

Gedik Yatırım

Strateji Raporu

26 Temmuz 2022

*Küresel piyasalardaki resesyon fiyatlaması
Türkiye'yi nasıl etkileyecek?*

GedikYatırım



Küresel ekonomide süregelen resesyon tartışmaları risk iştahını olumsuz etkiliyor

- Yılın ikinci yarısının ilk günleri yaşanırken, piyasaların gündemindeki en önemli konu olarak küresel ekonominin resesyona girip girmeyeceği tartışması öne çıkıyor. Bu tartışmayı yaratan en önemli faktör de Rusya-Ukrayna savaşı sonrası yeniden tırmanışa geçen emtia fiyatları eşliğinde yükselişini sürdüren enflasyona karşı merkez bankalarının para politikası duruşlarını her geçen gün daha da sıkılaştırmak zorunda kalması oluyor.
- Son dönemde büyümede yavaşlama beklentileriyle emtia fiyatları düşüşe geçtiyse de, devam eden Rusya-Ukrayna savaşı özellikle enerji ve gıda emtiaları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutuyor. Bu gelişmeler ışığında, 2022 yılına ilişkin büyüme tahminlerindeki aşağı yönlü revizyonlar %1,5-2,0 puana ulaşıırken, 2023 yılında resesyon/stagflasyon ihtimalinin arttığını belirten kurumlara her geçen gün yenileri ekleniyor. Buna göre, **içinde bulunulan süreç bir ölçüde 1970’lerde yaşanan stagflasyonist döneme benzetilirken, piyasalar yüksek volatilitayla birlikte değer kayıplarına maruz kalmaya devam ediyor.**
- ABD’de hisse senedi piyasalarında yılın ikinci çeyreğindeki kayıp S&P 500 endeksinde %16’ya, Nasdaq 100 endeksinde ise %22’ye ulaştı. Sene başındaki zirve seviyeye göre kayıpların 6 Temmuz itibarıyla %20’yi aşmasıyla, S&P 500 endeksi de resmi olarak ayı piyasasına girmiş oldu. Resesyon/stagflasyon endişeleri borsalardaki kayıpların ne kadar daha ve ne ölçüde devam edebileceği tartışmalarını da beraberinde getiriyor.
- **S&P 500 endeksinin 1970 sonrasında ayı piyasasına girdiği dönemler incelendiğinde, düşüş trendlerinin yaklaşık 8 ay sürdüğü ve ortalama kaybın da kabaca %30 olduğu görülüyor.** resesyon dönemlerindeki ayı piyasalarının süresi ortalama 278 gün ve ortalama kayıp oranı %33 olurken, resesyon dönemleri dışındaki ayı piyasalarının ortalama 161 gün sürdüğü ve bu süreçte ortalama düşüşün -%23 olduğu görülüyor.
- Kısa vadede özellikle emtia fiyatlarında bir süredir devam eden düşüşlerin de yardımıyla ABD endekslerinde bir düzeltmeyi (yükselişi) mümkün görüyoruz. Bununla beraber, enerji fiyatlarının yeniden yükselişe geçmesi ve resesyon beklentilerinin daha da güçlenmesi halinde, endekslerde çok daha düşük seviyeler görülebilir. **Her dönemi kendi koşulları içinde değerlendirmek gerektiğini düşünmekle beraber, geçmiş ayı piyasalarına ilişkin tarihsel veriler ABD borsalarında düşüş için fazlaca alan (%10-15) olduğuna işaret ediyor.**

TL’deki değer kaybı eğiliminin devam etmesi muhtemel görünüyor

- Enflasyondaki yükseliş trendinin devam ettiği, reel faizlerin derin negatif bölgede olduğu (“-%62”) ve cari açığın da güçlü turizm gelirlerine rağmen, dramatik biçimde artan enerji ithalat maliyetleriyle bozulmaya devam edeceği bir ortamda, kur üzerindeki yükseliş baskısının KKM sisteminin desteği ve örtük rezerv satışlarına rağmen devam etmesini bekliyoruz.
- Bununla beraber, TCMB’nin mevcut duruşuna sadık kalarak politika faizini sabit tutmaya devam etmesi ve kredi talebini ve arzını kısmaya dönük ek makro ihtiyati adımlar atmaya devam etmesi muhtemel görünüyor. Bu adımların kredi büyümesini sınırlama ve kurdaki yükseliş baskılama konusunda önemli bir etkisinin olmasını beklemiyoruz. Ek olarak, küresel merkez bankalarının agresif faiz artışı eğilimi de, hem risk iştahındaki bozulma nedeniyle, hem de KKM sisteminin cazibesini azaltarak (DTH faizlerindeki ve Eurobond faizlerindeki artışa bağlı olarak) TL üzerindeki değer kaybı baskısını güçlendirebilir.
- Buna göre, halihazırda gündemden kalkmış gibi görünse de, enflasyona endeksli borçlanma aracının yeniden gündeme gelmesini de olasılık dahilinde (baz senaryomuz içinde) görüyoruz. Böyle bir ürünün piyasaya sürülmesi kurdaki yükseliş baskılsa da, piyasa faizlerinde (mevduat ve kredi faizleri) ek yükselişlere yol açabilir. Buna göre, özellikle ticari kredi faizlerinde süregelen artış eğiliminin devam edebileceğini söyleyebiliriz. Bu durum, yılın özellikle son çeyreğinde iç talebi baskılayarak, ihracattaki yavaşlamayla beraber GSYH büyümesinde önemli bir yavaşlamaya neden olabilir.
- Bu senaryo altında, \$/TL kurunu sene sonunda 18,50-19,00 civarında varsayıyoruz. Buna göre, TÜFE enflasyonunu yıl içinde %85-90 seviyelerine ulaştıktan sonra, yılı (küresel gıda ve enerji fiyatlarının seyrine göre) %71,5 civarında tamamlayabilir. Bununla beraber, kredi faizlerindeki artış yılın özellikle son çeyreğinde iç talebi baskılayarak, ihracattaki yavaşlamayla beraber GSYH büyümesinde önemli bir yavaşlamaya neden olabilir.
- Kur-enflasyon-ücret spiralinin oluşması ve cari açık kaynaklı baskılar nedeniyle \$/TL kurunun daha yüksek seviyelere ulaştığı (sene sonunda 20,25) senaryoda, enflasyonda daha yüksek bir patikanın görülmesi (sene sonu: %82) mümkün görünüyor. Bu durumda, fiyatlardaki artış beklentisinin talebi sürekli öne çekmesi, GSYH büyümesinin en azından kısa vadede daha yüksek bir seviyede gerçekleşmesini sağlayabilir. Ancak bu senaryoda, GSYH büyümesinde ileride oluşabilecek «ani duruş» riskinin de (çok) daha güçlü olduğunu belirtmemiz gerekiyor.

Strateji Raporu

Yönetici Özeti – Hisse Senetleri Piyasası Görünümü



Endeksin önümüzdeki dönemdeki trendinde önemli bir değişiklik beklemiyoruz.

- 2021 yılını %26'lık bir mutlak getiri ile kapatan BIST 100 endeksi, TL'nin değer kaybından dolayı GOÜ'lerin %26 gerisinde bir performans göstermişti.
- Yılın ilk 4 ayında güçlü bir performans sergileyen endeksin bugüne kadar olan geri kalan süreçte volatil ancak stabil bir eğilim sürdürdüğünü gözlemlemekteyiz. Yılbaşından bu yana BIST 100 endeksinin %35 getirisi bulunmakta, ve bu getirinin tümü yılın ilk 4 ayında sağlanmış durumda. Aynı dönemde, USD bazında getirinin de dahil edildiği, GOÜ'lere karşı göreceli performansla baktığımızda, BIST-100 endeksinin rölatif getirisinin TL'deki değer kaybından dolayı %11 olduğunu görmekteyiz.
- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise (enflasyondan arındırılmış, yani reel) net kar büyümesi açısından Türk şirketlerinin bankacılık sektörü kar beklentilerinden dolayı bir nebze öne çıktığını söylemek mümkün. Sanayi şirketlerinin yarattığı operasyonel kar, yani FAVÖK, beklentilerimize göre ise bundan 3 ay önce GOÜ'lerin gerisinde iken, bu ülkelerde artan enflasyon beklentileri ve ivme kaybeden faaliyet karlarından dolayı aynı seviyelere geldiğini söylemek mümkün. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise %38 ile son 3 ayda herhangi bir değişiklik göstermemiş durumda.
- **BIST-100 Endeks hedefimiz %39'luk yükselme potansiyeliyle 3.500.** Güçlü devam eden şirket büyümeleri ve enflasyonist ortamın yarattığı etki ile endeks hedefimizi 3.081'den 3.500'e çıkartıyoruz. Bu bağlamda, şu aşamada fazla katalizörü olmayan bankacılık sektöründe %45, sanayi segmentinde ise %37'lik yükselme potansiyeli beklediğimizi belirtmek isteriz. Öte yandan, İNA modellerinde kullandığımız risksiz faiz oranlarının %25'den başlayıp, yıllar itibarı ile makro beklentilerimize paralel kademeli olarak düşürüldüğünü, ve beklentilerden uzun sürebilecek (yüksek) faiz ortamının değerlemeler üzerinde bir risk unsuru olduğunu belirtmek isteriz. Son olarak, ülkenin içinde olduğu yüksek enflasyonist ortam düşünüldüğünde, endeks için yükselme potansiyeli hedefimizin çok da cazip olmadığını belirtmek isteriz.

Endekse Temkinli Bakış Açımızı Devam Ettiriyoruz.

- 1Ç2022 kar açıklamaları sonrası BIST 100 endeksine temkinli yaklaşımımızı geçen çeyrekteki raporumuzda belirtmiştik. Bu görüşümüzü korumaya devam ediyoruz. Şöyle ki;
 - 1) Avrupa'da ve muhtemelen dünyanın diğer bölgelerinde beklediğimiz resesyon ve güçlü dolar ihracatçı şirketlerin satış ivmelerini ve marjlarını olumsuz etkileyebilir 2) Petrol haricinde emtia fiyatlarındaki düşüş ivmesinin olasılığı bu segmentteki karlılıkları olumsuz etkileyebilir (bkz.: Sayfa 30)
 - Güçlü seyreden bankacılık sektörü karlılıklarının aynı şekilde devam olasılığı olmasına rağmen, yüksek seyreden CDS makasları ve halihazırdaki makro riskler ile birlikte şu aşamada sektör hisselerine anlamlı bir ivme kazandırmayabilir.
 - Öte yandan takibimizdeki şirketlerin tavsiye ve hedef fiyat değişiklikleri 31-33. sayfalarda mevcuttur.

Model portföyümüzü makro tamamına uygun bir şekilde değiştiriyoruz.

- Portföyümüzde petrol harici emtia, ihracata bağlı, ve TL'nin değer kaybına duyarlı şirketlerin bir kısmını çıkartıyoruz. Bu bağlamda önümüzdeki dönemde de değişikliklere devam etmek ihtimalini belirtmek isteriz.
- Portföyümüzden Arçelik, Kardemir, İndeks Bilgisayar, Koç Holding'i çıkartıyoruz.
- Bankacılık sektöründe, üçüncü çeyrek için bilanço yapısının daha uygun olduğunu düşündüğümüz Yapı Kredi'yi Akbank'in yerine portföye ekliyoruz.
- Ayrıca portföyümüze Bim, Migros, ve Tüpraş'ı ekliyoruz.
- Şirketler ile ilgili daha detaylı bilgiler 36. sayfa ve sonrasında mevcuttur.

Ali Kerim Akkoyunlu
Araştırma Direktörü

Strateji Raporu

İçerik

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



Strateji Raporu: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet



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

- Ekonomi yönetiminin heterodoks politikalara bağlı kalma eğilimi nedeniyle, TCMB'nin enflasyondaki hızlı yükselişe karşın ortodoks politika setine dönüşten (son ana kadar) kaçınacağını ve TL'deki oynaklığın ve değer kaybı eğiliminin devam edebileceğini değerlendiriyoruz.
- Bununla beraber, halihazırda gündemden kalkmış gibi görünse de, enflasyona endeksli borçlanma aracının yeniden gündeme gelmesini de olasılık dahilinde (baz senaryomuz içinde) görüyoruz.
- Hükümetin genişleyici maliye politikası adımlarına devam edebileceğini düşünüyoruz.
- Ukrayna meselesi nedeniyle ABD/AB-Rusya arasındaki karşılıklı yaptırımların yıl boyu devam edebileceğini, bunun da enerji ve gıda emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tuttuğunu düşünüyoruz. ABD-Çin ilişkilerinin de tamamen kopma noktasına gelmeyeceğini varsayıyoruz.
- Rusya-Ukrayna gerginliği kaynaklı yukarı yönlü riskleri göz önünde bulundurmakla beraber, Brent petrol varil fiyatının Global büyümede yavaşlamaya bağlı olarak sene sonunda 95 \$ civarında olacağını varsayıyoruz. Buna göre 2022 yılı ortalaması 103 \$ olarak şekilleniyor.
- FED'in enflasyon odaklı para politikası duruşunu koruyarak politika faizini 2023 yılı içinde %4,0'ün üzerine yükseltebileceğini değerlendiriyoruz.
- İç jeopolitik gelişmeler piyasalarda dönemsel olarak ciddi dalgalanma yaratma potansiyeli taşısa da, AB, ABD ve/veya Rusya ile ilişkilerin kopma noktasına gelmeyeceğini varsayıyoruz.
- Devam eden virüs mutasyonlarına rağmen, aşuların etkili kalmaya devam edeceğini ve potansiyel kısıtlamaların belirli hizmet sektörleri ile sınırlı kalacağını varsayıyoruz.

Strateji Raporu: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet



Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler Tablosu

		2020	2021	Senaryo 1 2022E	Senaryo 2 2022E
USD/TL	Dönem sonu	7.42	13.33	18.75	20.25
	Dönem ortalaması	7.02	8.89	16.56	17.05
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	14.6%	36.1%	71.5%	82.0%
	Dönem ortalaması	12.3%	19.6%	74.3%	76.1%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	14.3%	31.9%	54.0%	60.9%
	Dönem ortalaması	11.2%	18.3%	57.1%	58.2%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	1.8%	11.0%	3.5%	4.5%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	5,047	7,209	13,972	14,360
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	717	810	834	832
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-3.4%	-2.7%	-3.0%	-3.2%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.8%	-0.2%	-0.7%	-0.9%
Faiz-Dışı Denge (IMF tanımlı)	GSYH'ye oranı	-2.5%	-1.6%	-2.0%	-2.3%
Cari Denge	GSYH'ye oranı	-4.5%	-1.7%	-5.2%	-6.0%
Varsayımlar:					
Gıda enflasyonu	Dönem sonu	20.6%	43.8%	94.6%	106.7%
Brent Petrol (USD)	Dönem ortalaması	42.0	71.2	103.0	109.0
Brent Petrol (USD)	End of Period	51.2	77.2	95.0	115.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.00%	0.00%	3.75-4.00%	4.25-4.50
Dünya GSYH büyümesi	Dönem	-3.5%	5.9%	3.0%	2.3%
ABD GSYH büyümesi	Dönem	-3.4%	5.6%	2.5%	1.7%
AB GSYH büyümesi	Dönem	-7.2%	5.2%	2.1%	1.4%
Çin GSYH büyümesi	Dönem	2.3%	8.1%	4.5%	3.7%

Makro Senaryolar

➤ Halihazırda gündemden kalkmış gibi görünse de, enflasyona endeksli borçlanma aracının yeniden gündeme gelmesini de olasılık dahilinde (baz senaryomuz içinde) görüyoruz. Böyle bir ürünün piyasaya sürülmesi kurdaki yükselişi baskılasa da, piyasa faizlerinde (mevduat ve kredi faizleri) ek yükselişlere yol açabilir. Kurdaki yükseliş baskısına karşı bir adım atılmadığı alternatif bir senaryoda TL'deki değer kaybı eğilimi özellikle yılın son çeyreğinde güç kazanabilir.

➤ **Senaryo 1:** Bu senaryo altında, \$/TL kurunu sene sonunda 18,50-19,00 civarında varsayıyoruz. Buna göre, TÜFE enflasyonu yıl içinde %85-90 seviyelerine ulaştıktan sonra, yılı %71,5 civarında tamamlayabilir (petrol fiyatları yeniden 110-120\$ seviyelerine yükselmezse). Bununla beraber, kredi faizlerindeki artış yılın özellikle son çeyreğinde iç talebi baskılayarak, ihracattaki yavaşlamayla beraber GSYH büyümesinde önemli bir yavaşlamaya neden olabilir. Bu senaryoda Brent petrol fiyatını yılın ikinci yarısında ortalama 100 \$ (sene sonunda 95 \$) olarak varsayıyoruz. Bu senaryoda, FED'in politika faizini 2022 sonu/2023 başında %3,75-4,00 civarına yükseltebileceğini öngörüyoruz (varsayıyoruz).

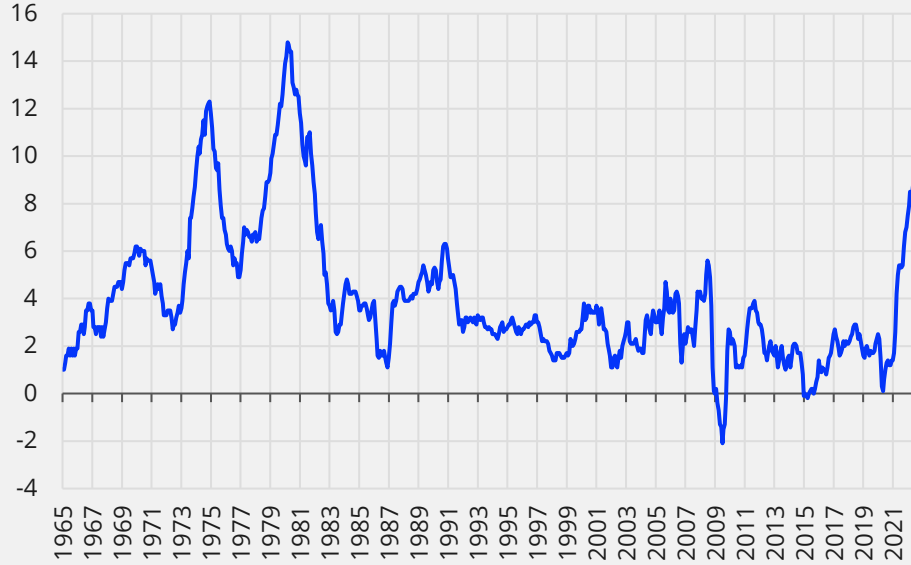
➤ **Senaryo 2:** Kur-enflasyon-ücret spiralinin oluşması ve cari açık kaynaklı baskılar nedeniyle \$/TL kurunun daha yüksek seviyelere (sene sonunda örneğin 20,25 seviyesine) ulaştığı alternatif senaryoda, enflasyonda daha yüksek bir patikanın görülmesi (TÜFE enflasyonunun sene içinde %95-100 seviyelerine ulaştıktan sonra yılı %82 civarında tamamlaması mümkün görünüyor. Bu senaryoda, fiyatlardaki artış beklentisinin talebi sürekli öne çekmesi, GSYH büyümesinin en azından kısa vadede daha yüksek bir seviyede gerçekleşmesini sağlayabilir. Bu senaryoda 2022 yılı GSYH büyüme tahminimiz %4,5 olarak ortaya çıkıyor. Ancak böyle bir senaryoda, GSYH büyümesinde ileride oluşabilecek «ani duruş» riskinin de (çok) daha güçlü olduğunu belirtmemiz gerekiyor. Bu arada, bu senaryoda Brent petrolün varil fiyatını yılın ikinci yarısında ortalama 110 \$ (sene sonunda 115 \$) olarak varsaydık. FED'in politika faizini ise 2022 sonu/2023 başında %4,25-4,50 civarında öngördük (varsaydık).

Ekonomik Görünüm: Global

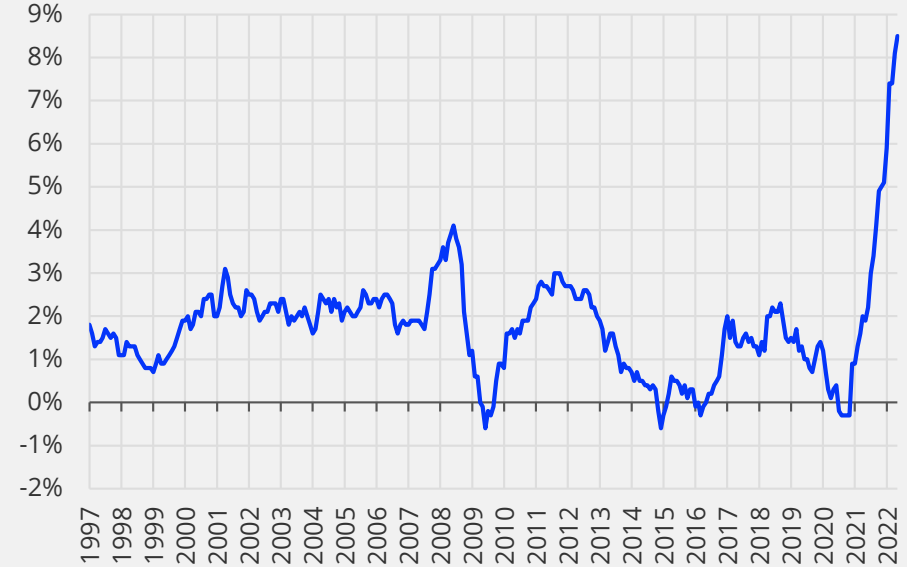


Rusya-Ukrayna savaşı pandemi sonrasında tırmanışa geçen küresel enflasyonu yeni zirvelere taşıdı

TÜFE enflasyonu: ABD



TÜFE enflasyonu: Avrupa (Avro Bölgesi)



- Salgın koşullarına bağlı olarak tedarik zincirinde yaşanan tıkanıklar, buna bağlı yaşanan arz kısıtlarıyla arzın pandemi sonrası normalleşme dönemindeki güçlü talebe yetişememesi ve emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar, küresel enflasyonun 2021 yılında baz etkilerinin de devreye girmesiyle tırmanışa geçmesine yol açtı. Bu artışlara karşın, FED ve ECB uzunca bir süre enflasyondaki yükselişi tedarik zincirindeki problemlere bağlı ve «geçici» olarak değerlendirerek para politikasında «ultra genişlemeci» tutumlarını sürdürdüler.
- 2022 yılında Rusya-Ukrayna savaşının tedarik zincirlerinde yarattığı ek kesintiler nedeniyle emtia fiyatlarının daha da yükselmesi ve bir ölçüde de salgın sonrasında devam eden güçlü talep nedeniyle enflasyondaki yükselişler devam etti. ABD’de enflasyon 1973 ve 1979’da petrol krizi dönemlerinde görülen tarihi zirve seviyelere yaklaşırken, Avrupa’da Avro bölgesinde enflasyon Avro’ya geçişten bu yana görülen en yüksek seviyeye (tarihsel ortalamasının 4-5 katına) yükseldi.

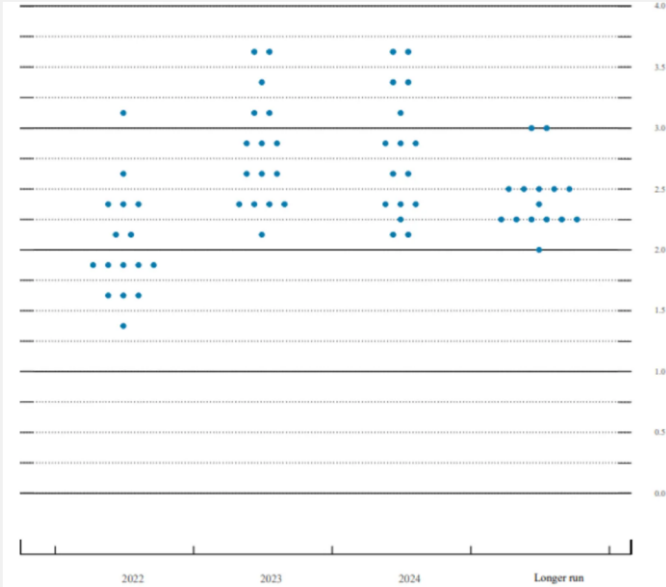
Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Global

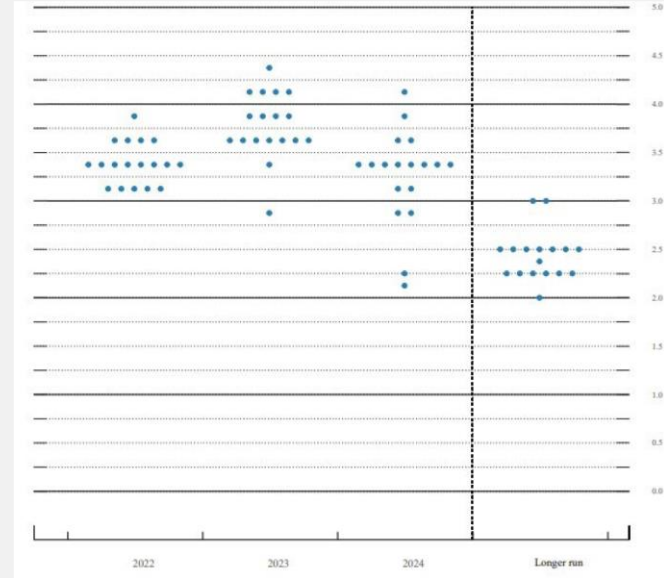


Yüksek enflasyon FED başta merkez bankalarını faiz artışlarında daha agresif davranmaya zorluyor

FOMC üyelerinin noktasal tahminleri (16 Mart)



FOMC üyelerinin noktasal tahminleri (15 Haziran)



- FED 15 Haziran toplantısında beklentilerin üzerindeki 75 baz puanlık artışla politika faizini %1,50-1,75 aralığına yükseltti. Bu faiz artışı 1994'ten bu yana alınan en sert faiz artışı kararı olarak kaydedildi. Aynı zamanda, FOMC üyelerinin faize ilişkin beklentilerini yansıtan noktasal grafikte faiz beklentilerinin anlamlı bir şekilde yukarı çekildiği takip edildi. Mart toplantısında oy kullanan 16 üyenin sadece 1 tanesi 2022 sonunda politika faizini %3,0 seviyesinin üzerinde görürken, Haziran toplantısında 18 üyenin tamamı politika faizini %3,0'ün üzerinde tahmin etti. Böylece, **noktasal grafikte 2022 sonuna ilişkin medyan faiz beklentisi %1,9'dan %3,4'e yükseldi. Bu da sene sonuna kadar kabaca 175 baz puanlık artışa işaret etmekte. Hatırlatmak gerekirse, Aralık ayındaki FOMC toplantısında 2022 sonuna ilişkin noktasal faiz tahmini sadece %1,0 seviyesindeydi.**
- FED'in dikkate aldığı enflasyon göstergesi olan çekirdek PCE enflasyon verisinde beklenti bu yıl için %4,3'ten %5,2'ye çıkarılırken, 2023 beklentisi %2,7'den %2,6'ya, 2024 beklentisi ise %2,2'den %2,1'e indirildi. 2021'in Aralık ayında %4,1 ve Mart ayında %2,8 olarak açıklanan 2022 büyüme beklentisi %1,7'ye revize edilirken, 2023 büyüme beklentisi %2,2'den %1,7'ye, 2024 beklentisi ise %2,0'den %1,9'a indirildi. FED, bu yıl için işsizlik beklentisini %3,5'ten %3,7'ye, 2023 için %3,5'ten %3,9'a, 2024 için de yarım puanlık artışla %4,1'e yükseltti.

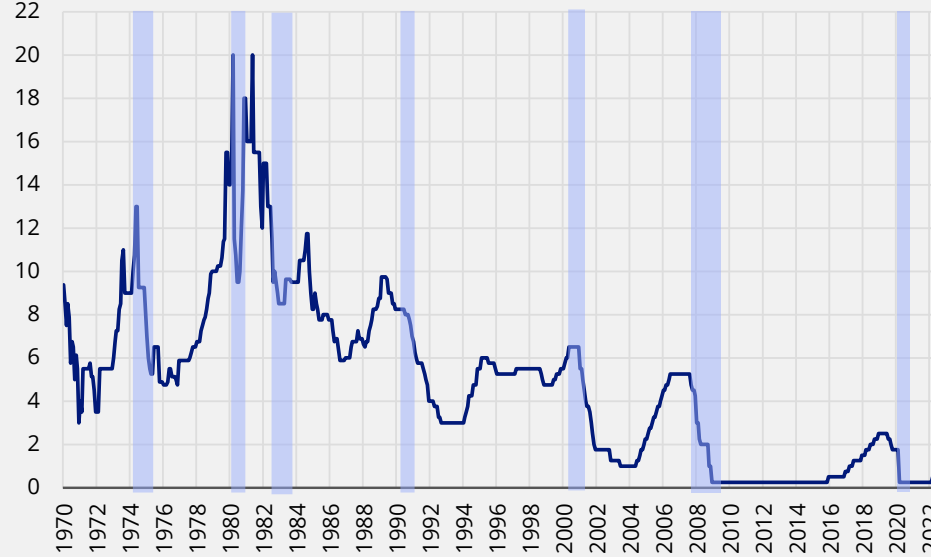
Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Global



FED'in politika faizini mevcut beklentilerin üzerinde %4,0'ün üzerine yükseltebileceğini düşünüyoruz

FED politika faizi ve ABD'de resesyonlar



- FED Başkanı Powell karar sonrası basın toplantısında, gelen bir soru üzerine enflasyonun düşürülmesi ya da işsizlik oranındaki artışı durdurmak arasında tercih yapılması gerekirse enflasyonu seçeceklerini de belirtti. Bu açıklamayı FED'in önceliğini tamamen enflasyonu tarihsel ortalama seviyelere düşürmeye verdiği ve bu uğurda resesyonu dahi göze alabileceği şeklinde yorumladık.
- Faiz kararları için baz göstergelerden birisi olan, çekirdek enflasyonun son veride beklentilerin üzerinde artış kaydettiğini ve yaklaşık %6 seviyesinde seyrettiğini dikkate alırsak, Fed'in sene sonuna kadar olan toplantılarda öngördüğü 175 baz puanının da üzerinde faiz artışı gerçekleştirebileceğini düşünüyoruz. **Emtia fiyatlarının yeniden yükselişe geçmediği ve Brent petrolün sene sonunda 95 \$ civarında seyrettiği baz senaryomuzda, sene sonunda ABD politika faizini %3,75-4,00 civarında öngörüyoruz. Emtia fiyatlarının tekrar yükselişe geçtiği ve Brent petrolün de sene sonunda 115 \$ civarında seyrettiği diğer bir senaryoda ise, FED politika faizini %4,25-4,50 aralığına yükseltmek durumunda kalabilir.** Ek olarak, FED'in işsizlikte çok küçük bir artışla (2022'deki %3,5'ten 2024'te %4,1'e) enflasyonun hedeflenen seviyelere çekileceği beklentisini de fazlaca iyimser buluyoruz.
- Bu arada, Atlanta FED'in GSYH modeli yılın ikinci çeyreğinde %1,5 civarı bir daralmaya işaret ediyor. Atlanta Fed'in öngörüsü doğru çıkarsa, ABD ekonomisi yılın ilk yarısının sonunda teknik anlamda resesyona girebilir. Öte yandan, ikinci yarıda ülke ekonomisinde bir toparlanma da bekleniyor. Bu açıdan bakıldığında, piyasaların halihazırda 2023 yılında gerçekleşebilecek daha uzun soluklu bir resesyona fiyatladığı söylenebilir.

Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Global



Para politikalarındaki agresifleşme beraberinde küresel büyüme tahminlerinde aşağı yönlü revizyonları getiriyor

Küresel büyüme tahminleri

			Dünya Bankası (Haziran 2022)		Dünya Bankası (Ocak 2022)		OECD (Haziran 2022)		OECD (Aralık 2021)	
	2020	2021	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
DÜNYA EKONOMİSİ	-3.4%	6.1%	2.9%	3.0%	4.1%	3.2%	3.0%	2.8%	4.5%	3.2%
Gelişmiş Ülkeler	-5.1%	5.2%	2.6%	2.2%	3.8%	2.3%				
ABD	-3.5%	5.7%	2.5%	2.4%	3.7%	2.6%	2.5%	1.2%	3.7%	2.4%
Euro Bölgesi	-6.6%	5.3%	2.5%	1.9%	4.2%	2.1%	2.6%	1.6%	4.3%	2.5%
Birleşik Krallık	-9.9%	7.4%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.6%	0.0%	4.7%	2.1%
Japonya	-4.9%	1.7%	1.7%	1.3%	2.9%	1.2%	1.7%	1.8%	3.4%	1.1%
Gelişmekte Olan Ülkeler	-2.3%	6.8%	3.4%	4.2%	4.6%	4.4%				
Çin	2.3%	8.1%	4.3%	5.2%	5.1%	5.3%	4.4%	4.9%	5.1%	5.1%
Brezilya	-4.5%	4.6%	1.5%	0.8%	1.4%	2.7%	0.6%	1.2%	1.4%	2.1%
G. Afrika	-7.0%	4.9%	2.1%	1.5%	2.1%	1.5%	1.8%	1.3%	1.9%	1.6%
Rusya	-3.6%	4.7%	-8.9%	-2.0%	2.4%	1.8%	-10.0%	-4.1%	2.7%	1.3%
TÜRKİYE	1.8%	11.0%	2.3%	3.2%	2.0%	3.0%	3.7%	3.0%	3.3%	3.9%

- Dünya Bankası ve OECD gibi uluslararası kuruluşlar da küresel ekonomik görünüme ilişkin son yayınladıkları raporlarda Dünya ekonomisi büyüme tahminlerinde ciddi aşağı yönlü revizyonlara gittiler.
 - Dünya Bankası artan stagflasyon riskine dikkat çektiği raporunda küresel ekonomik büyüme tahminini %4,1'den %2,9'a düşürdü. Kurumun ABD için 2022 büyüme tahmini %3.7'den %2.5'e, Euro Bölgesi için ise %4.2'den %2.5'e düşürüldü. Gelişmekte olan ekonomilerin bu yıla ilişkin büyüme beklentisi %4,6'dan %3,4'e indirildi.
 - OECD'de 8 Haziran'da yayınladığı raporunda daha önce %4,5 olarak açıkladığı küresel büyüme tahminini %3,0'e indirdi.
 - Dünya Ekonomik Görünümü raporlarında küresel büyüme tahminini Ocak'ta %4,9'dan %4,4'e, Nisan'da da %3,6'ya revize eden IMF de Temmuz raporunda yeni bir aşağı yönlü revizyona gideceğinin sinyalini verdi. IMF'nin Dünya Ekonomik Görünüm Raporu'nu 26 Temmuz'da açıklayacak.

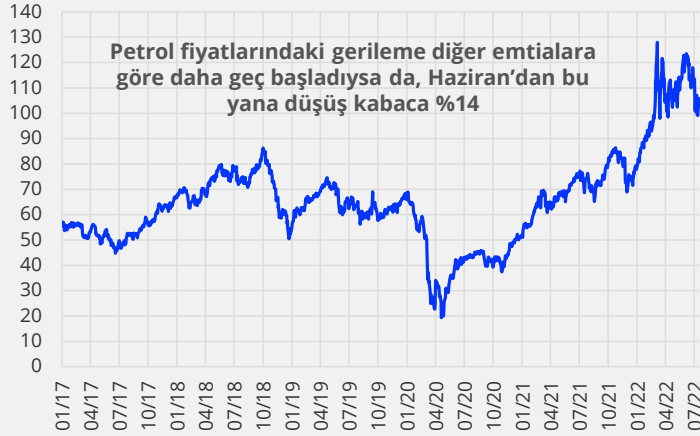
Kaynak: IMF, OECD

Ekonomik Görünüm: Global

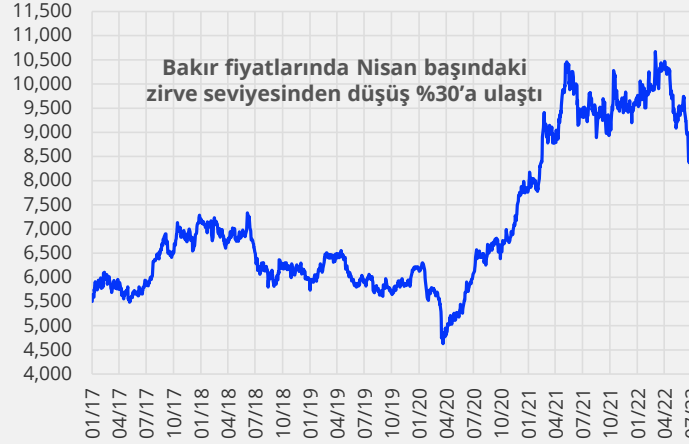


Büyümede yavaşlamayla beraber emtia fiyatlarındaki baskılanma (petrol haricinde) devam edebilir

Brent petrol fiyatları (\$/varil)



Bakır fiyatları, spot (\$/ton)



➤ Son aylarda FED başta olmak üzere merkez bankalarının tarihi zirve seviyelere yakın seyreden enflasyona karşı para politikası mesajlarını her geçen gün daha da sıkılaştırması küresel resesyon endişelerini de beraberinde getiriyor.

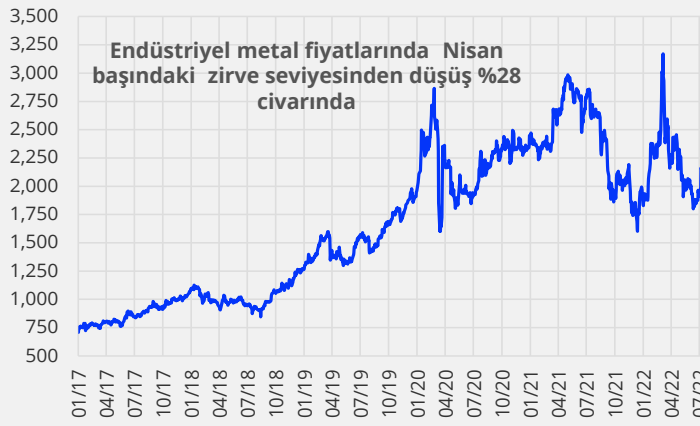
➤ Buna göre, emtia fiyatlarında son dönemde (petrol dışında Nisan başından beri) zirve seviyelerinden görülen geri çekilmeler de resesyon beklentilerinin bir yansıması. Örneğin, global ekonomik aktiviteye ilişkin beklentileri çok iyi bir şekilde yansıtan **bakır fiyatlarındaki geri çekilme %30'a, endüstriyel metal fiyatlarındaki düşüş %28'e ulaşmış durumda.**

➤ Petrol fiyatları ise, Rusya-Ukrayna savaşının enerji arzı üzerinde yarattığı belirsizliklerle diğer emtialara göre daha uzun süre yükselişini sürdürmüştü. **Petrol fiyatları halihazırda dalgalı seyrini korumakla beraber, Haziran başından bu yana kabaca %14 civarında geri çekilmiş durumda.**

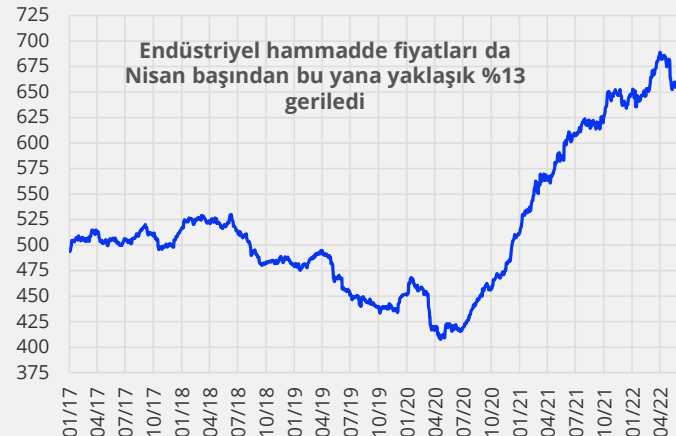
➤ **Merkez bankalarının para politikası duruşlarını mevcut piyasa beklentilerine göre daha da sıkı hale getirmesini (örneğin FED'in politika faizini 2023 başı itibarıyla %4,0'ün üzerine yükseltmesini) bekliyoruz. Bu durum resesyon endişelerinin daha da güçlenmesini sağlayarak petrol dışında kalan emtia fiyatlarını aşağı yönlü baskılamaya devam edebilir (veya yükselişleri sınırlayabilir).** Son olarak özellikle Çin'in emtia stoklarındaki düşüşün, tüketim düşüşüne kıyasla daha sınırlı kalması ve zayıf iç talep nedeniyle ihracat ağırlığını artırması da fiyatları baskılayan bir unsur olmaya devam ediyor.

➤ Petrol fiyatlarındaki düşüşün kalıcılığı ise halen belirsizliğini koruyor. **Devam eden Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle petrol fiyatlarında yeniden yükseliş potansiyelinin korunduğunu düşünüyoruz.** Petrol fiyatlarına ilişkin detaylı analizimizi 13. sayfada bulabilirsiniz.

Endüstriyel metal fiyatları (CRB Base Metals Index)



Hammadde fiyatları (CRB Raw Industrials Index)



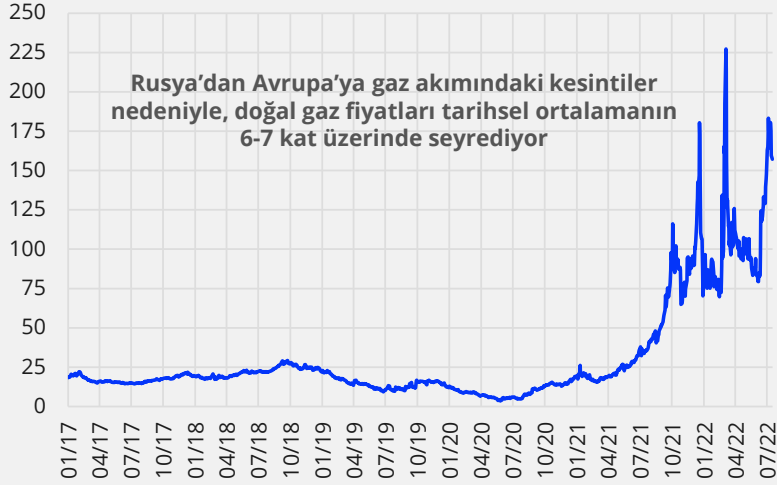
Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Global



Doğalgaz arzındaki kesintiler Avrupa'yı kış aylarında yeni bir enerji kriziyle baş başa bırakabilir

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



Kömür fiyatları (\$/ton)



- Emtia fiyatları resesyon endişeleriyle geri çekilse de, doğalgaz fiyatları Rusya kaynaklı kesintiler nedeniyle aşırı yüksek seviyelerde kalmaya devam ediyor. Açıkçası, doğalgaz fiyatları henüz Rusya-Ukrayna savaşı başlamadan da, salgın sonrasında hızla artan enerji talebine karşılık, tedarik zincirlerindeki problemlerin de etkisiyle enerji arzının talep artışına yetişememesi ve gene Rusya'dan gaz akımındaki kesintiler nedeniyle geçtiğimiz yaz aylarında yükselmeye başlamış ve tarihsel ortalamasının 7-8 katı seviyelere ulaşmıştı. 2022'nin başlarında bir miktar geri çekilen doğalgaz fiyatları, Rusya-Ukrayna savaşının patlak vermesiyle beraber yeni zirvelere taşındı.
- **Avrupa doğalgaz ihtiyacının yaklaşık %40'unu Rusya'dan karşılaması nedeniyle büyük ölçüde Rusya'ya bağımlı** ve diğer enerji kaynaklarının aksine, doğalgazda talebin hızlıca başka kaynaklara kaydırılması mümkün değil. Buna karşın, doğalgaz ihracatı sanıldığı kadar aksine Rusya ekonomisi için çok önemli bir yer tutmuyor; şöyle ki, doğalgaz ihracatı Rusya GSYH'sinin sadece %2'sini oluşturmaktadır. Buna göre, karşılıklı yaptırımlarda Rusya'nın elinin çok daha güçlü olduğu söylenebilir.
- Son dönemde Rusya'nın Avrupa'ya Büyük Kuzey Akım boru hattından gaz akımını kısması doğalgaz fiyatları üzerinde yeniden yukarı yönlü baskı oluşturmuş durumda. Bu durum Avrupa'nın soğuk kış ayları öncesinde depolama faaliyetlerini de engelliyor. **Avrupa ülkeleri Kasım ayına kadar doğalgaz depolarının en az %80'inin doldurulmasını hedeflerken, mevcutta depoların ancak yarısının dolu olduğu belirtiliyor. Buna göre, doğalgaz fiyatlarında kış aylarında ek yükselişler görülmesinden endişe ediliyor.**
- «The Economist» dergisinde yayınlanan bir makaleye göre, **Rusya'dan Avrupa'ya doğalgaz akımının kesilmesi Avro bölgesi GSYH'sini %3,4 puan aşağıya, enflasyonunu ise %2,7 puan yukarı taşıma potansiyeline sahip.** Buna göre, Avrupa'nın ABD'den daha önce ve daha şiddetli yaşanabilecek bir resesyona girebileceği endişeleri €/ \$ paritesini aşağı yönlü baskılayan bir unsur olarak da öne çıkıyor.

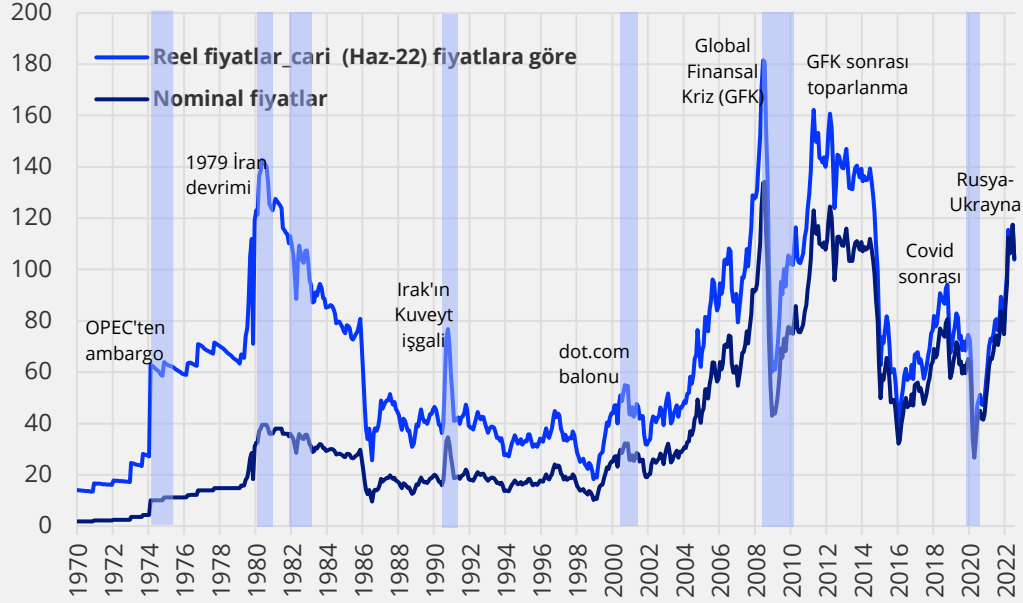
Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Global



Petrol fiyatlarının dışsal faktörlerle yeniden yükselişe geçmesi küresel resesyona ihtimalini oldukça arttırabilir

Brent petrol fiyatı, nominal ve reel (\$/varil) ve ABD'de resesyona dönemleri



- Petrol üretimine yönelik son yıllardaki yatırım eksikliğinden kaynaklanan arz yönlü kısıtlar, örneğin OPEC tarafından verilen arz artışı taahhütlerine karşın, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri dışında kalan üye ülkelerin bu taahhütlerini yerine getirmekte zorlanması da petrol fiyatlarının aşağıya gelmesini sınırlandıran bir unsur olarak öne çıkıyor.
- Küresel ısınma ve iklim krizi nedeniyle Çin'de enerji ihtiyacının yarısından fazlasını karşılayan kömür üretimini kısma girişimleri de geçtiğimiz yıldan itibaren kömür ve alternatif enerji kaynaklarının fiyatlarında yükselişlere neden oluyor. Benzer şekilde Avrupa'da da Paris İklim Anlaşmasına uyum kapsamında kömür ve kömürle enerji üretiminin kısılanması, yenilenebilir enerji kaynakları da henüz yetersiz kaldığından, doğalgaz başta olmak üzere geleneksel fosil enerji kaynaklarına olan talebin yüksek kalmasını ve fiyatların yükselmesini sağlıyor. Bu durum ve fosil enerji kaynaklarının üretimi için yapılan yatırımların yetersiz kalması, orta-uzun vadede geleneksel enerji kaynaklarının fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilir.
- **Özetle, önümüzdeki dönemde doğalgaz fiyatları ile birlikte petrol fiyatlarının seyrinin, gerek küresel enflasyon ve merkez bankalarının para politikası duruşları, gerekse de küresel ekonomik aktivitenin gelişimi (resesyona ihtimali) açısından temel belirleyici unsur olabileceğini düşünüyoruz. Buna göre, Petrol fiyatlarının dışsal faktörlerle yeniden yükselişe geçmesi küresel resesyona ihtimalini oldukça arttırabilir.**

- Enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi ve büyümede yaratabileceği tahribat dikkate alındığında petrol fiyatlarına ayrı bir parantez açmak gerekiyor. Geçmişte 1973'te OPEC ambargosu ve 1979'te İran devrimi (ve sonrasında İran-İrak savaşı) ile petrol fiyatlarında görülen dramatik yükselişler, Dünya (ABD) ekonomisinin 1970'ler boyunca ve 1980'lerin ilk yıllarında stagfasyonist bir dönem yaşamasına neden olmuştu.
- **Şöyle ki, 1973 öncesindeki 10 yılda, yani 1962-72 yılları arasında Dünya ekonomisinde yaşanan %5,5'lik ortalama büyüme, 1973-83 yılları arasında %2,5'e gerilemiştir. 1962-72 arasındaki %3,6 seviyesindeki ortalama küresel enflasyon ise, 1973-83 yılları arasında %11,3'e yükselmiştir.**
- Petrol fiyatlarına enflasyondan (ABD TÜFE enflasyonu) arındırarak, yani reel fiyatlarla bakıldığında, petrol fiyatlarının mevcut seviyeleri halen 1979 Petrol Krizi, 2009 Global Finansal Krizi (GFK) ve GFK sonrası toparlanma dönemlerinde görülen seviyelerin altında seyrediyor. Öte yandan, **2020-2022 döneminde enerji fiyatlarındaki artışlar, son 50 yılın en büyük fiyat değişikliklerine işaret ediyor. Ayrıca, bugün 1970'lerden farklı olarak sadece petrolde değil, neredeyse tüm emtia fiyatlarının tarihsel ortalamaların çok üzerinde seyrettiği görülüyor. Bu durum enflasyonu beslediği gibi, küresel resesyona (stagfasyon) ihtimalini de oldukça güçlendiriyor.**
- Son dönemde petrol fiyatlarında yaşanan geri çekilmeye karşın, bunun kalıcılığı halen belirsizliğini koruyor. **Devam eden Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle petrol fiyatlarında yeniden yükseliş potansiyelinin korunduğunu düşünüyoruz.**

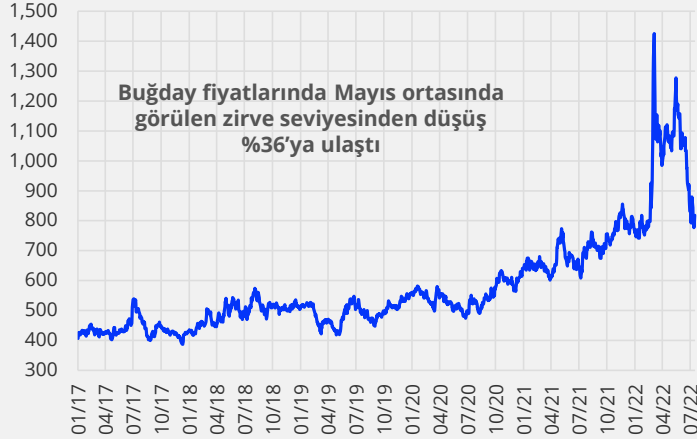
Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Global

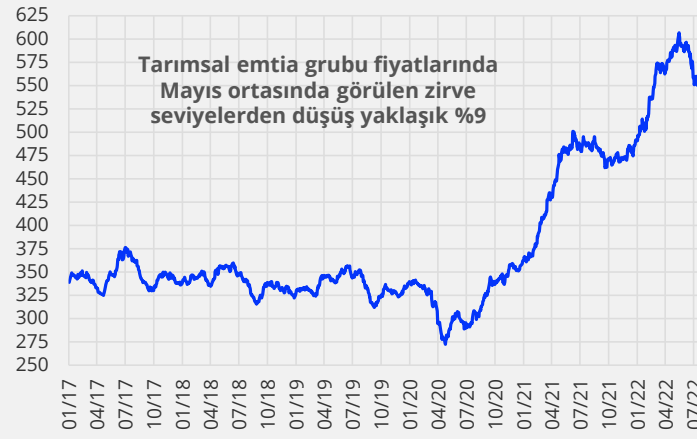


Son dönemde bir miktar gerileyen tarımsal emtia ve gübre fiyatlarının seyri de enflasyon için kritik önemde

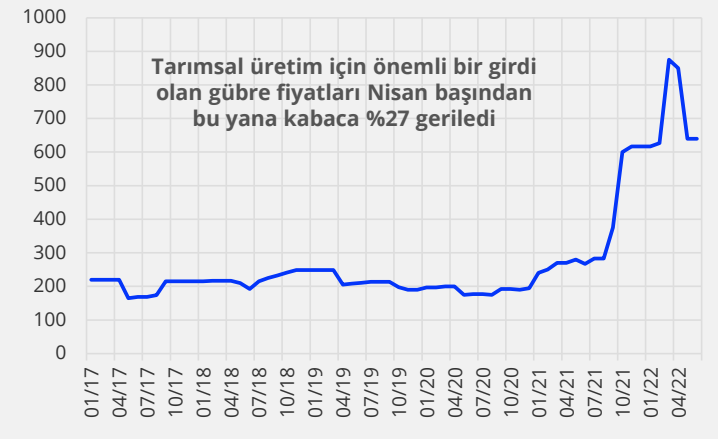
Buğday fiyatları (\$/ton)



Tarımsal emtia fiyatları (CRB Foodstuff Index)



Gübre (Kalsiyum Amonyum Nitrat) fiyatları, €/ton



- Rusya ve Ukrayna'nın buğday başta olmak üzere tarımsal emtia üretiminde en büyük oyuncular olmaları nedeniyle, savaşla birlikte fiyatlarda keskin (%100'ü aşan) yükselişler görülmüştü. Mayıs ortalarından bu yana ise, özellikle Türkiye'nin arabuluculuğuyla Rusya ve Ukrayna'daki tahıl arzının deniz yoluyla dünya pazarına güvenli bir şekilde sevkiyatına yönelik olumlu haber akışıyla birlikte fiyatlarda bir geri çekilme yaşanıyor.
- Rusya ve Ukrayna dünya tahıl üretiminde çok önemli oyuncular konumunda; iki ülkedeki toplam üretim küresel buğday ihracatının yaklaşık %30'unu, mısırın %15'ini oluşturuyor. Rusya ayrıca arpa ve yulaf üretiminde dünyada birinci, karabuğdayda ikinci ve çavdar üretiminde üçüncü konumda. Rusya sadece tahıllarda değil, gübre üretiminde de önemli bir konumda; şöyle ki, Rusya, potasyumlu gübrelerin %38'ini, bileşik gübrelerin %17'sini ve azotlu gübrelerin %15'ini oluşturan küresel bir gübre ihracatçısı. Buna göre, Rusya ilerleyen aylarda stratejik bir hamle olarak, arzı kısma yoluyla tarımsal emtia ve gübre fiyatlarının yeniden yükselişe geçmesini sağlayabilir. Özetle, **Rusya-Ukrayna savaşının gıda arzının devamlılığı konusunda yarattığı belirsizlik, tarımsal emtia fiyatları üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutuyor.**
- Gıda ve Tarım Örgütü (FAO) de, küresel ısınmaya ilişkin endişeler, artan girdi fiyatları ve savaştan kaynaklanan belirsizlikler nedeniyle, 2022'de toplam gıda üretiminde bir daralma öngörüyor.
- Tarımsal emtia ve gübre fiyatlarının seyri, enerji fiyatları ile birlikte enflasyon üzerindeki hem doğrudan hem de dolaylı etkileri nedeniyle, küresel enflasyonun gelişimi açısından da kritik öneme sahip. Bu açıdan, **tarımsal emtia ve gübre fiyatları önümüzdeki dönemde para politikası stratejilerinin ve küresel büyümenin de temel belirleyicilerinden biri olacak.**

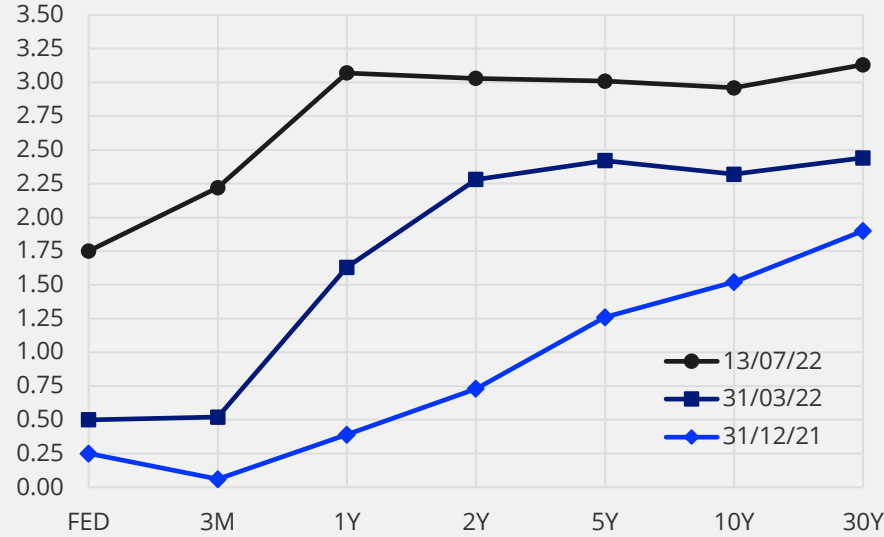
Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Global

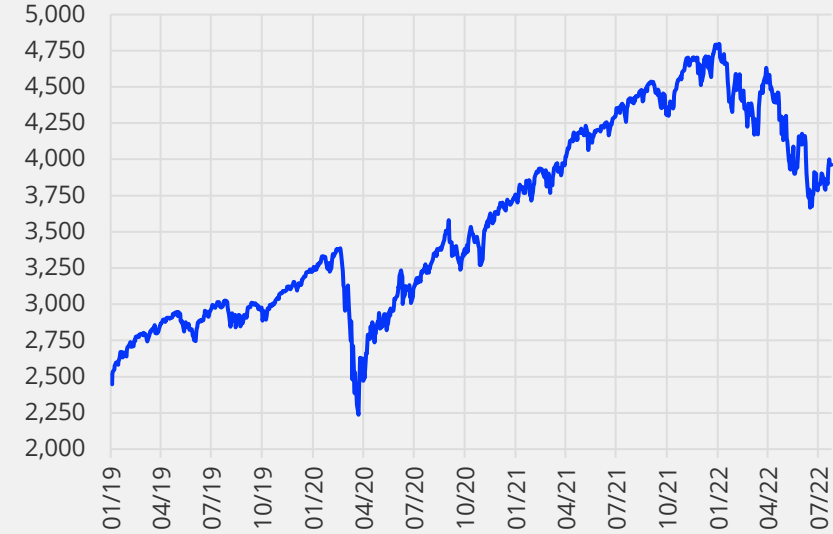


Son dönemde ABD bono piyasası resesyon ihtimalini fiyatlarken, S&P-500 endeksi ayı piyasasına girdi

ABD: Verim eğrisi



ABD: S&P 500 endeksi



- Mart ayında yataylaşmaya başlayan ABD verim eğrisi de son dönemde negatif eğimli hale gelmeye başladı. Önemli bir resesyon göstergesi olarak kabul edilen 10 yıllık ve 2 yıllık tahvil faizi farkı (10Y-2Y) 6 Temmuz itibariyle negatif bölgeye geçti.
- ABD'de hisse senedi piyasalarında yılın ikinci çeyreğindeki kayıp S&P 500 endeksinde %16'ya, Nasdaq 100 endeksinde ise %22'ye ulaştı. Sene başındaki zirve seviyeye göre kayıpların 6 Temmuz itibariyle %20'yi aşmasıyla, S&P 500 endeksi de resmi olarak ayı piyasasına girmiş oldu. Resesyon/stagflasyon endişeleri borsalardaki kayıpların ne kadar daha ve ne ölçüde devam edebileceği tartışmalarını da beraberinde getiriyor.

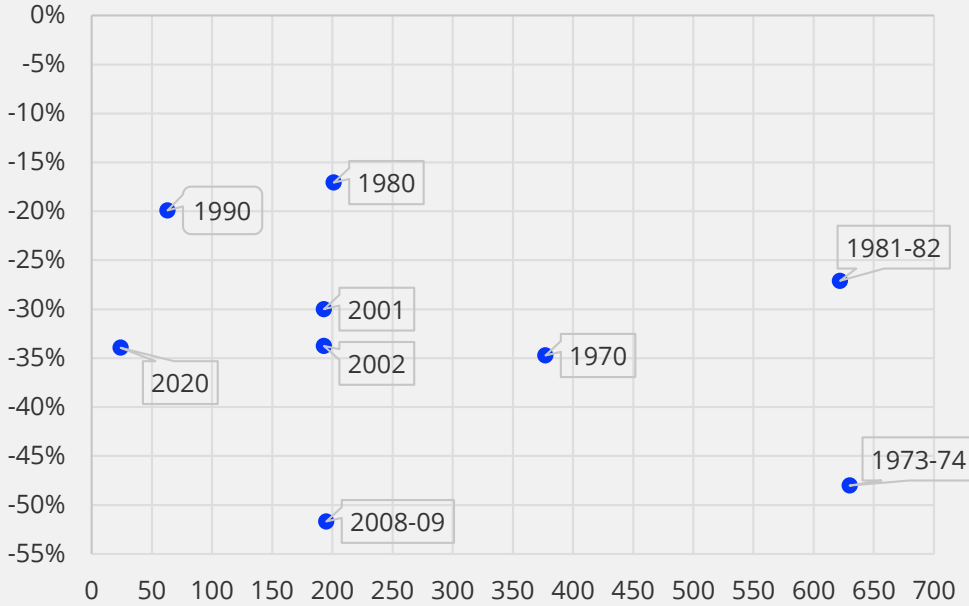
Kaynak: Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Global



Tarihsel veriler ABD borsalarında düşüş için halen fazlaca alan (%10-15) olabileceğine işaret ediyor

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



Resesyon dönemleri:

	Endeks Zirve	Endeks Dip	Düşüş Süresi (Gün)	Düşüş Oranı
1970	14/05/69	26/05/70	377	-35%
1973-1974	11/01/73	03/10/74	630	-48%
1980	13/02/80	27/03/80	201	-17%
1981-1982	28/11/80	12/08/82	622	-27%
1990	16/07/90	11/10/90	63	-20%
2001	11/12/00	21/09/01	193	-30%
2002	04/01/02	09/10/02	193	-34%
2008-2009	30/05/08	09/03/09	195	-52%
2020	19/02/20	23/03/20	24	-34%
Ortalama (resesyon dönemleri):			278	-33%

Resesyon-dışı dönemler:

	Endeks Zirve	Endeks Dip	Düşüş Süresi (Gün)	Düşüş Oranı
1977-1978	31/12/76	06/03/78	430	-19%
1987	25/08/87	04/12/87	72	-34%
1998	17/07/98	31/08/98	32	-19%
2011	29/04/11	03/10/11	109	-19%
Ortalama (resesyon dışı dönemler):			161	-23%
Genel ortalama:			242	-30%

- 1970 sonrasında S&P 500 endeksinin ayı piyasasına girdiği dönemleri incelediğimizde, ayı piyasalarının ortalama kabaca 8 ay sürdüğü ve bu süreçlerde ortalama %30 düşüş yaşandığı görülüyor. Ancak, resesyon dönemlerinde (öncesinde) daha yüksek kayıplar yaşanırken, bu kayıplar daha uzun bir sürece yayılıyor. Şöyle ki, resesyon dönemlerindeki ayı piyasalarının süresi ortalama 278 gün ve ortalama kayıp oranı %33 olurken, resesyon dönemleri dışındaki ayı piyasalarının ortalama 161 gün sürdüğü ve bu süreçte ortalama düşüşün -%23 olduğu görülüyor.
- S&P 500 endeksi temmuz başından beri kabaca %5'lik bir yükselişe imza attıysa da, 2022'nin başındaki zirve seviyenin yaklaşık %17 altında işlem görmekte. Kısa vadede özellikle emtia fiyatlarında bir süredir devam eden düşüşlerin de yardımıyla ABD endekslerindeki düzeltme devam edebilir. Ancak, her dönemi kendi koşulları içinde değerlendirmek gerektiğini düşünmekle beraber, tarihsel veriler ABD borsalarında düşüş için fazlaca alan (%10-15) olduğuna işaret ediyor.
- Bu arada, S&P endeksinde son 50 yılda görülen en yüksek oranlı ve en uzun soluklu düşüş sürecinin 1973-1974 döneminde OPEC'in başlattığı ambargo sonucunda petrol fiyatlarının tırmanmasıyla yaşandığı görülüyor. Bu süreçte, S&P 500 endeksi ayı piyasası 630 günü bulurken toplam kayıp %48'e ulaşmıştır. 2020 'de ise salgının başlaması ile birlikte arz kaynaklı şoklar nedeniyle S&P 500 endeksinde en kısa süreli ayı piyasası 24 gün ile gözlenirken, bu süreçte %34 düşüş yaşanmıştır.

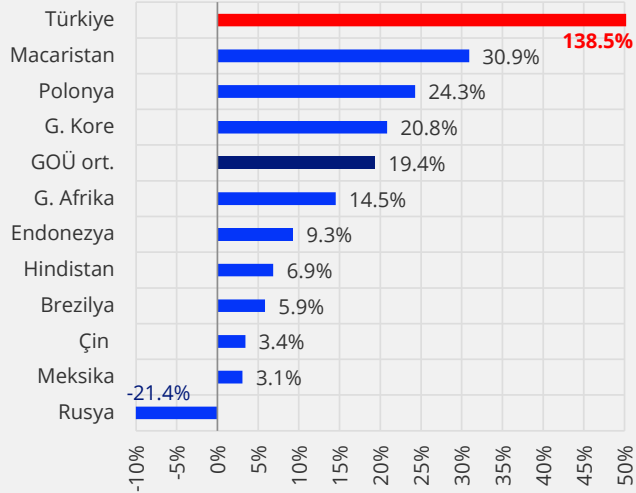
Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Türkiye

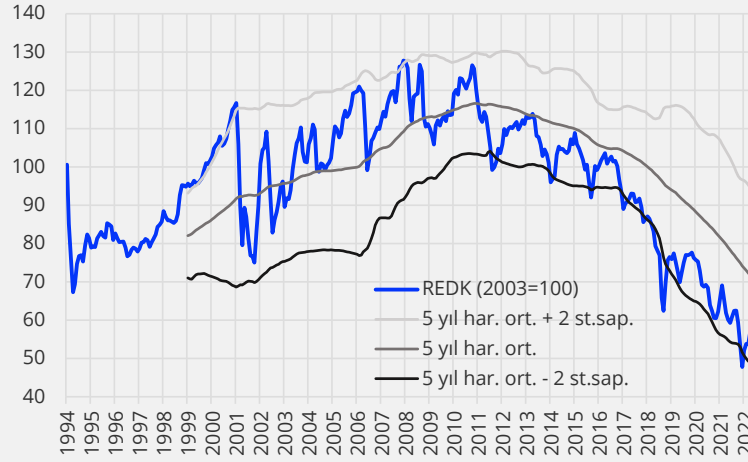
TL'deki değer kaybı baskısının sürmesini bekliyoruz



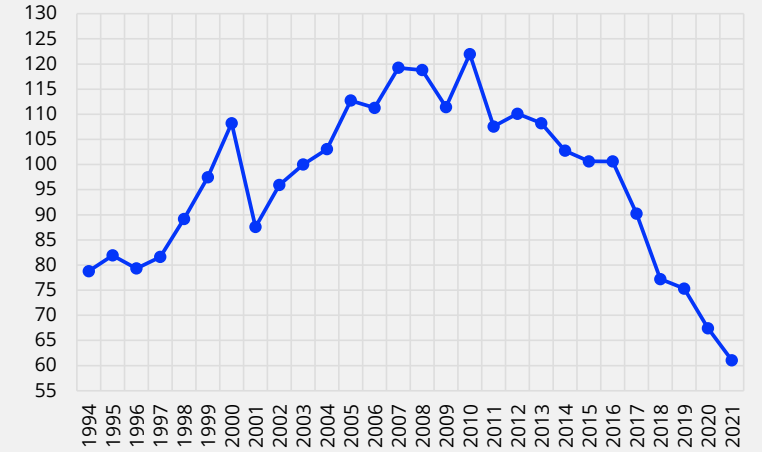
USD paritesindeki değişim (31/12/20 - 22/07/22)



Reel efektif döviz kuru (2003=100)



Reel efektif döviz kuru, yıllık ortalama değerler



- Enflasyondaki yükseliş trendinin devam ettiği, reel faizlerin derin negatif bölgede olduğu (“-%62”) ve cari açığın da güçlü turizm gelirlerine rağmen, dramatik biçimde artan enerji ithalat maliyetleriyle bozulmaya devam edeceği bir ortamda, kur üzerindeki yükseliş baskısının KKM sisteminin desteği ve örtük rezerv satışlarına rağmen devam etmesini bekliyoruz. TCMB'nin politika faizini sabit tutarken, kredi talebini ve arzını kısma yönünde atması muhtemel ek makro ihtiyatı adımların da kurdaki yükselişi baskılama konusunda önemli bir etkisinin olmasını beklemiyoruz. Ek olarak, küresel merkez bankalarının agresif faiz artışı eğilimi de, hem risk iştahındaki bozulma nedeniyle, hem de KKM sisteminin cazibesini azaltarak (DTH faizlerindeki ve Eurobond faizlerindeki artışa bağlı olarak) TL üzerindeki değer kaybı baskısını güçlendirebilir.
- **Halihazırda gündemden kalkmış gibi görünse de, enflasyona endeksli borçlanma aracının yeniden gündeme gelmesini olasılık dahilinde (baz senaryomuz içinde) görüyoruz. Böyle bir ürünün piyasaya sürülmesi kurdaki yükselişi sınırlasa da, piyasa faizlerinde (mevduat ve kredi faizleri) ek yükselişlere yol açabilir. Bu senaryo altında, \$/TL kurunu sene sonunda 18,50-19,00 civarında öngörüyoruz (varsayıyoruz).**
- **Ancak enflasyon-kur ve ücretler arasındaki kısır döngüyü ve de fiyatların sürekli yükseleceği beklentileriyle talebin öne çekilmesinin de enflasyonist baskıları desteklediğini göz önüne aldığımızda bu tahmin üzerinde önemli yukarı yönlü riskler bulunduğunu belirtmek istiyoruz. Piyasa faizlerindeki artışların baskılandığı diğer senaryomuzda sene sonu \$/TL kurunu 20,25 olarak öngördük (varsaydık).**

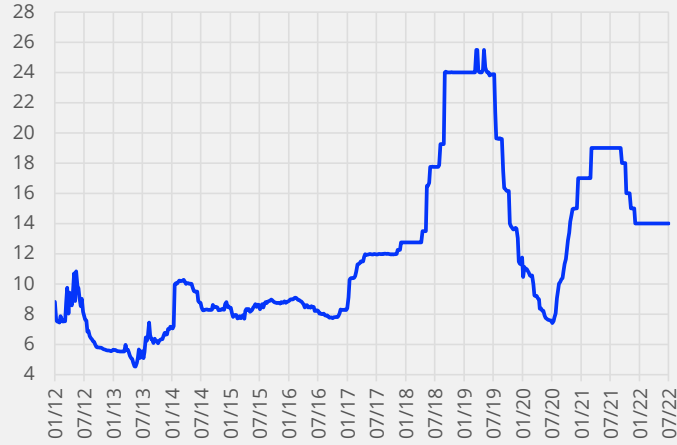
Kaynak: TCMB, Bloomberg

Ekonomik Görünüm: Türkiye

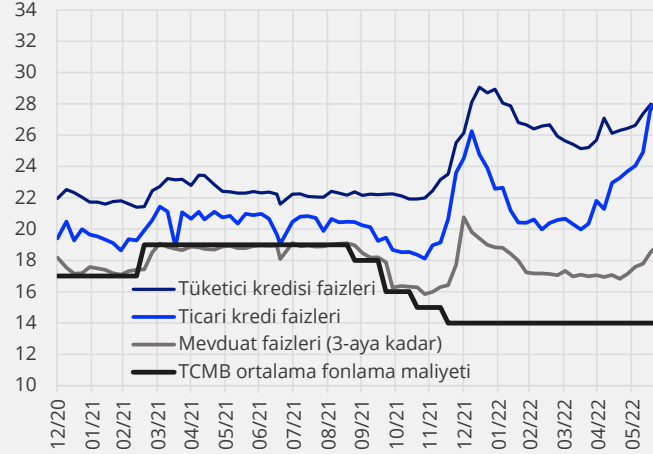


TCMB faizi artışından kaçınsa da, piyasa faizleri politika faizinden ayrılmaya devam edebilir

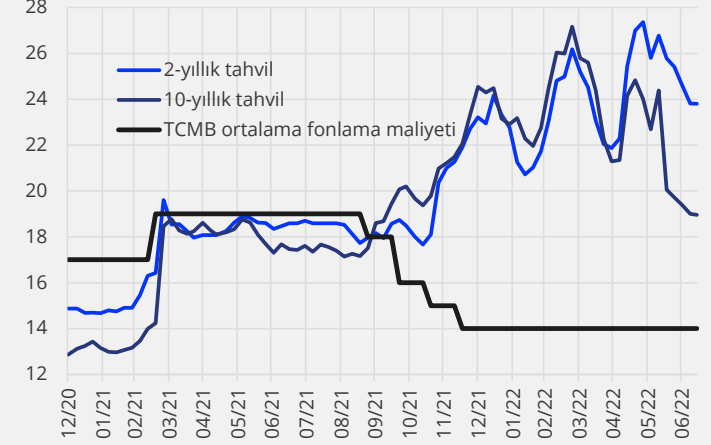
TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti



Politika faizi - bankacılık faizleri



Politika faizi - DİBS faizleri



- TCMB politika faizini Temmuz'da da sene başından beri olduğu gibi %14,0'te sabit bıraktı. TCMB enflasyondaki yükselişi jeopolitik gelişmelerin yol açtığı enerji maliyeti artışları, küresel enerji, gıda ve tarımsal emtia fiyatlarındaki artışlar ve ekonomik temellerden uzak fiyatlamaya oluşumlarına bağlamaya devam etse de, bu kez «geçici» ifadesini kullanmıyor. Bununla beraber, TCMB küresel barış ortamının yeniden tesis edilmesiyle dezenflasyonist sürecin başlayacağını öngörmeye devam ediyor.
- Buna göre, ilerleyen süreçte TCMB'nin politika faizini sabit tutmaya devam etmesi ve kredilerin selektif sektörler yönlenmesi ve aslında kredi talebinin kısılması amacıyla makroihtiyati politika adımlarını uygulamaya (örneğin ek ZK adımları) devam etmesi muhtemel görünüyor.
- Hatırlanacağı gibi, **TCMB son olarak yabancı para yükümlülükler için TL cinsinden menkul kıymet tesisi konusunda bankalara 5-yıl veya daha uzun vadeli sabit kuponlu tahvil tutma zorunluluğu getirmişti. Önümüzdeki süreçte, mevduat ve kredi faizlerindeki yükselişi muhtemel görsek de, TL tahvil faizleri üzerindeki baskınlama bu karara bağlı olarak devam edebilir.**

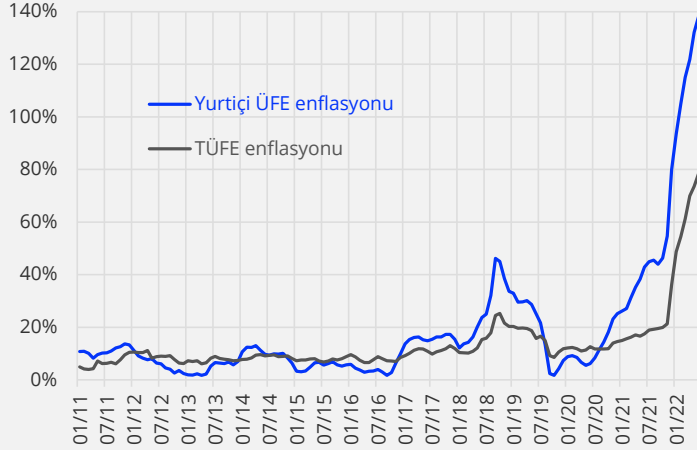
Kaynak: TCMB

Ekonomik Görünüm: Türkiye

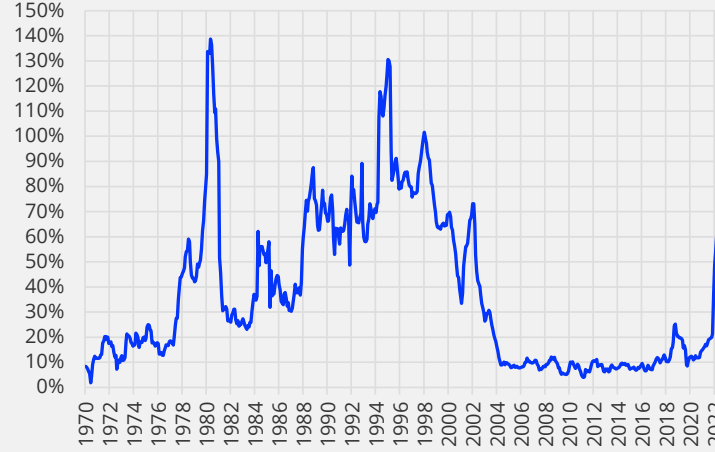
TÜFE enflasyonunda %90'lı seviyeler test edilebilir



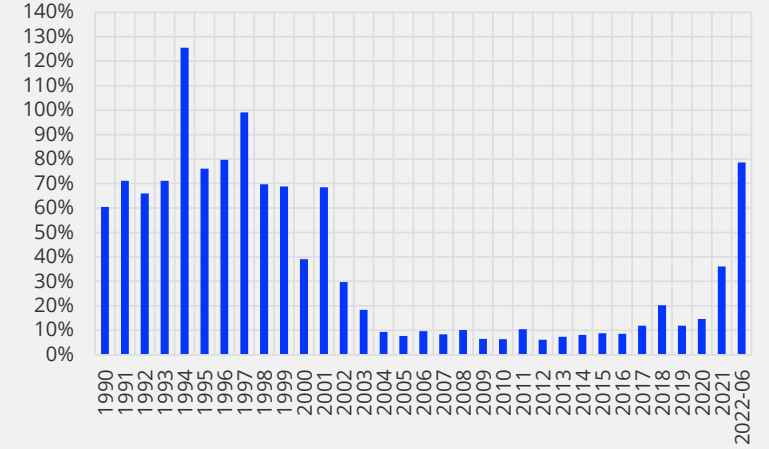
Yurtiçi ÜFE enflasyonu - TÜFE enflasyonu



Uzun dönemli TÜFE enflasyonu



Uzun dönemli TÜFE enflasyonu (yıl sonu değerleri)



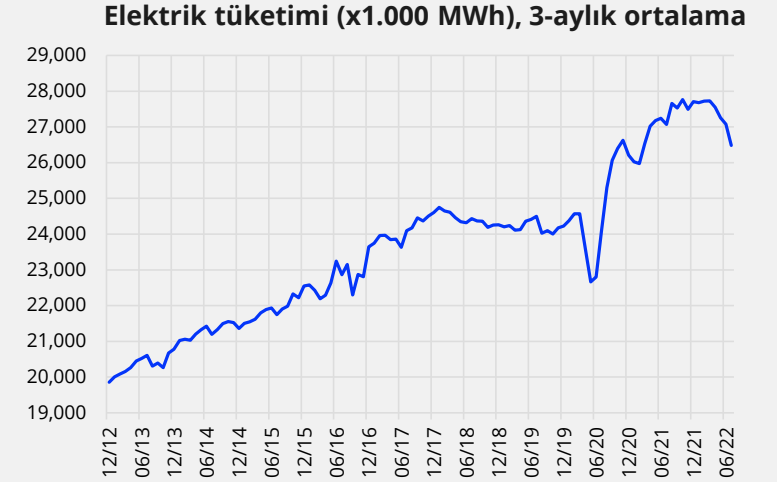
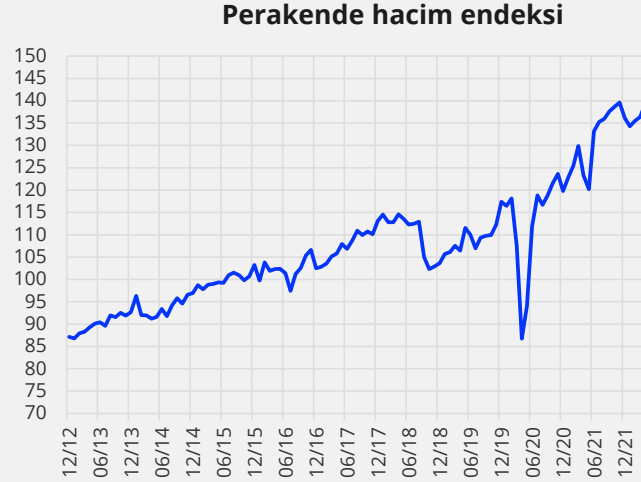
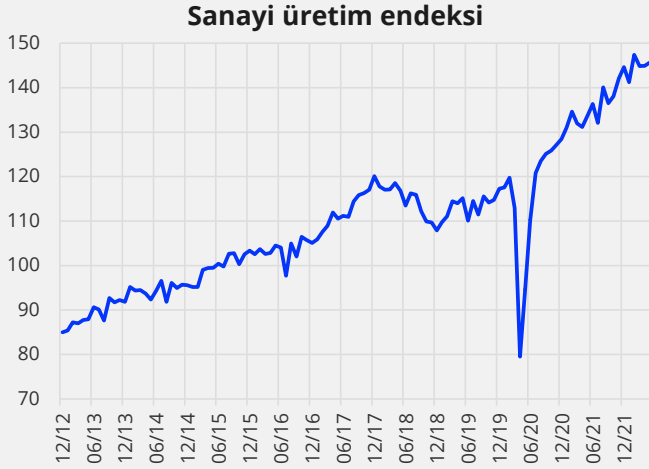
- Haziran ayında TÜFE enflasyonu %4,95 seviyesinde gerçekleşirken, yıllık bazda %73,5'ten %78,6'ya yükseldi. Yurtiçi ÜFE enflasyonu ise aylık %6,77'lik gerçekleşmenin ardından, yıllık bazda %132,2'den %138,3'e yükseldi.
- Sebze-meyve fiyatlarındaki geri çekilmenin son iki aydır TÜFE enflasyonundaki yükselişi sınırladığı görülüyor. Temmuz ayında ise sebze-meyvedeki bu trendin bir miktar terse dönmesinin yanında, işlenmiş gıda fiyatlarında çok yüksek oranlı artışların devam ettiğini takip ediyoruz. Buna göre, nihai tahminimizi henüz tamamlamış olmamakla birlikte, **TÜFE enflasyonunun Temmuz itibariyle %81 seviyesinin üzerine çıkabileceğini düşünüyoruz.**
- Yıllık %138'e kadar yükselmiş olan (ve daha da yükselecek olan) yurtiçi ÜFE enflasyonunun yarattığı maliyet yönlü baskılar ve gıda ve enerji enflasyonunun ikincil etkileri nedeniyle, TÜFE enflasyonundaki yükseliş sürecinin Ekim/Kasım dönemine kadar sürmesini bekliyoruz. **Enflasyona endekslili borçlanma aracı ya da benzeri bir finansal ürün ihracı yoluyla kurdaki yükseliş baskısının sınırlandığı (ancak piyasa faizlerinde ek yükselişler yaşandığı) baz senaryomuzda sene sonu \$/TL kuru ve Brent petrol fiyatı varsayımlarımız 18,75 ve 95 \$ seviyelerine işaret ediyor. Bu senaryo altında, TÜFE enflasyonunun Ekim/Kasım itibariyle %85-90 civarlarına ulaştıktan sonra yılı da, Kasım ve özellikle Aralık'taki olumlu baz etkisine rağmen, %71,5 civarında tamamlayabileceğini düşünüyoruz.**
- Ancak enerji fiyatlarına ilişkin belirsizliğin yanında, kur-enflasyon-ücret spiralinin oluşması nedeniyle enflasyonda daha yüksek bir patikasının da mümkün görüldüğünü eklemek gerek. Örneğin, **sene sonunda \$/TL kurunun 20,25'e ve Brent petrolün varil fiyatının da 115 \$'a ulaştığı alternatif bir senaryoda (senaryo 2), TÜFE enflasyonu sene içinde %95-100 seviyelerine ulaştıktan sonra seneyi %82 civarında tamamlayabilir.**

Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



İkinci yarıda ise hem ihracatta, hem de iç talepte yavaşlama olması muhtemel görünüyor



* takvim ve mevsimsellik etkisinden arındırılmış

* takvim ve mevsimsellik etkisinden ve enflasyondan arındırılmış

* mevsimsellik etkisinden arındırılmış

- Güçlü bir şekilde devam eden ihracat ile birlikte fiyatların sürekli artacağı beklentisiyle öne çekilen iç talep ekonomik aktiviteyi canlı tutmaya devam ediyor. İmalat PMI, kapasite kullanımı ve elektrik tüketimi gibi öncü göstergeler önümüzdeki aylarda bir miktar yavaşlamaya işaret etse de, yıllık bazda yüksek tek haneli büyüme trendinin bir süre daha devam edebileceğini söyleyebiliriz. Bunlara ek olarak, kredi kartı harcamaları ve reel vergi gelirleri gibi öncü göstergeleri de dikkate aldığımızda, **ikinci çeyrekte %6 civarlarında bir GSYH büyümesi tahmin ediyoruz (1Ç22: %7,3). Bu da ilk yarıyıldaki GSYH büyümesini %6,0'nın üzerine taşıyacak.**
- İlerleyen süreçte, ana ihracat pazarımız Avrupa başta olmak üzere küresel ekonomide beklenen yavaşlama ihracat performansımızı olumsuz etkileyebilir. Öte yandan, enflasyona bağlı ücret düzenlemeleri ve fiyatların artmaya devam edeceği beklentileriyle öne çekilen iç talep ekonomik aktiviteyi bir süre daha destekleyebilir. Buna karşın, enflasyonda devam eden yükselişe paralel olarak, satın alma gücünde devam eden tahribatın iç talepte bir noktada durulmaya yol açması kuvvetle muhtemel. Kredi faizlerinde süregelen (ve sürmesini beklediğimiz) yukarı yönlü seyir de ekonomik aktivitede beklenen yavaşlamayı biraz daha derinleştirebilir. Tüm bunları bir arada değerlendirdiğimizde, **2022 yılı GSYH büyümesini %3,5 civarında tahmin ediyoruz (ikinci yarıyıldaki beklediğimiz yavaşlamaya bağlı olarak). Sanayi üretiminin iyi bir göstergesi olan ve günlük olarak takip edilen elektrik tüketimine özellikle de Temmuz başından beri hissedilir bir azalma olduğu görülüyor.**
- Yukarıda bahsettiğimiz \$/TL kurunun daha yüksek seviyeleri gördüğü ikinci senaryoya göre, fiyatlardaki artış beklentisinin talebi sürekli öne çekmesi, GSYH büyümesinin en azından kısa vadede daha yüksek bir seviyede gerçekleşmesini sağlayabilir. Bu senaryoda 2022 yılı GSYH büyüme tahminimiz %4,5 olarak ortaya çıkıyor. Ancak böyle bir senaryoda, GSYH büyümesinde ileride oluşabilecek «ani duruş» riskinin de (çok) daha güçlü olduğunu belirtmemiz gerekiyor

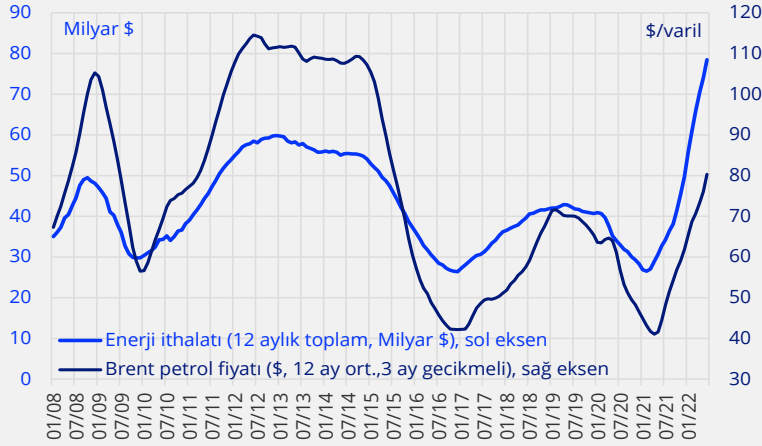
Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

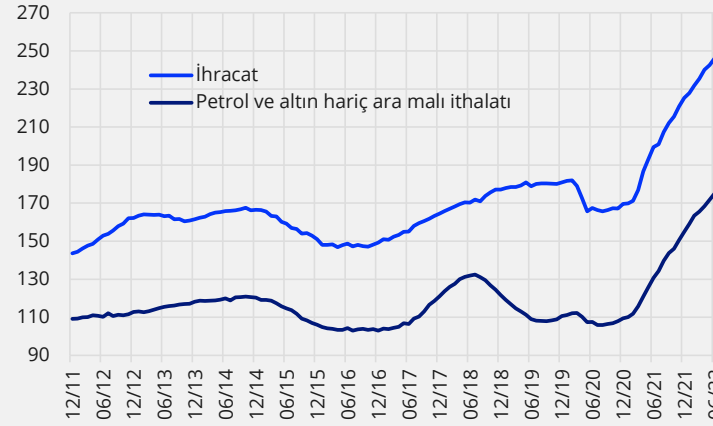


Güçlü turizm sezonuna rağmen cari açık enerji maliyetleri nedeniyle yükselişini sürdürecektir

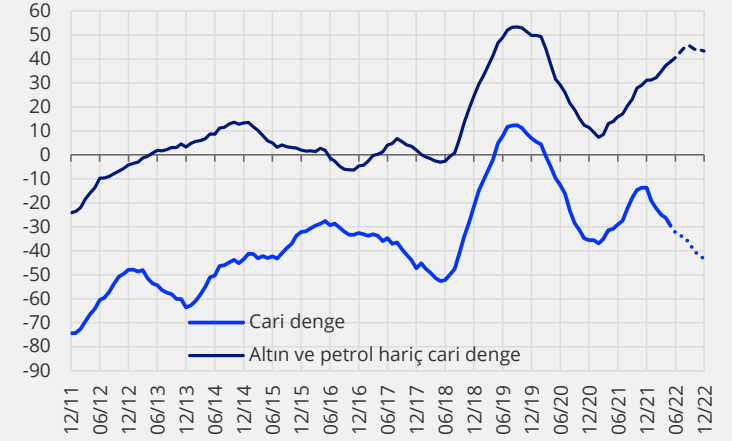
Enerji ithalatı



İhracat - petrol ve altın hariç ara malı ithalatı, 12 ay birikimli (Milyar \$)



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



- Son dönemde enerji ithalat maliyetimizde dramatik bir artış olduğu görülmüştür. Şöyle ki, geçen yıl aylık ortalama kabaca 4 milyar \$ seviyesindeki enerji ithalatının aylık ortalaması 2022'nin ilk 6 aylık bölümünde neredeyse 8 milyar \$'a ulaşmış durumda. Bu tutarın sadece geçen senenin değil, tarihsel ortalamaların da çok üzerinde olduğunu belirtmek lazım. Örneğin, Brent petrol fiyatının 100-110 \$ arasında dalgalandığı 2011-2014 yıllarında bile aylık ortalama enerji ithalat maliyetimiz kabaca 4,5 milyar \$ olarak gerçekleşmişti. Buna göre, bu yükselişte, doğalgaz spot fiyatlarındaki yükselişlerin, Brent petrol fiyatlarına göre çok daha fazla olmasının da etkisi var. Bilindiği gibi, Avrupa'da doğalgaz TTF fiyatları tarihsel ortalamalarının 6-7 kat üzerinde seyretmekte. Doğalgaz ithalat sözleşmelerinin ve spot alımlarının güncel fiyatları 3-4 aylık gecikmeyle takip ettiği dikkate alındığında, doğalgaz fiyatlarındaki artışların henüz enerji ithalat maliyetlerimize tam olarak yansımadağı da söylenebilir. Buna göre, **geçen yıl 50 milyar \$ seviyesindeki enerji ithalat maliyeti (son 10 yıl ortalaması da kabaca 45 milyar \$), 2022 yılının tamamında 90-100 milyar \$ arası bir seviyeye ulaşabilir.**
- Enerji ithalat maliyetlerindeki dramatik artışın yanında imalat sanayiinin, dolayısıyla **ihracatın ithalata bağımlı yapısı da cari dengedeki bozulmada etkili bir rol oynuyor.** Yılın geri kalanında da, güçlü turizm sezonu beklentisine rağmen, yüksek enerji ithalat maliyeti ve ihracatta beklediğimiz yavaşlamaya bağlı olarak, cari açığındaki bozulmanın devam etmesini bekliyoruz.
- **Sene sonu cari açık tahminimiz 43 milyar \$ (GSYH'nin kabaca %5,0'i) olarak şekilleniyor. Bununla beraber, bu tahmin spot doğalgaz fiyatlarında bir normalleşme varsayımı da içeriyor. Doğalgaz fiyatlarının mevcut yüksek seviyelerinde kalması durumunda, cari açık sene sonunda 50 milyar \$'a da ulaşabilir.**

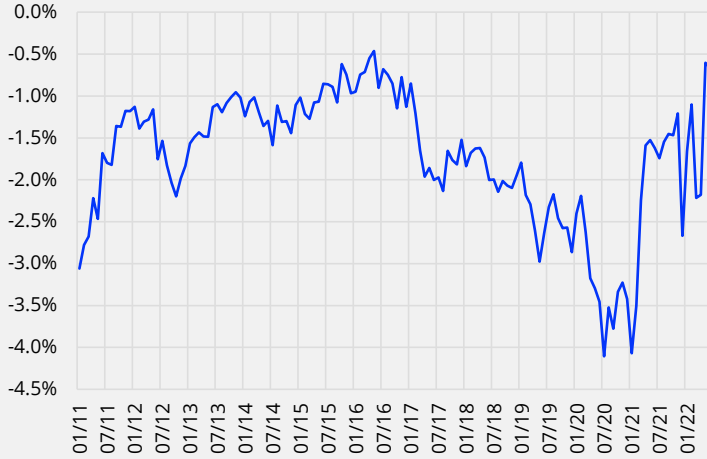
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

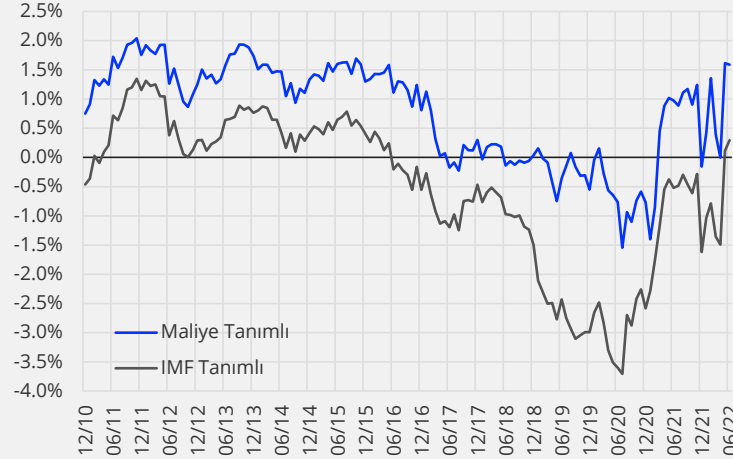


Enflasyon ve büyüme desteğiyle artan vergi gelirleri bütçe performansına destek verdi

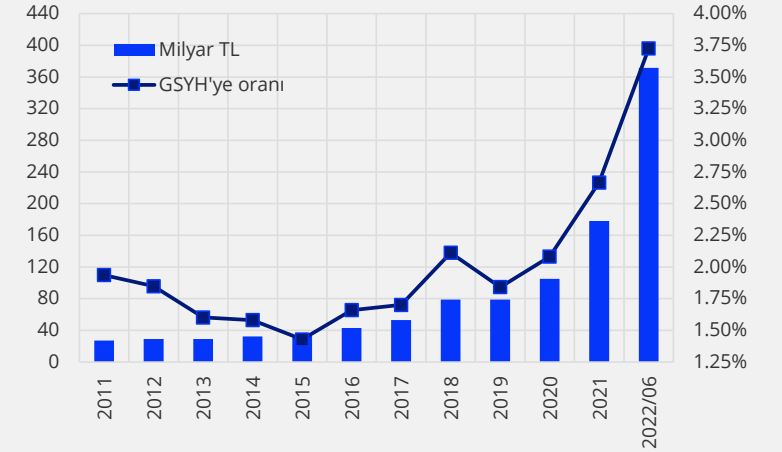
Merkezi bütçe dengesi (12 ay birikimli, Milyar TL)



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



Kurumlar vergisi tahsilatı



- Mayıs ayında merkezi bütçede 144,0 milyar TL fazla ve 162 milyar TL de faiz dışı fazla gerçekleşmişti. Haziran'daki 31 milyar TL'lik bütçe açığına rağmen, ilk 6 aylık dönemde merkezi bütçe 94 milyar TL fazla üretmiş durumda.
- Geçen yılın mayıs ayındaki 25 milyar TL seviyesindeki kurumlar vergisi (KV) tahsilatının, şirket karlılıklarındaki artış ve yüksek enflasyonist ortama bağlı olarak bu sene 152 milyar TL'ye yükselmiş olması (nominal olarak yıllık %505, reel olarak yıllık %282 artış), Mayıs'taki etkileyici bütçe performansını çok büyük ölçüde açıklıyor. **Son 12 aylık dönem baz alındığında, KV tahsilatı 370 milyar TL, ya da GSYH'nin kabaca %3,7'sine ulaşmış durumda, ki burada tarihsel ortalamamızın %1,5-2,0 civarında olduğunu belirtelim.**
- Faiz harcamalarındaki ciddi artış, KKM kaynaklı yüklü bütçe transferleri, genişleyici maliye politikası uygulanacağı ve de ekonomik aktivitede yavaşlama beklentilerimize bağlı olarak, bütçe açığı/GSYH oranının 2022 yılı içinde %4,0 veya üzerine doğru yükselişe geçebileceğini belirtmekteydik. Ancak, enflasyonist ortamın da etkisiyle talebin öne çekilmesiyle ve de ihracatın desteğiyle ekonomik aktivitenin canlı kalmaya devam ettiği, bunun da vergi geliri tahsilatını desteklediği görülüyor. Buna ek olarak, hükümetin önceki yıllarda olduğu gibi bir defaya mahsus gelir yaratma becerisi de manşet bütçe rakamlarını olumlu etkiliyor.
- Özetle, yukarıda saydığımız olumsuzluklara bağlı olarak harcamalarda beklediğimiz artışlar nedeniyle, bütçe performansında bozulma beklemeye devam etsek de, ekonomik aktivitedeki canlılığın (güçlü vergi gelirlerinin) sürmesi sayesinde, bütçe açığı/GSYH oranı 2022'de korkulduğu gibi %4 seviyesini aşmayabilir. Buna göre, **2022 özelinde hükümetin %3,5'lik bütçe açığı/GSYH hedefinin ulaşılabilir görüldüğünü söyleyebiliriz. Baz senaryomuzda, bütçe açığı/GSYH tahminimiz %3,0 olarak şekilleniyor, Bununla beraber, hızla artacak faiz harcamaları ve KKM sistemine bağlı transferler nedeniyle, bütçe açığı/GSYH oranının ilerleyen yıllarda %4'ün üzerine gitmesi riski halen mevcut.**

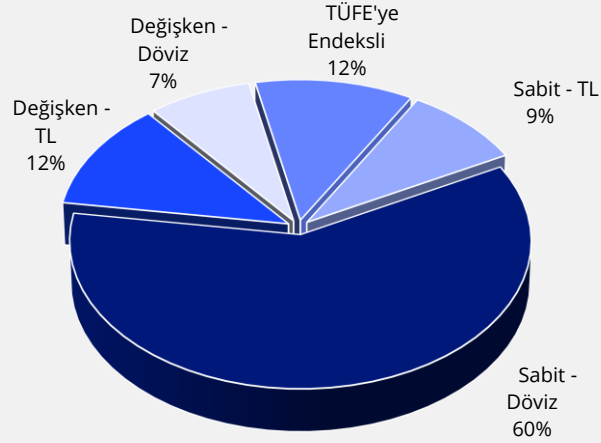
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

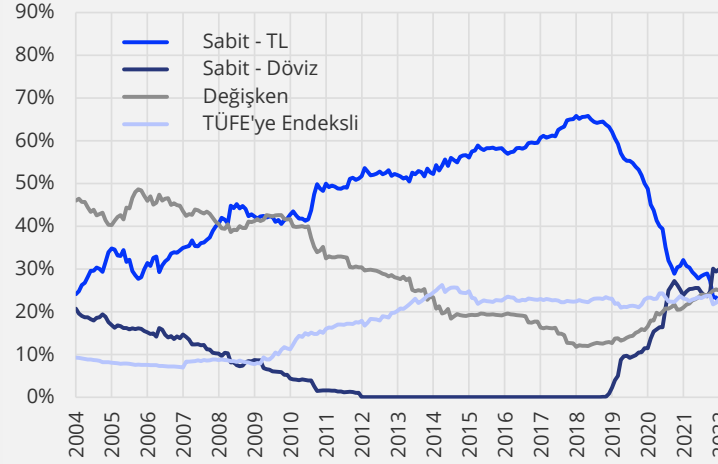


Kamu borç stoğu içinde değişken faizli ve döviz cinsi tahvillerin payı %90'ı geçti

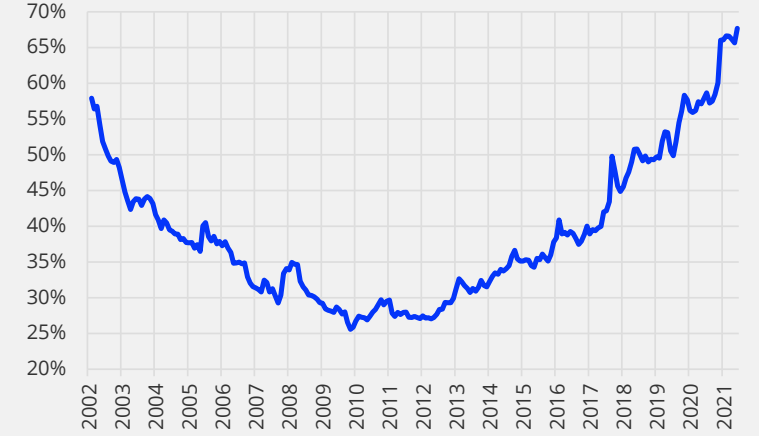
Kamu borç stoğunun dağılımı



İç borç stoğu dağılımının gelişimi



Kamu borç stoku içinde döviz cinsi borcun payı



- 2001 krizi sonrasında iç borç stoku içinde değişken faizli ve döviz cinsi tahvillerin payını azaltan bir strateji izleyen (ve 2011'de de döviz cinsi tahvillerin payını sıfıra indiren) Hazine, 2018 yılından itibaren yeniden döviz ve altın cinsi tahvil ihraç etmeye başladı. **Halihazırda kabaca 33 milyar \$'a ulaşan döviz/altın cinsi borç tutarı, toplam iç borcun da (Mayıs sonunda 1, 56 milyar TL) kabaca üçte birini oluşturuyor.**
- Dış borç stoku (Mayıs sonunda 110 milyar \$) dahil edildiğinde, toplam kamu borç stoğu içinde döviz cinsi borcun payı %68'e ulaşıyor.
- **İç borç stoku içindeki değişken faizli ve TÜFE'ye endekli tahviller de dikkate alınırsa, kamu borcunun %90'ından daha fazlası döviz ve faizdeki değişimlere duyarlı hale gelmiş durumda.**
- Son dönemde faiz ve kurlardaki yükselişlerin, 2022'de merkezi bütçeye yaklaşık 80-90 milyar TL'lik ek faiz harcaması yükü yarattığını hesaplıyoruz.

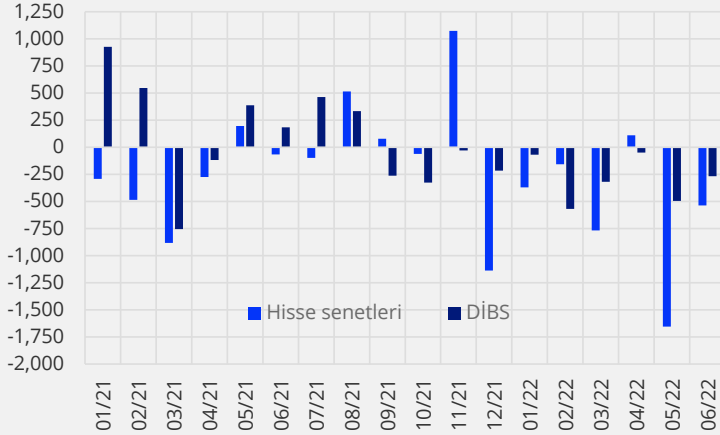
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye

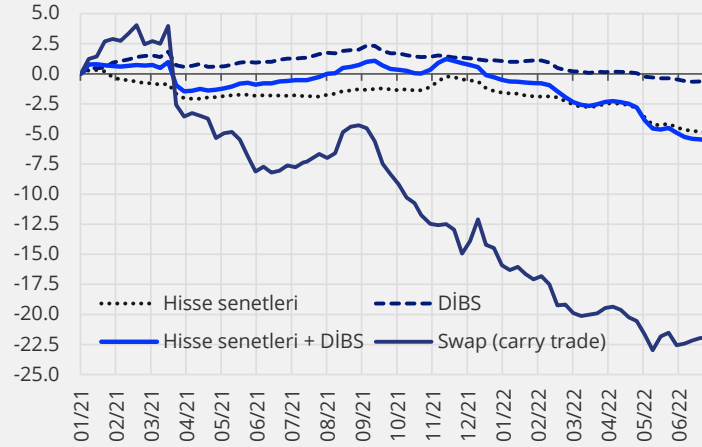


2022'de hisse senedi ve bonolardan toplam yabancı sermaye çıkışı 5,2 milyar \$'a ulaştı

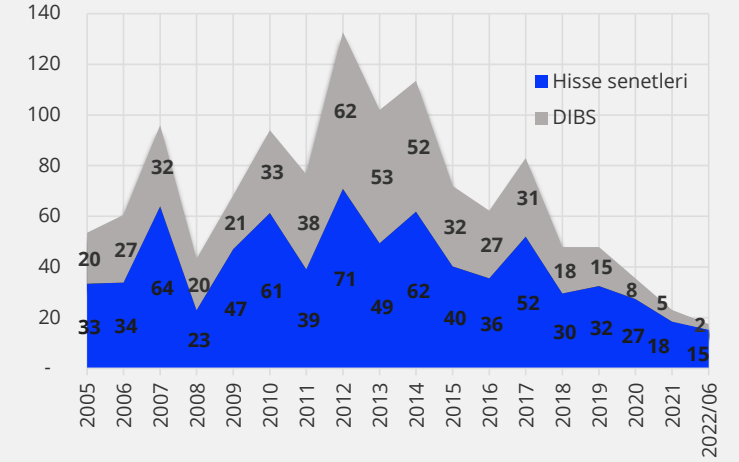
Yurtdışı yerleşiklerin net sermaye hareketleri
Aylık (Milyon \$)



Yurtdışı yerleşiklerin net sermaye hareketleri
2021'in başından beri kümülatif (Milyar \$)



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



- 2021 yılının tamamına bakıldığında, DİBS'lere 1,1 milyar \$'lık yabancı sermaye girişi yaşanırken, hisse senetlerinden 1,4 milyar \$'lık sermaye çıkışı yaşanmıştır.
- **2022'nin ilk çeyreğinde DİBS'lerden 1,0 milyar \$, hisse senetlerinden 1,3 milyar \$'lık çıkış yaşanmıştır. İkinci çeyrekte ise DİBS'lerden 0,8 milyar \$, hisse senetlerinden ise 5,2 milyar \$'lık çıkış olmuştur. Böylece 2022'nin ilk yarısında toplam sermaye çıkışı 5,2 milyar \$'a ulaşmıştır**
- Bunlar dışında, yurtdışı yerleşiklerin kısa vadeli portföy hareketlerini gösteren swap kanalından 2021'de toplam kabaca 14 milyar \$, 2022'nin ilk yarısında da yaklaşık 7,5 milyar \$ çıkış olduğunu hesaplıyoruz. Eylül ortasından sonra bu kanaldan para çıkışları 18 milyar \$'ı bulmuştur.
- Yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi stoğu 2020 sonundaki 27 milyar \$'dan 2022'nin Haziran sonunda 15 milyar \$'a, DİBS stoğu da 8 milyar \$'dan 2 milyar \$'a kadar gerilemiştir.

Kaynak: TCMB, BDDK, Turkey Data Monitor, Gedik Yatırım Araştırma

Ekonomik Görünüm: Türkiye



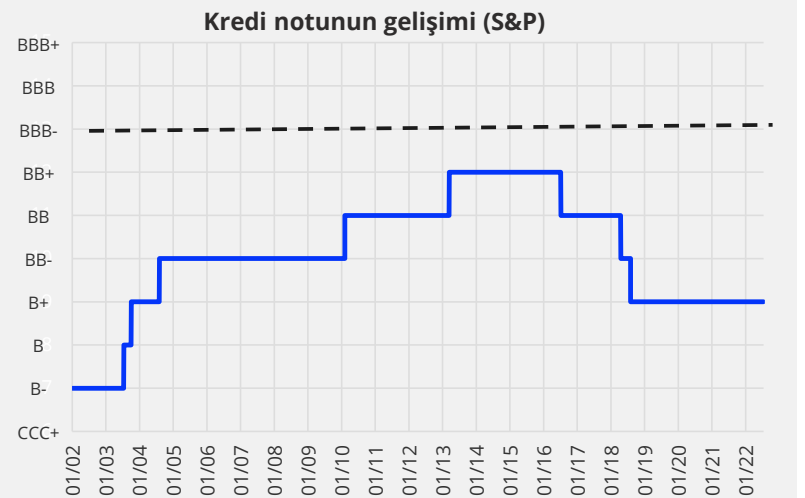
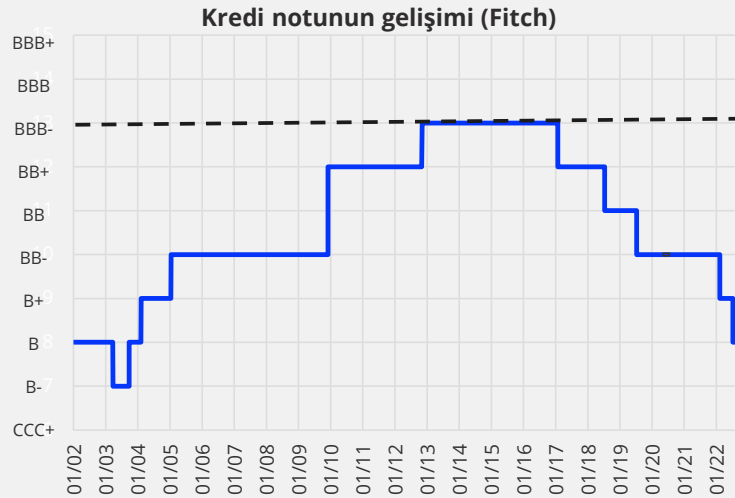
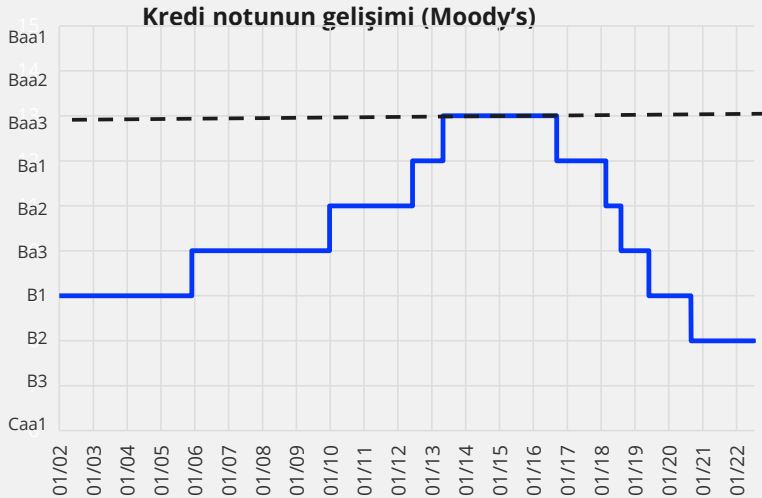
Fitch 2022 yılında Türkiye'nin kredi notunu 2 kez indirirken, görünümü de negatifte tuttu

	S&P	Moody's*	Fitch
Son güncelleme tarihi:	01/04/22	04/12/21	08/07/22
Kredi notu güncellemesi:	B+ teyit edildi	B2 teyit edildi	B'ye indirildi
Görünüm güncellemesi:	negatif teyit edildi	negatif teyit edildi	negatif teyit edildi
Yatırım yapılabilir kademe:	4 kademe altı	5 kademe altı	5 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	30/09/22	25/11/22	18/11/22

* Moody's 27/05/22 tarihindeki resmi değerlendirme takviminde güncellemeye gitmedi

Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
08/07/22	Fitch	B	↓	negatif	→
01/04/22	S&P	B+	→	negatif	→
11/02/22	Fitch	B+	↓	negatif	→
10/12/21	S&P	B+	→	negatif	↓
04/12/21	Moody's	B2	↓	negatif	→
03/12/21	Fitch	BB-	→	negatif	↓
28/10/21	S&P	B+	→	durağan	→
13/08/21	Fitch	BB-	→	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	D
	Prime			Yüksek Not			Yüksek Orta Not			Alt Orta Not			Spekülatif			Çok Spekülatif			Aşırı Riskli					Batık



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	21 	5 	8 	27 	1-2 	13-14
	21 	18 	16 	28 	4 	15
	26-27 		20-21 	20 	24 	16
	21 		22 			20
			22 			22
Önemli Olaylar	08 Fitch kredi notu 	11 MSCI Endeks Değişiklikleri 	13 BM Genel Koneyi 	10-16 IMF - DB Güz Toplantısı 	8 ABD ara seçimleri 	
		25-27 Jackson Hole 	30 S&P kredi notu STANDARD & POOR'S		10 MSCI Endeks Değişiklikleri 	
					18 Fitch kredi notu 	
					25 Moody's kredi notu 	



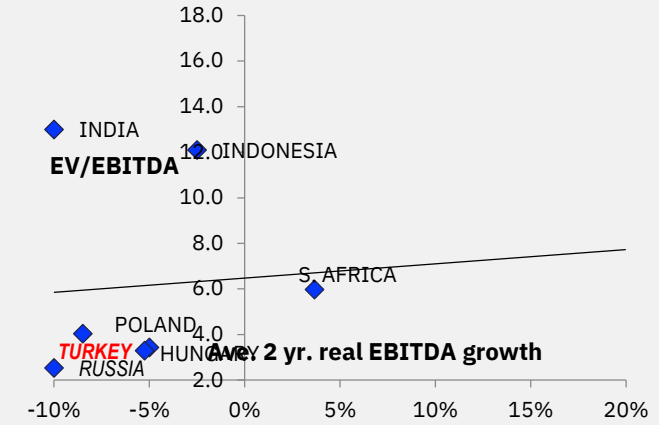
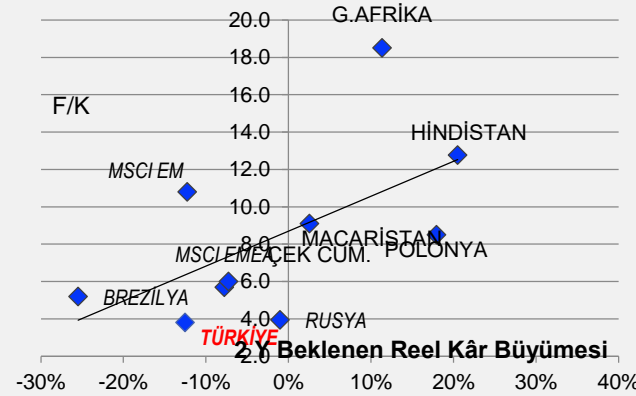
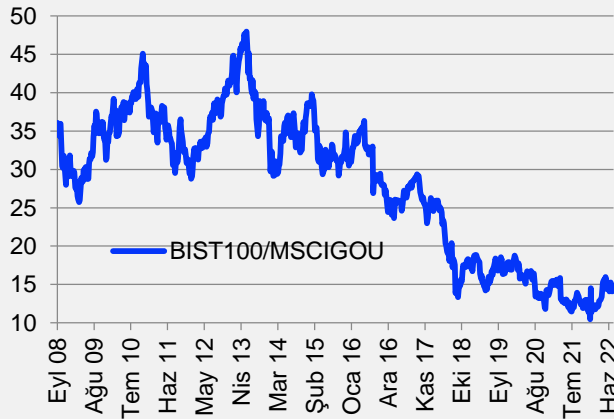
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

Piyasalara Dair Beklentiler (I)



Endekse Temkinli Bakış Açımızı Devam Ettiriyoruz

- Endeksin önümüzdeki dönemdeki trendinde önemli bir değişiklik beklemiyoruz.
 - 2021 yılını %26'lık bir mutlak getiri ile kapatan BIST 100 endeksi, TL'nin değer kaybından dolayı GOÜ'lerin %26 gerisinde bir performans göstermişti.
 - Yılın ilk 4 ayında güçlü bir performans sergileyen endeksin sonraki süreçte volatil ancak stabil bir eğilim sürdürdüğünü gözlemlemekteyiz. Yılbaşından bu yana BIST 100 endeksinin %35 getirisi bulunmakta, ve bu getirinin tümü yılın ilk 4 ayında sağlanmış durumda. Aynı dönemde, USD bazında getirinin de dahil edildiği, GOÜ'lere karşı göreceli performansa baktığımızda, BIST-100 endeksinin rölatif getirisinin TL'deki değer kaybından dolayı %11 olduğunu görmekteyiz.
 - Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise (enflasyondan arındırılmış, yani reel) net kar büyümesi açısından Türk şirketlerinin bankacılık sektörü kar beklentilerinden dolayı bir nebze öne çıktığını söylemek mümkün. Sanayi şirketlerinin yarattığı operasyonel kar, yani FAVÖK, beklentilerimize göre bundan 3 ay önce GOÜ'lerin gerisinde iken, bu ülkelerde artan enflasyon beklentileri ve ivme kaybeden faaliyet karlarından dolayı aynı seviyelere geldiğini söylemek mümkün. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise %38 ile son 3 ayda herhangi bir değişiklik göstermemiş durumda.
 - **BIST-100 Endeks hedefimiz %39'luk yükselme potansiyeliyle 3.500.** Güçlü devam eden şirket büyümeleri ve enflasyonist ortamın yarattığı etki ile endeks hedefimizi 3.081'den 3.500'e çıkartıyoruz. Bu bağlamda, şu aşamada fazla katalizörü olmayan bankacılık sektöründe %45, sanayi segmentinde ise %37'lik yükselme potansiyeli beklediğimizi belirtmek isteriz. Öte yandan, İNA modellerinde kullandığımız risksiz faiz oranlarının %25'den başlayıp, yıllar itibarı ile makro beklentilerimize paralel kademeli olarak düşürüldüğünü, ve beklentilerden uzun sürebilecek (yüksek) faiz ortamının değerlemeler üzerinde bir risk unsuru olduğunu belirtmek isteriz. Son olarak, ülkenin içinde olduğu yüksek enflasyonist ortam düşünüldüğünde, endeks için yükselme potansiyeli hedefimizin çok da cazip olmadığını belirtmek isteriz.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Piyasalara Dair Beklentiler (II)

Endekse Temkinli Bakış Açımızı Devam Ettiriyoruz



- 1Ç2022 kar açıklamaları sonrası BIST 100 endeksine temkinli yaklaşımımızı geçen çeyrekteki raporumuzda belirtmiştik. Bu görüşümüzü korumaya devam ediyoruz. Şöyle ki:
 - Avrupa'da ve muhtemelen dünyanın diğer bölgelerinde beklediğimiz resesyon ve güçlü dolar ihracatçı şirketlerin satış ivmelerini ve marjlarını olumsuz etkileyebilir,
 - Petrol haricinde emtia fiyatlarındaki düşüş olasılığı bu segmentteki karlılıkları olumsuz etkileyebilir,
 - Güçlü seyreden bankacılık sektörünü karlılıklarının aynı şekilde devam olasılığı olmasına rağmen, yüksek seyreden CDS makasları ve halihazırdaki makro riskler ile birlikte şu aşamada sektör hisselerine anlamlı bir ivme kazandırmayabilir.
- Öte yandan takibimizdeki şirketlerin tavsiye ve hedef fiyat değişiklikleri 31-33. sayfalarda mevcuttur.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

BIST Emtia Şirketleri Görünümü



Petrol harici emtia fiyatlarına temkinli bir yaklaşımımız bulunmaktadır

- Türkiye çelik sektöründe; Rusya-Ukrayna savaşı sonrası birinci çeyrek sonlarında 1.300 \$/ton seviyelerine kadar yükselen HRC fiyatları, geçtiğimiz sayfalarda bahsettiğimiz sebeplerden ötürü küresel çelik fiyatlarındaki baskılanmaya paralel olarak Haziran-Temmuz aylarında 700-750 \$/ton seviyelerine kadar düştü. Temmuz ayında ise yataya yakın bir görünüm mevcut. Kardemir'in ürün fiyatlarında ise önemli paya sahip kangal ve kütük fiyatlarında Mart sonunda gördüğümüz, sırasıyla 1.025 \$/ton ve 880 \$/ton bandına kadar yükselen fiyatların Haziran ayında sırasıyla, 725 \$/ton 590 \$/ton'a kadar gerilediğini, Temmuz ayında ise bir miktar toparlanma göstererek sırasıyla 730 \$/ton ve 675 \$/ton bandında seyrettiğini görüyoruz. Çelik fiyatlarındaki aşağı yönlü seyir, buna ek olarak, (her ne kadar yıl başına kıyasla aşağı yönlü normalleşme gösterse de) yüksek seyreden kömür ve enerji fiyatları Türkiye'de faaliyet gösteren çelik üreticilerinin gelecek çeyreklerdeki HBK'larını negatif etkilemesi beklentisiyle bu şirketlerin hisse performansının negatif ayrışma göstermesine sebep oldu. Bu görünüm ve ivmede değişiklik beklememekteyiz.
- Türkiye'de faaliyet gösteren çelik üreticilerinin kâr marjları, tüm bu olumsuz şartlara karşın 2Ç22'de de tarihsel ortalamalarının üzerinde seyredecek olsa da (emtia fiyatlarındaki düşüşün finansallara yansımaları birkaç ay gecikmeli oluyor, 2022 yılının ikinci yarısından itibaren aşağı yönlü marj baskısının ivmeleneceğini düşünüyoruz. 2Ç22 özelinde ise satış hacimlerinde az miktarda gerileme ve ton başına FAVÖK'ün sektör genelinde 1Ç22'nin hafif altında kalacağını (düşen fiyatların finansallara gecikmeli etkisinden ötürü) düşünüyoruz.
- Nakit akışı tarafında, 3Ç22'den itibaren daralmasını beklediğimiz operasyonel kâr marjlarına ek olarak, pandemi sonrasında güçlü seyreden global talep koşullarında oldukça güçlü işletme sermayesi yönetimi gösteren sektörde, global talep koşullarındaki bozulma beklentimize paralel olarak normalleşme bekliyoruz. Bu durum, Türkiye çelik üreticilerinin nakit akışlarında orta vadeli ek baskı unsuru olarak karşımıza çıkabilir.
- Global resesyon beklentilerine ek olarak; Türkiye'nin kendi iç dinamiğinin yarattığı yüksek enflasyon ortamı, TÜFE/ÜFE arasında artan makasın yarı mamul ve nihai ürün üreticilerinin nakit akışları üzerinde yarattığı baskı ve düşen alım gücü ise; yurtiçi üretim ve iç talep tarafında geçtiğimiz yıllardaki ivmeyi koruyamama ihtimali doğuruyor. Toplam etkiyi düşündüğümüzde, hem üretim miktarının baskılandığı hem fiyat düşüşlerinin olduğu birkaç çeyreğin bizi beklediğini söyleyebiliriz.
- Sonuç olarak, Türkiye çelik üreticilerinde gördüğümüz derin negatif ayrışmanın zaman zaman kısa vadeli tepki hareketleriyle pozitif ayrışma yaratabileceğini düşünsek de; bu durumun güncel şartlar altında orta vadede kalıcı olacağını düşünmüyoruz.
- Petrol tarafında ise, geçtiğimiz aylarda ürün marjları tarihsel ortalamaların oldukça üzerinde seyreden **Tüpraş**'ın benzer güçlü marjları Haziran ayında da sürdürdüğünü gördük. Orta distilat crack'leri önemli seviyede yükselişin başladığı Mart ayında 31,6 \$/bbl, Nisan ayında 44,2 \$/bbl, Mayıs ayında 37,4 \$/bbl ve Haziran ayında 54,2 \$/bbl olurken, 5 yıllık ortalamaların kabaca 10 katında bir fiyatlama olduğunu hatırlatmak isteriz. Jet yakıtı tarafında ise Mart ayında 24,0 \$/bbl, Nisan ayında 45,2 \$/bbl, Mayıs ayında 42,3 \$/bbl ve Haziran ayında 47,1 \$/bbl olurken, 5 yıllık ortalamaların kabaca 20 katında bir fiyatlama olduğunu görüyoruz. Yıl sonuna yaklaşırken aşağı yönlü bir normalleşme beklentimiz bulunmasına karşın, yüksek seyreden ürün marjlarının **Tüpraş**'ı orta vadede diğer emtia üreticilerine göreceli olarak öne çıkarıyor.

Kaynak: TCMB

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişikleri



Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2022T NFG	2022T Net Kar
		Eski	Yeni		Eski	Yeni		
Akbank	8,64	12,59	12,91	49%	EÜG	EÜG	63.962	43.156
Garanti Bankası	15,10	18,08	21,07	40%	EÜG	EÜG	63.792	41.615
İş Bankası	4,93	6,19	6,79	38%	EÜG	EÜG	77.604	48.684
TSKB	2,34	2,41	2,50	7%	EPG	EPG	6.066	3.279
Vakıfbank	3,91	4,81	4,89	25%	EPG	EPG	54.939	25.340
Yapı ve Kredi Bankası	4,67	6,43	6,89	48%	EÜG	EÜG	62.319	41.079

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2022T Gelirler	2022T FAVÖK	2022T Net Kar
		Eski	Yeni		Eski	Yeni			
Akiş GMYO	2,96	2,67	3,26	10%	EPG	EPG	735	545	4.441
Akçansa	22,98	24,03	24,03	5%	EPG	EPG	7.023	878	546
Aksa Akrilik	57,90	56,02	66,22	14%	EPG	EPG	16.515	3.157	2.231
Aksa Enerji	27,42	22,03	35,42	29%	EÜG	EÜG	28.084	7.068	4.160
Anadolu Efes	31,94	33,50	50,00	57%	EÜG	EÜG	72.350	12.145	1.949
Anadolu Holding	59,60	53,00	80,00	34%	EÜG	EÜG	90.403	11.489	1.222
Arçelik	66,75	82,64	78,39	17%	EÜG	EPG	129.545	13.582	5.670
Aygaz	35,50	35,96	34,11	-4%	EPG	EPG	32.376	1.191	1.231
Bim Mağazaları	84,75	85,40	132,00	56%	EÜG	EÜG	124.321	10.965	4.577
Brisa	37,50	33,74	43,57	16%	EPG	EPG	12.954	3.195	3.104
Coca Cola İçecek	141,80	123,30	182,00	28%	EPG	EPG	44.365	8.921	3.508
Çimsa	36,80	39,14	39,14	6%	EPG	EPG	8.284	1.234	971
Doğan Holding	3,83	5,10	5,25	37%	EÜG	EÜG	27.419	1.481	1.288
Doğuş Otomotiv	82,75	97,41	108,39	31%	EÜG	EÜG	39.591	6.243	5.437
Enerjisa	13,64	21,11	21,11	55%	EÜG	EÜG	55.485	8.385	3.040
Enka İnşaat	18,98	19,40	19,65	4%	EPG	EPG	19.868	4.516	6.048
Ereğli	28,14	41,75	33,86	20%	EÜG	EÜG	119.217	30.795	19.495

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2022T Gelirler	2022T FAVÖK	2022T Net Kar
		Eski	Yeni		Eski	Yeni			
Ford Otosan	266,00	387,62	387,62	46%	EÜG	EÜG	142.938	15.422	9.738
Galata Wind	9,35	12,09	13,07	40%	EÜG	EÜG	1.083	846	565
Good Year	10,37	11,64	11,64	12%	EPG	EPG	8.846	1.184	586
İndeks Bilgisayar	8,24	12,55	12,55	52%	EÜG	EÜG	21.537	668	426
Kardemir	10,70	21,75	16,44	54%	EÜG	EÜG	26.514	6.109	3.578
Koç Holding	36,00	57,00	59,00	64%	EÜG	EÜG	605.320	71.551	26.788
Kordsa	49,66	51,77	62,90	27%	EÜG	EÜG	16.294	2.508	1.689
Koza Altın	158,10	197,00	210,00	33%	EPG	EPG	6.412	3.627	4.582
Koza Anadolu	26,16	35,20	38,50	47%	EPG	EPG	6.559	3.595	2.837
Logo	43,46	70,66	70,66	63%	EÜG	EÜG	1.273	432	310
Lokman Hekim	21,12	23,19	24,92	18%	EÜG	EÜG	750	166	84
Mavi Giyim	55,20	99,00	99,00	79%	EÜG	EÜG	8.967	2.152	1.010
Migros Ticaret	54,15	67,00	90,00	66%	EÜG	EÜG	67.452	5.025	1.182
MLP Sağlık Hizmetleri	39,62	47,61	55,11	39%	EÜG	EÜG	9.160	2.031	677
Orge Elektrik	9,32	8,75	8,71	-7%	EPG	EPG	467	151	108
Otokar	486,40	485,00	580,00	19%	EÜG	EÜG	7.432	1.330	987
Petkim	8,81	12,20	12,39	41%	EÜG	EÜG	49.523	4.880	3.643

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2022T Gelirler	2022T FAVÖK	2022T Net Kar
		Eski	Yeni		Eski	Yeni			
Sabancı Holding	19,73	27,50	28,00	42%	EÜG	EÜG	119.549	31.923	19.388
Şişecam	20,94	22,23	25,37	21%	EÜG	EÜG	90.339	21.115	14.269
Şok Marketler	13,22	28,90	28,90	119%	EÜG	EÜG	45.331	3.812	365
Tekfen Holding	25,42	29,50	30,04	18%	EPG	EPG	21.883	2.245	1.293
Tofaş	64,80	104,29	93,48	44%	EÜG	EÜG	58.997	8.603	3.281
Türk Telekom	9,04	14,50	13,13	45%	EÜG	EÜG	47.109	20.890	7.097
Türk Traktor	226,80	262,39	262,39	16%	EPG	EPG	20.075	2.789	2.056
Türkcell	17,89	26,20	26,20	46%	EÜG	EÜG	45.282	18.848	6.564
Tüpraş	248,10	327,00	369,18	49%	EÜG	EÜG	363.287	31.946	16.558
Ülker Gıda	14,64	31,25	31,25	113%	EÜG	EPG	14.152	2.281	1.512
Zorlu Enerji	2,06	2,28	2,28	11%	EPG	EPG	16.031	3.257	709

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

**EÜG: Endeks Üstü Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeks Altı Getiri

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (Milyar TL)	Ort. Günlük Hacim 3A (Milyon TL)	Potansiyel Getiri (%)
BİM	4.97	44.9	1,238.7	56.3%
Logo Yazılım	0.45	45.1	357.3	62.3%
Mavi	0.65	63.4	1,303.8	77.9%
Migros	0.76	1.8	31.6	73.7%
Şişe Cam	1.65	8.3	1,372.5	19.2%
Tüpraş	3.48	91.3	626.0	59.2%
Yapı Kredi	0.49	4.3	39.7	47.9%
Portföy BIST-100				
Banka Ağırlığı (%)	8.5%	10.9%		
Performans		Model Portföy	BIST-100 Röl. (%)	
Yıl Başından Beri	33.5%		-1.4%	
28 Mayıs 2019* - Bugün	236.0%		15.9%	

* Portföy başlangıcı. Kaynak: Gedik Yatırım, Rasyonet

➤ **Model portföyümüzü makro temamıza uygun bir şekilde değiştiriyoruz.**

➤ Portföyümüzde petrol harici emtia, ihracata bağlı, ve TL'nin değer kaybına duyarlı şirketlerin bir kısmını çıkartıyoruz. Bu bağlamda önümüzdeki dönemde de değişikliklere devam etmek ihtimalini belirtmek isteriz.

➤ Portföyümüzden Arçelik, Kardemir, Indeks Bilgisayar, Koç Holding'i çıkartıyoruz.

➤ Bankacılık sektöründe, üçüncü çeyrek için bilanço yapısının daha uygun yapısı olduğunu düşündüğümüz Yapı Kredi'yi Akbank'in yerine portföye ekliyoruz.

➤ Ayrıca portföyümüze Bim, Migros, ve Tüpraş'ı ekliyoruz.

➤ Şirketler ile ilgili daha detaylı bilgiler 37. sayfa ve sonrasında mevcuttur.

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 2022T*	FK 2022T
BİM	86.10	26.07.2022	84.45	0.0%	0.0%	0.0%	132.00	56.3%	44.9	1238.7	4.80	11.2
Logo Yazılım	40.12	17.03.2022	43.55	8.6%	0.8%	-8.0%	70.66	62.3%	45.10	357.3	9.30	14.0
Mavi	30.54	22.01.2020	55.66	115.4%	9.8%	72.9%	99.00	77.9%	63.4	1303.8	2.80	5.5
Migros	53.50	26.07.2022	51.80	0.3%	0.0%	0.0%	90.00	73.7%	1.85	31.6	2.30	7.9
Şişe Cam	13.18	24.01.2022	21.28	64.7%	5.3%	27.3%	25.37	19.2%	8.3	1372.5	4.80	4.5
Tüpraş	251.25	26.07.2022	251.25	0.0%	0.0%	0.0%	400.09	59.2%	91.29	626.0	2.30	3.8
Yapı Kredi	4.79	26.07.2022	4.66	0.0%	0.0%	0.0%	6.89	47.9%	4.35	39.7	0.33	0.9
Performans												
YBB						33.5%	-1.4%					
Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019)						236.0%	15.9%					

* Banka rasyoları PD/DD

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

BİM



BIMAS T1 / BIMAS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat			132,00
Hisse Fiyatı (TL)			84,45
Yükseliş Potansiyeli (%)			56%
Piyasa Değeri			51.278
Firma Değeri			56.431
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	70.527	124.321	174.215
artış	27%	76%	40%
FAVÖK	6.481	10.965	14.375
marj	9,2%	8,8%	8,3%
Net Kar	2.932	4.577	6.104
marj	4,2%	3,7%	3,5%
Net Borç	5.153	1.545	1.845
HB Temettü	6,0	4,4	5,7
Tem. Verimi	7,1%	5,2%	6,7%
FD/FAVÖK	7,1	4,8	3,7
F/K	13,2	11,2	8,4
PD/DD	5,09	6,32	6,32

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

- Önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlere göre daha net olarak devam etmekte.
- Bu bağlamda oldukça muhafazakar yılsonu tahminlerimiz ile BIM'i model portföyümüze ekliyoruz.
- Şirketin satışlarında %78, FAVÖK'ünde, %74'lük büyüme beklentilerimiz bulunmakta.
- Şirket hisseleri, BIM özelinde oldukça düşük sayılabilecek 4.8x FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Logo Yazılım

LOGO TI / LOGO.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	70,66		
Hisse Fiyatı (TL)	43,48		
Yükseliş Potansiyeli (%)	63%		
Piyasa Değeri	4.348		
Firma Değeri	4.181		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	767	1.273	1.747
artış	41%	66%	37%
FAVÖK	286	432	593
marj	37,3%	33,9%	33,9%
Net Kar	265	310	457
marj	34,5%	24,4%	26,2%
Net Borç	-167	-423	-506
HB Temettü	1,2	1,0	1,5
Tem. Verimi	2,8%	2,4%	3,4%
FD/FAVÖK	13,4	9,3	6,6
F/K	14,5	14,0	9,5
PD/DD	5,05	4,02	3,07

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

- Logo Yazılım, güçlü operasyonel performansı ve tekrarlayan gelirleri ile öne çıkmaktadır. 2021 yılında e-servis müşteri sayısını %70 artış ile 95 bine çıkarmıştır (2016'dan 2021'e kadar %56 YBBO). 1Ç22'de artış trendi devam etmiş olup 107 bine yükselmiştir.
- Yurtiçi gelirlerinde yeni müşteri kazanımı, mevcut müşteri harcamalarında artış ve e-devlet segmentinde güçlü kontör satışlarıyla birlikte Romanya'daki iştiraki Total Soft'un Euro bazlı geliri sayesinde FAVÖK'ün 2022 yılında %51 artmasını bekliyoruz.
- Temmuz ayından itibaren brüt satış geliri 4 milyon TL veya üzerinde olan her şirket için e-fatura zorunlu olmuştur (önceki 5 milyon ve üzeri). Müşterilerin e-hizmetleri (e-devlet çözümleri ve hizmetleri) kullanabilmeleri için mevcut ürünlerinin güncellenmiş sürümlerine ihtiyaç duymaları nedeniyle, kullandıkça öde gelirlerindeki büyüme de dolaylı olarak LEM (alınmış lisans yenileme modeli) kategorisinin büyümesini etkilemektedir.
- Şirketin net nakit pozisyonu güçlü operasyonel performansı sayesinde 2021 sonunda 167 mn TL'ye yükseldi, 2022 yıl sonu beklentimiz 423 mn TL'dir.
- 2022 yılı beklentilerimize göre 9,3x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi



MAVI TI / MAVI.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	99,00		
Hisse Fiyatı (TL)	56,40		
Yükseliş Potansiyeli (%)	76%		
Piyasa Değeri	5.601		
Firma Değeri	5.489		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	4.619	8.967	12.812
artış	92%	94%	43%
FAVÖK	1.016	2.152	2.473
marj	22,0%	24,0%	19,3%
Net Kar	400	1.010	1.140
marj	8,7%	11,3%	8,9%
Net Borç	-112	257	403
HB Temettü	0,3	1,2	1,2
Tem. Verimi	0,5%	2,1%	2,0%
FD/FAVÖK	2,8	2,8	2,5
F/K	7,2	5,5	4,9
PD/DD	2,58	2,86	1,94

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

- 2020 yılından itibaren model portföyümüzde bulunan ve getirisi oldukça yüksek olan hissedeki güçlü performansın devam etmesini beklemekteyiz.
- Şirketin geçen yılın ikinci yarısında başlayan Covid sonrası açılmalar ile yakaladığı güçlü talebin devam etmesiyle sağlam performansını 2022 yılında da sürdüreceğini düşünüyoruz.
- Hammade fiyatlarındaki artışın yeni sezon ürünlerine yansıtacağı beklentisi paralelinde karlılığın bu yıl bir miktar azalma riskine karşılık, şirketin üretim maliyet avantajlarından kaynaklanan nedenler ve rakiplerine göre uygun fiyat üstünlüğü nedeniyle pazar payı ve ciroda tahminlerimiz muhafazakar kalabilir.
- Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2022 beklentilerimize göre cazip 2,8x FD/FAVÖK (2023: 2.5x) çarpanlarından işlem görmekte.
- 99TL hedef fiyat ile "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Migros



MGROS TI / MGROS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat			90,00
Hisse Fiyatı (TL)			51,60
Yükseliş Potansiyeli (%)			74%
Piyasa Değeri			9.342
Firma Değeri			11.787
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	36.272	67.452	93.826
artış	26%	86%	39%
FAVÖK	2.894	5.025	6.566
marj	8,0%	7,4%	7,0%
Net Kar	359	1.182	1.496
marj	1,0%	1,8%	1,6%
Net Borç	2.445	2.464	1.623
HB Temettü	0,0	0,0	0,0
Tem. Verimi	0,0%	0,0%	0,0%
FD/FAVÖK	3,2	2,3	1,7
F/K	19,0	7,9	6,2
PD/DD	12,70	5,97	3,41

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

- BIM sayfamızda da bahsettiğimiz üzere, önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlerle göre daha net olarak devam etmekte.
- Şirket teknolojik olarak da on line işleri ile sektörün lideri
- Migrosu'da model portföyümüze ekliyoruz.
- Şirketin satışlarında %85, FAVÖK'ünde, %73'lük büyüme beklentilerimiz bulunmakta.
- Şirket hisseleri, oldukça yüksek bir iskonto olan 2,3x FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Şişecam



SISE TI / SISE.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	25,37		
Hisse Fiyatı (TL)	21,14		
Yükseliş Potansiyeli (%)	20%		
Piyasa Değeri	64.756		
Firma Değeri	76.332		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	32.058	90.339	132.394
artış	50%	182%	47%
FAVÖK	7.562	21.115	29.822
marj	23,6%	23,4%	22,5%
Net Kar	9.133	14.269	17.954
marj	28,5%	15,8%	13,6%
Net Borç	11.575	27.213	45.786
HB Temettü	0,2	0,4	0,8
Tem. Verimi	0,8%	1,9%	3,9%
FD/FAVÖK	6,4	4,8	4,0
F/K	2,8	4,5	3,6
PD/DD	0,66	1,23	0,98

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

- Küresel olarak en büyük beş cam firması arasında bulunan Şişecam'ın ürünleri 150'nin üzerinde ülkede satılmakta ve gelirlerin yarısından fazlası yurtdışından sağlanmaktadır.
- Satılan malın maliyetinin yaklaşık %40'ı ve gelirlerin %60'ı döviz bazlıdır. Dolayısıyla, TL'nin değer kaybettiği dönemlerde şirketin gelirleri ve kar marjları yükselmektedir.
- Türkiye'de ve Avrupa'da pandemi sonrası ekonomik aktivitenin hızlanmış olmasının ve grup şirketlerinin birleşmesi ile ilgili sinerjilerin, şirketin gelirlerini, maliyetlerini, kapasite kullanım oranlarını ve kar marjlarını orta vadede olumlu etkilemesini beklemekteyiz.
- ABD'deki doğal soda külü yatırımlarının şirketin orta vadeli gelirlerine ve marjlarına önemli katkı yapmasını beklemekteyiz.
- Değerleme çarpanları global benzer şirketlerle kıyaslandığında hisse fiyatının iskontolu olduğunu göstermektedir. İskontolu hisse fiyatına karşın benzerlerine kıyasla şirketin daha yüksek büyüme potansiyeli, kar marjları, öz sermaye getirisi ve temettü verimi bulunmaktadır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri



Tüpraş

TUPRS TI / TUPRS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		369,18	
Hisse Fiyatı (TL)		249,10	
Yükseliş Potansiyeli (%)		48%	
Piyasa Değeri		62.379	
Firma Değeri		73.597	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	150.972	363.287	537.681
artış	139%	141%	48%
FAVÖK	12.996	31.946	27.711
marj	8,6%	8,8%	5,2%
Net Kar	3.319	16.558	18.332
marj	2,2%	4,6%	3,4%
Net Borç	11.217	10.286	10.801
HB Temettü	0,0	0,0	0,0
Tem. Verimi	0,0%	0,0%	0,0%
FD/FAVÖK	3,1	2,3	2,7
F/K	8,5	3,8	3,4
PD/DD	1,61	2,96	1,91

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

- Geçtiğimiz yıllardan bugüne; OPEC+ kesintileri, İran ve Venezuela'ya uygulanan yaptırımlar, Covid sonrası mobilitenin artması gibi sebepler petrol fiyatlarının yeniden yükselişe geçmesine zemin hazırlarken; Rusya/Ukrayna savaşının başlamasıyla petroldeki yukarı hareket ivmelenmiş, bu durum(lar) bölgesel petrol fiyatları arasında da önemli seviyede farklar oluşmasına sebep olmuştur. Buna bağlı olarak; Tüpraş'ın crack marjlarında da Mart ayından itibaren önemli seviyede yükselişler gerçekleşmiştir. Her ne kadar rafineri marjı varsayımlarımızda 3Ç22 itibariyle aşağı yönlü normalleşme varsayımımız bulursa da, gelecek çeyreklerde (2023 yılını da kapsayacak şekilde) özellikle arz kısıntılarının gündemde kalmaya devam edeceğini ve Tüpraş'ın net rafineri marjının 5 yıllık ortalamalara kıyasla önemli seviyede yukarıda şekilleneceğini düşünüyoruz.
- Tüpraş'ın net rafineri marjının yüksek primli seyretmesi beklentimizdeki ana argümanlarımız şunlardır: i) Ağır ve ekşi ham petroleri yüksek kompleksite oranları ile işleyebilmesi ii) ham petrol tarafında düşük fiyata erişim imkanının güncel makroekonomik şartlarda önemli düzeyde artması ve bunun devam etmesi beklentimiz iii) yüksek seyrin sürmesini beklediğimiz kapasite kullanım oranı ve bunun pozitif marj katkısı iv) havacılık sektörü verilerindeki iyileşmenin sürmesi
- Tüpraş'ın Stratejik Dönüşüm Planı çerçevesinde 2030 yılına kadar karbon emisyonlarını 2017 yılına kıyasla %30'a yakın düşürme hedefi bulunuyor. 2050 yılına kadar ise karbon nötr seviyeye gelme hedefi bulunuyor. Plan doğrultusunda 2050 yılına kadar 10 milyar \$ yatırım planı mevcuttur. Gelecek yıllarda emisyon geçişi doğrultusunda, karbon salınımı azalmayan şirketler için önemli seviyede bilanço yükümlülüklerinin doğacağı varsayımıyla yatırım planını genel olarak makul buluyoruz. Öte yandan, Entek Birleşmesi'nin güncel şartlar altında Tüpraş değerlemesini olumsuz etkileme beklentileri bulunmasına karşın, sıfır karbon salınımı hedefi doğrultusunda ihtiyaç duyulan yeşil hidrojen ihtiyacının iç kaynaklar ile karşılanması ve lojistik sektörü ihtiyaçlarına yönlendirilmesi hedefini pozitif olarak yorumluyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Model Portföy ve Hisse Önerileri

Yapı Kredi Bankası



YKBNK TI / YKBNK.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	6,89		
Hisse Fiyatı (TL)	4,59		
Yükseliş Potansiyeli (%)	50%		
Piyasa Değeri	38.772		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Net Faiz Geliri	22.697	62.319	69.797
Net Kar	10.490	41.079	47.924
artış	107%	292%	17%
Özsermaye Karlılığı	17%	44%	33%
F/K	2,1	0,9	0,8
PD/DD	0,34	0,33	0,23

* 21/07/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır

- Bankacılık sektöründe yılın ikinci yarısında, artan fonlama maliyetlerinden ve potansiyel kredi büyümesi yavaşlamasından kaynaklı kredi-mevduat makasında bir miktar baskılanma beklemekteyiz. Bu noktada Yapı Kredi'nin sahip olduğu yaklaşık 72 milyar TL'lik (özsermayenin yaklaşık %92'si) ve özel emsallerine oranla en yüksek olan TÜFEX portföyünün marjları desteklemeye devam etmesini beklemekteyiz.
- Enflasyon muhasebesi uygulamasına geçiş konusunda düzenleyici otorite tarafından henüz net bir tarih belirlenmemiş olmakla birlikte Yapı Kredi'nin TÜFEX portföyü sayesinde özel benzerlerine göre göreceli olarak enflasyon muhasebesinden daha sınırlı etkilenmesini beklemekteyiz.
- Banka sermayesi yasal limitlerin oldukça üzerinde güçlü sermaye yeterlilik rasyoları ile olası kur hareketlerine karşı dayanıklı yapıdadır.
- Banka 2022 tahminlerimize göre 0,33x PD/DD ve 0,9x F/K ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

Ana Tahminler

Makroekonomik Veriler



Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022 (T)
Ekonomik Büyüme					
GSYH (cari, milyar TL)	3,758	4,320	5,047	7,209	13,972
GSYH (cari, milyar dolar)	785	760	717	810	834
GSYH (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	2.9	0.9	1.8	11.0	3.5
Kişi Başına GSYH (bin dolar)	9,693	9,283	8,574	9,565	9,722
Enflasyon					
Yılsonu TÜFE (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	36.1	71.5
Ortalama TÜFE (yıllık, yüzde)	16.2	15.5	12.3	19.8	74.3
Ödemeler Dengesi					
Cari Denge (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-35.5	-13.7	-43.3
Cari Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	-3.5	0.3	-5.0	-1.7	-5.2
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi					
Bütçe Dengesi (yılsonu, milyar TL)	-72.6	-130.0	-172.7	-192.2	-421.8
Bütçe Dengesi/GSYH (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-2.7	-3.0
Faiz Dışı Denge (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-11.4	-101.8
Faiz Dışı Denge/GSYH (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-0.2	-0.7

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

Ana Tahminler

Piyasalar



Piyasalara Yönelik Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022 (T)
BİST-100					
Düşük - Yüksek	847 - 1,235	837 - 1,148	842 - 1,420	1,330 - 2,279	2,300 - 3,300
Kapanış	913	1,144	1,476	1,858	n.m.
Dolar/TL					
Düşük - Yüksek	3.74 - 6.88	5.19 - 6.20	5.85 - 8.46	6.92 - 17.47	13,20 -19,50
Ortalama	4.82	5.68	7.02	8.89	16.56
Kapanış	5.26	5.94	7.4194	13.329	18.75
2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi					
Düşük - Yüksek	12.9 -27.0	11.7 - 26.1	8.8 - 13.8	14.65 - 24.07	n.m.
Kapanış	19.7	11.7	15.0	22.7	n.m.
10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi					
Düşük - Yüksek	11.7 - 22.2	12.2 - 21.4	10.1 - 14.8	12.92 - 24.77	n.m.
Kapanış	16.4	12.3	12.9	24.6	n..m
TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi					
Düşük - Yüksek	12.8 -24.1	11.3 - 25.5	7.3 - 16.0	14.0 -19.0	n.m.
Ortalama	17.7	20.7	10.8	17.6	n.m.
Kapanış	24.1	11.4	17.0	17.0-18.0	n.m.
Brent					
Ortalama	72	64	42	71	103

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

Ali Kerim Akkoyunlu	Direktör	Gıda & İçecek, Perakende, Savunma Sanayii, Giyim, Mobilya	aakkoyunlu@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Müdür	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Havacılık, Cam, Çimento, GYO	emre.akyol@gedik.com
Serkan Gönençler	Baş Ekonomist	Makroekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Holdingle, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik & Maden, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapçı	Yönetmen	Yurtiçi Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Burak Gençtürk	Uzman Yardımcısı	Kimyevi Maddeler, Enerji (Elektrik), Bilişim, Sağlık	burak.gencturk@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Çiğdem Ay	Uzman	Veri Uzmanı	cigdem.ay@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 müşterileri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Gedik Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Gedik Yatırım sorumlu değildir.

Bizi Takip Edin



[/gedikyatirim](#)



[/gedikyatirim](#)



[/gedikyatirim](#)



[/gedikyatirim](#)



[/gedikyatirim](#)



www.gedikyatirim.com.tr