyonu %16,6’dan %17,5’e yükseldi. Devam eden maliyet baskılarıyla, yıllık TÜFE enflasyonunun gelecek ay yaklaşık %18,5 seviyelerine yükselmesini ve Kasım ayına kadar %18 civarlarında seyretmesini bekliyoruz. **Sene sonu için 9,15 seviyesindeki \$/TL tahminimize (varsayımımıza) dayanarak, TÜFE enflasyonunu sene sonunda %16,2 olarak tahmin ediyoruz.**
- TCMB’nin enflasyonda son çeyrekte belirgin düşüş beklentisine göre, politika faizinde kademeli bir indirim süreci başlatma eğiliminde olduğunu söyleyebiliriz. Ancak, **yaz aylarında TL’de değer kayıplarının devam etmesi durumunda, TÜFE enflasyonu %19’lu seviyeleri görebilir. Bu durumda, TCMB’nin mevcut/beklenen enflasyonun üzerinde politika faizi belirleme politikası dahilinde faiz artırımları gündeme gelebilir.**
- 2. çeyrekte GSYH’nin bir önceki çeyreğe göre %1,0-1,5 geri çekilmesini, yıllık büyümenin %18 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında normalleşmeye bağlı canlanmaya rağmen, GSYH’de iç talep katkısının yüksek faiz ve kur seviyeleri nedeniyle ciddi anlamda azalmasını, güçlü ihracat performansı ve turizmdeki iyileşmeyle de dış talep katkısının artmasını bekliyoruz. Son çeyrekte yıllık GSYH büyümesinin negatif bölgeye geçebileceğini düşünüyoruz. Bunlara göre, **2021 yılı GSYH büyüme tahminimiz %5,2 olarak şekilleniyor. Bununla beraber, ilk 6 aylık güçlü büyüme performansı, bu tahmine yönelik yukarı yönlü risklere işaret ediyor.**
- Mayıs itibarıyla bütçe açığı/GSYH oranı, güçlü iç talebe bağlı vergi tahsilatındaki iyileşme ve de baz etkilerinin yardımıyla %1,6 seviyelerine geriledi. **İkinci yarıda bütçe açığı yükselişe geçecek olsa da, 2021 sonunda bütçe açığı/GSYH oranının şimdiye kadarki vergi tahsilatlarının yardımıyla, sene başındaki %4,5-5,0 öngörümüzün altında %3,8 civarında kalabileceği anlaşıyor.**
- Artan enerji maliyetleri cari açığa önemli bir yük getirirse de, altın ithalatındaki durulma, turizm gelirlerinde iyileşme, güçlü ihracat performansı ve iç talepte, dolayısıyla da ithalatta beklediğimiz yavaşlama cari açığın yılın geri kalanında gerilemesini sağlayacak. **Özellikle ihracatın güçlü seyrini dikkate alarak, sene sonu için 22-23 milyar \$ olarak öngördüğümüz cari açığı 18-19 milyar \$ olarak revize ediyoruz.**

Strateji Raporu

Yönetici Özeti – Hisse Senetleri Piyasası Görünümü



Risksiz faiz oranımızı sabit tutarken hisse bazlı güncellemeler nedeniyle BIST-100 endeks hedefimizi 1,575’den 1,680 seviyesine yükseltiyoruz.

- Endeks hedef değişikliğimizin ana nedeni ikinci çeyrek süresince beklentiden daha güçlü seyreden bazı sanayi şirketlerinde (Demir ve Çelik vb.) yaptığımız ve yatırımcılar ile ilgili raporlarla paylaştığımız hedef fiyat güncellemeleridir.
- Öte yandan, indirgenmiş nakit akımları (İNA) modellerinde kullandığımız risksiz faiz oranlarının %16 olduğunu ve beklentiden uzun süren güncel (ve göreceli olarak yüksek) faiz ortamının değerlemeler üzerinde önemli bir risk unsuru olduğunu belirtmek isteriz.
- Türkiye’nin GOÜ’lere karşı FD/FAVÖK iskontosu %26’olup bu seviye 2020 yıl sonunda %33 olan seviyenin hafif altındadır. Türkiye’nin tarihi FD/FAVÖK iskontosunun %18 olduğu göz önünde bulundurulursa, risk primindeki olası düşüşle beraber, güçlü ivmesinin ikinci çeyrekte de devam etmesini beklediğimiz sanayii şirket karlarının bu iskontonun kapanmasına yardımcı olabileceğini düşünmekteyiz.
- Bankacılık sektörü hisseleri, özellikle özel bankalar ele alındığında, iskontolu çarpanlarla işlem görmeye devam etmektedir. Orta uzun vadede sektörü etkileyen koşulların hisseler için bir katalizör olmayacağını düşünüyoruz. Öte yandan, bankacılık hisselerinin sanayii ve global benzer bankaların oldukça gerisinde performans göstermesi, ve ikinci çeyrek karlılıklarında ilk çeyreğe nazaran marj bazlı bir nebze iyileşme beklememiz sonucunda kısa vadede olumlu bir tepki olasılığının kuvvetli olduğunu düşünmekteyiz.

Model portföy ve hisse önerileri:

- Hisse senedi tercih ve seçim stratejimizde bir önceki çeyrek ile karşılaştırıldığında herhangi bir strateji değişikliği yapmadığımızı belirtmek isteriz.
- 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.
- Halihazırda, kısa ve orta vadede gıda perakende, demir çelik, beyaz eşya, telekom ve bilişim sektörlerindeki trendlerin güçlü bir şekilde devam ettiğini düşünmekteyiz..
- 2Ç21 kar görünümünün, oto ve beyaz eşya, demir çelik, cam, gıda perakende, gıda, sağlık, ve bankacılık sektörleri açısından olumlu geçtiğini düşünmekteyiz.
- Ekonomik açılımlarla beraber yılın ikinci yarısında, beyaz eşya, giyim perakende, sağlık, ve içecek sektörlerinde artan ivme ile finansal performans beklemekteyiz.
- Model portföyümüzdeki şirketler: Arçelik, Ereğli Demir Çelik, Koç Holding, Mavi, Migros, Sabancı Holding, Şok Marketler, Türk Telekom, Turkcell, ve Yapı Kredi’dir. **Portföy ile ilgili detaylı bilgileri raporun 39. sayfasından itibaren 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 senaryomuza ilişkin temel varsayımlarımız ve öne çıkan noktalar şöyle özetlenebilir:

- TCMB'nin son çeyreğe kadar faiz indirmeyeceğini varsayıyoruz.
- Turizm gelirlerinde 2020'ye göre kabaca %50-60'lık bir iyileşme varsayıyoruz.
- Devam eden virüs mutasyonlarına rağmen, aşıların etkili kalmaya devam edeceğini ve sonbaharda potansiyel vaka artışlarının neden olabileceği 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.
- FED tahvil alımlarının azaltılması sürecini başlatsa da destekleyici para politikası (düşük faizler) ve mali teşviklerin desteğiyle, global büyümedeki toparlanma eğiliminin devam edeceğini öngörüyoruz.
- ABD'de tahvil alımlarının azaltılmasına bu sene başlansa da, piyasalarda olası dalgalanmaların 2013'deki gibi sertleşmeyeceğini düşünüyoruz.
- Brent petrol varil fiyatının yılın geri kalanında ortalama 70-75 \$ seviyelerinde seyredeceğini varsayıyoruz. Buna göre sene başında 53\$ olarak varsaydığımız 2021 yılı ortalaması 69 \$ olarak şekilleniyor.
- Erken seçim ihtimali artmış 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

		<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2021 (Nisan)*</u>	<u>2021 (Ocak)*</u>
USD/TL	Dönem sonu	7.42	9.15	8.90	8.25
	Dönem ortalaması	7.01	8.42	8.23	7.90
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	14.6%	16.2%	15.0%	11.3%
	Dönem ortalaması	12.3%	16.9%	16.5%	13.4%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	14.3%	15.9%	15.4%	10.7%
	Dönem ortalaması	11.2%	17.3%	17.5%	12.8%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	17.03%	18.50%	17.00%	12.50%
	Dönem ortalaması	10.8%	18.6%	18.1%	16.0%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	1.8%	5.2%	3.5%	2.5%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	5,048	6,256	6,077	5,711
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	717	742	737	726
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-3.4%	-3.8%	-4.1%	-4.9%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.8%	-0.9%	-1.2%	-1.8%
Faiz-Dışı Denge (IMF tanımlı)	GSYH'ye oranı	-2.4%	-2.1%	-2.3%	-3.1%
Cari Denge	GSYH'ye oranı	-4.5%	-2.5%	-3.3%	-2.6%
<u>Varsayımlar:</u>					
Gıda enflasyonu	Dönem sonu	20.6%	17.5%	15.5%	12.5%
Brent Petrol (USD)	Dönem ortalaması	42.0	69.0	65.0	53.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Dünya GSYH büyümesi	Dönem	-3.5%	6.0%	6.0%	5.3%
ABD GSYH büyümesi	Dönem	-3.4%	6.2%	6.2%	3.8%
AB GSYH büyümesi	Dönem	-7.2%	4.4%	4.4%	5.0%
Çin GSYH büyümesi	Dönem	2.3%	8.4%	8.4%	8.0%

* 29 Aralık 2020 ve 26 Nisan 2021 tarihli Strateji Raporu tahminleri

Ekonomik Görünüm Özeti: Türkiye

2021 Yılına İlişkin Alternatif Senaryolar: Temel parametreler neler olabilir?



RİSKLER VE FIRSATLAR

İyi Senaryo:

- Dünya genelinde aşılama hızındaki iyileşmeler ile Global ekonomik aktivitede toparlanmanın (özellikle ABD dışında) beklentilerin üzerine çıkması.
- ABD’de enflasyonun kontrol altında kalması.
- ABD ve AB ile ilişkilerde bir miktar iyileşme olması.
- Turizm ve ihracat performansının beklentilerin üzerine çıkarak cari açığı hızla aşağı çekmesi (sene sonunda 15 milyar \$’ın altına geriletmesi).
- TCMB’nin sıkı para politikası duruşunu koruması (Son çeyreğe kadar politika faizini sabit tutması).

Kötü Senaryo:

- ABD’de enflasyonun öngörülerin daha da üzerine çıkmasıyla, ABD 10-yıllık tahvil faizlerinin %2,0’nin üzerine yükselmesi. Buna bağlı olarak, FED’in faiz artırımı projeksiyonlarını öne çekmesi.
- TCMB’nin enflasyonda belirgin düşüş başlamadan hızlı bir faiz indirim süreci başlatması.
- Jeopolitik konular (genel olarak ABD, Rusya ve AB ile ilişkilerin seyri) de piyasalarda önemli dalgalanma yaratma potansiyeli taşıyor.
- Uluslararası jeopolitik gerginliklerin de etkisiyle petrol fiyatlarında ek yükselişler görülmesi.
- Virüsün mutasyona uğramasıyla aşıların etkisiz kalması.

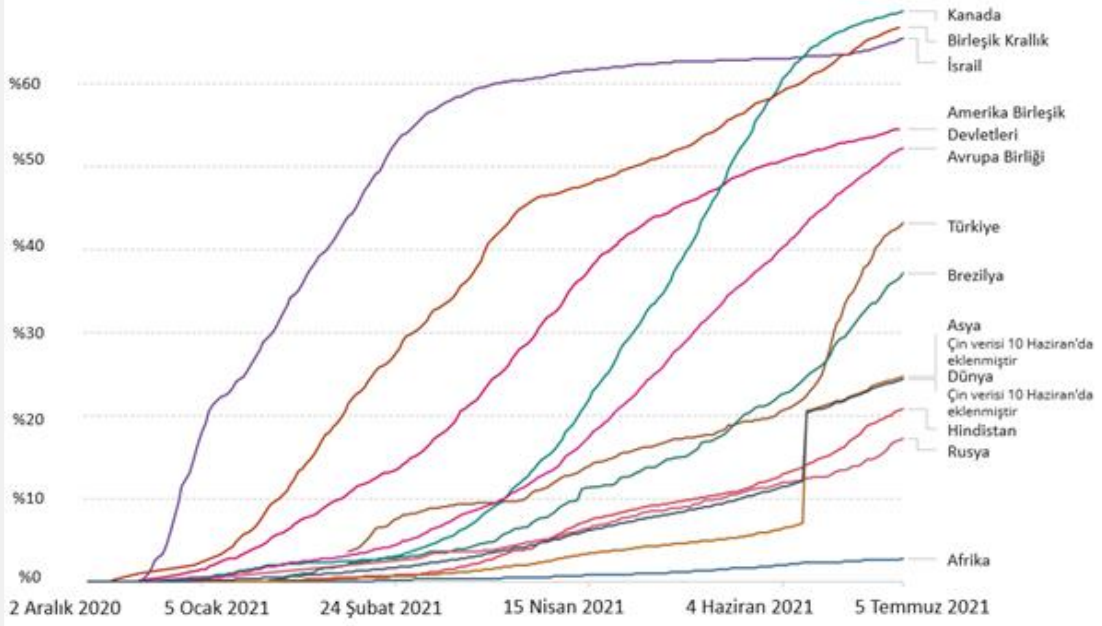
		BAZ	İYİ	KÖTÜ
USD/TL	Dönem sonu	9.15	8.70	9.60
	Dönem ortalaması	8.42	8.25	8.56
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	16.2%	15.0%	18.5%
	Dönem ortalaması	16.9%	16.6%	17.5%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	15.9%	14.8%	18.1%
	Dönem ortalaması	17.3%	16.9%	17.9%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	18.50%	17.50%	21.00%
	Dönem ortalaması	18.6%	18.4%	19.0%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	5.2%	6.3%	4.8%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	6,256	6,372	6,262
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	742	775	731
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-3.8%	-3.4%	-4.1%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.9%	-0.6%	-1.2%
Faiz-Dışı Denge (IMF tanımlı)	GSYH'ye oranı	-2.1%	-1.8%	-2.4%
Cari Denge	GSYH'ye oranı	-2.5%	-1.9%	-2.7%
Varsayımlar:				
Gıda enflasyonu	Dönem sonu	17.5%	16.0%	19.0%
Brent Petrol (USD)	Dönem ortalaması	69.0	65.0	73.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.00%	0.00%	0.00%
Dünya GSYH büyümesi	Dönem	6.0%	6.2%	6.0%
ABD GSYH büyümesi	Dönem	6.2%	6.0%	7.0%
AB GSYH büyümesi	Dönem	4.4%	4.7%	3.6%
Çin GSYH büyümesi	Dönem	8.4%	8.7%	8.1%

Ekonomik Görünüm: Global

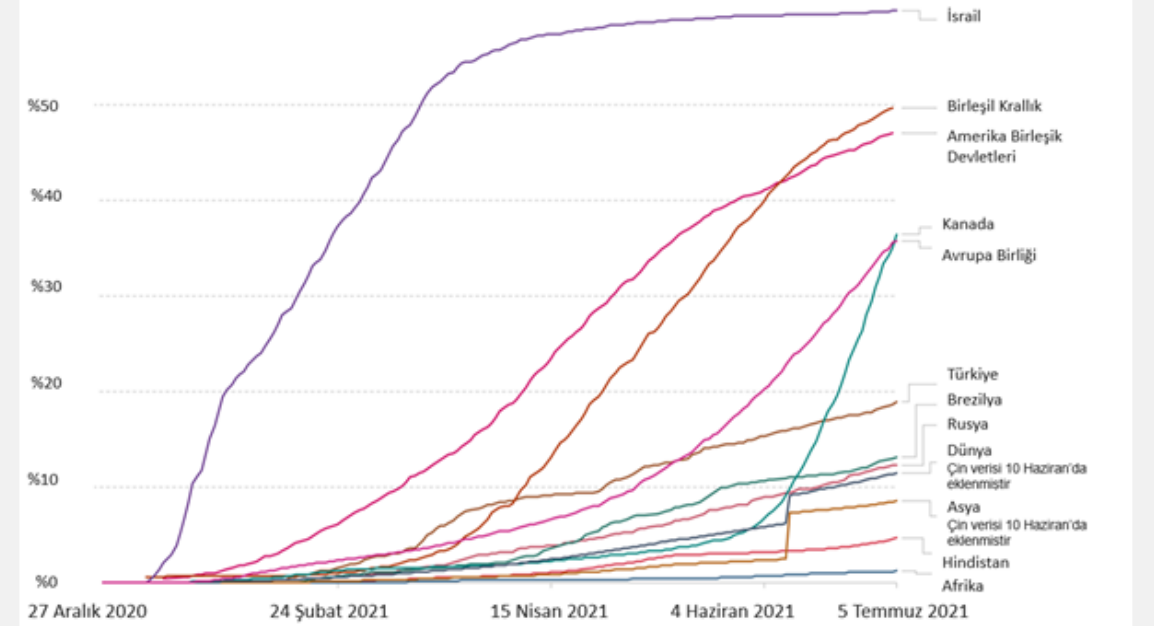


En az 1 doz aşı olanların oranı %24'ü, 2 doz aşı olanların oranı %11'i buldu, ancak ülkeler arasında belirgin bir ayrışma var

En az 1 doz aşı olan nüfusun toplam nüfusa oranı



2 doz aşı olanların toplam nüfusa oranı



- Dünya genelinde Covid-19'a ilişkin istatistikler sunan «Our World in Data» web sitesine göre, 5 Temmuz itibarıyla Dünya nüfusunun yaklaşık %24'ü en az 1 doz aşı olmuş durumda. ABD ve AB'de nüfusun yarısından fazlası en az 1 doz aşı almışken, Kanada, İngiltere ve İsrail gibi ülkelerde bu oran %60'ın üzerinde. Türkiye'de ise son dönemdeki hızlanma ile bu oran %43'e ulaştı.
- **İki doz aşığı birden olanların Dünya nüfusuna oranı ise %11,5 civarında bulunuyor. Bu oran İngiltere için %50, ABD için %47, AB için %36 ve Türkiye için %18.**
- **Aşılamada Dünya genelinde son dönemdeki hızlanmaya karşın gelişmiş ve az gelişmiş ülkeler arasındaki ciddi ayrışma dikkat çekiyor.** Örneğin Afrika kıtasında nüfusun henüz %1'i aşıya ulaşmış durumda. Çin dışarıda tutulduğunda Asya ülkelerinde de aşılama oranları çok düşük seviyelerde seyrediyor.

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

Ekonomik Görünüm: Global



Uluslararası kuruluşlar küresel ekonomik büyüme tahminlerini yukarı yönlü güncellemeye devam etti

Uluslararası kuruluşların küresel büyüme tahminleri

	2020	OECD (Mayıs)		OECD (Mart)		IMF		Fitch		S&P	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Dünya	-3.4%	5.8%	4.4%	5.6%	4.0%	6.0%	4.4%	6.1%	3.9%	5.5%	4.2%
Gelişmiş Ülkeler	-5.1%					5.1%	3.6%	5.4%	3.4%		
ABD	-3.5%	6.9%	3.6%	6.5%	3.3%	6.4%	3.5%	6.2%	3.3%	6.5%	3.1%
Euro Bölgesi	-6.6%	4.3%	4.4%	3.9%	3.8%	4.4%	3.8%	4.7%	4.5%	4.2%	4.4%
Birleşik Krallık	-9.9%	7.2%	5.5%	5.1%	4.7%	5.3%	5.1%	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%	8.5%	5.8%	7.8%	4.9%	8.6%	5.6%	8.4%	5.5%	8.0%	5.1%
G. Afrika	-7.0%	3.8%	2.5%	3.0%	2.0%	3.1%	2.0%	4.3%	2.5%	3.6%	2.5%
Rusya	-3.6%	3.5%	2.8%	2.7%	3.6%	3.8%	3.8%	3.3%	2.7%	3.3%	2.5%
Brezilya	-4.5%	3.7%	2.5%	3.7%	2.7%	3.7%	2.6%	3.3%	2.5%	3.4%	2.5%
TÜRKİYE	1.8%	5.7%	3.4%	5.9%	3.0%	6.0%	3.5%	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, 2021 yılı için Global büyüme tahminini Aralık raporuna göre %1,4 puan arttırarak %5,6'ya, ABD ekonomisine ilişkin büyüme tahminini ise Aralık'a göre %3,3 puan artışla %6,5'e çekmişti. **OECD Mayıs'ta da Global büyüme tahminini %5,8'e, ABD büyüme tahminini %6,9'a yukarı yönlü revize etti. OECD 2022 yılı için tahminlerini de yukarı yönlü güncelledi. OECD öte yandan, aşılama da geri kalan Asya ülkeleri için ise genelde aşağı yönlü revizyonlara gitti.**
- 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.

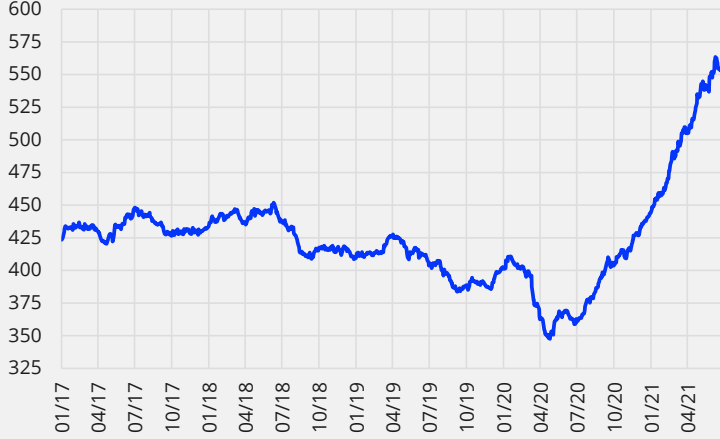
Kaynak: IMF, OECD, Fitch, S&P

Ekonomik Görünüm: Global



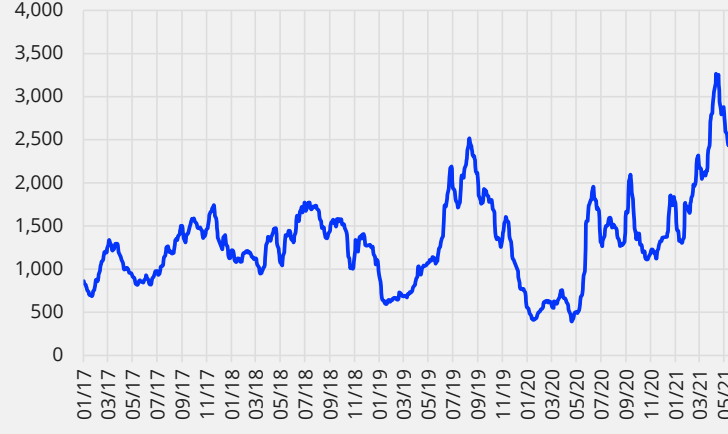
Emtia fiyatlarındaki yükseliş, arz yönlü sıkıntılar ve artan taşımacılık maliyetleri enflasyonist baskıları arttırıyor

Global emtia fiyatları*



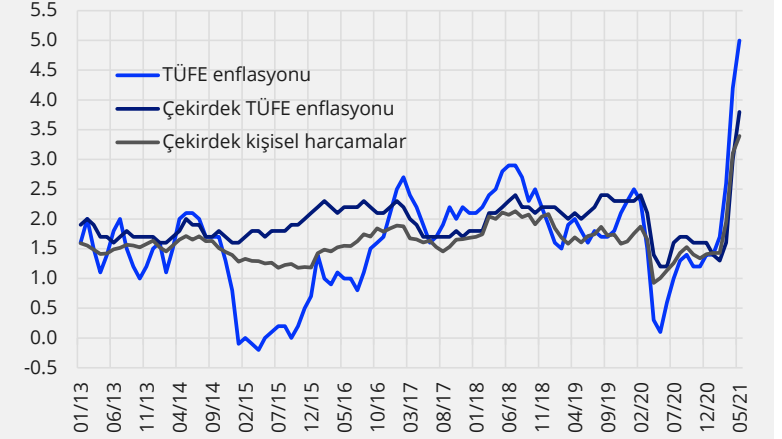
* CRB/Reuters US Spot All Commodities Index

Navlun fiyatları*



* Baltic Dry Index

ABD'de enflasyon ve enflasyon göstergeleri (%)



- Büyüme tahminlerindeki iyileşme ve emtia fiyatlarındaki hızlı yükseliş trendi ile birlikte Covid-19 sonrası yaşanan tedarik zinciri sıkıntılarına bağlı olarak yaşanan hammadde sıkıntıları ve navlun fiyat artışları da enflasyonist riskleri arttırıyor. **ABD'de Mayıs'ta TüFE enflasyonu %5,0, çekirdek TüFE enflasyonu %3,8 seviyesine ulaşırken, FED'in temel enflasyon göstergesi olarak takip ettiği, çekirdek kişisel harcamalardaki yıllık artış %3,4'e ulaştı.**

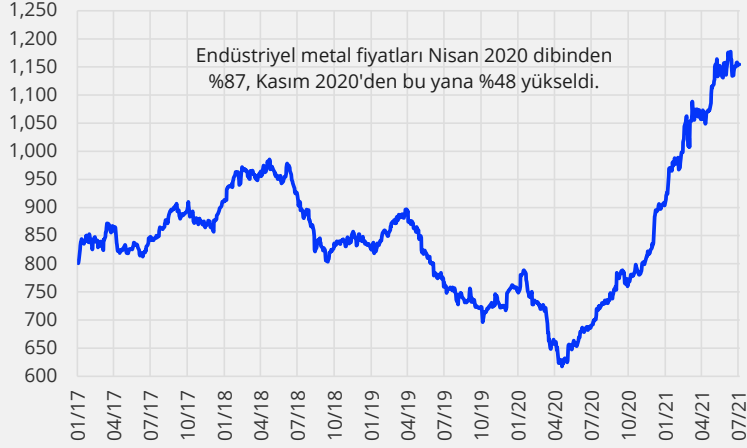
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global

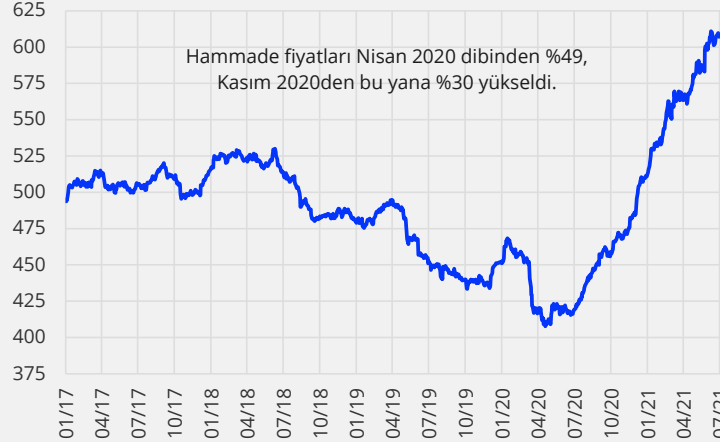


Emtia sepetinin altın dışında neredeyse tamamında çok hızlı artışlar görüldü

Endüstriyel metal fiyatları (CRB Metals Subindex)



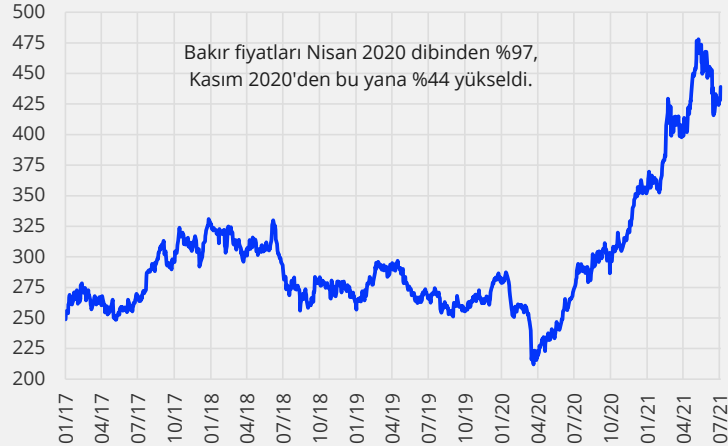
Hammadde Fiyatları (CRB Raw Industrials Subindex)



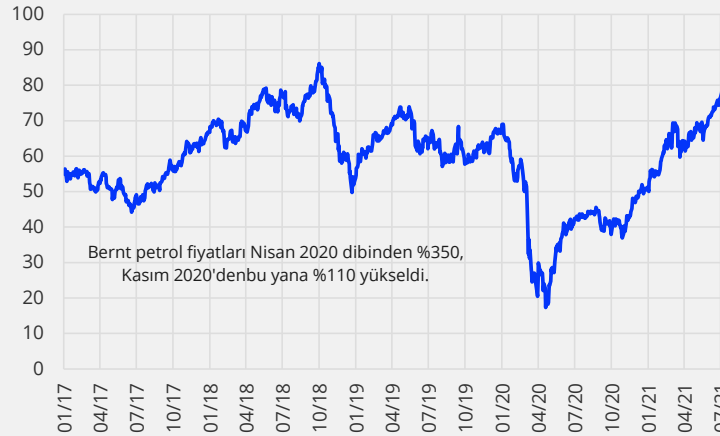
Gıda emtia fiyatları (CRB Foodstuffs Subindex)



Bakır fiyatları (USD)



Brent petrol varil fiyatları (USD)



Ons altın fiyatları (USD)



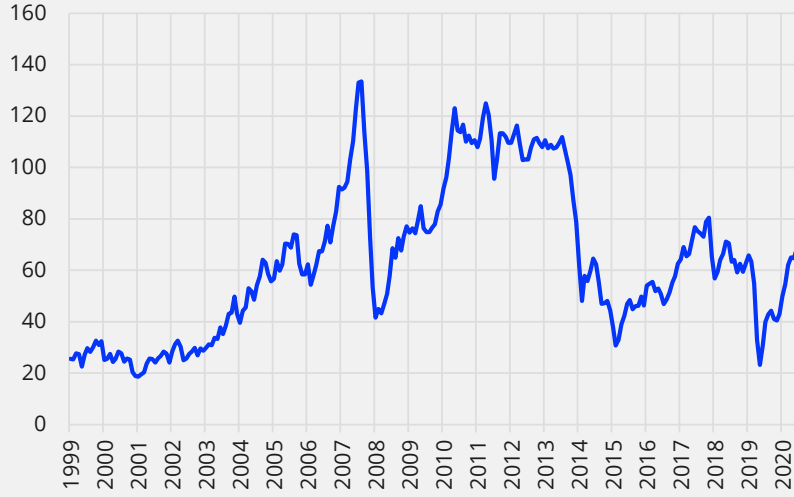
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global

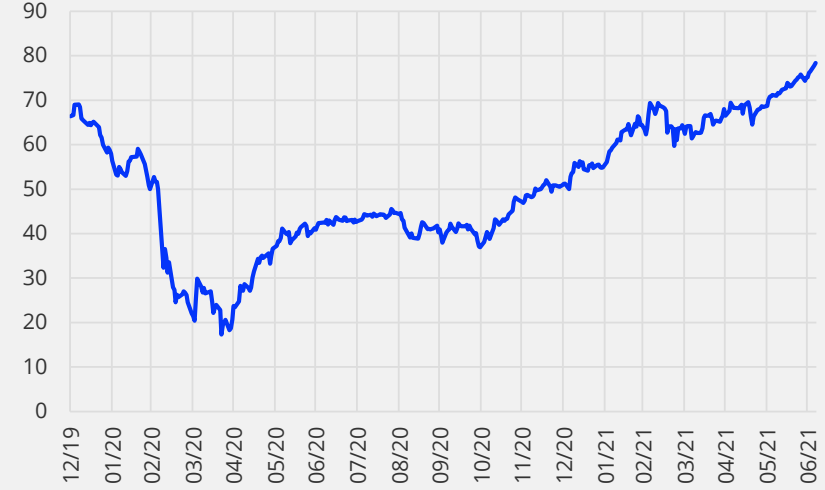


Brent petrol fiyatları güçlü talep ve OPEC+ ülkelerinin arzın arttırılması konusunda anlaşmaya varamamasıyla 75\$'ı aştı

Brent petrol varil fiyatları (USD), uzun vade



Brent petrol varil fiyatları (USD), kısa vade



- Aşılamaların hız kazanması ve salgın önlemlerinin gevşetilmeye başlaması ile talepteki toparlanma petrol fiyatlarına yukarı yönlü baskı oluşturuyor. İran ile nükleer anlaşmayı yeniden canlandırmaya yönelik uluslararası çabalarda henüz bir sonuca varılamaması da, arz yönlü beklentileri olumsuz etkileyerek petrol fiyatlarındaki yükselişe katkı yapıyor. Son olarak, OPEC+ üyelerinin petrol arzının arttırılması konusunda henüz bir anlaşmaya varamaması da petrol fiyatlarının düşüşünü engelliyor.
- 1 Temmuz'daki OPEC+ toplantısında, birçok OPEC+ üyesi Ağustos ayından itibaren günlük 400 bin varillik bir üretim artışı konusunda anlaşsa da, Birleşik Arap Emirlikleri'nin üretim kotalarının hesaplamasında kullanılan yöntemi değiştirerek günlük fazladan 700 bin varil üretim artışında diretmesi nedeniyle nihai anlaşma yapılamadı. Buna göre, OPEC+ ülkeleri arasında anlaşmaya varılana kadar Ağustos ayında üretim mevcut seviyelerinde kalabilir.
- Arz ve talep yönlü bu faktörler nedeniyle, birçok kurumun Brent petrol fiyatı tahminlerini 80 \$ ve üzerine revize ettikleri dikkat çekiyor.
- Bu olumsuzluklara karşın, **baz senaryomuzda Brent petrol varil fiyatının yılın geri kalanında arz tarafında artış beklentisiyle ortalama 70-75 \$ seviyelerinde seyredeceğini varsayıyoruz.**

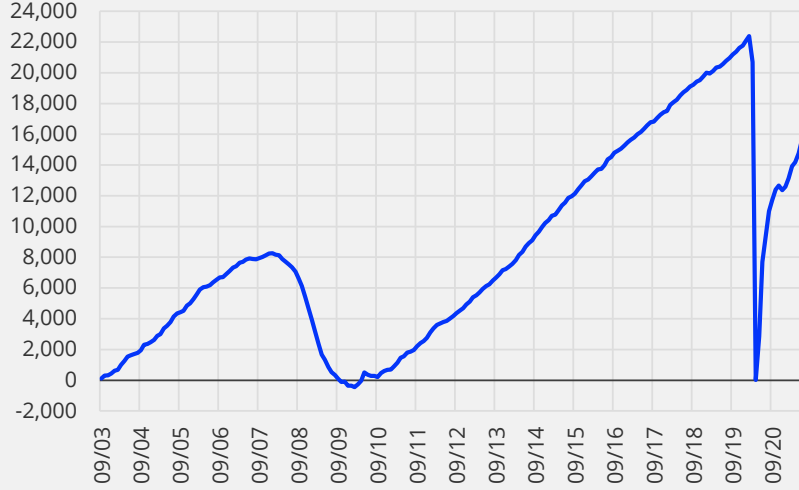
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global

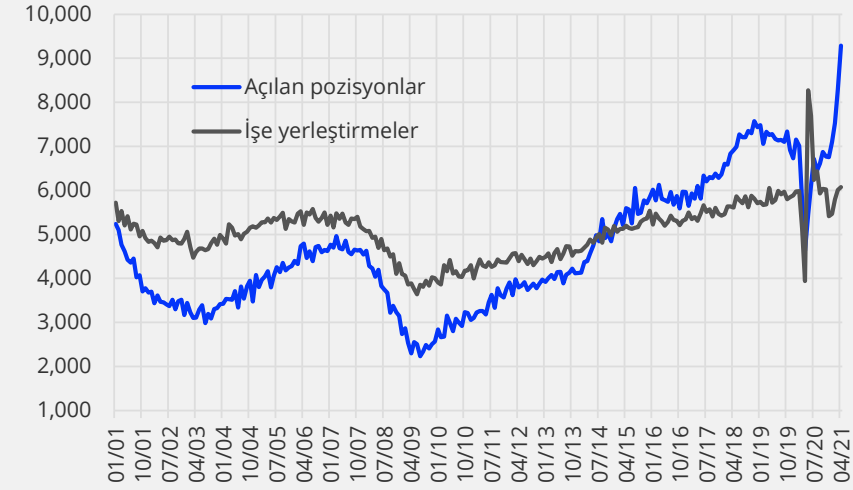


ABD’de istihdam artışları Eylül sonrasında işsizlik ödeneklerinin de kesilmesiyle biraz daha hız kazanabilir

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



ABD’de yeni açılan iş pozisyonları ve işe yerleştirmeler, aylık (x1000 kişi)



- ABD’de Nisan ve Mayıs’ta beklentilerin altında kalan tarım-dışı istihdam, Haziran’da 850.000 kişilik artışla, yaklaşık 650.000-700.000 civarındaki ortalama beklentiyi aştı. Böylece **salgının hemen sonrasında 22,3 milyon istihdam kaybı yaşayan ABD ekonomisinde dip seviyeden istihdam artışı 15,6 milyona ulaştı.**
- ABD’de işsizlik ödeneklerinin yüksekliğinin son aylarda istihdam artışlarını kısıtlayan bir faktör olabileceği de belirtiliyor. Eyaletlerin yaptığı ödemeler de dahil edildiğinde, ABD’de de birçok bölgede işsizlik ödeneklerinin asgari ücretleri dahi aştığı görülüyor. Dallas FED Başkanı Kaplan da, işsizlik ödeneklerinin yüksekliğinin işgücüne katılımı sınırlandırıdığını belirterek bu duruma dikkat çekti. **Son aylarda özellikle hizmet sektöründe firmaların açık pozisyonları doldurmakta zorluk çektiği görülüyor. Bu durum ücretler (dolayısıyla enflasyon beklentileri) üzerinde de yukarı yönlü baskı oluşturuyor. İşsizlik ödenekleri için son tarihin Eylül olduğu dikkate alındığında, talebin de güçlü kalmaya devam etmesi halinde, Eylül’den sonra istihdam artışları hız kazanabilir.**
- Son istihdam artışının ardından FED Başkanı Powell’in defalarca dikkat çektiği salgın öncesi istihdam seviyelerine 6,7 milyon kişi kaldı. Aylık ortalama istihdam artışlarının biraz daha hızlanması halinde, 2021 bitmeden bu açığın kapanması söz konusu olabilir. Bu da FED’in beklenenden önce tahvil alımlarını azaltmaya başlaması ve/veya faiz artırımlarını öne çekmesi sonucunu doğurabilir.

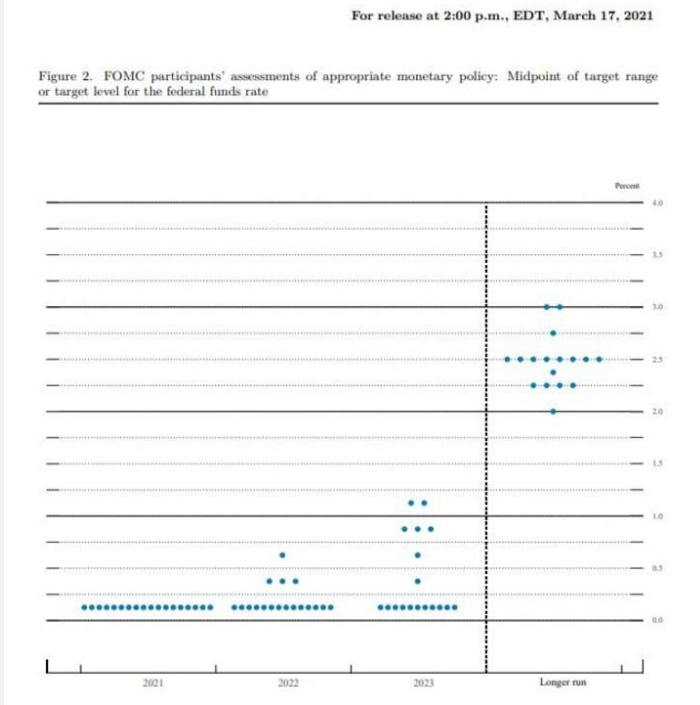
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global

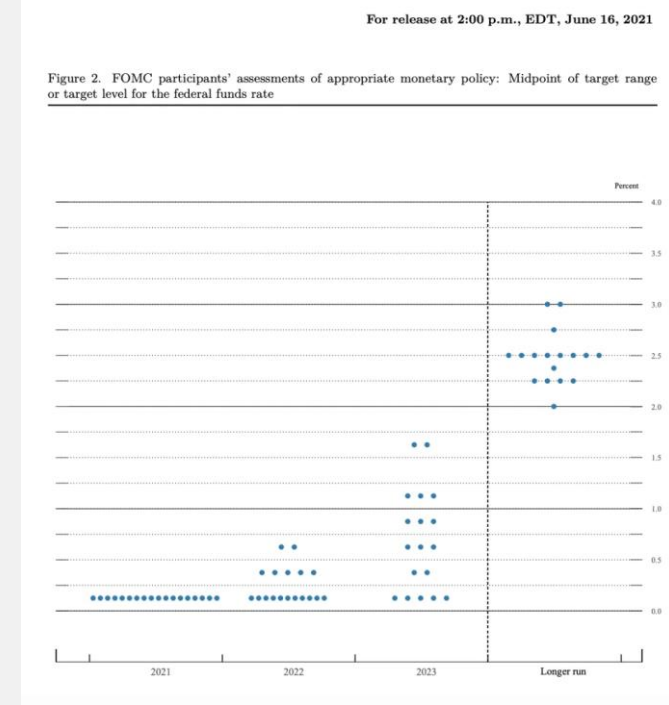


FED 16 Haziran'daki FOMC toplantısında enflasyon ve faiz projeksiyonlarını yukarı yönlü güncelledi

FOMC üyelerinin politika faizi beklentileri (17 Mart toplantısı)



FOMC üyelerinin politika faizi beklentileri (16 Haziran toplantısı)



- 16 Haziran tarihindeki FOMC toplantısında, FED 2021 sonu TÜFE enflasyonu tahminini %2,4'ten %3,4'e, çekirdek TÜFE enflasyonu tahminini de %2,2'den %3,0'e revize etti. 2021 büyüme tahmini de %6,5'ten %7,0'ye revize edildi (sene başındaki tahmin %4,2 idi). Aynı toplantıda, **19 üyeli Kurul'da faiz artışlarının 2022'de başlamasını bekleyen üye sayısı 4'ten 7'ye, 2023'te başlamasını bekleyen üye sayısı da 7'den 13'e yükseldi. Böylece FOMC'deki medyan beklenti 2023'te 2 kez faiz artışı şeklinde güncellenmiş oldu.**
- FED Başkanı Jerome Powell da halen tam istihdam hedefinden çok uzakta olduğunu belirtmeye devam etse de, enflasyon ve istihdam hedeflerine beklenenden hızlı ulaşabileceğini ifade etti.
- FED'in duruşunu bir miktar şahinleştirmesi, tahvil alımlarının azaltılmasına ilişkin beklentilerin öne çekilmesine yol açtı.

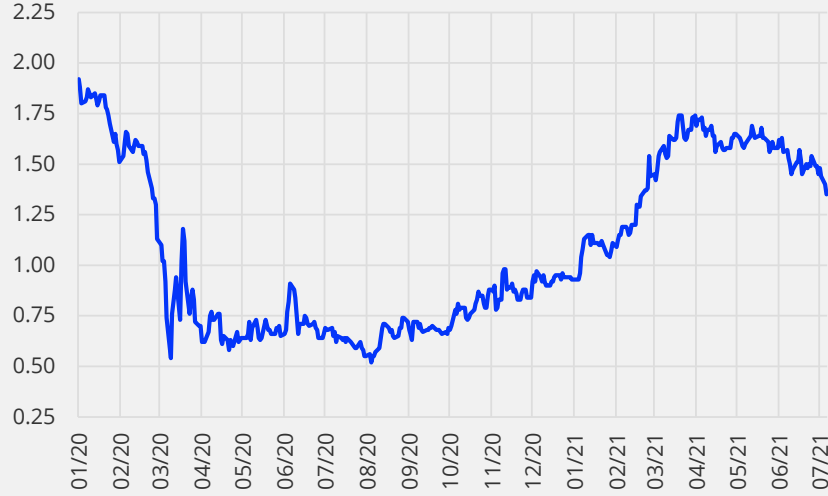
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global



ABD’de artan enflasyon beklentilerine karşın, piyasa bunun geçici olacağı konusunda ikna olmuş görünüyor

ABD 10-yıllık tahvil faizleri (2020-2021)



ABD 10-yıllık tahvil faizleri (1976-2021)



- ABD’de enflasyon daha önce öngörülen seviyelerin çok üzerine yükseldi. FED 16 Haziran tarihli FOMC toplantısında enflasyon ve faiz projeksiyonlarını yukarı yönlü güncellediyse de, enflasyondaki yükselişin geçici olacağı konusundaki görüşünü koruyor. Enflasyon beklentilerindeki bozulmaya karşın, uzun vadeli ABD tahvil faizlerindeki durulma ve hatta geri çekilme, FED’in piyasaları ikna etme konusunda şimdilik başarılı olduğuna işaret ediyor. Mart ayında 1,70 seviyesini aşan 10 yıllık ABD tahvil faizi, 7 Temmuz’da 1,30 seviyesinin dahi altını test etti.
- FED’in günlük gerçekleştirdiği ters-repo ihalelerinde borçlanma tutarlarının 1 trilyon \$ seviyelerine yaklaşması, piyasadaki likidite fazlasının boyutunun bir göstergesi. **Son gelişmelerin ardından, FED’in bu sene bitmeden tapering sürecini başlatma ihtimalinin arttığını düşünüyoruz.**

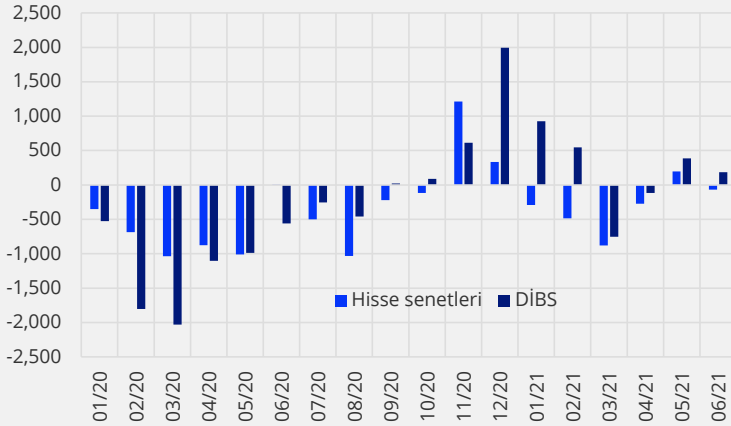
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Türkiye

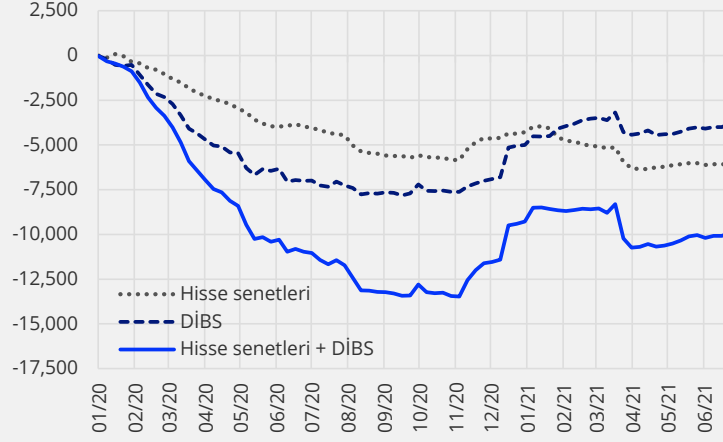


20 Mart'ın ardından yaşanan yüksek montanlı sermaye çıkışları durulsa da yabancı yatırımcı ilgisi halen zayıf seyrediyor

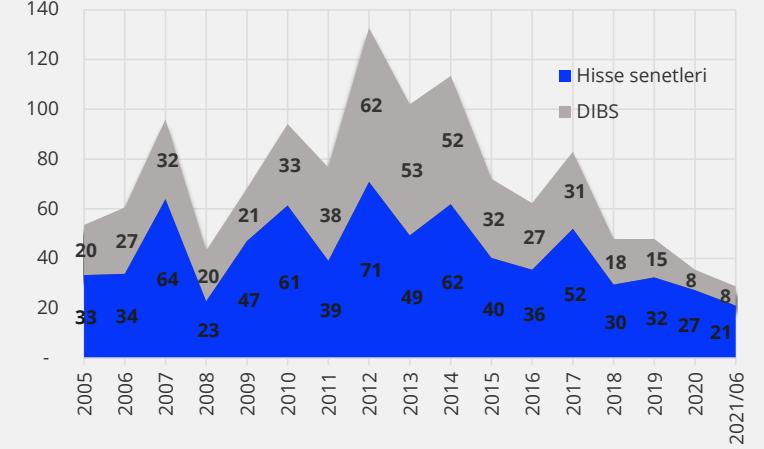
Yurtdışı yerleşiklerin net sermaye hareketleri
Aylık (Milyon \$)



Yurtdışı yerleşiklerin net sermaye hareketleri
Kümülatif (Milyon \$)



Yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi & DİBS stoğu
(Milyar \$)



- 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 değişikliğinin 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 çıkışları sonrasında durulurken, son haftalarda TL cinsi tahvillere sınırlı da olsa yabancı yatırımcı ilgisi oluştu.**
- Borsa İstanbul'daki değer kaybı ve tahvil faizlerindeki 500-600 baz puanlık artışlarının da etkisiyle, yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi ve DİBS stoğu, 2020 sonundaki 35 milyar \$'dan 25 Haziran'da 29 milyar \$'a geriledi.
- Bunlar dışında, **yurtdışı yerleşiklerin swap kanalından 9 Kasım 2020'den 20 Mart 2021'e kadar olan süreçte yaklaşık 14,5 milyar \$ sermaye girişi gerçekleştirdikten sonra 25 Haziran'a kadar yaklaşık 11,5 milyar \$ sermaye çıkardıklarını hesaplıyoruz.**

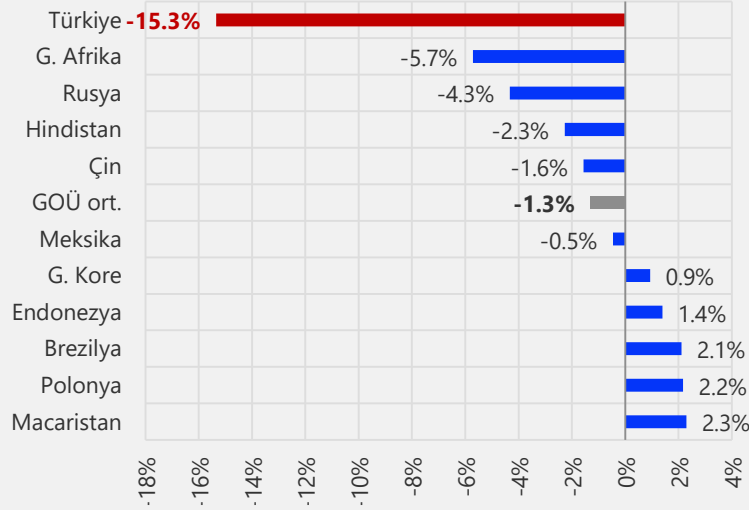
Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

Ekonomik Görünüm: Türkiye

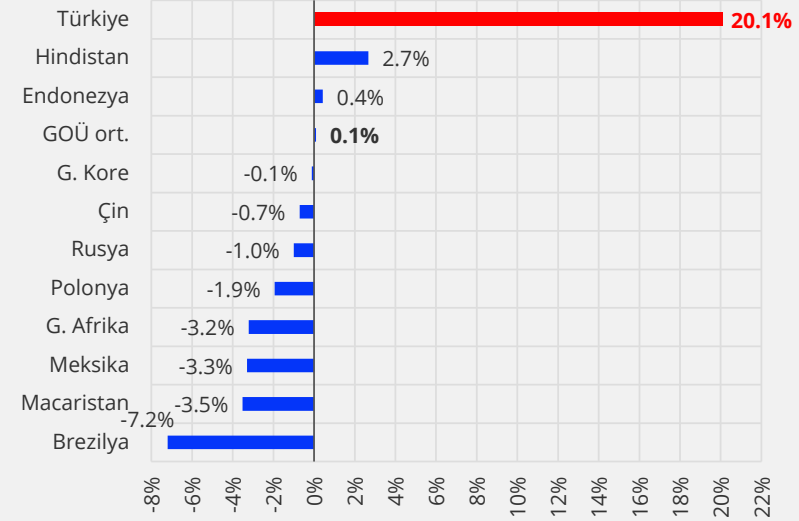


TL 20 Mart'tan sonra negatif ayrışmaya devam ederken, yılın geri kalanında da kayda değer bir iyileşme zor görünüyor

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



USD karşısında kur değişimi, (19/03/20 – 06/07/21)



- Kasım 2020'deki ortodoks politikalara dönüş sonrası iyileşen yatırımcı algısıyla birlikte, TL'nin performansında önemli bir iyileşme olmuştur. 20 Mart'ta Naci Ağbal'ın görevden alınmasına kadar geçen süreçte, TL geçmiş kayıplarının önemli bir bölümünü telafi etmiş, USD GOÜ kurları karşısında %1 civarı gerilerken, USD/TL kuru kabaca %15 gerilemişti. 20 Mart sonrasında ise GOÜ kurları USD karşısında yatay seyrederken, USD/TL'deki artış %20'yi buldu.
- Enflasyonun yüksek seviyeleri ile azalan faiz indirimi ihtimalini ve iç politik/jeopolitik gelişmeleri de dikkate aldığımızda, bozulan yabancı yatırımcı algısında kısa vadede önemli bir iyileşme olmasını beklemiyoruz. Bununla beraber, ABD'de enflasyonun ve tahvil faizlerinin seyri ve tahvil alımlarının azaltılmasına bağlı olarak küresel risk iştahının gelişimi de USD/TL üzerinde belirleyici olacak. TCMB'nin enflasyonda belirgin bir düşüş görülmeden faiz indirimlerine başlaması halinde, TL'deki satışlar biraz daha artabilir.
- Buna göre, TL'nin yılın geri kalanında da zayıf kalmaya devam etmesi ve USD/TL'nin yükselmeye devam etmesi muhtemel görünüyor. Nisan ayında 8,25 olarak revize ettiğimiz 2021 yılı ortalama USD/TL kuru için halihazırda tahminimiz 8,40-8,45 olarak şekilleniyor.

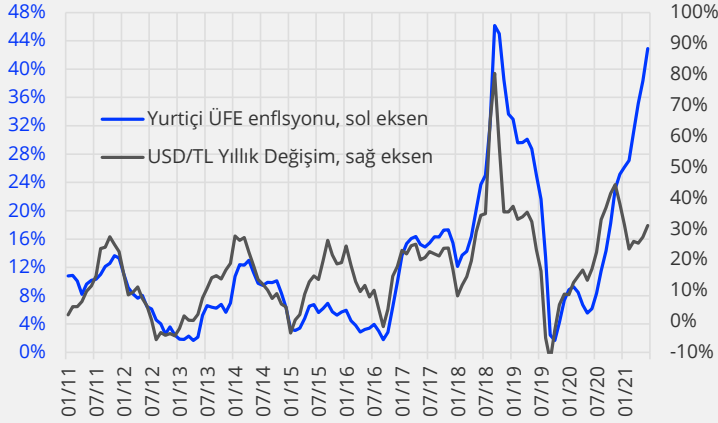
Kaynak: TCMB, Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Türkiye

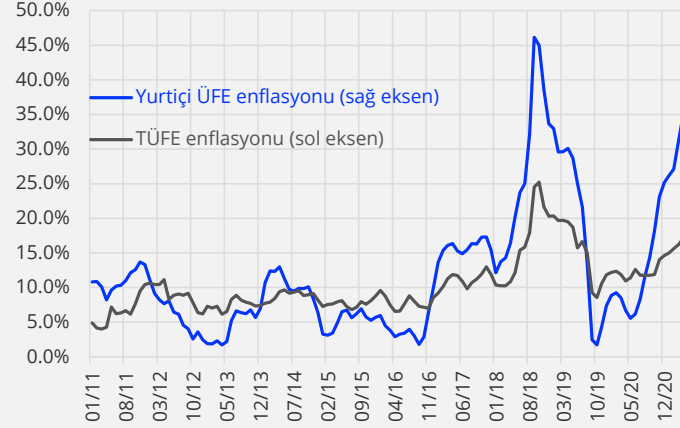


Maliyet yönlü baskıların devam etmesiyle TÜFE enflasyonu Temmuz'da %18,5 civarlarına yükselebilir

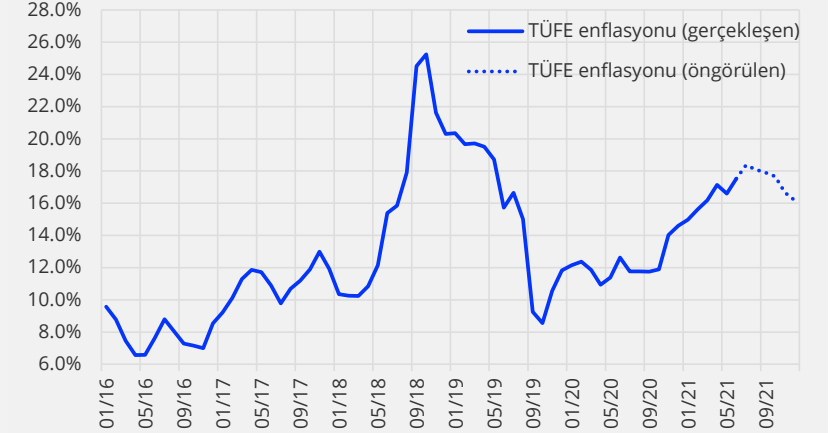
USD/TL değişim - Yurtiçi ÜFE enflasyonu



Yurtiçi ÜFE enflasyonu - TÜFE enflasyonu



Öngördüğümüz TÜFE enflasyonu patikası



- Geçtiğimiz aylarda oldukça ılımlı seyreden nihai fiyatlar üzerindeki kur geçişkenliğinin Haziran'da etkili olduğu görüldü. Böylece yıllık TÜFE enflasyonu %16,6'dan %17,5'e yükseldi. Öte yandan, yurtiçi ÜFE enflasyonundaki aylık %4,01'lik gerçekleşme maliyet yönlü baskıların da devam ettiğine (ve bu etkilerin önümüzdeki aylarda TÜFE enflasyonuna yansıyabileceğine) işaret etti. Bu rakamla, yıllık yurtiçi ÜFE enflasyonu da %38,3'den %42,9'a yükseldi.
- Kur gelişmelerinden ve yurtiçi ÜFE enflasyonundan TÜFE enflasyonuna geçişkenliğin, son enerji zamları ile beraber, Temmuz enflasyonunda da etkili olacağını düşünüyoruz. Buna göre, yıllık TÜFE enflasyonunun gelecek ay yaklaşık %18,5 seviyelerine yükselmesini ve Kasım ayına kadar %18 civarlarında seyretmesini bekliyoruz. TL'de aşırı değer kayıpları olmadığı bir durumda, TÜFE enflasyonu yılın son iki ayında baz etkisiyle gerileyebilir. **Sene sonu için 9,15 seviyesindeki \$/TL tahminimize (varsayımımıza) dayanarak, TÜFE enflasyonunu sene sonunda %16,2 olarak tahmin ediyoruz. 2021 yılı için ortalama TÜFE enflasyonu tahminimiz ise %16,9 olarak şekilleniyor.**

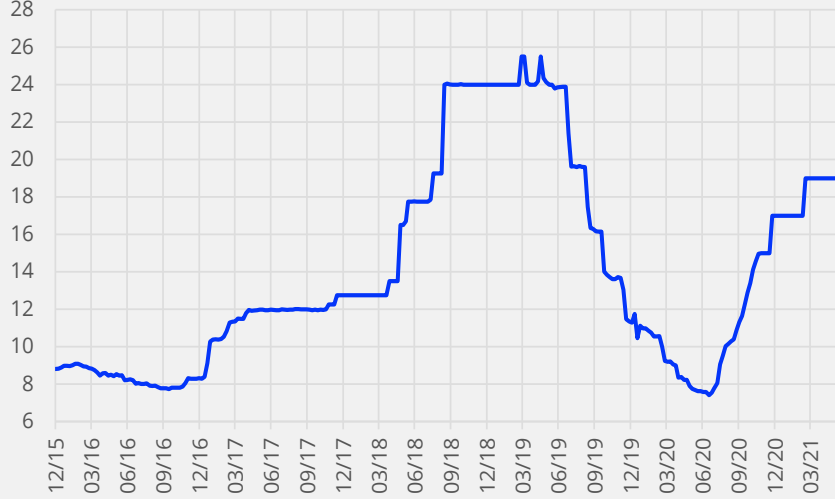
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

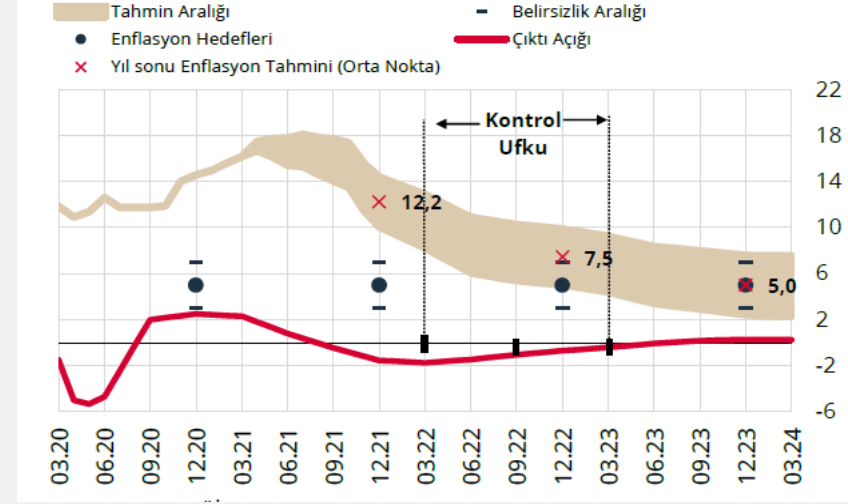


Enflasyonun yüksek seyri faiz indirim beklentilerinin ötelenmesine yol açıyor

TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti



TCMB'nin enflasyon ve çıktı açığı tahminleri



- TCMB 17 Haziran tarihli PPK toplantısında artan enflasyonist risklere dikkat çektiyse de, 2 Temmuz'daki yatırımcı toplantısında, TÜFE enflasyonunun Temmuz'dan sonra düşeceği (son çeyrekte daha belirgin olmak üzere) konusunda kendinden emin bir görüntü çizdi. Bunun arkasındaki temel faktör olarak da, cari açığı iyileşme ve son zorunlu karşılık düzenlemelerine bağlı olarak TL'nin performansında beklediği iyileşmeyi öne çıkardı. Bununla beraber, politika faizini gerçekleştiren/beklenen enflasyon üzerinde tutma stratejisine bağlı kalacağını da tekrarladı.
- Buna göre, FED beklenenden erken tahvil alımlarını azaltma sinyali verse bile, TCMB'nin politika faizinde enflasyonda belirgin düşüş beklediği Eylül/Ekim aylarından itibaren kademeli bir indirim süreci başlatma eğiliminde olduğunu söyleyebiliriz.
- Ancak, TÜFE enflasyonunun TL'de ek değer kayıpları görülmesi dahi Kasım'a kadar %18 civarlarında seyrettikten sonra yılı %16,2 civarında tamamlayabileceği yönündeki beklentimizi de göz önünde bulundurduğumuzda, TCMB önümüzdeki aylarda para politikasını öngörülenden daha sıkı tutmak durumunda kalabilir. Hatta, kısa vadede TL'de değer kayıplarının devam etmesi durumunda, örneğin, \$/TL kurunun yaz aylarında 9,0 seviyesine yaklaşması ya da aşması durumunda, TÜFE enflasyonu %19'lu seviyeleri görebilir. Bu durumda, TCMB'nin mevcut/beklenen enflasyonun üzerinde politika faizi belirleme politikası dahilinde faiz artırımları gündeme gelebilir.
- Mevcut enflasyon tahminimize göre bu sene sonuna kadar sadece 50 baz puanlık bir faiz indirimi öngördük.

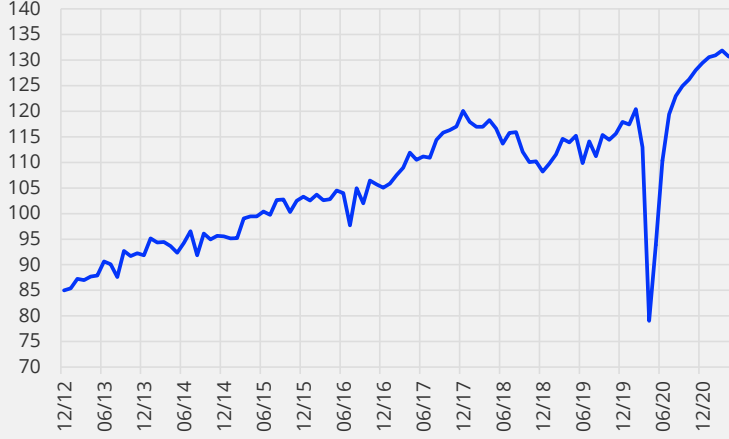
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



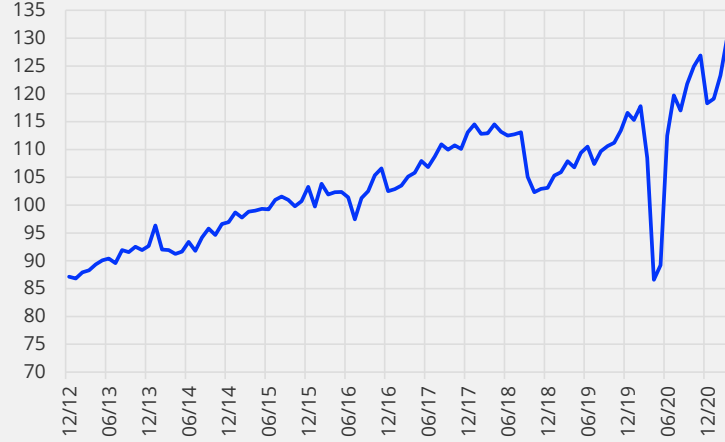
İmalat sanayi ve ticaret aktivitesi, Nisan'da (ve muhtemelen Mayıs'ta da) bir miktar geri çekilmeye karşın, halen çok güçlü seyreliyor

Sanayi üretim endeksi



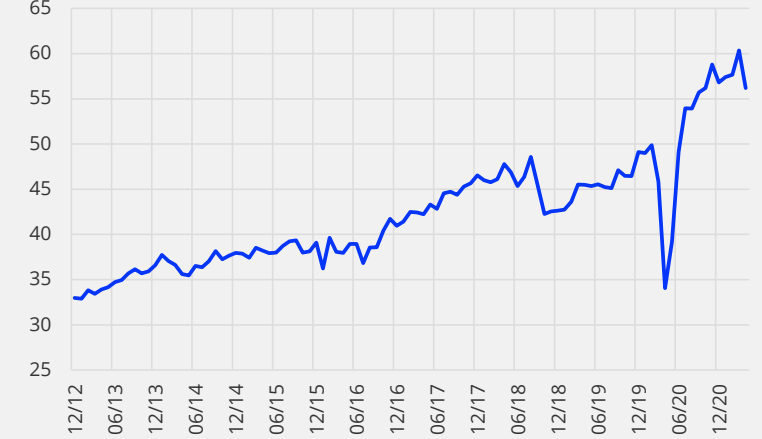
* takvim ve mevsimsellik etkisinden arındırılmış

Perakende hacim endeksi



* takvim ve mevsimsellik etkisinden arındırılmış

Perakende ve toptan ticaret ciro endeksi



* takvim ve mevsimsellik etkisinden ve enflasyondan arındırılmış

- Takvim etkisi ve mevsimsellikten arındırılmış sanayi üretim endeksi, 11 aylık kesintisiz (toplamda %68'lik) büyüme döneminin ardından Nisan'da önceki aya göre %0,9 geriledi. Böylece sanayi üretimi takvim etkisinden arındırılmış olarak yıllık %66 artışa işaret etti. Yüksek oranlı bu artışta, geçen sene salgına bağlı ani duruştan kaynaklı baz etkisi de önemli bir rol oynadı.
- Hizmet sektörlerinde de benzer bir durum hakim; aylık bazda geri çekilmelere karşın baz etkisinin yardımıyla çok yüksek yıllık büyüme rakamları var. Örneğin, perakende satış hacim endeksi önceki aya göre %6,3 gerilediyse de, baz etkisinin yardımıyla yıllık 41,7 büyüdü. Perakende ve toptan ticaret ciro endeksinde aylık bazda %6,9 gerileme, yıllık bazda %64,4 artış var. Hizmet (ticaret dışı) ciro endeksinde aylık bazda %4,3 gerileme, yıllık bazda %51,6 artış var. İnşaat ciro endeksinde ise aylık bazda kabaca %4 gerileme, yıllık bazda %15 artış var.
- İmalat PMI, kapasite kullanımı, elektrik tüketimi ve kredi kartı harcamaları gibi bir dizi öncü gösterge ve de 29 Mayıs-17 Mayıs arasında tam kapanmaya gidilmiş olması, ekonomik aktivitedeki gerilemenin Mayıs'ta da devam ettiğine işaret ediyor. Buna karşın, çok yüksek yıllık büyüme rakamları görülmeye devam edecek. Örneğin sanayi üretiminde yıllık büyüme %36-37 civarında gerçekleşebilir. Baz etkisi Haziran'dan itibaren zayıflamaya başlasa da, 2.çeyrek GSYH büyümesi için piyasa beklentileri %15-20 seviyelerinde, hatta %20'nin üzerinde seyreliyor. Haziran ayında normalleşmeye bağlı toparlanmaya rağmen, GSYH'nin bir önceki çeyreğe göre %1,0-1,5 geri çekilmesini bekliyoruz. Buna göre, 2. çeyrekte yıllık GSYH büyümesini %18 civarında tahmin ediyoruz.
- Yılın ikinci yarısında normalleşmeye bağlı canlanmaya rağmen, GSYH'de iç talep katkısının yüksek faiz ve kur seviyeleri nedeniyle ciddi anlamda azalmasını bekliyoruz. Öte yandan, güçlü ihracat performansı ve turizmdeki iyileşme olumlu katkı sağlayacak. Buna rağmen, özellikle son çeyrekte GSYH büyümesinin negatif bölgeye geçebileceği yönündeki görüşümüzü koruyoruz.
- Bunlara göre, **2021 yılı GSYH büyüme tahminimiz %5,2 olarak şekilleniyor. Bununla beraber, ilk 6 aylık güçlü büyüme performansı, bu tahmine yönelik yukarı yönlü risklere işaret ediyor.**

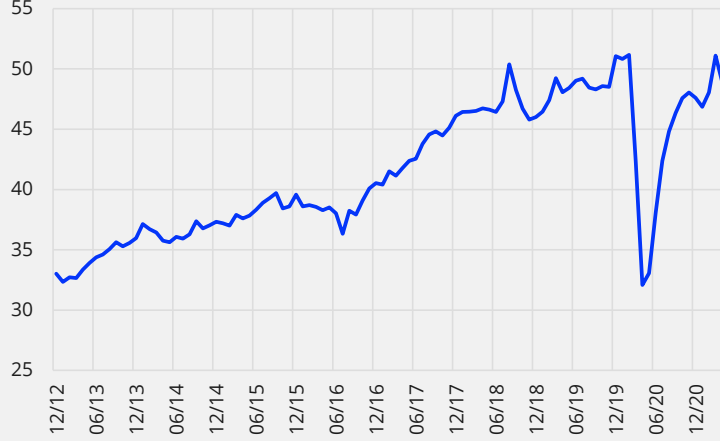
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

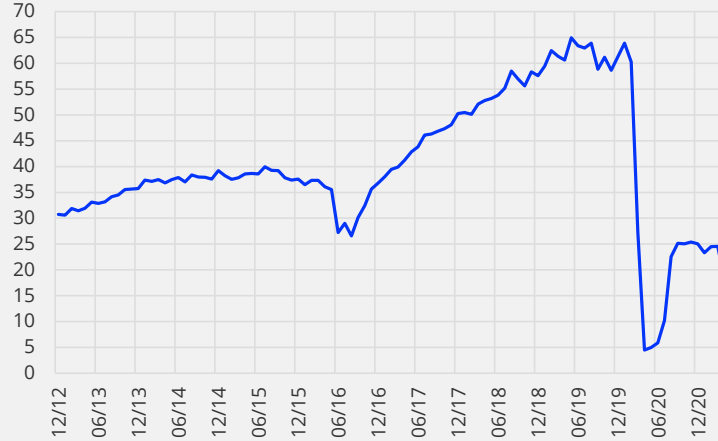


Turizmle bağlantılı sektörler ve inşaat sektörü zayıf, bilgi-işlem sektörü güçlü kalmaya devam ediyor

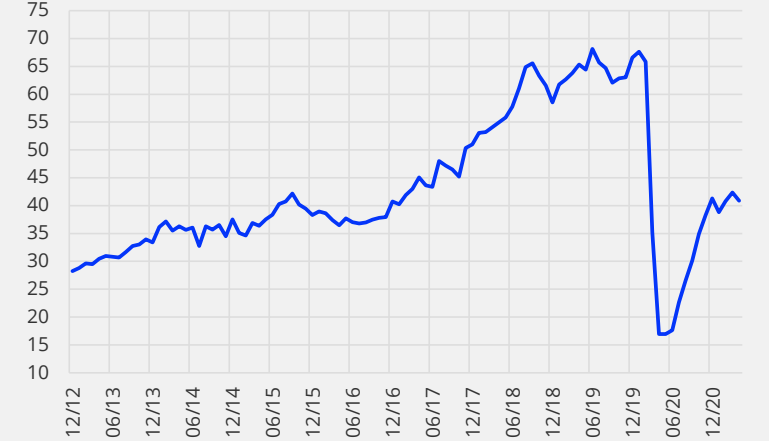
Hizmet (ticaret dışı) sektörü ciro endeksi



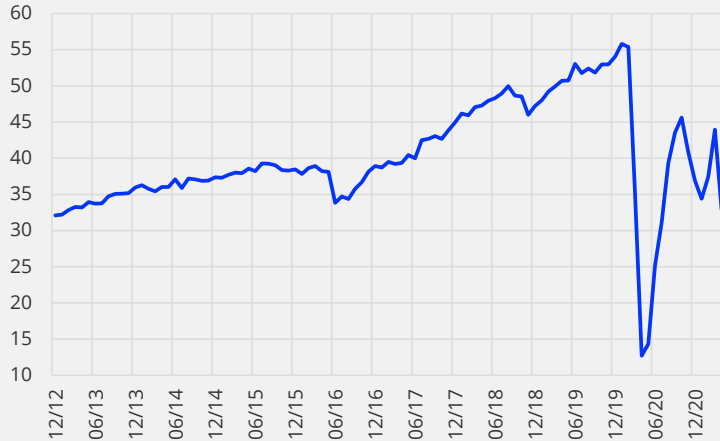
Seyahat acenteleri sektörü ciro endeksi



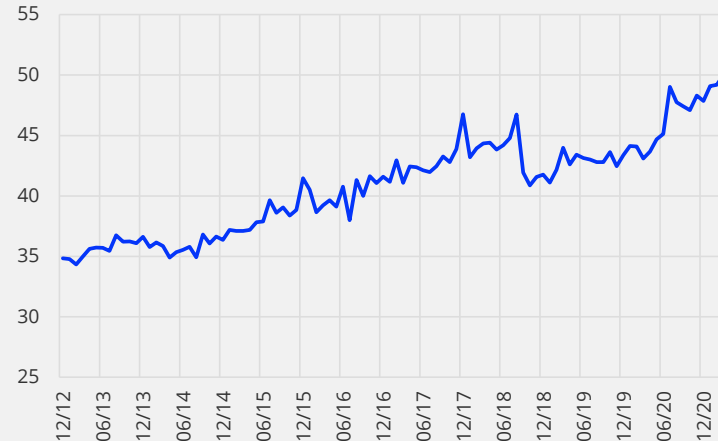
Havayolu taşımacılığı sektörü ciro endeksi



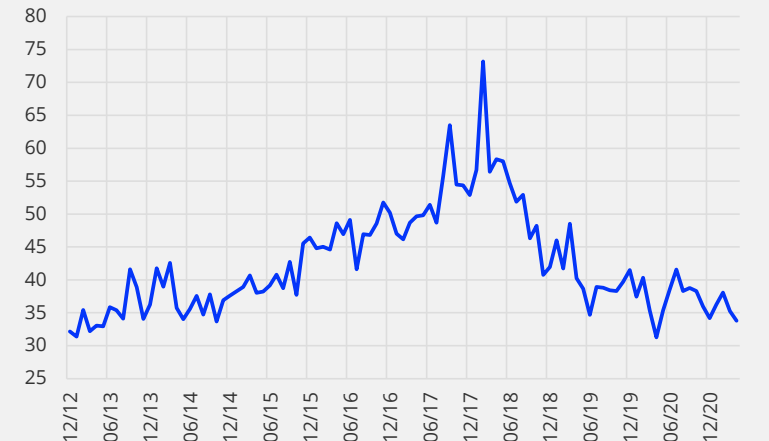
Otel-lokanta sektörü ciro endeksi



Bilgi-işlem sektörü ciro endeksi



İnşaat sektörü ciro endeksi



* Tüm seriler takvim ve mevsimsellik etkisinden ve enflasyondan arındırılmıştır

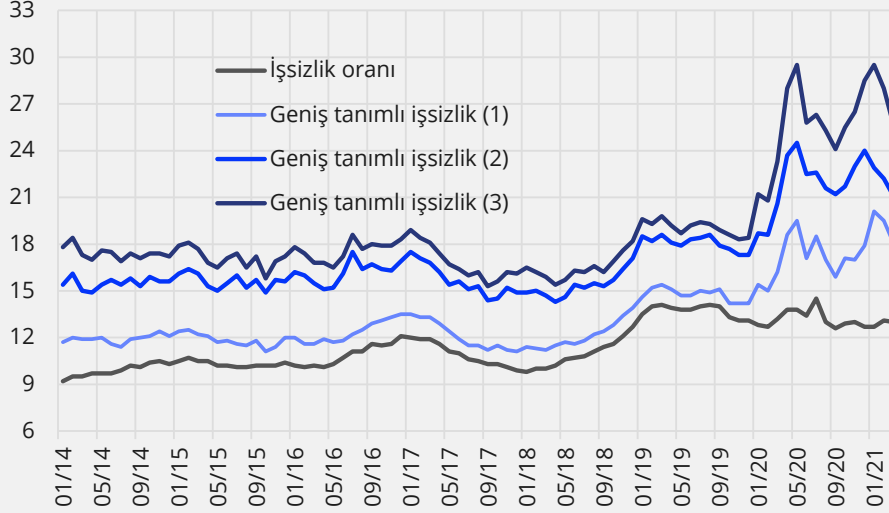
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



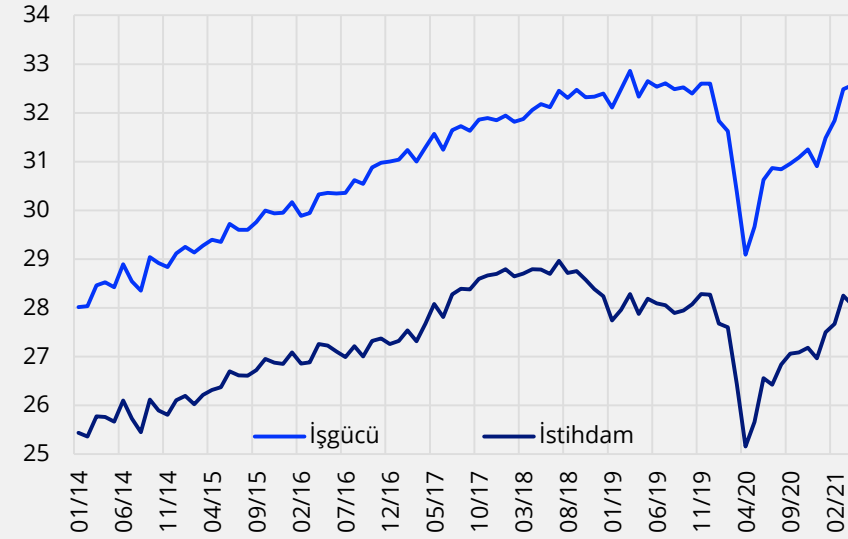
Atıl işgücü ve eksik istihdamın dahil edildiği geniş tanımlı işsizlik oranları çok yüksek seviyelerde seyrediyor

Geniş tanımlı işsizlik oranları



- (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.

İşgücü ve istihdam (x1000 kişi)



- 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 Nisan ayı itibarıyla %27,4'e kadar ulaştığı görülüyor**. Bu rakam Ocak başındaki %29,5 zirve seviyesine göre bir iyileşmeye işaret ediyor olsa da, önceki ayki %25'e göre önemli bir artış olduğu anlamına geliyor.
- İşsizlik oranı hesaplaması, sadece potansiyel işgücü üzerinden yapıldığında, %21,9 (önceki ay: %21,1), sadece eksik istihdam üzerinden yapıldığında da %19,9 (önceki ay: %18,1) çıkıyor.

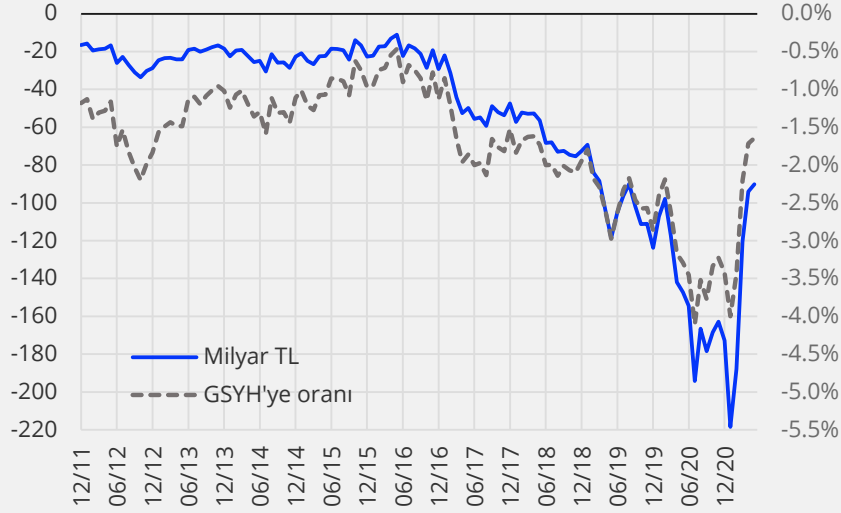
Kaynak: TÜİK

Ekonomik Görünüm: Türkiye

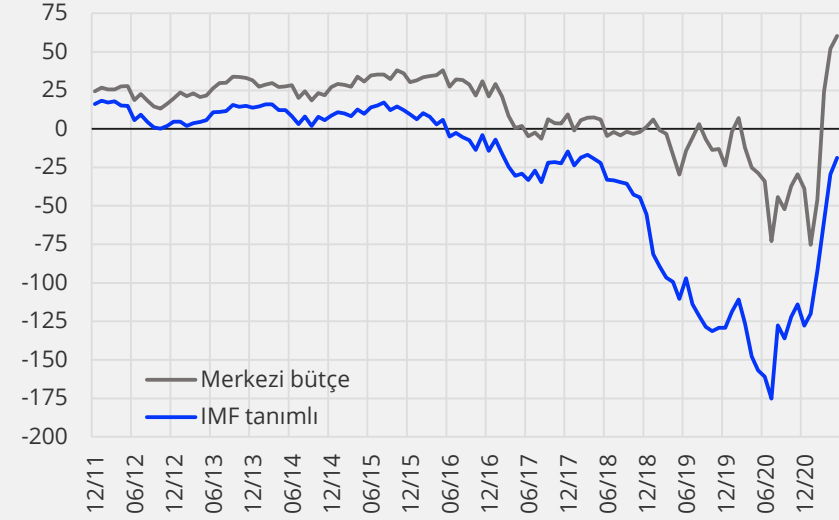


Bütçe açığı/GSYH oranı güçlü vergi gelirleri ve kısmen de baz etkisinin yardımıyla, %2,0'nin altında kalmaya devam etti.

Merkezi bütçe dengesi (12 ay birikimli, Milyar TL)



Faiz dışı denge (12 ay birikimli, Milyar TL)



- Ocak-Mayıs dönemi ele alındığında, geçen seneki 90,1 milyar TL'lik bütçe açığına karşılık bu sene sadece 7,5 milyar TL'lik bütçe açığı oluştu. Aynı dönemde, geçen seneki 25,1 milyar TL'lik faiz-dışı açığa karşılık da, bu sene 73,9 milyar TL'lik faiz-dışı fazla elde edilmiş durumda. Ancak IMF hesaplamasına göre, bir defaya mahsus gelirler dışlandığında, faiz-dışı fazla 15,5 milyar TL'ye geriliyor (geçen sene aynı dönemde 93,5 milyar TL açık).
- Merkezi bütçe performansında geçen yıla göre bu önemli iyileşmede, temel olarak güçlü büyümeye bağlı olarak iyileşen vergi tahsilat performansı etkili olsa da, baz etkilerinin de çok önemli bir rolü olduğunu da eklemek lazım. Hatırlanacağı gibi, hükümet geçen sene, Mart-Haziran arası vergi ödemelerinin önemli bir bölümünü 6 aylığına ötelerken, salgından etkilenen kesimlere de doğrudan bütçe destekleri sağlamıştı. İlgili faktörlerin hesaplamalardan çıkmasıyla, 12-aylık birikimli bütçe açığı 90,2 milyar TL'ye kadar geriledi. Bu rakam GSYH'nin kabaca %1,6'sı gibi bir seviyeye tekabül ediyor. Ancak baz etkisinin yılın ikinci yarısında terse dönmesiyle, bu oranın özellikle son çeyrekte yükselişe geçmesi kuvvetle muhtemel.
- Yılın ikinci yarısında bütçe açığı yükselişe geçecek olsa da, şu ana kadar elde edilen vergi tahsilat performansının yardımıyla, **2021 sonunda bütçe açığı/GSYH oranının sene başındaki %4,5-5,0 öngörümüzün altında %3,8 civarında kalacağı anlaşıyor.**

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



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

Merkezi bütçe 2021 hedefleri

	2020	2021 ilk Hedef	2021 Revize Hedef	Fark	Yıllık nominal değişim	Yıllık reel değişim
Gelirler	1,029.5	1,101.1	1,254.6	153.5	21.9%	4.3%
Vergi Gelirleri	833.1	922.7	1,051.0	128.3	26.2%	8.0%
Vergi-dışı Gelirler	196.4	178.4	203.6	25.2	3.6%	-11.3%
Harcamalar	1,202.2	1,346.1	1,454.5	108.4	21.0%	3.6%
Faiz harcamaları	134.0	179.5	179.6	0.1	34.1%	14.8%
Faiz-dışı harcamalar	1,068.3	1,166.6	1,274.9	108.3	19.3%	2.2%
Bütçe Dengesi	-172.7	-245.0	-199.9	45.1		
Faiz Dışı Denge	-38.8	-65.5	-20.3	45.2		

* Reel değişim, %16,8'lik ortalama TÜFE enflasyonu tahminimize göre hesaplanmıştır.

- Hükümet, vergi gelirlerinin ilk tahminlerinin yaklaşık 128 milyar TL üzerinde 1,25 trilyon TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyor. Farkın da beklentilerden daha güçlü gelişen büyüme performansından (kabaca 96 milyar TL'si), vergi yapılandırma gelirlerinden (kabaca 19 milyar TL'si), kurumlar vergisinin %20'den %25'e yükseltilmesinden (18 milyar TL'si) ve diğer çeşitli gelir artırıcı tedbir kalemlerinden kaynaklandığı belirtiliyor. Öte yandan, akaryakıt fiyatlarındaki eşel-mobil sisteminden ise 27 milyar TL ÖTV kaybı bekleniyor. Ek olarak, vergi-dışı gelirlerin de 178 milyar TL yerine 204 milyar TL'ye ulaşması bekleniyor.
- Harcama tarafında ise, hükümet bütçe ödeneklerinin 108 milyar TL aşılmasını ve toplam harcamaların 1,45 trilyon TL'ye ulaşmasını bekliyor. Bu artışın kaynaklarını da, Covid-19 salgınına bağlı ek harcamalar (36 milyar TL'si), enflasyon farkı kaynaklı kamu personel ve emekli aylıklarındaki artış (40 milyar TL'si), mahalli idare ve fonlara aktarılabilecek kaynaklar (23 milyar TL) ve ek yatırım ödenekleri (38 milyar TL'si) oluşturuyor. Hükümet öte yandan, kamu alacaklarının yeniden yapılandırılması kapsamında, sosyal güvenlik kuruluşlarına yapılacak transferlerden 29 milyar TL tasarruf sağlamayı öngörüyor.
- Özetle, hükümet 2021 Bütçe Kanunu'nda %4,2 olarak öngördüğü merkezi bütçe açığı/GSYH oranını yukarıdaki kaynaklara bağlı olarak %3,5 olarak revize ediyor. Bu rakam bizim %3,8'lik tahminimizin bir miktar altında. Aradaki farkın, bizim GSYH tahminimizin daha muhafazakâr (%5,2) olmasından kaynaklandığını söyleyebiliriz. Hükümet, geçen sene Ekim'de yayınlanan YEP'te 2021 büyüme tahminini %5,8 olarak açıklamıştı, ancak bu tahmin halihazırda daha da yükselmiş durumda. Buna göre hükümetin %3,5 hedefinin gerçekçi görüldüğünü söyleyebiliriz. **Cumhurbaşkanı Erdoğan geçtiğimiz günlerde 2021 yılı GSYH büyümesinin %8,0'e yaklaşabileceğini belirtmişti. Bu gerçekleşirse, bütçe açığı/GSYH %3,5'in altında da kalabilir.**

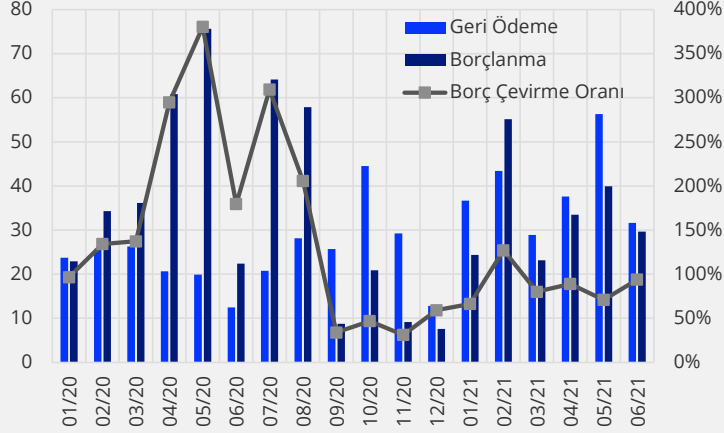
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

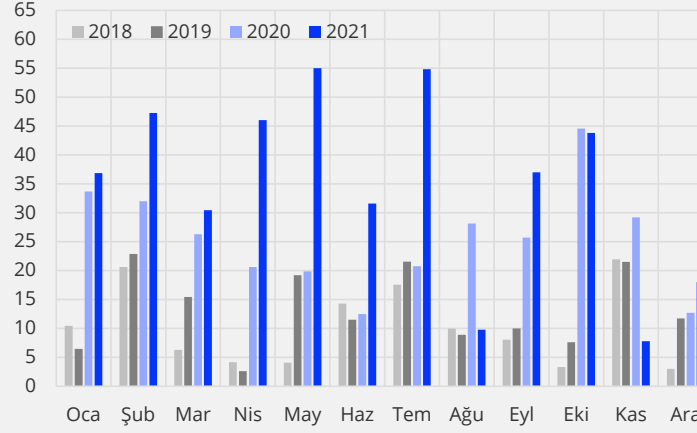


Vergi gelirlerindeki iyileşme 2020'nin Eylül ayından itibaren iç borçlanma ihtiyacını önemli oranda sınırladı

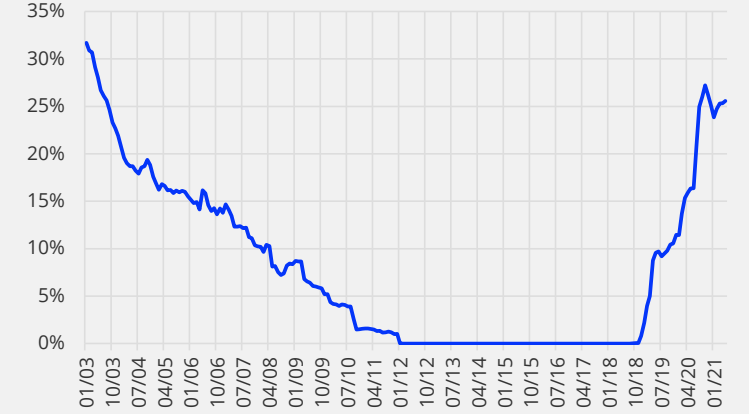
İç borç; geri ödeme - borçlanma (Milyar TL)



İç borç geri ödemeleri (Milyar TL)



İç borç stoku içinde döviz cinsi borcun payı



- 2020'nin ilk yarısında 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 yükselmisti. Bu durum 2021 için çok yüklü bir iç borç geri ödeme takvimi ortaya çıkardı (2019'daki seviyenin 2.6-2.7 katı).
- Ancak 2020'nin son aylarından itibaren güçlü iç talebe bağlı vergi tahsilatındaki iyileşme ve yaratılan faiz dışı fazla, yüklü iç borç geri ödeme takvimine karşın iç borçlanma ihtiyacını çok önemli oranda sınırladı.
- Ocak 2020-Ağustos 2020 arası dönemde Hazine'nin ortalama yeniden borçlanma oranı %211'i bulurken, net borçlanma da 259 milyar TL'ye ulaştı. Eylül 2020-Haziran 2021 arası dönemde ise yeniden borçlanma oranı %73, net borçlanma tutarı -9,3 milyar TL oldu. Faiz ödemeleri dahil edildiğinde, Hazine bu dönemde piyasaya 95 milyar TL bırakmış oldu.
- 2011 yılına gelindiğinde döviz cinsi iç borçlanmasını sıfırlayan Hazine, 2018 yılının sonlarından itibaren yurtdışından döviz cinsi iç borçlanmasını çok hızlı bir şekilde arttırdı. **Hazine bu süreçte altın cinsi de dahil olmak üzere yaklaşık 43 milyar \$'lık döviz cinsi tahvil ve kira sertifikası ihraç etti. Hazine'nin halihazırdaki döviz cinsi tahvil stoku ise yaklaşık 30 milyar \$ düzeyinde bulunuyor. Bu haliyle, iç borç stokunun dörtte birinden fazlası döviz cinsi tahvillerden oluşuyor.**

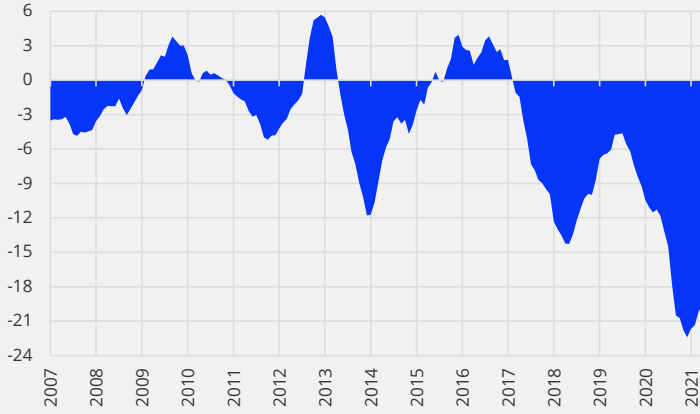
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

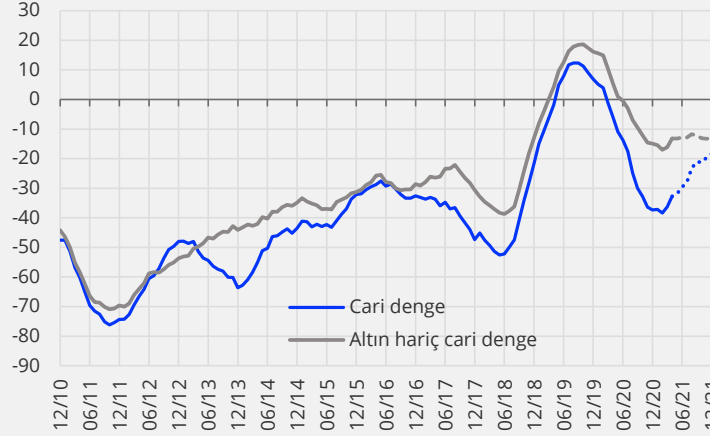


Artan enerji maliyetlerine rağmen, güçlü ihracat performansı ve turizm gelirlerindeki iyileşme cari açığı geriletecek

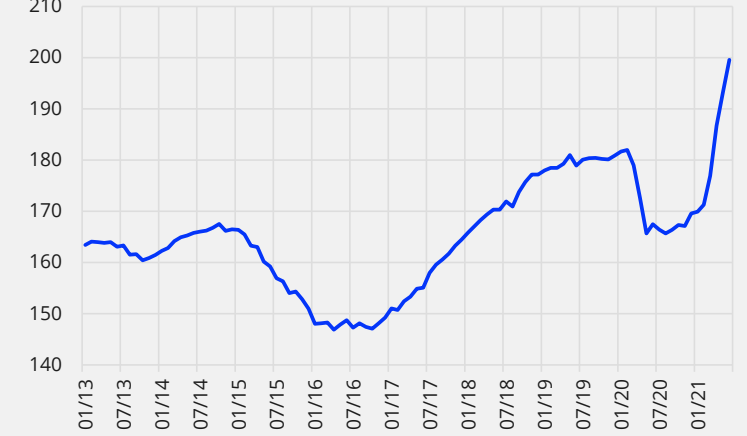
Net altın ihracatı (Milyar \$)



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



12-ay birikimli ihracat (Milyar \$)



- Altın ithalatında son dönemdeki durulma cari açığa olumlu katkıda bulunmaya başladı. Altın ithalatının geçen yılın özellikle ikinci yarısında ivmelendiği dikkate alındığında, yılın ikinci yarısında cari açığa bundan kaynaklı daha sert bir gerileme olacağını söyleyebiliriz.
- Artan turizm gelirleri de önümüzdeki aylarda cari açığa olumlu katkı yapacak kalemlerden biri olabilir. Ancak, turizm gelirlerinin sene başındaki 19-20 milyar \$'lık hedefe ulaşması zor görünüyor. 2021 için turizm gelirlerini (brüt) 16 milyar \$ olarak varsayıyoruz. 2019 yılında rekor kırarak 30 milyar \$ seviyesine ulaşan turizm gelirleri, geçen sene salgın nedeniyle 10 milyar \$'a gerilemişti.
- İhracat pazarlarımızda ekonomik aktivitedeki iyileşme ile son dönemde ihracatta önemli bir canlanma dikkat çekiyor. Haziran'da ihracat gelirleri tarihi rekor kırarak 20 milyar \$, 12-aylık toplam ihracat da 200 milyar \$ sınırına yaklaştı. Hatırlatmak gerekirse, Ekim ayında yayınlanan Yeni Ekonomi Programı'nda hükümetin bu yıl için ihracat hedefi 184 milyar \$ idi. Önümüzdeki aylarda cari açığı olumlu etkileyecek bir diğer unsurun, kur ve faiz seviyelerine bağlı olarak, iç talepte, dolayısıyla da ithalatta beklediğimiz yavaşlama olacak.
- **Özellikle ihracatın güçlü seyrini dikkate alarak, sene sonu için 22-23 milyar \$ olarak öngördüğümüz cari açığı 18-19 milyar \$ olarak revize ediyoruz.** Ancak, turizm gelirleri ve altın ithalatına ilişkin belirsizlikler nedeniyle, hem aşağı yönlü hem de yukarı yönlü riskler bulunduğunu da belirtmek gerek. Bununla beraber, altın ithalatı kaynaklı olarak, aşağı yönlü riskler daha ağır basabilir.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

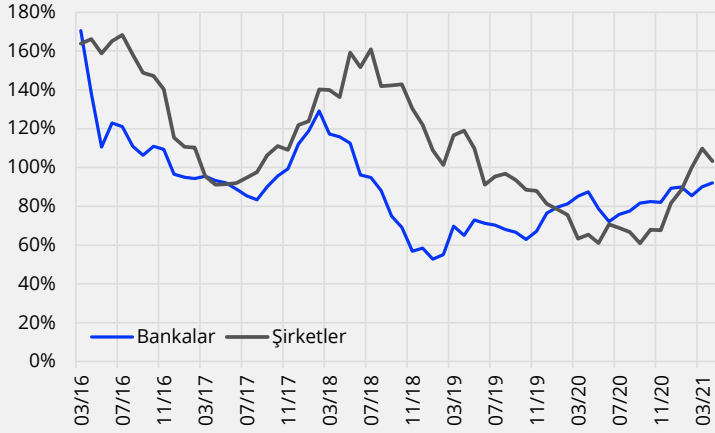


Dış borçlanma ihtiyacı önceki senelere oranla hafiflediyse de, halen yüksek seyrediyor

Kısa Vadeli Dış Borç Stoku	12/18	12/19	12/20	04/21
MERKEZ BANKASI	5.9	8.4	21.4	23.8
GENEL YÖNETİM	4.7	4.3	5.9	5.7
BANKALAR	90.1	81.6	86.0	85.1
KREDİLER	44.2	33.2	36.9	35.2
DÖVİZ TEVDİAT HESABI	18.8	21.1	20.1	20.1
BANKA MEVDUATI	13.0	13.7	13.2	13.8
TL CİNSİNDEN MEVDUAT	14.0	13.6	15.7	16.0
DİĞER SEKTÖRLER	74.3	74.0	75.4	75.8
TİCARİ KREDİLER	47.8	50.6	56.7	59.7
DİĞER KREDİLER	26.5	23.3	18.8	16.1
TOPLAM	175.0	168.2	188.8	190.4
<i>Efektif Toplam *</i>	<i>70.7</i>	<i>56.5</i>	<i>55.7</i>	<i>51.3</i>

* (Banka/Krediler + Diğer Sektörler/Diğer Krediler)

Özel sektörün dış borç çevirme oranı (6-ay ortalama)



Dış borç geri ödemeleri (Milyar \$)	05/21	06/21	07/21	08/21	09/21	10/21	11/21	12/21	01/22	02/22	03/22	04/22	12-Ay Toplam
UZUN VADELİ													
I- Finansal	1,616	4,372	912	860	986	2,070	4,112	1,967	1,131	1,583	831	2,088	22,530
i- Bankalar	1,058	4,201	645	716	916	2,005	3,339	1,837	1,004	1,490	667	2,016	19,894
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	558	170	268	144	70	66	773	131	127	93	163	72	2,636
II- Finansal Olmayan	610	1,673	482	944	1,128	441	1,270	1,897	724	449	493	555	10,666
Toplam Uzun Vadeli	2,226	6,044	1,395	1,804	2,114	2,511	5,383	3,865	1,856	2,032	1,323	2,643	33,196
KISA VADELİ													
I- Finansal	2,547	1,015	806	612	505	456	568	503	217	158	258	373	8,018
i- Bankalar	2,315	918	556	540	433	374	504	341	136	65	180	314	6,674
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	232	98	251	71	73	81	64	162	81	93	78	59	1,344
II- Finansal Olmayan	163	152	102	239	128	97	114	107	96	123	108	131	1,557
Toplam Kısa Vadeli (*)	2,710	1,167	908	851	633	552	681	610	313	280	366	504	9,575
Toplam Özel Sektör	4,936	7,211	2,303	2,656	2,747	3,064	6,064	4,474	2,168	2,312	1,689	3,147	42,771
Merkezi Yönetim	486	1,337	372	678	794	604	2,112	291	388	2,773	2,670	654	13,159
Anapara	156	1,130	49	148	154	42	1,717	131	85	2,149	1,961	42	7,764
Faiz	330	207	323	530	640	562	395	160	303	624	709	612	5,395
TOPLAM (Özel Sektör + Merkezi Yönetim)	5,422	8,548	2,675	3,334	3,541	3,668	8,176	4,765	2,556	5,085	4,359	3,801	55,930

(*) Ticari krediler dahil değildir.

- Son dönemde bankaların borç azaltma eğiliminde yavaşlama görünse de, uzun vadeli kredilerin yenileme oranları %100'ün altında kalmaya devam ediyor. Şirketler kesiminin ise yurtdışından borçlanmaya yeniden ağırlık vermeye başladıkları dikkat çekiyor. Uzun vadeli kredilerin 12-aylık ortalama yenileme oranı, bankalarda %88, şirketlerde %86 olarak gerçekleşmiş durumda.
- Buna bağlı olarak, 2018'in başlarında yaklaşık 225 milyar \$ seviyelerindeki reel sektörün döviz açık pozisyonu, Nisan 2021 itibarıyla 158 milyar \$'a kadar geriledi.
- Kalan vadeye göre dış borç stoku (kısa vadeli borç ve gelecek 12 aylık dönemde geri ödemesi gelen uzun vadeli borç) 190 milyar \$ seviyesinde seyrediyor. Bunun 60 milyar \$'ı ticari krediler, 50 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 56 milyar \$ civarında olduğu gözüküyor.**
- Son olarak, 2019 sonunda 8 milyar \$ düzeyindeki TCMB'nin dış borcunun da yapılan swap anlaşmalarının da etkisiyle Nisan 2021'de 24 milyar \$'a ulaştığı görülüyor.

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

Ekonomik Görünüm: Türkiye



2021'de kredi derecelendirme kuruluşlarından görünüm artışı gelme ihtimali azaldı

Mevcut kredi notları

	S&P	Moody's	Fitch
Son güncelleme tarihi:	22/01/21	11/09/20	19/02/21
Kredi notu güncellemesi:	B+ teyit edildi	B2'ye indirildi	BB- teyit edildi
Görünüm güncellemesi:	durağan teyit edildi	negatif teyit edildi	durağana yükseltildi
Yatırım yapılabilir kademe:	4 kademe altı	5 kademe altı	3 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	22/10/21	03/12/21	13/08/21

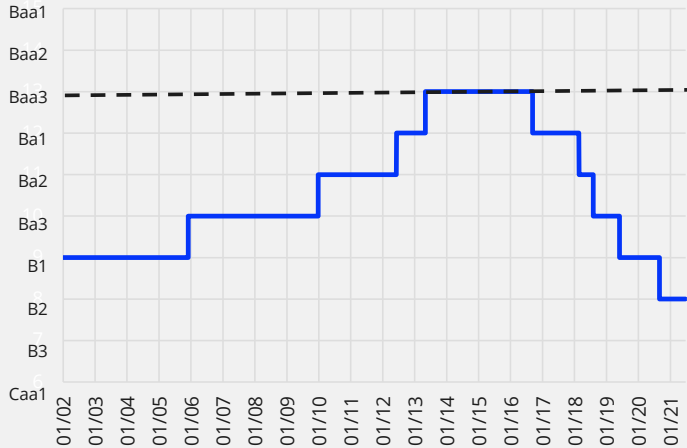
* S&P 28 Mayıs'taki, Moody's de 4 Haziran'daki resmi gözden geçirme tarihlerinde güncelleme yapmadı.

Son kredi notu kararları

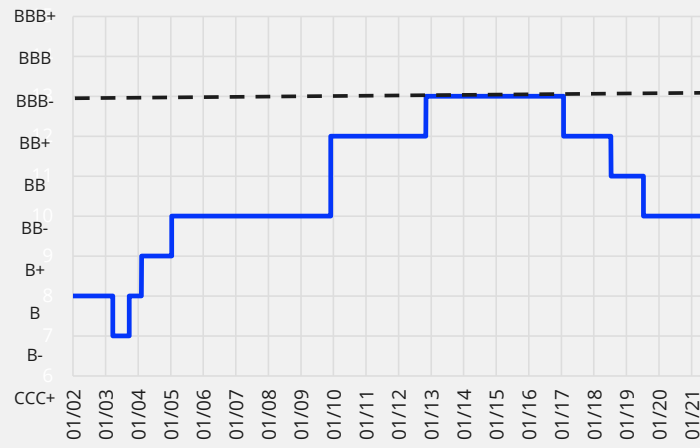
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
19/02/21	Fitch	BB-	→	durağan	↑
22/01/21	S&P	B+	→	durağan	→
11/09/20	Moody's	B2	↓	negatif	→
21/08/20	Fitch	BB-	→	negatif	↓
24/07/20	S&P	B+	→	durağan	→
06/05/20	S&P	B+	→	durağan	→

YATIRIM YAPILABİLİR												J UNK											
Moody's	AAA1	AAA2	AAA3	AA1	AA2	AA3	A1	A2	A3	BAA1	BAA2	BAA3	BA1	BA2	BA3	B1	B2	B3	CAA1	CAA2	CAA3	CA	C
S&P/Fitch	AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C
	Prime			Yüksek Not			Yüksek Orta Not			Alt Orta Not			Spekülatif			Çok Spekülatif			Aşırı Riskli			Batkı	

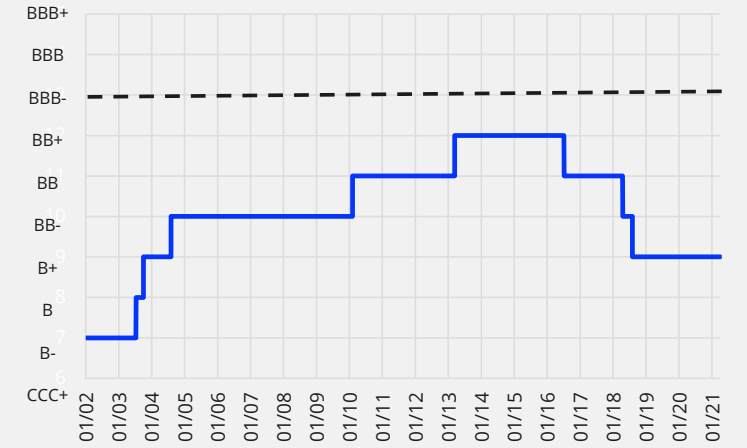
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



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

Piyasalara Dair Beklentiler

Ekonomi ve Piyasa Takvimi



	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
MB Faiz Toplantıları	14 	6 	10 	21 	5 	10
	15 	12 	16 	29 	5 	16
	16 		17 	29 	18 	16
	29 		17 			17
			23 			18
Önemli Olaylar	29 Enflasyon Raporu 3/4 			28 Enflasyon Raporu 4/4 	26 Finansal İstikrar Raporu 2/2 	2022 Yılı Para ve Kur Politikası
		11 MSCI Endeks Değişiklik 			9 3Ç21 Bilanço Son Tarih 	
		19 2Ç21 Bilanço Son Tarih 	21 BM Genel Konseyi 	30 - 31 G-20 	11 MSCI Endeks Değişiklik Duyuru 	



Diğer Önemli Olaylar:

- 7/11 Temmuz: G-20 Maliye Bakanları toplantısı
- 31 Temmuz: ABD borç tavanı için son tarih
- 26/28 Ağustos: Jackson Hole toplantısı
- 26 Eylül: Almanya seçimleri

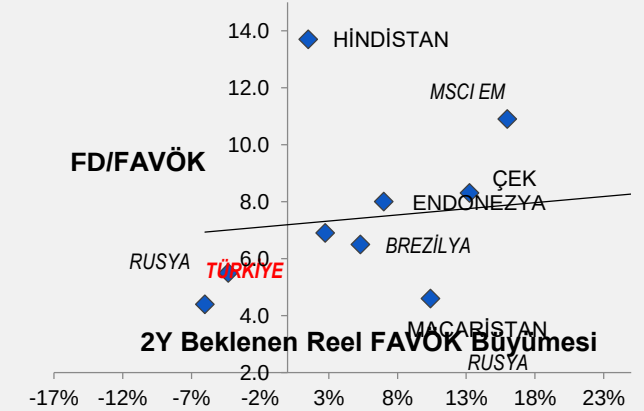
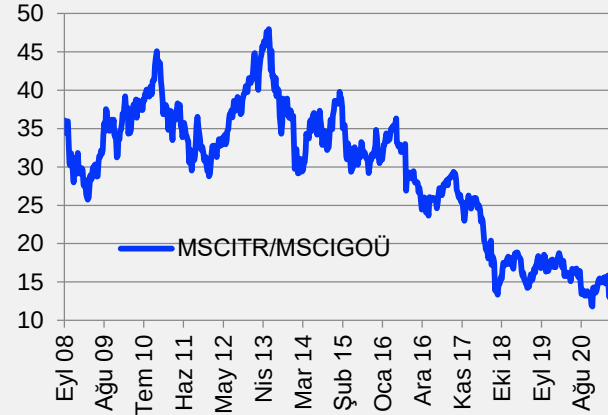
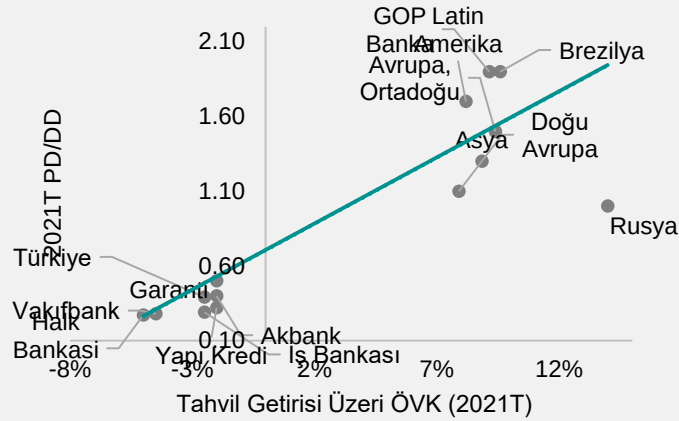
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Piyasalara Dair Beklentiler

Borsa İstanbul



- BIST-100 Endeksi'nin gelişmekte olan ülke (GOÜ) endekslerine karşı iskontosu tarihsel en düşük seviyede devam etmektedir.
- 2020 yılını %26'nın üzerinde bir getiri ile kapayan BIST-100 endeksi, 2021 yılında an itibarı ile %6'lık bir gerileme yaşamıştır. Gelişmekte olan ülke piyasaları ile karşılaştırdığımızda ise BIST 100'ün 2020 yılında USD bazında -%18, 2021 yılbaşından itibaren -%26'lık bir rölatif performansa sahip olduğunu görülmektedir.
- Öte yandan, Türkiye'nin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu %26' olup bu seviye 2020 yıl sonunda %33 olan seviyenin hafif altındadır. Türkiye'nin tarihi FD/FAVÖK iskontosunun %18 olduğu göz önünde bulundurulursa, risk primindeki olası düşüşle beraber, güçlü ivmesinin ikinci çeyrekte de devam etmesini beklediğimiz sanayii şirket karlarının bu iskontonun kapanmasına yardımcı olabileceğini düşünmekteyiz. Bankacılık sektörü hisseleri de özellikle özel bankalar ele alındığında, iskontolu çarpanlarla işlem görmeye devam etmektedir. Orta uzun vadede sektörü etkileyen koşulların hisseler için bir katalizör olmayacağını düşünüyoruz. Öte yandan, bankacılık hisselerinin sanayii ve global benzer bankaların oldukça gerisinde performans göstermesi ve ikinci çeyrek karlılıklarında ilk çeyreğe nazaran bir nebze iyileşme beklememiz sonucunda kısa vadede olumlu bir tepki olasılığının kuvvetli olduğunu düşünmekteyiz.
- **BIST-100 Endeksi hedefimizi 1,575 seviyesinden 1,680 seviyesine yükseltiyoruz.** Endeks hedef değişikliğimizin ana nedeni ikinci çeyrek süresince beklentiden daha güçlü seyreden bazı sanayi şirketlerinde (Demir ve Çelik vb.) yaptığımız, ve yatırımcılar ile ilgili raporlarla paylaştığımız hedef fiyat güncellemeleridir. Öte yandan, İNA modellerinde kullandığımız risksiz faiz oranlarının %16 olduğunu ve beklentilerden uzun süren güncel (yüksek) faiz ortamının değerlemeler üzerinde önemli bir risk unsuru olarak devam ettiğini belirtmek isteriz.



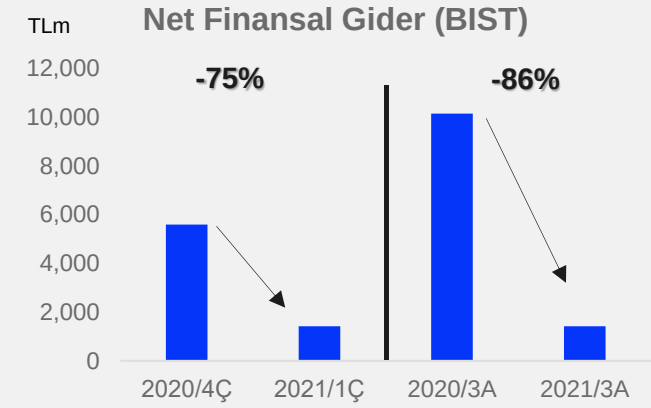
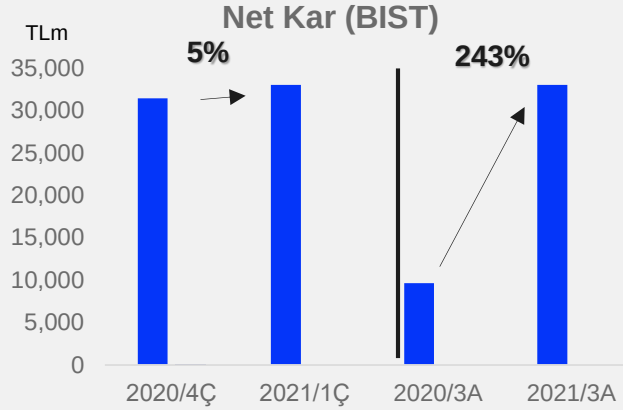
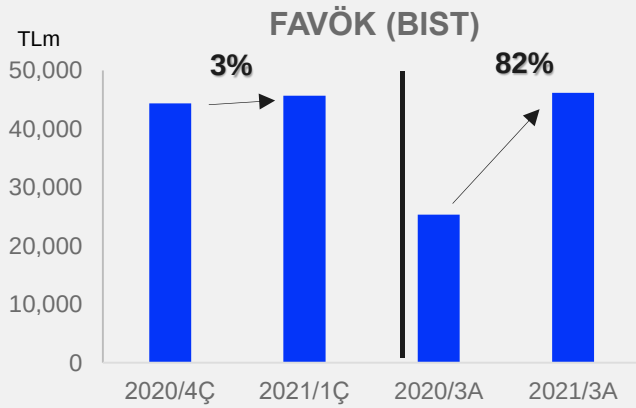
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler

Borsa İstanbul: Ana sektörler için karlılık performansı



- Borsa İstanbul'un konsolide FAVÖK'ü çeyreklik bazda %3 artarken, 1Ç21'de yıllık bazda %82 artmıştır. Güçlü marjlar FAVÖK kalemine olumlu etki yaparken, TL'deki 1Ç21 toparlanmasının kur farkı zararlarını azaltmasının yarattığı olumlu etki ise net karlara ek olumlu etki sağlamıştır.
- Temmuz sonu açıklanmaya başlayacak 2Ç21 rakamlarında FAVÖK kaleminde güçlü eğilimin devan etmesini bekliyoruz. Beklentimizin ana nedeni güçlü seyreden satış fiyatlarının marjlara olumlu etkisi olarak özetlenebilir. Sektörel bazda ise emtia segmentleri, sağlık, bilişim, gıda perakende sektörleri öne çıkmasını beklediğimiz ana iş kollarıdır.
- (Özel) Bankacılık sektörünün ise yeniden fiyatlanması tamamlanmaya başlayan kredi faizleri ile kredi/faiz makasında en kötünün geride bırakıldığını, ve 2Ç21 itibarıyla marjlarda toparlanmaların başlaması ile makul karlar açıklamalarını beklemekteyiz.



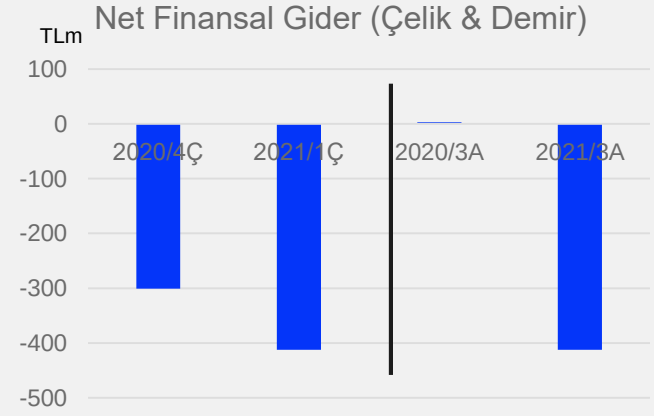
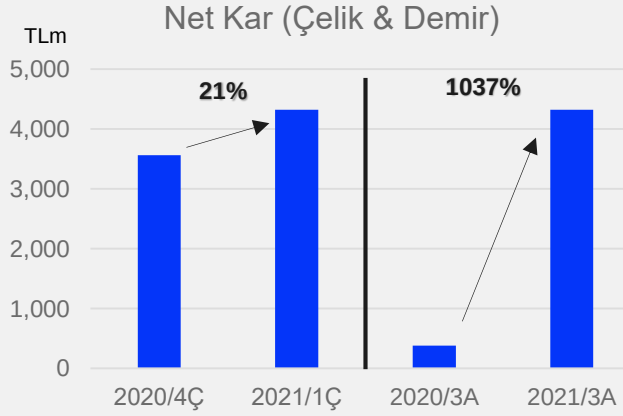
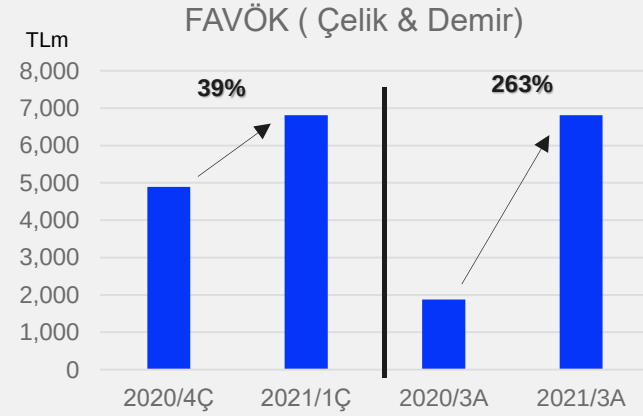
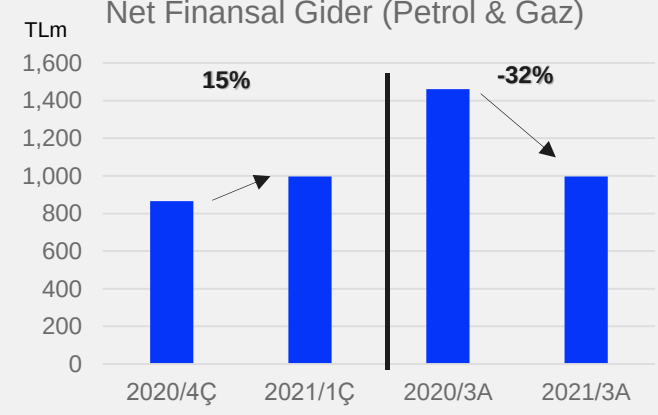
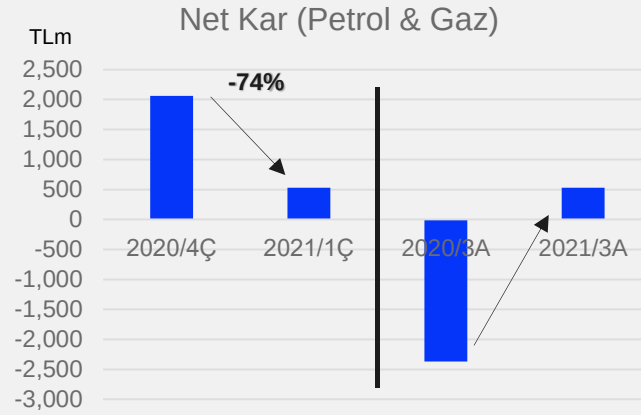
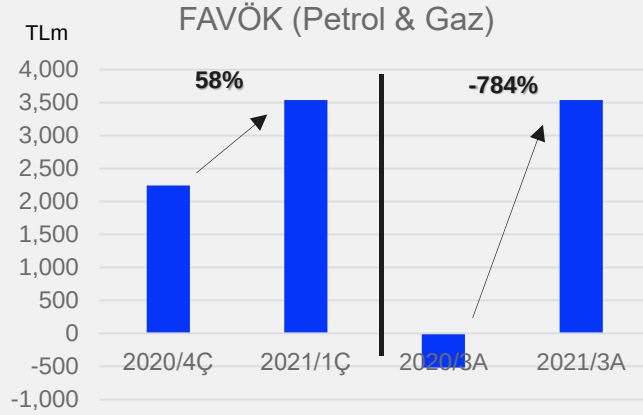
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Piyasalara Dair Beklentiler



Borsa İstanbul: Ana sektörler için karlılık performansı (Petrol & Gaz ve Demir & Çelik)

Petrol fiyatlarının geçtiğimiz dönemde kaydettiği artışın ardından ekonomilerdeki normalleşme ile birlikte ürün marjlarında da iyileşme görmeyi beklemekteyiz. Güçlü ürün fiyatlarından aldığı destek ile nakit yaratmaya devam eden demir ve çelik sektöründe ise olumlu performansın devam etmesini beklemekteyiz. Ereğli Demir Çelik ve Kardemir tavsiye ettiğimiz şirketler arasında yer almakta.



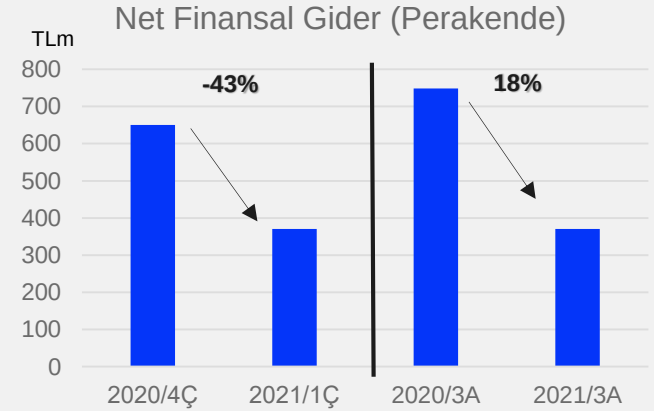
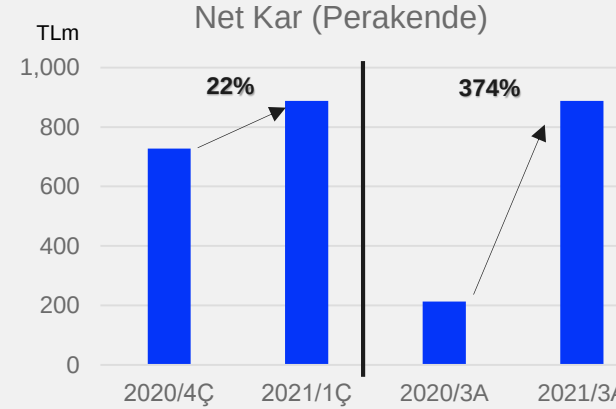
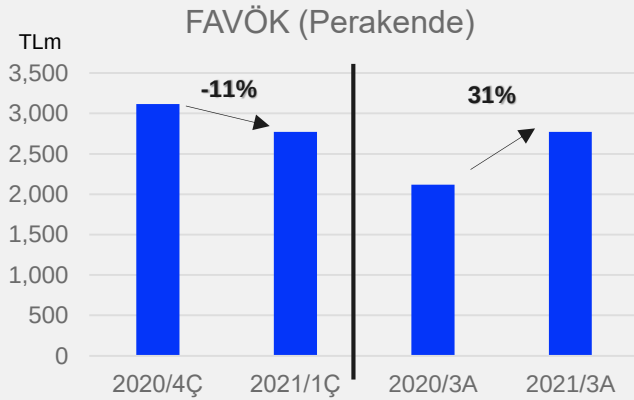
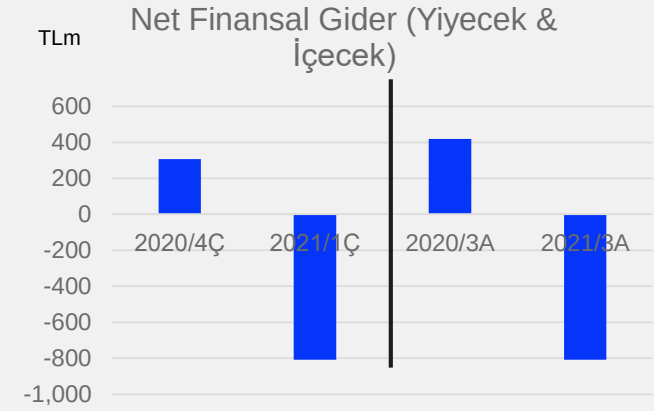
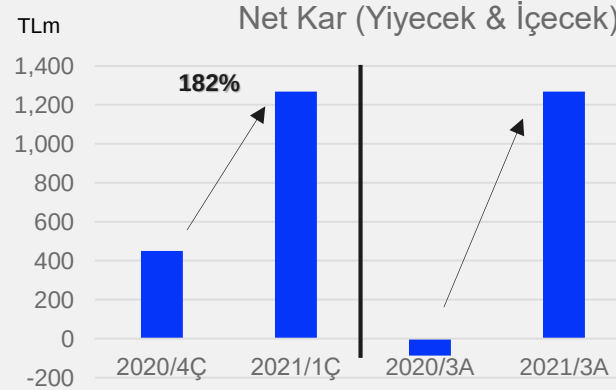
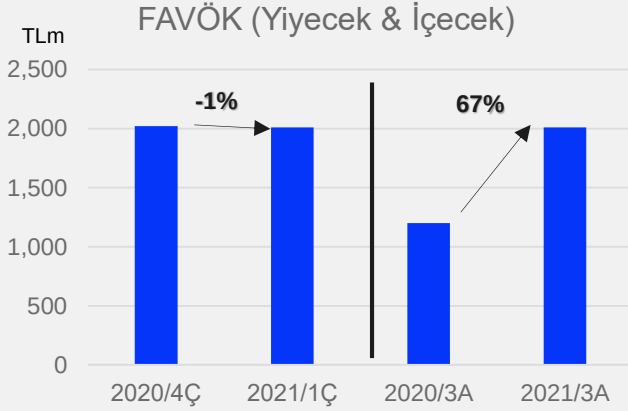
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma,, Rasyonet

Piyasalara Dair Beklentiler



Borsa İstanbul: Ana sektörler için karlılık performansı (Yiyecek & İçecek ve Gıda Perakende)

Her iki sektörün de faaliyet performans ivmesi, daha verimli operasyonel yönetim ve dinamik talep sayesinde güçlü kalmıştır. Bunlara ek olarak ekonomideki açılmalar ile beraber alkollü ve alkolsüz içecekler pazarındaki olası talep artışı yılın ikinci yarısında şirketlere olumlu yansıyabilir. Öngörülebilir karlılık görünümü ve cazip değerlemeleriyle, **Anadolu Efes, Migros ve Şok Marketler'i** beğenmeye devam ediyoruz.



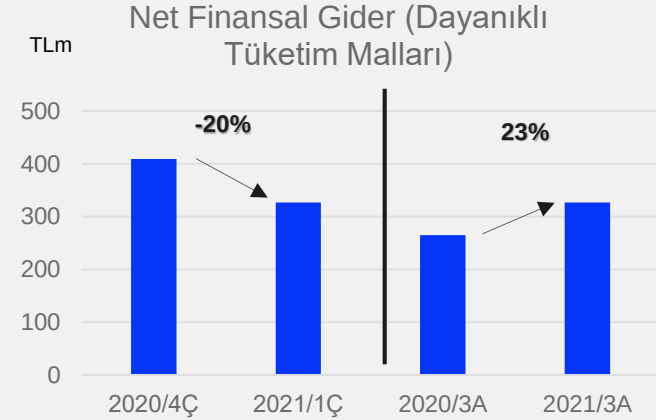
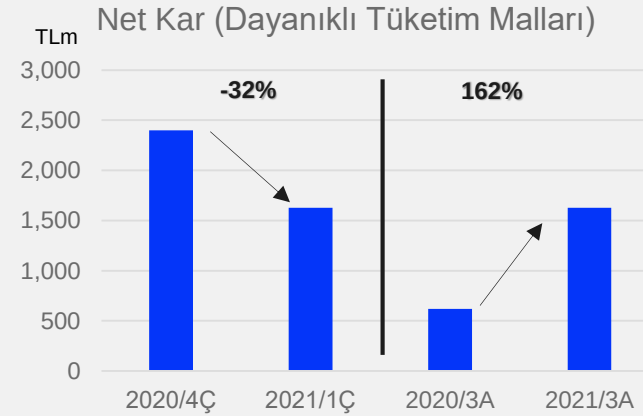
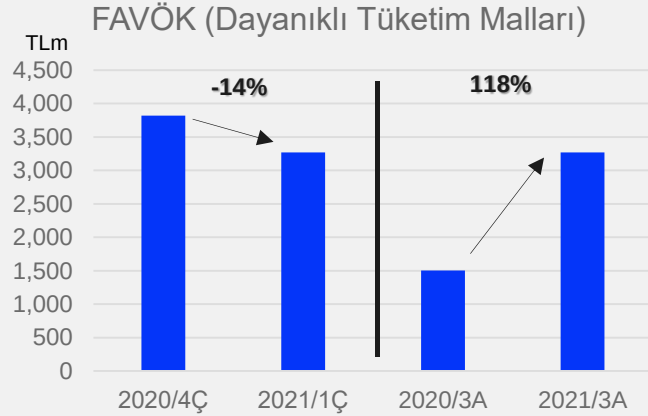
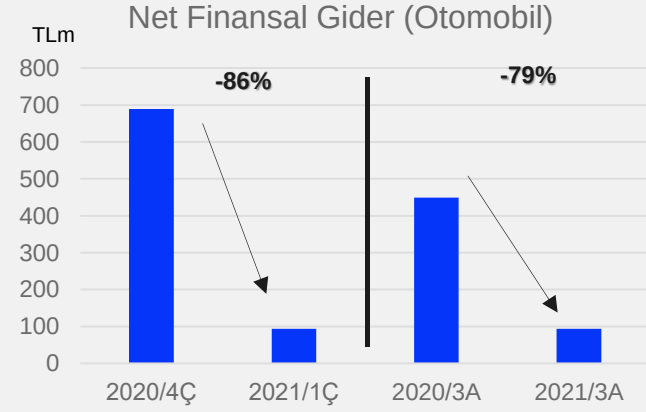
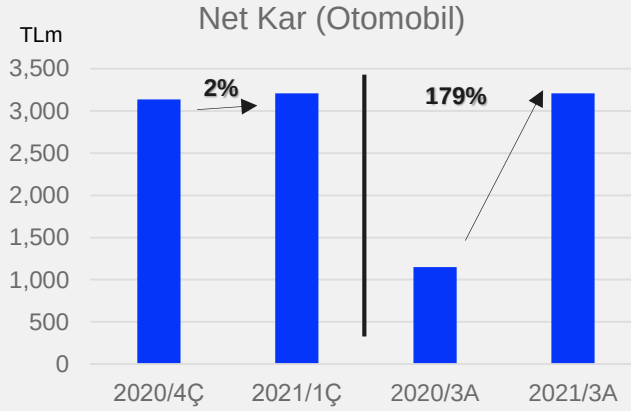
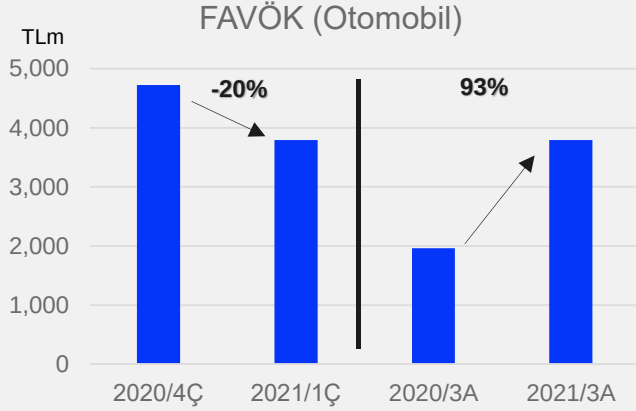
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma,, Rasyonet

Piyasalara Dair Beklentiler



Borsa İstanbul: Ana sektörler için karlılık performansı (Otomotiv ve Dayanıklı Tüketim)

Gerek otomotiv gerekse beyaz eşya sektörlerinde yılın ikinci çeyreğinde talep güçlü kalmaya devam etmiştir. Bu sektörlerdeki şirketlerin bilançolarının güçlü gelmesini beklemekteyiz. Sektörlerdeki isimleri değerlendirdiğimizde **Arçelik** en cazip bulduğumuz hisse durumundadır.



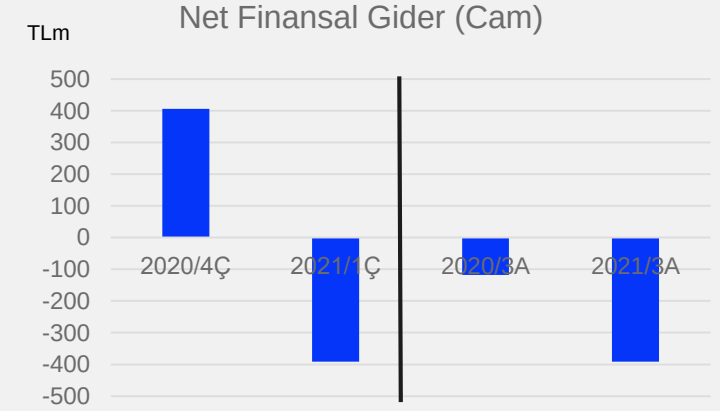
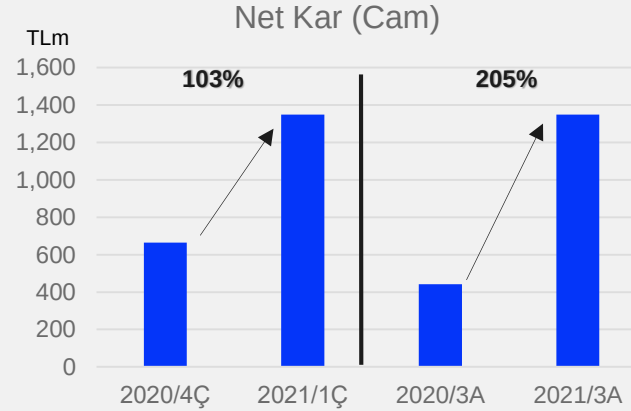
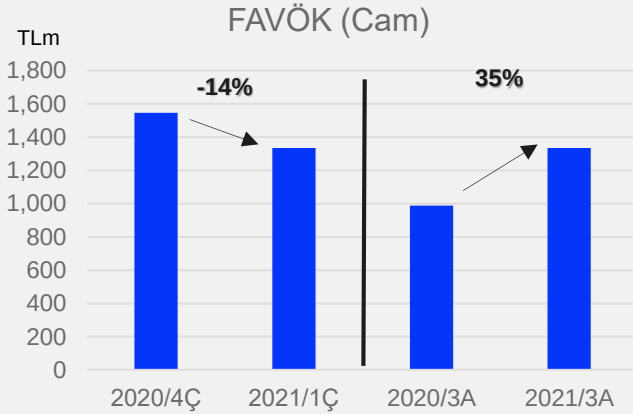
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma,, Rasyonet

Piyasalara Dair Beklentiler



Borsa İstanbul: Ana sektörler için karlılık performansı (Cam)

Cam sektöründe özellikle mimari camlar kategorisinde gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında güçlü bir talep ve fiyatlamaya bulunmaktadır. Bu sebeple, **Şişe Cam**'ın ikinci çeyrekte güçlü bir finansal performans gösterdiğini tahmin etmekte ve hissesini tavsiye etmekteyiz.



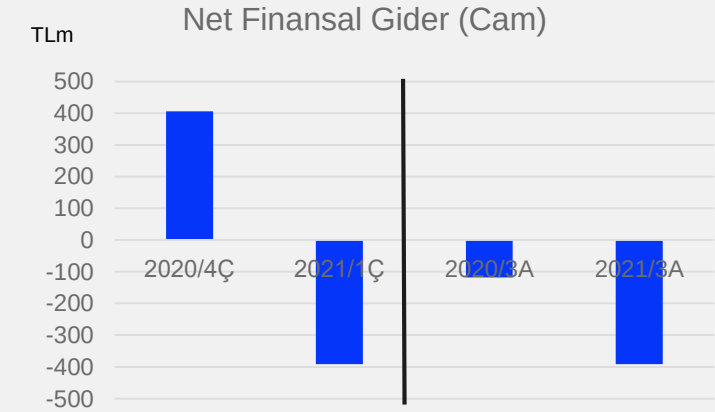
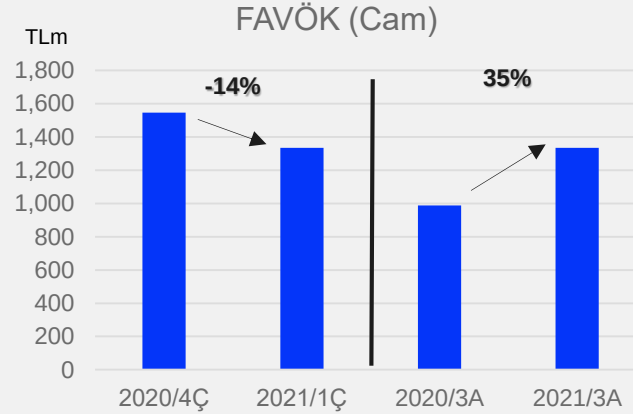
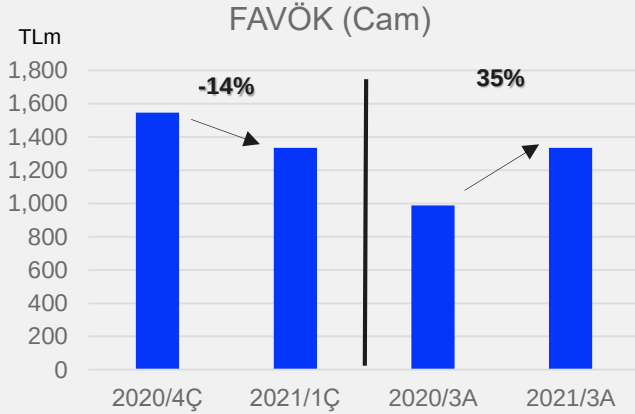
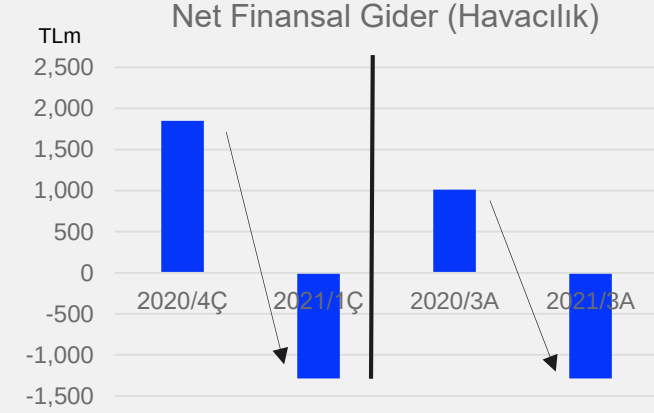
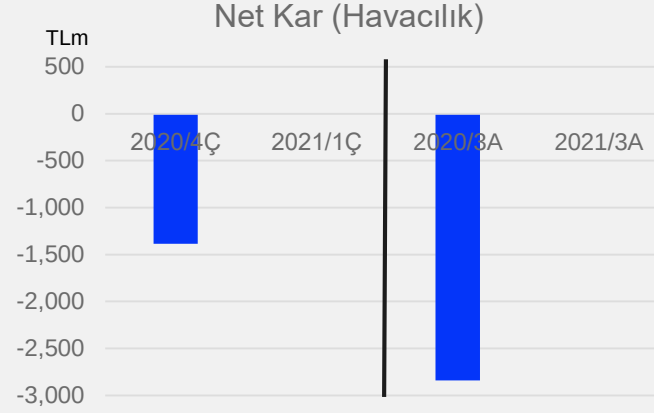
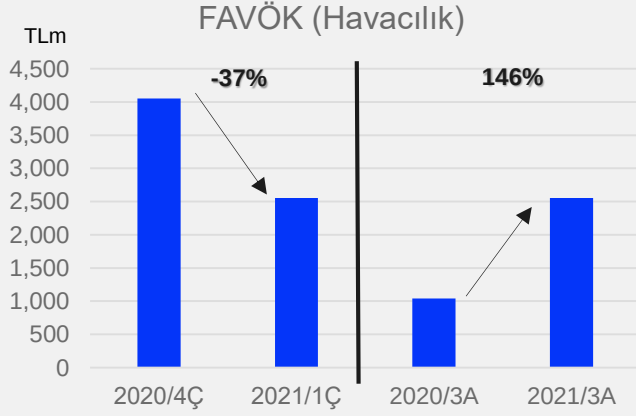
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma,, Rasyonet

Piyasalara Dair Beklentiler



Borsa İstanbul: Ana sektörler için karlılık performansı (Havacılık ve Telekom)

Havacılık sektöründeki ikinci çeyrekte de bilançolar COVID-19 nedeniyle zayıf gelmeye devam edecektir. Virüsün ortaya çıkan yeni varyantları sebebi ile sektördeki toparlanmanın zaman alacağını düşünmekteyiz. Telekom sektöründe ise sürdürülebilir karlılık ve nakit akışı sağlıklı bir şekilde devam etmekte. **Turkcell ve Türk Telekom** hisselerini tavsiye etmeye devam etmekteyiz.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (Milyar TL)	Ort. Günlük Hacim 3A (Milyon TL)	Potansiyel Getiri (%)
Arçelik	1.57	27.7	365.9	28.6%
Ereğli	3.02	63.2	786.5	9.5%
Koç Holding	3.02	50.5	262.5	26.0%
Mavi	0.51	2.8	25.3	27.6%
Migros	1.01	6.1	83.5	78.7%
Sabancı Holding	2.38	18.5	226.4	42.8%
Sok	0.80	7.0	70.4	68.1%
T Telekom	0.94	23.1	107.5	36.8%
Turkcell	5.35	35.2	211.3	24.9%
Yapı Kredi	1.58	19.3	467.3	42.9%
Portföy BIST-100				
Banka Ağırlığı (%)	10.0%	15.9%		
Performans Model Portföy BIST-100 Röl. (%)				
Yıl Başından Beri	-3.06%	3.9%		
28 Mayıs 2019* - Bugün	73.7%	9.3%		

* Portföy başlangıcı. Kaynak: Gedik Yatırım, Rasyonet

- Model portföy stratejimiz ve seçimlerimizde bir önceki çeyreğe göre bir değişiklik bulunmamaktadır.
- Portföyümüzdeki sanayi sektörü hisse tercihlerimizin tümü büyük ölçüde güçlü ve sürdürülebilir nakit akışı, özvarlık karlılığı gelişiminin devamı ve cazip çarpanlardan işlem görmesi kriterlerine uygun olarak seçilmiştir.
- Yatırımcılara, seçici olmalarını ve portföy tercihlerini ekonomik gelişmelere paralel olarak en elverişli işletme yapısına sahip şirketlerden oluşturmalarını tavsiye etmeye devam ediyoruz.
- Bunlara ek olarak yatırımcılara, pandemi sonrasında toparlanacak yurtiçi ve küresel talep ile birlikte avantaj sağlayacak şirketleri seçmelerini tavsiye ederiz.
- Hali hazırda **gıda perakende, demir çelik, beyaz eşya, telekom, ve bilişim sektörlerindeki trendlerin güçlü bir şekilde devam ettiğini düşünmekteyiz.** **Gıda perakende** sektörü, pandemi nedeni ile gerçekleşen restoran ve sosyal yaşam kapanmalarından olumlu etkilenirken, şirket değerlemeleri ucuz kalmaya devam ediyor. **Demir çelik** sektöründe ise artan küresel talep ve arz yönlü sıkıntılara bağlı olarak güçlü ürün fiyatlamaları devam ederken bunun şirket karlılıklarına kısa ve orta vadede olumlu yansımaya devam etmesini bekliyoruz. **Telekom** sektöründe ise data kullanımındaki artış paralelinde yaşanan abone kazanımlarının, enflasyon artışı ile birlikte şirketlerin gelirlerindeki artışı desteklemesini, ve bu paralelde sektörde olumlu büyüme ve kar gelişiminin devam etmesini bekliyoruz. **Bilişim** sektörü ise artan küresel ve yurtiçi dijitalleşmeden olumlu etkilenmeye devam ediyor olsa da bu sektördeki değerlemelerin de bu gelişmeleri önemli ölçüde fiyatladığını belirtmek isteriz. **Beyaz eşya** sektörü satışları içerisindeki yüksek ihracat oranı ile pandemi sonrası artacak küresel satışlardan da olumlu olarak etkilenebilir. Buna ek olarak portföyümüzde bulunan **Mavi**, pandemi sonrası giyim perakende sektöründe olası tüketim harcama artışından en fazla etkilenecek şirketlerden biri konumundadır.
- Model portföyümüzdeki şirketler ile ilgili bilgileri gelecek sayfalarda bulabilirsiniz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse önerileri

BIST-100'e göre performans



Detaylı Model Portföy												
	Ekleme Fiyatı	Ekleme Tarihi	Son Kapanış	Getiri	Ağırlıklı Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (Milyar TLm)	3A OGH (m TL)	FD/ FAVÖK 2021T*	FK 2021T
Arçelik	30.83	21/04/2021	32.95	6.9%	0.7%	3.2%	42.36	28.6%	27.7	365.9	5.01	8.4
Ereğli	14.59	01/03/2021	17.94	26.0%	2.4%	41.3%	17.99	9.5%	63.2	786.5	3.20	5.8
Koç Holding	14.36	02/10/2020	19.84	27.2%	2.3%	12.4%	25.00	26.0%	50.5	262.5	nm	4.8
Mavi	52.29	01/03/2021	56.65	8.4%	1.8%	21.8%	72.30	27.6%	3.8	47.8	5.80	20.0
Migros	11.90	28/05/2019	33.75	183.7%	16.1%	78.6%	60.30	78.7%	6.1	83.5	3.50	32.3
Sabancı Holding	10.20	01/03/2021	9.10	-29.0%	-2.3%	-14.2%	13.00	42.8%	6.1	83.5	nm	3.6
Sok	12.22	05/08/2020	11.42	-8.6%	-0.7%	-27.6%	19.20	68.1%	7.0	70.4	3.30	27.3
T Telekom	6.83	18/12/2019	6.58	-25.4%	-1.8%	-4.9%	9.00	36.8%	23.1	107.5	2.70	4.3
Turkcell	13.15	29/04/2020	15.95	20.2%	2.1%	-12.1%	19.92	24.9%	35.2	211.3	3.10	6.9
Yapı Kredi	1.87	28/05/2019	2.28	21.9%	4.5%	-23.3%	3.25	42.9%	19.3	467.3	0.36	2.6
Performans												
YBB					-3.1%	3.9%						
Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019)					73.7%	9.3%						

* Banka rasyoları PD/DD

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Arçelik



ARCLK TI / ARCLK.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		42.36	
Hisse Fiyatı (TL)		33.06	
Yükseliş Potansiyeli (%)		28%	
Piyasa Değeri		22,461	
Firma Değeri		27,534	
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%	6.7%	6.1%
FD/FAVÖK	3.9	5.2	4.3
F/K	4.7	8.4	7.3
PD/DD	0.98	1.49	1.33

- Arçelik Avrupa'nın ikinci büyük beyaz eşya şirketidir 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, benzerlerine kıyasla şirketin daha yüksek büyüme potansiyeli, kar marjları, öz sermaye getirisi ve temettü verimi beklentisi bulunmaktadır.
- Geçmiş 10 yılda hissenin 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.TI / EREGL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		23.40	
Hisse Fiyatı (TL)		18.27	
Yükseliş Potansiyeli (%)		28%	
Piyasa Değeri		63,070	
Firma Değeri		56,087	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	32,048	52,571	50,680
artış	17%	64%	-4%
FAVÖK	6,665	17,662	14,583
marj	20.8%	33.6%	28.8%
Net Kar	3,309	10,947	9,729
marj	10.3%	20.8%	19.2%
Net Borç	-6,983	-7,942	-7,542
HB Temettü	0.2	1.9	1.8
Tem. Verimi	1.3%	10.1%	9.9%
FD/FAVÖK	4.0	3.2	3.9
F/K	8.6	5.8	6.6
PD/DD	0.71	1.22	1.08

- Erdemir geçtiğimiz yılın son çeyreğinde başlayan ve bu yılın ilk yarısında da devam eden ürün fiyatlarındaki artış trendinden olumlu etkilenmektedir. Fiyatlardaki bu artışın yılın ilk dokuz ayında şirketin finansallarına olumlu yansımaları bekliyoruz. HRC fiyatları yılın ilk yarısında artışa devam ederek 1,100 dolar seviyesinin üzerine tırmandı. Çelik fiyatlarındaki bu artışın diğer girdi fiyatlarındaki artışın üzerinde olması nedeniyle şirket karlılığına olumlu yansımaları bekliyoruz.
- İlk yarıdaki bu güçlü görünüm sayesinde şirketin ton başına FAVÖK'ünün 2021T'de 255 dolara yükselmesini bekliyoruz. 2020 yılının son çeyreğinde yükselmeye başlayan ton başına FAVÖK rakamının (4Ç20: 144 dolar) 2021 yılının ilk çeyreğinde 245 dolar seviyesine yükselirken ikinci ve üçüncü çeyrekte bu seviyenin de üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu sayede yılın ikinci yarısında fiyatlarda kademeli bir normalleşme beklentimize rağmen 2021 yılı ortalama marjının 255 dolar seviyesinde olabileceğini öngörüyoruz. Bu beklentiler paralelinde Erdemir için 2021 yılında 2.1 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 karlılık seviyelerinde iyileşmeler gözlemlenebilir. 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 3.2x FD/FAVÖK ve 5.8x 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			Outperform
Target Price (TL/share)			25.00
Current Price (TL/share)			19.66
Upside Potential (%)			27%
NAV Discount (%)			32%
Mcap			49,678
EV			50,105
Financial Highlights			
TL mn	2020	2021E	2022E
Revenues	183,777	194,514	227,163
growth	20%	6%	17%
EBITDA	25,393	27,045	31,913
margin	13.8%	13.9%	14.0%
Net Income	9,273	10,509	13,169
margin	5.0%	5.4%	5.8%
Net Debt	392,491	101,233	106,214
DPS	0.2	0.6	0.6
Div. Yield	1.3%	3.0%	3.1%
P/E	4.4	4.7	3.8
P/BV	0.9	0.9	0.8

- Koç Holding'in cari net aktif değer iskontosunu %32 seviyesine bulurken son 5 yıllık ortalama olan %6'nın 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 1,8 milyar dolarlık brüt nakit pozisyonu ve 466 milyon dolarlık net 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. Bunun yanında yakın zamanda hisse geri alım programı açıklayan şirket için bu kararın da hisse performansını olumlu etkilemesini bekliyoruz.
- Hem net aktif değer iskontosunu 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)		56.92	
Yükseliş Potansiyeli (%)		27%	
Piyasa Değeri		2,818	
Firma Değeri		3,333	
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%	2.2%
FD/FAVÖK	7.3	5.7	4.8
F/K	492.2	19.5	13.9
PD/DD	4.42	4.73	4.05

- Mavi, pandemi sonrası döngüsünde fırsat arayan yatırımcılar için uygun bir yatırım aracı olduğunu düşünmekteyiz. Şirket'in, özellikle yurt içi perakende trafiğini tekrar canlandırmasıyla hızlı bir normalleşme dönemi geçireceğini düşünmekteyiz.
- 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 cazip 5.7x FD/FAVÖK (2022: 4.8x) çarpanlarından işlem görmekte.
- 72.30TL hedef fiyat ile "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz ve pandemiden dolayı hissenin kısa vadeli görünümünde belirsizliklerin oluşabileceğini, dolayısıyla hissenin 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)		33.93	
Yükseliş Potansiyeli (%)		78%	
Piyasa Değeri		6,225	
Firma Değeri		9,760	
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	2.9
F/K	-15.4	32.3	14.6
PD/DD	199.40	22.59	10.85

- 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, 2019 yılı sonunda 430 milyon Avro olan döviz cinsi borcunu 2021 yılı ilk çeyreği itibari ile bitirmiş durumdadır.
- Şirket ayrıca, 2019 yılı sonunda 2 milyar TL olan net finansal borcunu, 2020 yılı sonunda 600 milyon TL'ye düşürmüştür. Tahminlerimize göre, şirketin 2021 yılının 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 değerine 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 7.4 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

Türk Telekom



TTKOM T1 / TTKOM.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		9.00	
Hisse Fiyatı (TL)		6.54	
Yükseliş Potansiyeli (%)		38%	
Piyasa Değeri		23,030	
Firma Değeri		39,257	
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	2.6%	8.2%	12.4%
FD/FAVÖK	3.3	2.7	2.4
F/K	7.7	4.4	3.9
PD/DD	2.04	1.50	1.25

- 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 kazanılan 2 milyon adet net yeni abone 2021 yılında da şirketin 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 %16 artışla 15.1 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 ilk çeyrek itibarıyla 16.2 milyar TL net borcu bulunurken, net borç/FAVÖK çarpanı 1.15 seviyesine kadar gerilemiş durumda. Kur pozisyonu ise 100 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 2.7x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmekteyken, benzer şirketler ortalaması ise 5.1x seviyesinde bulunuyor.

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)	9.29
Yükseliş Potansiyeli (%)	40%
NAD İskontosu	48%
Piyasa Değeri	19,159
Firma Değeri	19,488

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%	3.8%	4.0%
F/K	3.6	3.6	3.1
PD/DD	0.46	0.46	0.41

- Sabancı Holding net aktif değerine olan yüksek iskontosu ile beğendiğimiz hisseler arasında bulunuyor. Şirket halihazırda NAD'ine göre %48 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 %32'sini oluştursa da enerji ve sanayi başta olmak üzere bankacılık dışındaki segmentlerdeki büyüme bu oranı kademeli olarak aşağıya çekmektedir.
- Şu anda net aktif değerine %48 oranında iskonto ile işlem gören Sabancı Holding için 13.00TL hedef fiyat ve %40 yükseliş potansiyeli ile «Endeksin Üzerinde Getiri» tavsiyesi vermekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Şok Marketler



SOKM TI / SOKM.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		19.20	
Hisse Fiyatı (TL)		11.58	
Yükseliş Potansiyeli (%)		66%	
Piyasa Değeri		7,068	
Firma Değeri		8,356	
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%	1.7%	2.9%
FD/FAVÖK	4.1	3.4	2.8
F/K	25.4	27.6	15.5
PD/DD	27.38	16.43	8.73

- 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.
- Güçlü yatırım harcamaları ile birlikte mağaza açılışlarını hız kesmeden devam ettiren Şok Marketlerin, sağlamlaşan finansal yapısı ve net (finansal) nakit pozisyonu ile birlikte net kar tarafı da desteklenmeye başladı. Uzun vadede marjlarını korumasını beklediğimiz Şok'un, agresif mağaza açılış stratejisi ile de önümüzdeki 3 senelik süreçte gelirlerini %22 arttırmalarını beklemekteyiz.
- 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 3.4x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir. Şok Marketler için 19.2TL hedef fiyat ile "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesinde bulunuyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Turkcell



TCELL T1 / TCELL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	19.92
Hisse Fiyatı (TL)	16.03
Yükseliş Potansiyeli (%)	24%
Piyasa Değeri	35,222
Firma Değeri	44,246

Finansal Göstergeler

TL mn	2020	2021T	2022T
Gelirler	29,104	34,277	38,508
artış	21%	18%	12%
FAVÖK	12,597	14,111	15,876
marj	43.3%	41.2%	41.2%
Net Kar	4,237	5,134	6,075
marj	14.6%	15.0%	15.8%
Net Borç	9,024	8,695	7,229
HB Temettü	0.4	1.2	1.4
Tem. Verimi	2.3%	7.3%	8.7%
FD/FAVÖK	3.3	3.1	2.7
F/K	7.3	6.9	5.8
PD/DD	1.49	1.43	1.28

- 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 kazanımındaki artışın devam etmesi ile Turkcell'in 2021 yılında gelirlerini yıllık %18 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 14.1 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 ilk çeyrek sonu itibarıyla FAVÖK'ün 0.9 katı olan 11.9 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Şirketin aynı zamanda ilk çeyrek sonunda 183 milyon dolarlık döviz uzun pozisyonu bulunmaktadır.
- Şirketin uzun bir süre devam eden hissedarlık probleminin çözülmesi temettü dağıtımı gibi bazı konulardaki belirsizlikleri ortadan kaldırmaktadır. Bu da şirketin önümüzdeki yıllarda daha fazla nakit temettü dağıtmasının önünü açabilecektir. Bunun yanında şirketin altında faaliyet gösteren Superonline gibi şirketlerle ilgili gelebilecek olası halka arz haberleri orta vadede bu değerlerin ortaya çıkması ile katalist olabilecektir.
- Turkcell şu anda 2021 beklentilerimize göre 3.1x 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 T1 / YKBNK.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	3.25
Hisse Fiyatı (TL)	2.22
Yükseliş Potansiyeli (%)	46%
Piyasa Değeri	18,752

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%	2.67%	0.00%
F/K	3.6	3.4	2.2
PD/DD	0.39	0.35	0.30

- 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	6,256
GSYH (cari, milyar dolar)	785	760	717	742
GSYH (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	2.9	0.9	1.8	5.2
Kişi Başına GSYH (bin dolar)	9,693	9,283	8,576	8,763
Enflasyon				
Yılsonu TÜFE (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	16.2
Ortalama TÜFE (yıllık, yüzde)	16.2	15.5	12.3	16.9
Ödemeler Dengesi				
Cari Denge (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-37.3	-18.4
Cari Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	-3.5	0.3	-5.2	-2.5
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi				
Bütçe Dengesi (yılsonu, milyar TL)	-72.6	-130.0	-172.7	-235.6
Bütçe Dengesi/GSYH (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-3.8
Faiz Dışı Denge (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-56.6
Faiz Dışı Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-0.9

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	n.m.
Kapanış	913	1,144	1,400	1,425 -1,525
Dolar/TL				
Düşük - Yüksek	3.74 - 6.88	5.19 - 6.20	5.85 - 8.46	n.m.
Ortalama	4.83	5.67	7.02	8.42
Kapanış	5.26	5.94	7.65	9.00 - 9.30
2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi				
Düşük - Yüksek	12.9 - 27.0	11.7 - 26.1	8.8 - 13.8	n.m.
Kapanış	19.7	11.7	14.6	18.0 - 18.5
10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi				
Düşük - Yüksek	11.7 - 22.2	12.2 - 21.4	10.1 - 14.8	n.m.
Kapanış	16.4	12.3	12.9	17.5 - 18.0
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi				
Düşük - Yüksek	12.8 - 24.1	11.3 - 25.5	7.3 - 16.0	n.m.
Ortalama	17.7	20.7	10.8	18.6
Kapanış	24.1	11.4	17.0	18.5 - 19.0
Brent				
Ortalama	72	64	42	69

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

Ali Kerim Akkoyunlu	Direktör	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	aakkoyunlu@gedik.com
Hasan Şener	Müdür	Holding, Petrol Ürünleri, Enerji (Elektrik), Taahhüt, Demir-Çelik & Maden, Telekomünikasyon	hasan.sener@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Müdür	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanımlı 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
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@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/gedikyatirim)



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



www.gedikyatirim.com.tr