



MALİ PİYASALAR STRATEJİSİ

ARTÇI ŞOKLAR

Garanti BBVA Yatırım

19 Aralık 2022

İçindekiler

ARTÇI ŞOKLAR	2
ULUSLARARASI PİYASALAR	5
EKONOMİ	9
STRATEJİ	12
• BIST	12
• TÜRK LİRASI	17
• FAİZ	21
- Tahvil ve Mevduat	21
- Eurobond	23
MODEL PORTFÖY	26
SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ	34
• Bankacılık	34
• Cam	35
• Dayanıklı Tüketim	36
• Havayolları	37
• Gayrimenkul	38
• Perakende	39
• Gıda & İçecek	40
• Telekom	41
Tavsiye Listesi	42
UYARI NOTU	44

STRATEJİ

ARTÇI ŞOKLAR

Ana depremden sonra belirli aralıklarla meydana gelen depremlere artçı deprem, sarsıntı, ya da şok denir. Bu depremler ana depreme göre çok daha az şiddete sahiptir. Ancak her ne kadar küçük olsa dahi, ana depremin hasar verdiği binaları yıkma gücüne sahip olabilirler. Artçı şokların belli bir süresi yoktur, 1 ay da olabilir 2 yıl da...

Büyük depremler büyük artçı şokları tetikler. Depremler gibi büyük finansal krizlerin de artçı şokları olur... Covid salgını ve Rusya'nın Ukrayna'yı işgali 2020-2022 döneminde yaşadığımız büyük şoklardı. Bunların ardından hem dünya siyasi düzleminde, hem de ekonomi politikalarında artçı sarsıntılar devam ediyor. Her ne kadar piyasalar Rusya-Ukrayna savaşını, faiz artırımı döngülerini, emtia fiyatlarındaki oynaklığı artık kanıksamış gibi görünseler de 2023'ün hiçbir şekilde küçümsenmemesi gereken bir yıl olduğu açık. Artçı şoklar hiç kuşkusuz şekil değiştirerek de olsa devam edecekler.

2023'te küresel ekonomide yol ayrımları göreceğiz. Euro bölgesi, yüksek enerji fiyatları ve daha sıkı finansal koşullar nedeniyle 2023'e büyümede ivme kaybı ile başlayacak. ABD için, faiz artışlarının, faiz oranına duyarlı sektörleri etkilemesi ile yıl sonuna doğru başlayacak bir durgunluk bekliyoruz. Çin'de ise Covid sonrası toparlanmanın etkisiyle görece yüksek bir büyüme göreceğiz. Toplamda dünya ekonomisi geneli için temel senaryomuz 2022'den daha düşük bir ekonomik büyüme ortamı. Yavaşlayan büyümenin faydası ise daha yavaş bir fiyat artışı hızı olacak. ABD'de ücret artışlarının enflasyona etkisi ile TÜFE hedefin üzerinde kalacak. Bu ortamda Fed'in %5 civarında bir politika faizine doğru ilerlediğini ve uzunca bir süre faizi bu seviyelerde tutacağını düşünüyoruz. Elbette burada daha iyimser senaryolardan da bahsedebiliriz: Sıcak geçen bir kış, enerji fiyatlarını ve enflasyonu düşük tutabilir; veya Fed büyüme baskısına direnemez ve faiz indirimlerine daha erken başlayabilir. Euro bölgesinde ise enerji kaynaklı enflasyon Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) işini zorlaştıracak. ECB'nin 2023'ün ilk aylarında faiz artış politikasını korumasını, sonrasında ise izlemeye geçmesini bekliyoruz.

2023'ün ilk yarısı artmaya devam eden faizler ve finansal sıkılaşma ile gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) açısından yine çok parlak geçmeyecek gibi görünüyor, ancak 2023'ün ortalarından itibaren iyimser olmamız için uygun zemin oluşabilir: GOÜ açısından ideal ortam, geçmiş deneyimlerden hareketle, gevşek ABD parasal koşullarına ek olarak Çin'de güçlü bir toparlanma. ABD'de henüz gevşek bir para politikasını fiyatlamak için oldukça erken, ama GOÜ için bir başka olumlu haber daha var: Fed ile birlikte parasal sıkılaştırmaya başlayan çoğu GOÜ'de enflasyon ve faizler büyük olasılıkla artık zirveye çok yakın. Arada yol kazaları görülme riski olsa da, 2023'ün ikinci yarısından itibaren faizlerde indirim görmeyi bekliyoruz.

Türkiye'nin öyküsü ise, son yıllarda olduğu gibi, dünyadan farklı olacak. Başkanlık ve meclis seçimleri öncesinde genişleyici maliye ve kredi politikaları enflasyon baskısını artırabilir. Ancak, aylık fiyat artışları pozitif kalsa bile, 2021'de TL'deki değer kaybının ve 2022'deki emtia fiyatlarının yaratmış olduğu baz etkisiyle yıllık enflasyonun 2023'ün dördüncü çeyreğine kadar yavaşlamasını bekliyoruz. Geçmişe benzer şekilde kurda ani bir sıçrama, ya da emtia fiyatlarında yeni bir yükseliş dalgası enflasyon görünümü üzerindeki en önemli riskler.

Türkiye küresel ortamda zorlu finansman koşullarının hakim olduğu 2022'yi atlattıktan sonra, 2023'e çok daha rahat giriyor. Bu anlamda seçim öncesi ekonomi politikasında herhangi bir değişiklik beklemiyoruz. Seçim öncesinde açıklanması beklenen EYT, KGF ve asgari ücret zammı gibi paketlerle mali tarafta görülecek gevşemenin büyümeye bir miktar destek olması beklenebilir. Seçim sonrasında ise yüksek büyüme tercihinin yol açtığı yüksek enflasyon sorununa daha farklı yaklaşıldığını görebiliriz.

Son yıllarda yurtiçi piyasalarda görülen yabancı yatırımcı çıkışının 2023'ün ilk yarısında gündemde olmayacağını düşünüyoruz, zira yabancı yatırımcıların hisse piyasasındaki payı %30'un, tahvil piyasasındaki payı ise neredeyse %1'in altında. Bu açıdan yurtiçi piyasalarda yine yerli yatırımcının hakim olduğu bir dönem bizi bekliyor. İyi yanından bakarsak, küresel piyasalarda yaşanması olası yeni artçı şoklara karşı piyasalarımızın direnci daha yüksek olacak, ancak yabancı yatırımcının gelmediği bir ortamda da olası yükseliş ve prim dönemlerinin sürdürülebilirliği sorgulanacak.

TL açısından ana senaryomuz son dönemde gördüğümüz tablonun devamı: TL'de alıcı satıcı dengesinin dikkatle gözetildiği, kontrollü bir değer kaybı süreci. Benzer şekilde TCMB politika faizinin tek hanede seyrettiği bir ortamda, tahvil faizlerinin de bilhassa regülasyonların etkisi ile yüksek negatif reel faizler ile işlem görmelerini bekliyoruz.

2022'nin yıldızı, yerli yatırımcıların gözdesi Borsa İstanbul'da oyun henüz bitmiş değil. Yukarıda çizdiğimiz tablo, borsadaki yükselişin 2023'te de süreceği anlamına geliyor. Yurt içinde negatif reel faiz ortamının, gelişen piyasalara göre iskontonun ve şirket karlılıklarının devamında BİST'in özellikle 2023 yılının ilk çeyreğinde cazibesini korumasını bekleriz. Bununla birlikte, 2022'de borsanın yükselişine katkıda bulunan etkenlerin gücü şimdi biraz daha sınırlı: Faiz düşüşünün yarattığı ivme azaldı, bazı sektör ve şirket fiyatlamaları temel analizle açıklaması zor seviyelere geldi. Bu yüzden 2023'te BİST'te trendin, 2022 yılına göre çok daha dalgalı olması olasılığını yüksek görüyoruz. "Ne alırsan kazandırır" dönemi yerine, bir kez daha "hangi sektör, hangi hisse" sorularının öne çıkacağı bir dönem bizi bekliyor. 2022'de BİST'te sayıları hızla artan yerli yatırımcılar, bu bağlamda geçmişe göre yatırım danışmanlığına çok daha fazla ihtiyaç duyacaklar.

2023'te BİST'te işlem gören şirket hisse performansları adına olumlu görüşümüzü korumakla beraber, 2022 kadar güçlü bir görünüm beklemiyoruz. Banka dışı şirketlerde yurt içi ve yurt dışında azalan ekonomik büyüme beklentileri ile satış ve operasyonel karlılık tarafında azalan bir ivme bekliyoruz. Bankalar tarafında ise, TÜFE'ye endeksli tahvillerin ve KKM sisteminin getirmiş olduğu

katkıların çok net olduğu 2022 sonrası, artan fonlama maliyetleri marjlar ve karlılık üzerinde baskı yaratıyor. 2023'te kar büyümesi momentumu azalıyor, ancak düşük reel faiz ortamının yaratmış olduğu sınırlı alternatif yatırım imkanları (mevduat, döviz), hisse piyasasını oldukça cazip hale getiriyor. Bu durumda hisse çarpan seviyelerinin artık daha üst bir noktada oluşmasını makul buluyoruz. Dolayısıyla, güncel verilere göre 5 seviyesinde olan BIST100 F/K seviyesinin ilk aşamada son 5 yıl ortalaması olan 7.1x seviyelerine yakınsamasını olası buluyoruz.

2023 yılında piyasalarda etkili olabilecek bazı ana başlıklar olacak. Bunların bazılarını sadece risk değil, fırsat olarak da görmek mümkün. Bu bağlamda yatırımcıların izlemesi gereken olayları; i)yurt dışı ve yurt içinde para politikalarında olası değişiklikler, ii)yükseliş trendinde BIST'te gündeme gelebilecek ortak satışları, iii)Rusya-Ukrayna savaşına ilişkin gelişmeler, iv)alternatif piyasalardaki trendler, v)Kış aylarında pandemi kaynaklı gelişmeler, vi)yurt içinde seçim sonrasında ekonomi politikasının seyri olarak görmekteyiz.

Tüm yatırımcılarımıza mutlu, sağlıklı, başarılı ve bol kazançlı bir 2023 dileriz!

YURT DIŞI PİYASALAR STRATEJİ

Makroekonomi politikalarında değişim yeni bir ekonomik döngüyü beraberinde getiriyor

ABD’de enflasyon temmuz ayı itibariyle düşüşe geçse de Fed’in hedeflediği %2 seviyesinin oldukça üzerinde kalmaya devam ediyor. Fed Başkanı Powell son Fed toplantısında enflasyonu düşürmenin ana hedef olduğunu belirtti ve bu amaçla ekonomiyi baskılamaktan çekinmeyeceklerinin sinyalini verdi. Toplantı sonrası yayınlanan, Fed üyelerinin faiz beklentilerini yansıtan nokta grafikte üyelerin %5.1 seviyesinde oluşan faiz hedefi, Fed’in faiz artış patikasının bu bölgede sonlanacağını ortaya koydu. Powell’in açıklamalarına ve nokta grafiğe paralel olarak, faiz artışlarının 2023’te daha az gündemde olmasını bekliyoruz. Diğer yandan enflasyonun bir soru işareti olarak kalmaya devam edeceğini, resesyon kaygılarının da fiyatlamlarda daha ön plana çıkacağını öngörüyoruz.

2023’ü iki farklı döneme ayırıyoruz. Yılın ilk yarısında Fed’in agresif politikalarının bir yan etkisi olarak riskli varlıklarda oynaklığın artabileceğini ve ABD endekslerindeki kaygılı seyrin devam edebileceğini düşünüyoruz. Hisse fiyatlarını baskılayabilecek faktörler arasında şirket bilançolarında görülebilecek potansiyel zayıflığı öne çıkarıyoruz. Fed’in uyguladığı hızlı faiz artışlarının ve parasal sıkılaştırma (quantitative tightening) programlarının, şirketlerin finansal yapısında bozulmaya neden olabileceğini ve olası bir panik senaryosunda piyasalarda sert hareketler izlenebileceğini düşünüyoruz. Yılın ikinci yarısına doğru enflasyondaki geri çekilmenin piyasalarda faiz indirimleri bahsini güçlendirebileceğine ve riskli varlıklara sermaye akışını beraberinde getirebileceğine inanıyoruz.

Yatırım stratejisi çizerken, yukarıda bahsettiğimiz nedenlerle yılın ilk yarısında temkinli olunması gerektiğini düşünüyoruz. Bu çerçevede yurt dışı hisse portföylerine yılın ilk yarısında ağırlıklı olarak sağlık ve gıda gibi defansif hisselerin eklenebileceğini, kârlılık anlamında toparlanma potansiyelini fiyatlara yansıtamayan havacılık şirketlerinin de portföylerde taşınabileceğini düşünüyoruz. S&P 500’ün önemli bir düzeltme gerçekleştirdiği ve Fed’in faiz indirim söylemlerini gündeme getirebileceği bir ikinci yarı senaryosunda ise portföylere teknoloji ve kamu hizmetleri gibi “düşük faiz” konjonktüründen fayda sağlayabilecek şirketlerin eklenebileceğine inanıyoruz. Resesyon kaygılarının azalabileceğini düşündüğümüz ikinci yarı için, “canlanan ekonomi” temasından fayda sağlayabilecek bankacılık sektörünü de ön plana çıkarıyoruz.

Neden Sağlık?

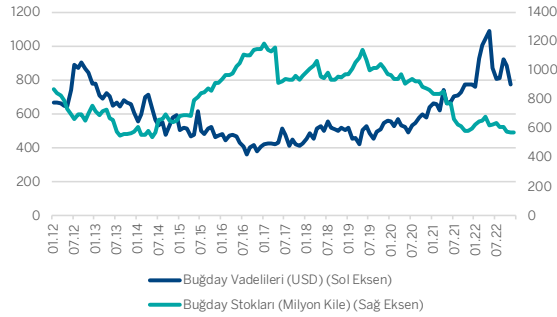
Sağlık harcamaları son 50 yılda istikrarlı biçimde artarak ekonomik döngü fark etmeksizin sektör hisselerini güçlü tuttu. Hastalıkla ilgili genlerin yerini alan gen terapileri, 2022’de yetkili merciler tarafından gerçekleştirilen tedavi onaylarını ikiye katladı. Sağlık sektöründe esnek olmayan tüketici talebi ve şirketlerin sahip olduğu düzenli gelir modeli, bu sektörün riskten kaçışın gerçekleştiği dönemlerde güçlü kalmasını sağlıyor. 2023’in ilk yarısında da sağlık şirketlerinin defansif piyasa oyuncularının portföyünde kalmaya devam etmesi beklenebilir. Riskiştahının artmaya başladığı yılın ikinci yarısında ise sağlık şirketlerinden daha agresif sektörlere rotasyon doğru olabilir.

Neden Gıda?

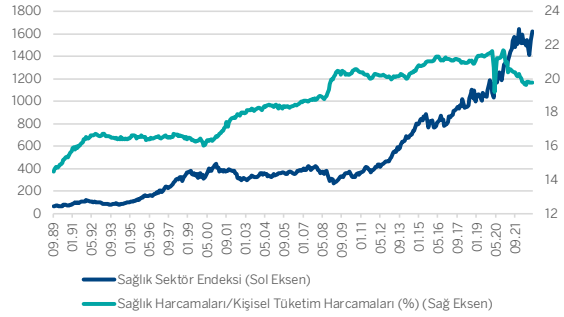
2019 yılından bu yana tarım ürünü stoklarında yaşanan düşüş, paralel bir biçimde gıda fiyatlarına pozitif olarak yansıyor. Ham madde maliyetlerindeki yükselişi fiyatlara yansıtabilen gıda şirketleri gelirlerini artırmaya devam ediyor. Dünyanın gıda ihtiyacının, artan nüfus ve düşen üretim verimliliği gibi nedenlerle yükselerek süreceğini göz önünde bulunduruyoruz. Bu koşullarla birlikte defansif

olarak kabul edilen temel tüketim şirketlerinden, gıda ve tarım verimliliği üzerine faaliyet gösteren şirketleri öne çıkarıyoruz. Bu şirketlerin uzun vadeli portföylerde konjonktür fark etmeksizin tutulabileceğini düşünüyoruz.

Buğday Stokları ve Fiyatları



ABD'de Sağlık Harcamaları ve S&P 500 Sağlık Sektörü



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

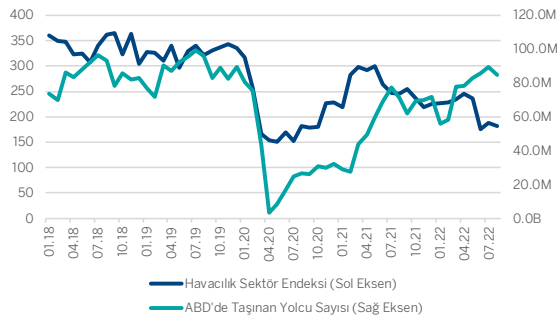
Neden Havacılık?

2022 Ekim ayından bu yana düşen enerji fiyatları, endeks genelinde yaşanan rahatlama ve Çin'de hızlanan normalleşme gibi dış katalizörler, havayolu şirketlerinin güçlenen iç dinamikleriyle birleşti. Bu gelişmelerin 2023 yılında da havacılık şirketlerine destek vermeye devam etmesini bekliyoruz. 2019 seviyesine yaklaşan taşınan yolcu sayısı, buna rağmen 2019 seviyelerinden hala çok uzak olan hisse fiyatları mevcut beklentilerimizi destekliyor. Endeksin de güç kazandığı olası bir senaryoda havacılık sektörünün endeks üstü getiri sağladığını tanımlayabiliriz. Şirketler için en büyük riski derin bir resesyon fiyatlaması oluşturuyor.

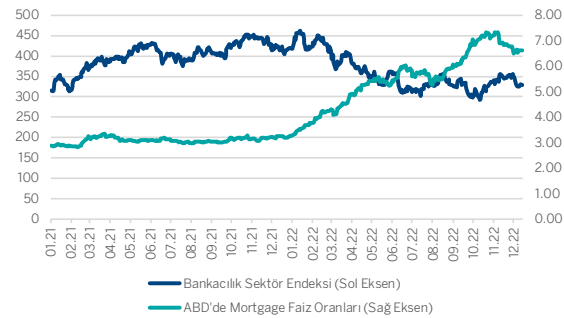
Neden Bankacılık?

Yılın ikinci yarısı itibarıyla resesyon ve enflasyon kaygılarında azalış, olası faiz indirimlerinin fiyatlanması ve artabilecek tüketici güveni bankacılık sektörüne destek verebilir. Faizlerin sınırlayıcı bölgede kalmaya devam etmesi bankaların faiz marjını olumlu etkileyeceği gibi, uzun vadeli tahvil fiyatlarındaki yükseliş de bankaların tahvil portföylerine ve bilançolarına önümüzdeki çeyreklerde olumlu katkı sağlayabilir. Tüketici güveninin yükselmesi piyasada "canlanan ekonomi" fiyatlamasını beraberinde getirebilir ve bankalarda pozitif fiyatlamaya neden olabilir.

ABD'de Yolcu Sayısı ve S&P 500 Havacılık Endeksi



ABD'de Mortgage Oranları ve S&P 500 Bankacılık Endeksi



Kaynak: ABD Ulaştırma Bakanlığı, FRED, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

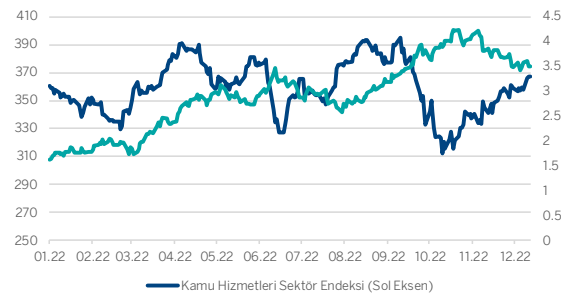
Neden Kamu Hizmetleri?

Kamu hizmetleri sektörü altında hane halkına ve şirketlere elektrik, su ve doğal gaz sağlayan şirketler yer alıyor. Bu sektör gelir modeli ve tâbi olduğu regülasyonlar gereği; endeks geneline kıyasla daha düşük oynaklığa sahip, ekonomik büyümeye görece duyarsız ve mevsimsel hareketlerden kopuk bir sektör olarak öne çıkıyor. Kamu hizmetleri şirketlerinin fiyatlama gücü 1935’de uygulanmaya başlanan “Public Utility Holding Company Act” (PUHCA) nedeniyle oldukça sınırlı. Bu yüzden hissede fiyatlamalar genelde sermaye maliyeti üzerinden oluşuyor. Faizlerin düşeceği bir 2023 sonu/2024 fiyatlamasında kamu hizmetleri şirketlerinin güçlü performans sergilemesini bekleriz. Bu şirketleri her ne kadar 2023’ün ikinci yarısında portföye eklemekten yana olsak da, yılın ilk yarısında da parçalı alımları uygun buluyoruz.

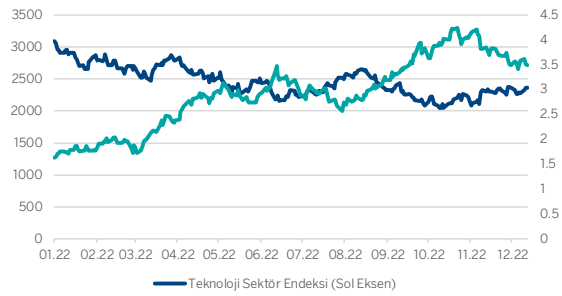
Neden Teknoloji?

2022 yılında, teknoloji şirketlerinin bir bütün olarak yüksek faiz oranlarından negatif etkileneceği algısı öne çıkmış ve genele yayılan bir satış baskısı görülmüştü. 2023 yılında faiz indirimi dedikodularının sektörü destekleyeceğini düşünsek de olası bir “resesyon” yılı olması ihtimaline karşın her teknoloji şirketini öne çıkarmaktan çekiniyoruz. Seçim yaparken; yüksek likiditeye, piyasa değerine ve fiyatlama gücüne sahip teknoloji devlerini, Rusya-Ukrayna savaşı sonrası güç kazanmaya başlayan siber güvenlik şirketlerini ve ekonomik büyümeye bağımlı olsalar da uzun vadede dünyanın vazgeçilmesi olan çip şirketlerini tercih ediyoruz.

ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi ve Kamu Hizmetleri Sektörü



ABD 10 Yıllık Tahvil Getirisi ve S&P 500 Teknoloji Sektörü



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

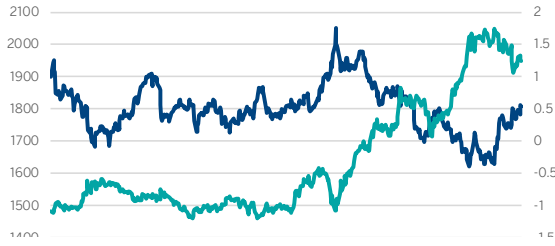
Altın

ABD’de reel getirilerin seyri, altın fiyatlamalarında belirleyici rol oynamaya devam edecek. Yılın ilk yarısında enflasyon ve istihdam verilerinin gidişatına bağlı olarak altın oynaklık yükselebilir. Yılın ikinci yarısında ise; ABD’de enflasyonun yumuşamaya, Fed’in güvercin söylemlerini gündeme getirmeye başlaması halinde reel getirilerde geri çekilme izlenmesini bekleriz. Reel getirilerin zayıfladığı ortamda altın fiyatlarında da zirvelerin yeniden test edildiği izlenebilir. Olası bir resesyon fiyatlamasının yaşandığı karamsar bir senaryoda da altının geçmiş dönem performansına bakarak güçlü hareketler beklemek yanlış olmayacaktır. Altın için en negatif senaryo, enflasyonun yapışkan kaldığı ve Fed’in faizleri planlanandan daha yukarı taşıdığı bir makroekonomik ortam olacaktır. Yukarıdaki baz senaryomuzda 1800 dolar civarında yer alan önemli ortalamaların geçilmesi halinde yıl içinde 1900 dolar seviyesinin hedeflenmesini beklemekle birlikte olası geri çekilmelerde 1650 - 1700 dolar seviyesinin alım fırsatı yaratacak önemli destek seviyesi olduğunu düşünüyoruz.

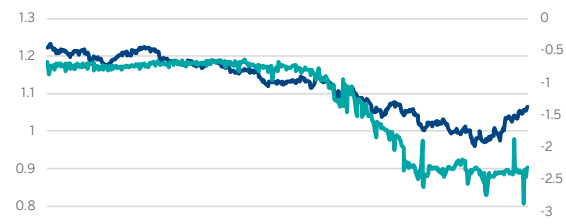
EURUSD

Mevcut makroekonomik beklentiler paralelinde; enflasyonun gevşemeye başladığı, Fed'den faiz indirimi beklentilerinin gündeme geldiği baz senaryoda euronun gücünü korumasını, paritenin 1.02-1.06 bölgesine yerleşmesini bekleriz. ABD ekonomisinin %2 enflasyon hedefinden uzak kaldığı, Fed'in şahin para politikasını sürdürdüğü karamsar senaryoda ise EURUSD aleyhine fiyatlamamanın devam ettiğini izleyebiliriz. Fiyatlamayı etkileyebilecek diğer katalizörler arasında, ECB'nin ne zaman agresif para politikasında değişikliğe gideceği ve Avrupa'nın kış aylarında enerji stoklarını nasıl yöneteceği gibi belirsizlikler yer alıyor. Teknik olarak paritenin yıl içerisinde 1.00 seviyesinin altını tekrardan test etme olasılığı olsa da, EURUSD'nin yıllık ortalamasının 1.02 seviyesinde olmasını bekliyoruz. Bununla birlikte paritenin yılı 1.06 seviyesine yakın bir noktada tamamlayacağını öngörüyoruz.

Spot Altın Fiyatı ve ABD'de 10 Yıllık Reel Getiriler



EURUSD 3 Aylık Mevduat Farkı ve EURUSD Paritesi



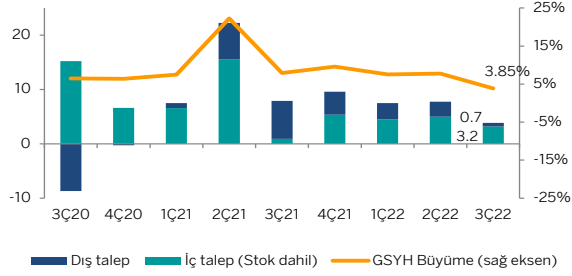
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

EKONOMİ

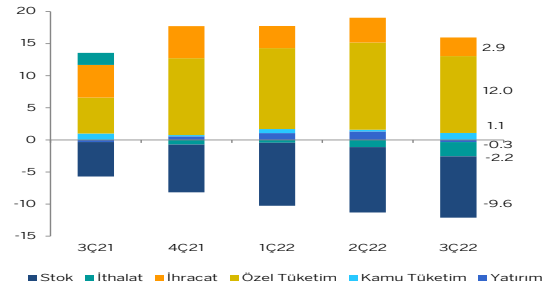
Gerileyen enflasyon, ivme kaybeden büyüme

- 2022 yılının başında ortaya çıkan Rusya-Ukrayna krizi dünyada emtia fiyatlarının yüksek seyretmesine neden oldu. Söz konusu etkilerle Türkiye’de enflasyon ve cari işlemler açığı yılbaşında öngörülen seviyelerin üstünde gerçekleşti. Büyüme ise ihracat ve özel tüketimin desteği ile özellikle yılın ilk yarısında güçlü seyretti.
- Kasım 2022’de başlayan yıllık TÜFE enflasyondaki düşüş trendinin 2023 yılında devam edeceğini tahmin ediyoruz. Aralık 2022 ve Ocak 2023’ten yüksek baz etkisiyle gerçekleşecek hızlı gerileme, sonraki aylarda daha kademeli olacak. Emtia fiyatlarındaki dengelenme, iç talepteki soğuma gibi faktörler enflasyondaki düşüşe katkı sağlayacak. Böylece 2022 yılsonu için %67 tahmin ettiğimiz TÜFE yıllık enflasyonunun 2023 yılsonunda %42’ye ineceğini öngörüyoruz.
- Küresel büyümenin hız kaybetmesi nedeniyle dış talepteki zayıflama, Türkiye’de 2022’nin ikinci yarısından itibaren ekonomik aktivitenin yavaşlamasına neden oldu. Bu eğilim, 2023’te de sürecek. Küresel bazda ekonomideki ivme kaybının seviyesine ve özellikle Türkiye’nin ticaret ortaklarından gelecek talebe ilişkin belirsizlikler, Türkiye ekonomisine ilişkin de risk yaratıyor. 2022 yılında %5-5.5 aralığında olduğunu tahmin ettiğimiz GSYH büyüme oranının 2023’te %3.0’e yavaşlamasını bekliyoruz.
- 2023 yılında ihracatın artmaya devam etmesini, ancak küresel büyüme eğiliminin ivme kaybetmesi sonucunda artış hızının zayıflamasını bekliyoruz. İthalat tarafında ise emtia fiyatlarının 2022 yılına göre daha sınırlı kalmasının etkisiyle dengeli bir eğilim olacağını öngörüyoruz. İhracattaki artışın ve turizm gelirlerindeki toparlanmanın devam etmesi 2022 yılına göre cari işlemler açığının daralmasını sağlayacak. 2022 yılında 52 milyar ABD\$ seviyesinde gerçekleştiğini tahmin ettiğimiz cari işlemler açığının 2023 yılında 40 milyar ABD\$ olacağını öngörüyoruz.
- Kamu maliyesi tarafında ise 2023 yılında yapılacak cumhurbaşkanlığı ve parlamento seçimleri öncesinde bütçe açıklarının genişleyeceğini tahmin ediyoruz. Büyümenin hız kaybetmesinin vergi gelirlerini sınırlamasının yanı sıra giderlerin güçlü seyri bütçe dinamiklerinin bozulmasına neden olacak. Bu doğrultuda 2022 yılında %3.0’ün altında olduğunu hesapladığımız merkezi bütçe açık/GSYH oranının 2023 yılında %3.5’in üstüne çıkacağını tahmin ediyoruz.
- Hazine ve Maliye Bakanlığı’nın 2023 Finansman Programı’na göre iç borç çevirme oranı, 2022 yılına göre azalacak. 2023’te iç borç çevirme oranı %114 öngörülürken, uluslararası piyasalardan 10 milyar ABD\$ borçlanma öngörüldüğü. 2023 yılında merkezi yönetim toplam dış borç ödemesi faiz dahil 12.9 milyar ABD\$ seviyesinde hesaplanıyor.

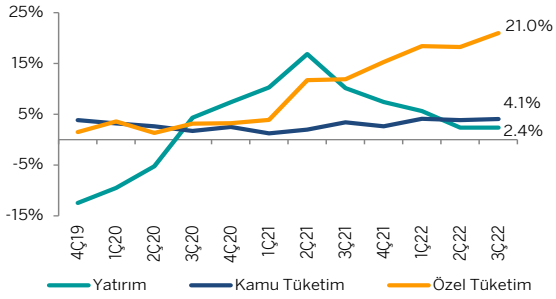
Büyüme Bileşenleri



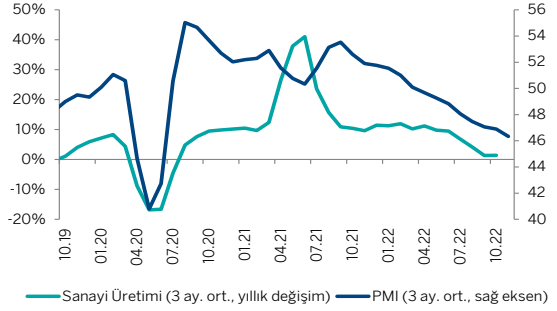
Büyüme Bileşenleri



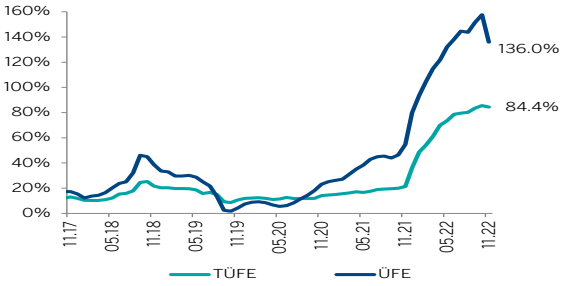
Büyüme Bileşenleri (4Ç ort. yıllık değişim)



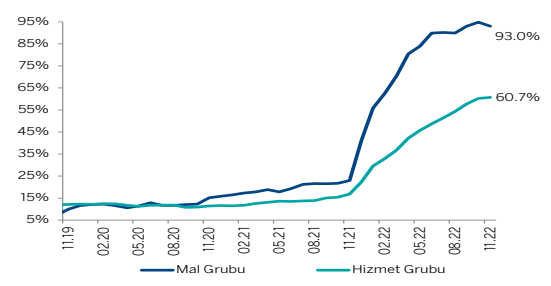
Büyüme Göstergeleri



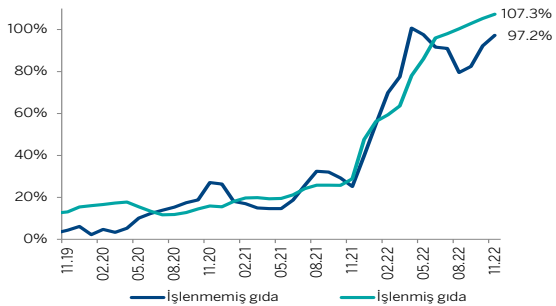
TÜFE ve ÜFE Yıllık Enflasyon



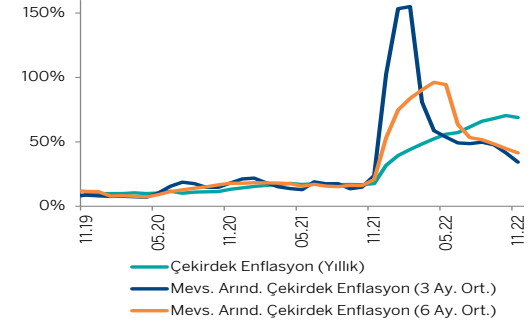
Mal ve Hizmet Enflasyonu



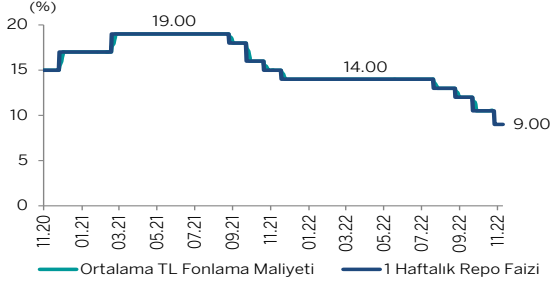
Gıda Yıllık Enflasyonu



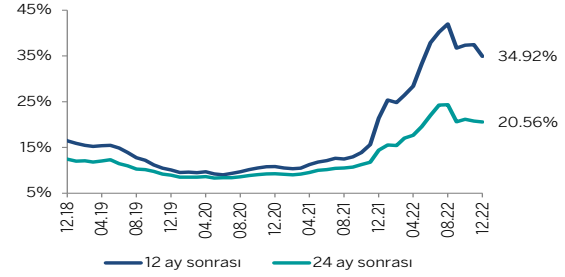
Çekirdek Enflasyon



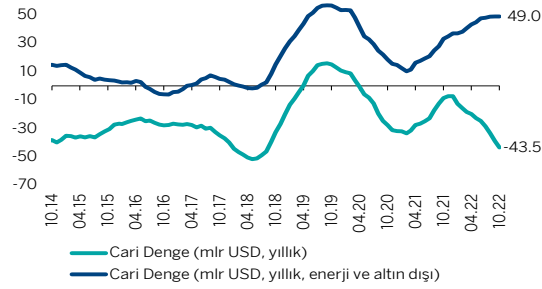
TCMB Faiz Oranları



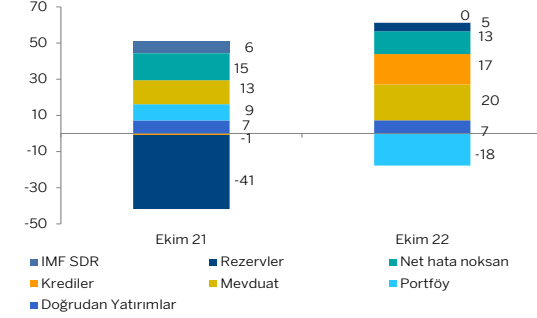
Enflasyon Beklentileri (Piyasa Katılımcıları Anketi)



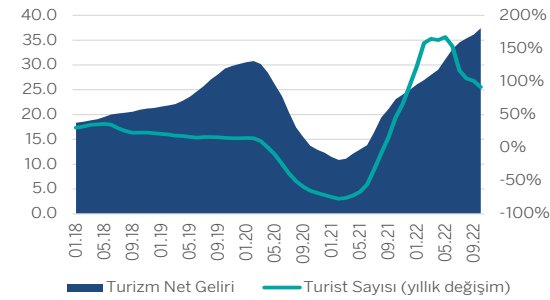
Cari İşlemler Dengesi



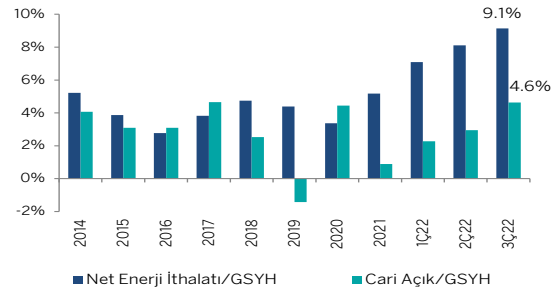
Cari İşlemler Finansmanı (12 aylık- milyar ABD\$)



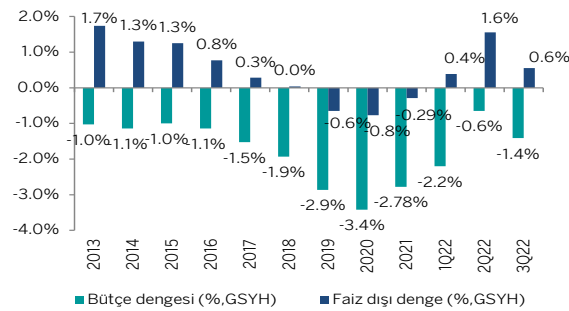
Turist Sayısı & Turizm Gelirleri (milyar ABD\$)



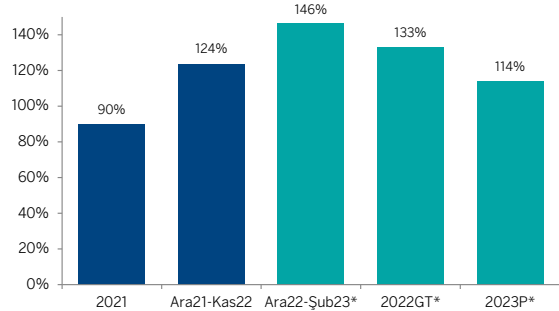
Cari İşlemler Dengesi (12 aylık)



Bütçe Dengesi/GSYH (12 aylık)



İç Borç Çevirme Oranı



Grafik Kaynak: TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Kültür ve Turizm Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım GT: Bakanlık Gerçekleşme Tahmini P*: Bakanlık Program

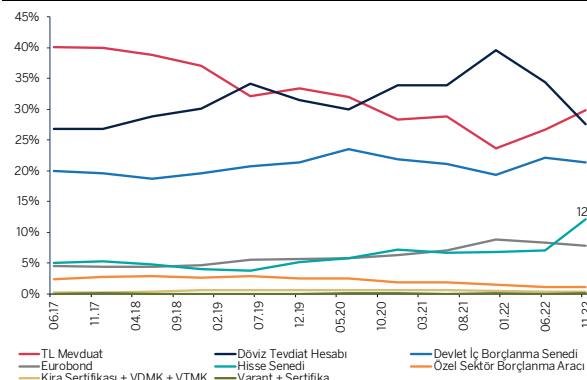
STRATEJİ

BIST

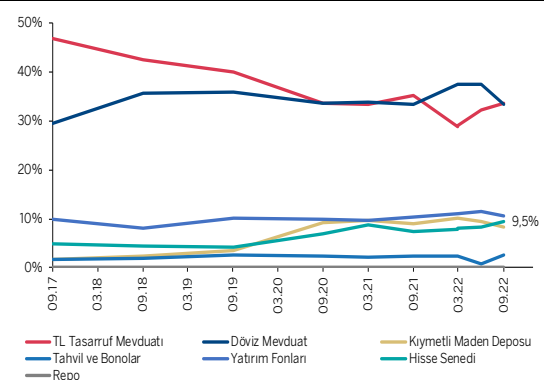
Portföylerinde hisse senedi ağırlığı yükselmiş olan yerli yatırımcı davranışlarının belirleyici olmayı sürdürmesini beklediğimiz 2023 yılına girilirken Borsa İstanbul'da fırsatların sürdüğünü, ancak 2022 yılından farklı olarak oynaklığın yükseleceği bir piyasa ortamı öngörmekteyiz.

- **Rekorlar yılında yurtiçi yerleşiklerin finansal dağılımında hisse senedi ağırlığı yeni zirvede...** Küresel tarafta merkez bankalarının faiz artırım döngüsüne girmelerinin yanı sıra artan jeopolitik risklerin neden olduğu enflasyonist baskı, 2022 yılında risk iştahının düşük seyretmesine neden oldu. 2022 başından bu yana MSCI Dünya endeksi %19, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar (GOP) endeksi %22 değer kaybetti (19.12.2022 kapanışı itibariyle). Yurt dışı hisse piyasalarının zayıf performanslarına karşın Borsa İstanbul'da ise yerli yatırımcının katkısıyla oluşan yeniden değerlendirme süreci, pozitif ayrışma ve rekorları beraberinde getirdi. 2022 yılında Borsa İstanbul'da yatırımcı sayısı ve endekslerde TL bazında zirve seviyeler gibi birçok rekora imza atılırken, işlem hacmi de arttı. Artan yerli yatırımcı ilgisi ile fiili dolaşım piyasa değeri içinde toplam işlem hacmi oranında da yükseliş görmekteyiz. 2021 yılında söz konusu oran %5.9, 2022 yılında %6.7 olarak gerçekleşirken Ağustos ayı sonrasında %8.1 seviyesine ulaşmıştır. Rekorlar yılında kritik bulduğumuz detaylardan biri de yurtiçi yerleşiklerin portföy tercihlerinde hisse senedi oranının yeni bir zirveye ulaşmasıdır. 2021 yılı sonunda yerli yatırımcıların portföylerinde hisse senedi ağırlığı %7 iken, 2022 Kasım ayı itibariyle bu oran %12 olarak gerçekleşti. Görece gecikmeli bir veri olan hane halkı finansal varlık dağılımında ise hisse ağırlığının Eylül 2022 itibariyle %9.5'e yükseldiğini belirtelim. Önümüzdeki aylarda hisse senedi ağırlığı artışının yükselişini sürdürmesini bekliyoruz. Artan hisse senedi ağırlığı, BİST performansında yerli yatırımcı etkisini 2022 yılında olduğu gibi 2023 yılında da sürdürecektir.

Yurtiçi Yerleşiklerin Finansal Dağılım Kırılımı



Hane Halkı Finansal Varlık Dağılımı



Kaynak: TSPB, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

■ Türk hisse piyasasında değerlendirme bazında iskonto temasının etkili olduğu yılın ardından...

Genel olarak olumlu görüşlerimizi koruduğumuz 2022 yılında, iskonto teması altında gerek gelişmekte olan piyasalara görece cazip çarpanları, gerekse de BİST piyasa değerinin GSYH bazında %20 seviyesinde bulunmasını öne çıkarmıştık. Yıl içerisinde ihracat ve enflasyon etkisiyle artan karlılıklar değerlemeye katkı sağlarken, mevcut durumda BİST-100 endeksi 5.0x Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı bazında gelişen ülke borsalarına göre %56'lık iskontoyla işlem görmektedir. Enflasyonda düşüşün öngörüldüğü ve dünyada resesyon kaygılarının henüz ortadan kalkmadığı ortamda 2023'te şirketlere yönelik kar beklentileri sorgulanabilir. Bu açıdan artabilecek seçiciliğin, hisse bazlı hareketliliği gündemde tutmasını bekleriz. Öte yandan 2004 yılından bu yana en yüksek %42 seviyesinin test edildiği BİST Piyasa Değeri/GSYH rasyosunda 2022 yılında %20'li seviyelerden %37 seviyesine ulaşılmıştır. Dolayısıyla geçtiğimiz yıla göre potansiyel kısmen azalmıştır. Risk iştahının korunduğu ortamda BİST/GSYH rasyosunda maksimum seviyenin yeniden test edilmesi, BİST-100 endeksi için ABD\$ bazında 310-320 seviyelerine yönelik potansiyele işaret etmektedir.

Seçilmiş Ülke F/K Çarpanları



Kaynak: Refinitive Datastream, Garanti BBVA Yatırım

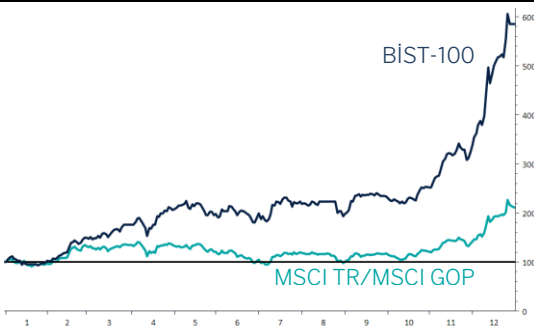
BİST Piyasa Değeri/GSYH



Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

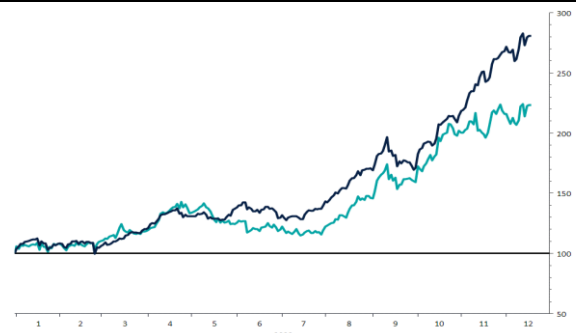
- **Tarihe bakış.** 2022 yılında BİST'i pozitif yönde destekleyen faktörler paralelinde BİST-100 endeksi TL bazında %180, ABD\$ bazında ise %100 değer kazandı. Küresel taraftaki zayıflığın da etkisiyle MSCI Türkiye endeksi MSCI GOP endeksine göre %123 ile 1999 yılından bu yana en pozitif ayrışmayı sağladı. 2023 yılı senaryolarımıza dahil etmemekle birlikte, 1999 yılında yaşanan güçlü pozitif ayrışmanın ardından MSCI Türkiye endeksinin 2000 yılını görece %20 daha zayıf performansla tamamladığını belirtelim.

BİST-100 (TL) & MSCI Türkiye/MSCI GOP (1999=100)



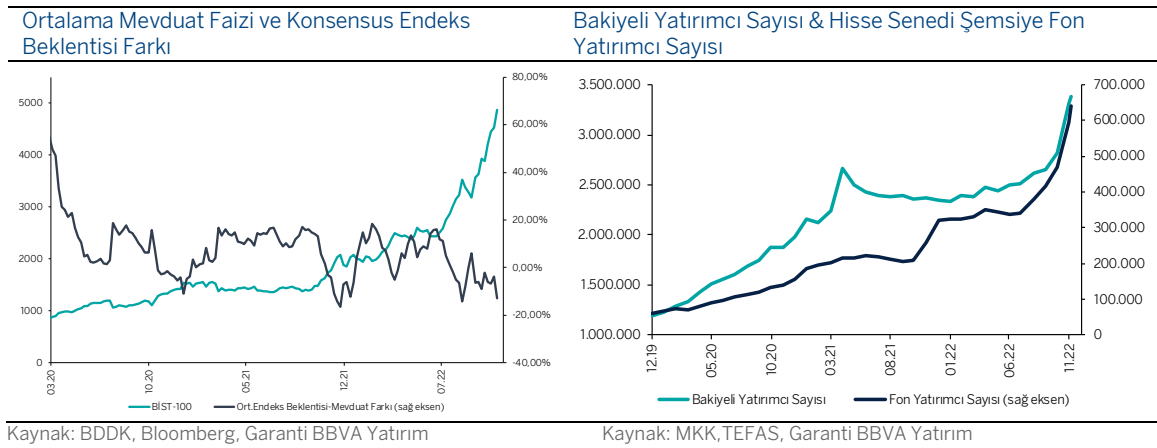
Kaynak: Refinitive Datastream, Garanti BBVA Yatırım

BİST-100 (TL) & MSCI Türkiye/MSCI GOP (2022=100)

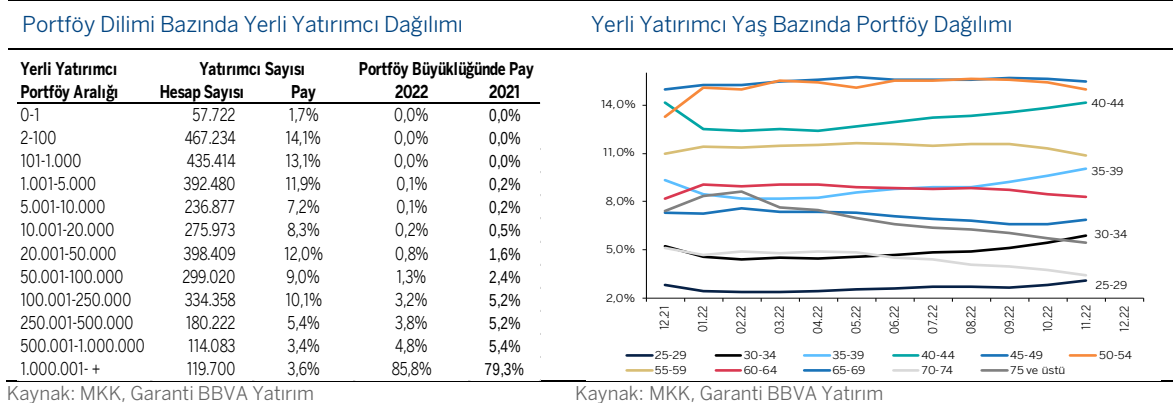


Kaynak: Refinitive Datastream, Garanti BBVA Yatırım

- **2020 yılında başlayan yatırımcı profili değişimi devam ediyor.** BİST'te yatırımcı profilindeki değişim yerli yatırımcı bakiyeli hesap sayısının %65 artış kaydettiği 2020 yılı ile birlikte başlarken, bu faktöre 2022 yılında BİST'i pozitif etkileyebilecek temalar arasında yer vermiştik. Benzer tema 2022 yılında düşmeye devam eden faizler ve alternatif piyasalardaki zayıflık paralelinde artan getiri arayışı ile devam etti. Aralık ayı itibariyle aracı kurumlarda açılan bakiyeli hesap sayısı 3.38 milyon, hisse senedi şemsiye fonlarında yatırımcı sayısı 639.7 bin'e ulaştı. Her iki başlıkta geçtiğimiz yıla göre artış sırasıyla %44 ve %100 olarak gerçekleşti. 2023 yılında izleyeceğimiz BİST görünümü açısından, yerli yatırımcı davranışları önem taşıyan faktörler arasında yer almayı sürdürecektir.

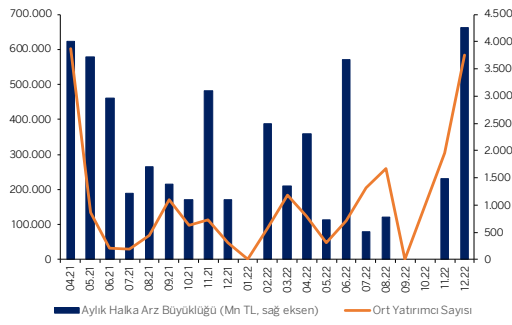


- **Yatırımcı profilindeki değişim yaş ve portföy büyüklüğüne de yansdı.** 3.3 milyon adet bakiyeli hesap sayısına ulaşılan BİST'te yatırımcı sayısında %3.6'lık pay alan 1.000.001TL üstü yatırımcıların portföy büyüklüğünde %85.8'lik paya ulaştığını görmekteyiz. Aynı oran 2021 yılı sonunda %79.3 olarak gerçekleşmişti. Yılın son çeyreğine girilirken portföy değişiminde 2022 yılı bazında 45-54 yaş aralığı öne çıkarken, Ağustos sonrası dönemde gerek portföy değer artışı gerekse de yatırımcı sayısı artışında 30-39 yaş aralığı öne çıkmaktadır. Yaş aralığındaki değişimin, aynı dönemde BİST-100 Dışı Endeks hisselerinin, BİST-100 endeksine göre %10 daha iyi performansıyla sonuçlandığını belirtelim. Yatırımcı profilindeki son çeyrekteki eğilimde alternatif piyasalardan geçişin etkisinden bahsedilebilir. Bu açıdan BİST performansının belirlenmesinde 2023 yılında yerli yatırımcı davranışları ve alternatif piyasalardaki görünüm belirleyici olacaktır.



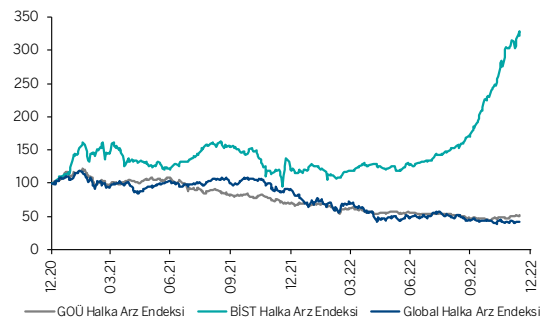
- **Borsa İstanbul'a yönelimde halka arz etkisi.** Gelişmekte olan piyasalarda halka arz işlemlerinin %50 oranında gerilediği 2022 yılında, Borsa İstanbul'da gerçekleşen halka arz büyüklüğü önceki yıla göre %14 düşüşle 17.6 milyarTL olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte halka arz edilmiş hisseler yer veren BİST Halka Arz Endeksi'nin (XHARZ) 2021 yılında olduğu gibi 2022 yılında da global halka arz endekslerine görece güçlü performans sergilediğini görüyoruz. Söz konusu endekste özellikle son çeyrek ile artan ivme, BİST'te yerli yatırımcı katılımını destekleyen bir başka faktör olmuştur. 2022 yılında ortalama halka arz büyüklüğü 489 milyonTL olarak gerçekleşirken, büyük ölçekli halka arzlar halen gündemde bulunmamaktadır. BİST'te kısa ve uzun vadede farklı etkilere neden olabilecek büyük ölçekli halka arzlar konusunda yabancı yatırımcı katılımı önem taşıyor. Küresel tarafta risk iştahının yeterince toparlanmadığı görünümde büyük ölçekli halka arzların bir süre daha gündeme gelmesini beklememekteyiz.

Halka Arz Büyüklüğü & Halka Arza Katılan Ortalama Yatırımcı Sayısı



Kaynak: BİST, Garanti BBVA Yatırım

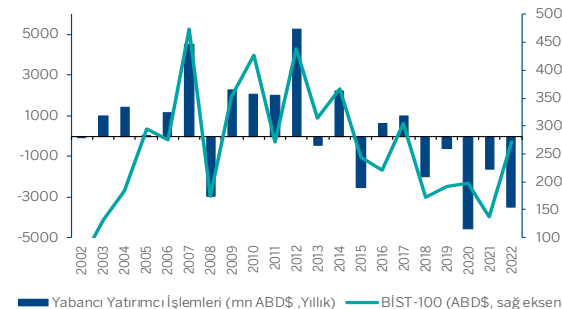
Halka Arz Endeksleri (2021=100)



Kaynak: Refinitive Datastream, Garanti BBVA Yatırım

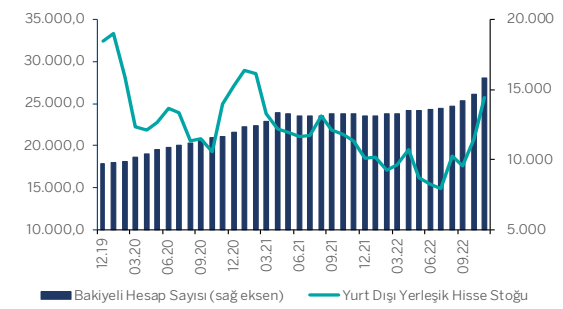
- **Yabancı yatırımcı katılımı halen zayıf.** IIF verilerine göre gelişmekte olan hisse piyasalarından 7.3 milyar ABD\$ çıkışın yaşandığı 2022 yılında yabancı yatırımcıların BİST'e yönelik ilgisi de düşük kaldı. 2021 yılını nette yaklaşık 1.3 milyar ABD\$'lık satışla tamamlayan yabancı yatırımcılar, 2022 yılında 3.1 milyar ABD\$'lık satış gerçekleştirdi. BİST'te yabancı yatırımcıların toplam hisse stoku yıl içinde 14.3 milyar ABD\$ ile son 14 yılın en düşük seviyesini test ederken, Aralık ayı itibarıyla 26.7 milyar ABD\$'ına ulaştı. Kasım ayında tarihi yüksek seviyesi olan 15.816'ya ulaşan bakiyeli yabancı yatırımcı sayısında, aynı ay gerçekleşen MSCI endeks ayarlamalarının etkili olduğunu düşünmekteyiz. 2022 yılında BİST'i destekleyen faktörler arasında yer verdiğimiz yabancı yatırımcıların düşük seviyedeki hisse pozisyonlarının, 2023 yılı ilk yarısında da benzer etkiye sahip olmasını bekleriz.

BİST-100 (ABD\$) & Yabancı Yatırımcı İşlemleri (Yıllık)



Kaynak: BİST, Garanti BBVA Yatırım

Yabancı Yatırımcı Hisse Stoku & Yabancı Yatırımcı Sayısı



Kaynak: TCMB, MKK, Garanti BBVA Yatırım

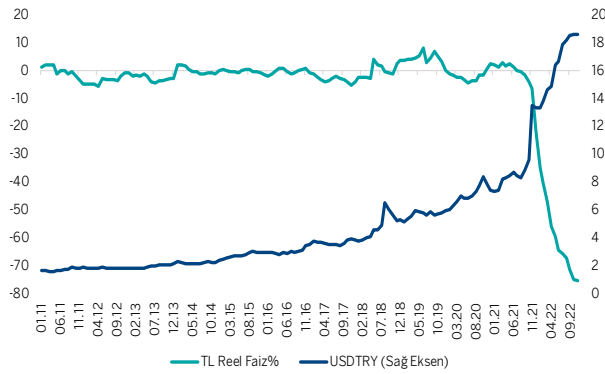
■ **Getiri arayışında risklerin çeşitlenip, dengeli tercihlerin olacağı bir yıla başlarken fiyatlamalar açısından öne çıkardığımız senaryolar :**

- BİST adına 2022 yılına ilişkin olarak pozitif görüşlerimizi i)negatif reel faiz ortamı, ii)enflasyon bazında BİST'in öne çıkan alternatif yatırım adresi olması, iii)şirket hisse geri alımları, iv)gelişen piyasalara göre iskontonun korunması, söz konusu iskontonun şirket karlılıklarıyla desteklenmesi, v)Rusya'nın küresel endekslerden çıkarılması nedeniyle sınırlı da olsa BİST adına oluşan potansiyel, vi)Küresel endekslerde Türk hisselerinin ağırlığının artma potansiyeli, vii)Artan yerli yatırımcı talebi... başlıkları altında ön planda tutmuştuk.
- 2022 yılında artan yerli yatırımcı etkisiyle yeniden değerlemeye tabi olmuş BİST tablosu ön plandaydı. 2023 yılında yurt içi ve yurt dışı risk iştahını etkileyecek gelişmeler karşısında yerli yatırımcı davranış şeklinin BİST performansında belirleyici olmayı sürdüreceğini öngörmekteyiz. Her ne kadar BİST açısından 2022 yılındaki destekleyici faktörlerin önemli bir kısmı sürüyor ve temel anlamda potansiyel devam ediyor olsa da, gerek gelinen seviyeler, gerekse de 2023 yılına ilişkin ilave gündem başlıkları, BİST'te trendin 2022 yılına görece dalgalı olması (yıl içinde 4500-3500/6500-7500 seviyeleri arasında) ihtimalini artırıyor. 2023 yılının geneline ilişkin olarak yatırımcılar açısından izlenecek başlıkları i)Gelişmiş ülke para politikalarında olası değişiklikler, ii)Yükseliş trendinde şirketlerde gündeme gelebilecek ana ortak satışları, iii)Rusya-Ukrayna savaşına ilişkin gelişmeler (kısa vadede beklenmese de 2023 yılı içinde savaşın sona ermesi bu süreçten olumlu/olumsuz etkileşim yaşamış şirketler adına ters yönde fiyatlamaları gündeme getirebilir, yaptırımların gündemden düşüşü küresel endekslerde Türk hisse piyasası ağırlığını azaltabilir), iv)Alternatif piyasalardaki trendler, v)Kış aylarında pandemi kaynaklı gelişmeler, vi)2022'de enflasyon ve büyüme kaynaklı hızlı artan kar büyümesinde yaşanacak momentum kaybı, vii)Yurt içinde seçim sonrasında para politikalarının seyri olarak görmekteyiz.
- 2023 yılının ilk çeyreğinde yurt içinde negatif reel faiz ortamının devam edeceğini öngörmekteyiz. Gelişen piyasalara göre iskontonun korunduğu ve söz konusu iskontonun şirket karlılıklarıyla desteklendiği görünümde, BİST'in cazibesini 2022 yılı son çeyrek bilanço açıklama dönemini de içeren yılın ilk çeyreğinde korumasını bekleriz. Küresel tarafta gelişmiş ekonomilerde resesyon ihtimalinin yükselmesi ve Çin'de kış aylarında covid vaka sayılarının artması yılın ilk çeyreğine ilişkin piyasa fiyatlamalarını etkilemesi olası riskler olarak değerlendirilebilir. Olası risk fiyatlamalarıyla oluşabilecek geri çekilmelerin, aynı dönemde BİST'te alım fırsatları sunmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu perspektifte bilanço beklentisi güçlü hisseler başta olmak üzere, olumlu fiyatlama 6000-6800 (300\$-325\$) seviyelerine doğru sürebilir. Aynı dönemde risk iştahını düşürebilecek gelişmeler karşısında geri çekilmelerin 4700-4400 aralığında alım fırsatı vermesini beklemekteyiz.

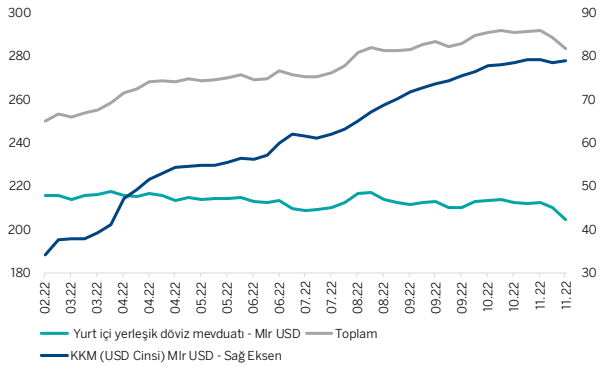
TÜRK LİRASI

Eksi reel getiriye rağmen Kur Korumalı TL Mevduat Hesabı'nın dolarizasyonu yavaşlatması ve azalan yabancı yatırımcı çıkışları ile yatay bir seyir izleyen Türk Lirası'nda 2023'ün ilk aylarında benzer hareketin devamını bekliyoruz.

TL Reel Faiz ve USDTRY



Yurtiçi Yerleşik Döviz Mevduat ve KKM Bakiyesi (ABD\$ cinsi)



Kaynak: Bloomberg, TCMB, BDDK, Garanti BBVA Yatırım

*KKM bakiyesi ABD\$'na ilgili tarihteki spot kur ile çevrilmiştir.

Sene başından bu yana kur etkisinden arındırılmış olarak yaklaşık 30 milyar dolar döviz bozan yurt içi yerleşiklerin, yeni yılın başında piyasada artan TL likidite ihtiyacına bağlı TL mevduat faizi artışı nedeni ile bir süre daha döviz bozma eğiliminde olacaklarını düşünüyoruz.

Bankacılık sektörüne getirilen son düzenlemeler, TL mevduat oranının toplam mevduatlarının en az yüzde 50'si kadar olmasını gerektiriyor. Bunun sonucunda bankalar TL mevduat yaratmak ve dövizden TL'ye geçişi sağlamak için TL mevduat faizlerini 2022 sonuna doğru bir miktar rekabetçi hale getirdi. Bu düzenlemenin etkileri 2023 yılı başında bir miktar azalsa da genel eğilimin bu şekilde devam edeceğini düşünüyoruz. Dolayısı ile yurt içi yerleşiklerin döviz bozmaya devam ettiğini görebiliriz. Türk Lirası da bu durumdan olumlu etkilenecektir.

2022’de yayınlanan genelgeye göre ihracatçıların ihracat bedellerinin yüzde 40’ını İhracat Bedeli Kabul Belgesi’ni düzenleyen bankaya satma uygulaması TCMB rezervlerini 2023’te de desteklemeye devam edecek. Gerekli durumlarda, döviz rezervinin desteklenmesi adına, bu oranın yükseltildiğini görebiliriz. İhracatçılardan gelen döviz ek olarak, reeskont kredilerinden ve turizm gelirlerinden de döviz rezervlerine giriş olacaktır. 2022 yılında reeskont kredilerinin döviz rezervlerine katkısının 18.5 milyar dolar olacağını tahmin ediyoruz. Eylül ayında yayınlanan Orta Vadeli Program’da 2023 yılı ihracat hedefi 265 milyar dolar olarak açıklandı. Reeskont kredilerinden döviz rezervine geçtiğimiz yıllarda ortalama %10 katkı sağlandığı göz önüne alınırsa 2023 yılında bu katkının yaklaşık 26,5 milyar dolar seviyesinde olacağı düşünülebilir. Kültür ve Turizm Bakanlığı’nın son açıklamalarına göre 2022 yılını 46 milyar dolarla tamamlaması beklenen turizm gelirlerinin 2023’te 56 milyar dolara ulaşacağı tahmin ediliyor. 2022 yılının son aylarında TCMB döviz rezervlerine, swap kanalı ile girdiği tahmin edilen döviz ek olarak, Suudi Arabistan’dan gelmesi olası 5 milyar dolarlık mevduat da katkı sağlayacaktır.

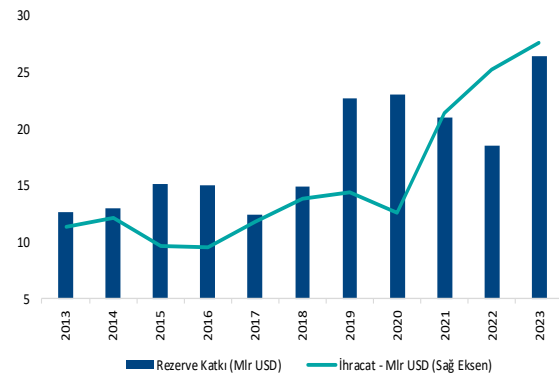
TCMB’nin Swap Anlaşması Yaptığı ve TCMB’de Mevduatı Bulunan Merkez Bankaları

Anlaşma Tarihi	Merkez Bankası	Anlaşma Yapılan Para Cinsi	USD,EUR Karşılığı	Para Birimi (Milyar USD)	Anlaşma Türü
10.12.2022	Suudi Arabistan	5 Milyar ABD Doları	5,00	USD	Mevduat
19.01.2022	BAE	18 Milyar Dirhem	5,00	USD	Swap
01.01.2022	Azerbaycan	1 Milyar Euro	1,00	EUR	Mevduat
12.08.2021	Güney Kore	2.3 Trilyon Kore Wonu	2,00	USD	Swap
15.06.2021	Çin	35 Milyar Yuan	6,00	USD	Swap
17.08.2018	Katar	54.6 Milyar Katar Riyali	15,00	USD	Swap
			33,1	USD*	

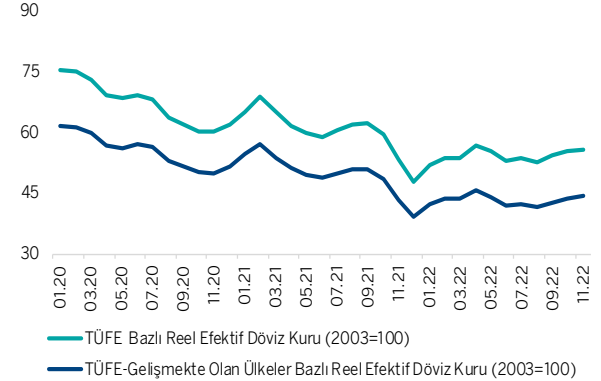
Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

*Eur cinsi anlaşma ABD\$’na çevrilerek toplama dahil edilmiştir.

Reeskont Kredilerinin Döviz Rezervine Katkısı*



Reel Efektif Döviz Kuru



Kaynak: TCMB, TUIK, Garanti BBVA Yatırım

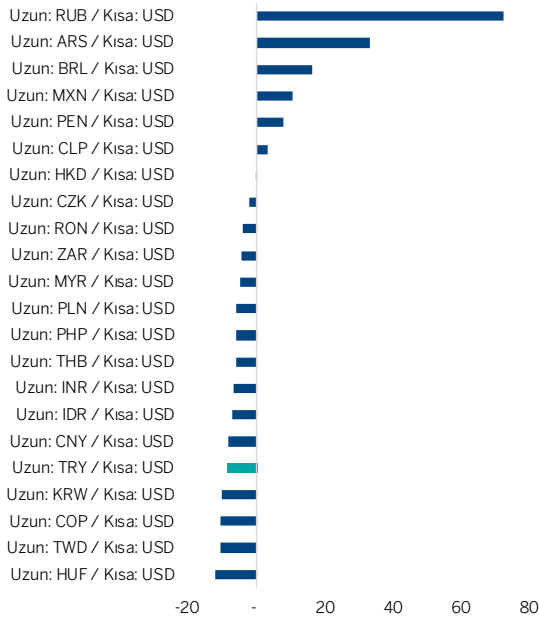
Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

*2022 yılında TCMB tahmini baz alınmıştır. 2023 yılı OVP ihracat tahminlerine göre hesaplanmıştır.

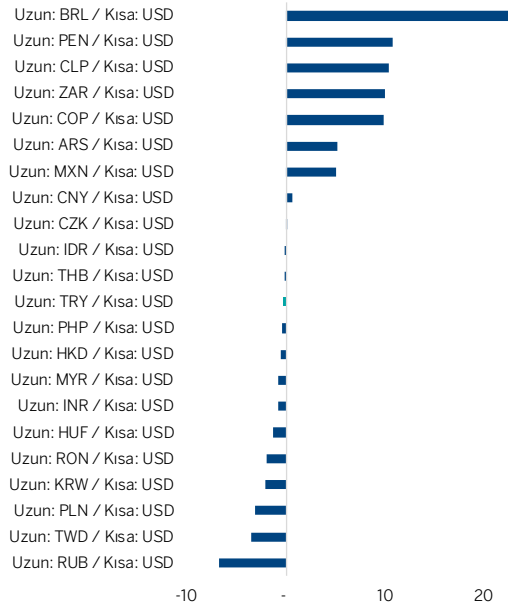
Ancak piyasada döviz alıcı/satıcı dengesinde görülen bu düzenlemeler sonrasında TL'de oluşan yatay seyir, reel kurda değerlenmeye yol açarak ihracatçıları açısından çok da arzu edilmeyen bir durum yaratmış oldu. Bu anlamda 2023'te TL'de değer kazancından ziyade, hangi şartlarda TL'de ne kadar değer kaybına izin verileceği sorusu öne çıkıyor. Tahminimiz rezervlerdeki artışla beraber TCMB'nin bir miktar daha rahatlayacağı ve dövizde, aşağıda bahsettiğimiz üzere, enflasyonun altında bir orana da olsa yükselişe izin verileceği yönünde.

TCMB ve BDDK verilerine göre yabancı yatırımcılar swap kanalından 2022'de yaklaşık 15.5 milyar dolar çıkış yaptı. Swap kanalında blok pozisyonlanma olmadığı için TL üzerinde yabancı sıcak para kaynaklı ani bir oynaklık artışı riski ihmal edilebilir düzeyde. Kurda 2022'de yaşanan yükseliş ve düşen faizler nedeniyle Carry Trade (Arakazanç Ticareti) getirisinde TL, diğer GOÜ para birimlerinin gerisinde kaldı. TCMB Aralık ayı katılımcı anketindeki sonuca göre katılımcıların yıl sonu USDTRY beklentisi 18,78 oldu. Bloomberg veri ekranına göre 2023 ilk çeyrek sonu USDTRY tahmini 20,00 seviyesinde bulunuyor. Yani TL mevduat faizleri şimdi olduğu gibi 2023 ilk çeyrekte de yıllık %25 düzeyinde kalırsa, TL'deki tahminen yaklaşık %6,5'lik değer kaybı da hesaplama dahil edilince çeyreklik bazda TL'de (-)%0,25 Carry Trade getirisi oluşacaktır. Bu durumda hem nominal hem de reel bir getiriden bahsedilemeyeceği için, seçim öncesi süreçte sıcak para kanalında hareketliğin artmasını beklemiyoruz.

GOÜ Para Birimleri ABD\$'na Karşı Carry Trade Performansları
(2022 Yılı Gerçekleşme)



GOÜ Para Birimleri ABD\$'na Karşı Carry Trade Performansları
(2023 İlk Çeyrek Tahmini)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

* 2023 ilk çeyrek tahmininde diğer GOÜ para birimlerinin 2022 yılı 1. çeyrek performansını aynı şekilde gerçekleştirdiği varsayılmıştır. TL'de ise TCMB anketine göre katılımcıların yıl sonu kur beklentisi ve Bloomberg ekranındaki 2023 ilk çeyrek sonu kur tahminine göre hesaplama yapılmıştır.

ABD Doları/Türk Lirası paritesi 2022'de TÜFE enflasyonundaki artışın yaklaşık 23 puan altında yükseliş kaydetti. Daha önceki yıllar incelenirse bu tür bir tablonun çoğunlukla TCMB net döviz rezervi yılı artıda kapattığı zaman gerçekleştiği görülüyor. Döviz rezervleri 2023'te de 2022'ye benzer ivmede artarsa Türk Lirası, 2023 yılını yine TÜFE'den daha az değer kaybı ile kapatabilir.

USDTRY/TÜFE Farkı ve TCMB Net Rezerv Değişim

ABD\$'nın GOÜ Para Birimlerine Karşı 2022 Performansları

Tarih	TÜFE (Yıllık%)	USDTRY Değişim%	Kur ile TÜFE Karşılaştırma	TCMB Net Döviz Rezervi Değişim (Milyar USD)
05.12.2022	62,34*	40,0	-22,3	11.168
31.12.2021	36,1	78,8	42,7	-7.191
31.12.2020	14,6	25,0	10,4	-25.600
31.12.2019	11,8	12,5	0,7	11.000
31.12.2018	20,3	39,3	19,0	-769
29.12.2017	11,9	7,8	-4,1	-4.502
30.12.2016	8,5	20,8	12,3	6.015
31.12.2015	8,8	24,9	16,1	-12.978
31.12.2014	8,2	8,7	0,5	-5.999
31.12.2013	7,4	20,4	13,0	-5.459
31.12.2012	6,2	-5,7	-11,8	1.890
30.12.2011	10,5	22,5	12,0	-11.455
31.12.2010	6,4	3,0	-3,4	6.867
31.12.2009	6,5	-2,7	-9,2	-286
31.12.2008	10,1	31,7	21,6	1.427
31.12.2007	8,4	-17,3	-25,7	10.038
29.12.2006	9,7	4,8	-4,9	8.298
30.12.2005	7,7	0,6	-7,2	16.905
31.12.2004	9,4	-4,5	-13,8	3.715
31.12.2003	12,7	-15,0	-27,8	5.700
31.12.2002	29,7	14,1	-15,6	

PARA BİRİMİ	Bu Yıl Değişim%
DOLAR/ARJANTIN PESOSU	63,68
DOLAR/TÜRK LIRASI	39,06
DOLAR/MACAR FORINTI	19,39
DOLAR/KOLOMBİYA PEZOSU	17,42
DOLAR/TAYVAN DOLARI	10,01
DOLAR/POLONYA ZLOTY	9,94
DOLAR/HINDİSTAN RUPEESİ	9,81
DOLAR/PHILIPPINE PESOS	9,38
DOLAR/CİN YUANI	9,33
DOLAR/KORE WONU	8,98
DOLAR/BULGAR LEVİ	8,85
DOLAR/ENDONEZYA RUPIAH	8,36
DOLAR/GÜNEY AFRIKA RANDI	7,92
DOLAR/ROMANYA RONU	7,02
DOLAR/CEK KORUNASI	5,34
DOLAR/MALEZYA RINGGIT	4,61
DOLAR/THAI BAHT	4,51
DOLAR/SİLİ PESOSU	3,32
DOLAR/SİNGAPUR DOLARI	-0,02
DOLAR/HONG KONG DOLARI	-0,37
DOLAR/PERU SOLU	-3,31
DOLAR/MEKSİKA PESOSU	-4,92
DOLAR/BREZİLYA REALİ	-6,17
DOLAR/RUS RUBLESİ	-16,55

Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

*İlk 11 ay verisi hesaplanmıştır.

FAİZ

Tahvil

TCMB'nin doğrudan tahvil alımları ve bankaların zorunlu karşılık olarak menkul kıymet tesis etmesine yönelik düzenleme, tahvil getirilerindeki düşüşün esas nedenleri arasında bulunuyor.

TCMB'nin makroihtiyati tedbirleri kapsamında yapılan düzenlemeler bankaların zorunlu karşılık olarak menkul kıymet tesis etmesine yol açıyor. Bu düzenlemelerdeki şartlar dışında kalan hallerde bankaların zorunlu karşılık olarak belirli miktarlarda ek menkul kıymet tesis etme yükümlülükleri bulunuyor. Dolayısı ile bu şartlar bankaların tahvile olan taleplerinin canlı kalmasında etkili olabilir. Bankacılık sektörüne getirilen düzenleme bankaların zorunlu karşılık olarak çoğunlukla 5 yıl ve üstü vadeli tahvil alımı yapmasını gerektiriyor. Bu faktörün etkisi ile 2023'te uzun vadeli faizlerde bir miktar daha düşüş görebiliriz.

TCMB, 2022'de yaptığı gibi bilanço büyüklüğü dahilinde 2023'te de tahvil almaya devam ederse faizlerdeki aşağı yönlü hareket desteklenebilir. TCMB, elinde tutabileceği menkul kıymet portföyü büyüklüğünü analitik bilanço aktif büyüklüğünün yüzde 5'i olarak ilan etmişti. TCMB 2022'de 65 milyar TL'lik menkul kıymet alımı yaptı ve bilançosunun aktif toplamı 2021'e göre %86 büyümeye kaydetti. 2023 yılında da bilançosunda benzer oranda bir artış gerçekleşirse TCMB'nin menkul kıymet portföyünü 281 milyar TL'ye kadar büyütme imkanı olacak. Mevcut menkul kıymet portföyü büyüklüğü 142 milyar TL seviyesinde bulunuyor. Yani bu tutarın 2023'te iki katına kadar yükselebileceğini varsayabiliriz.

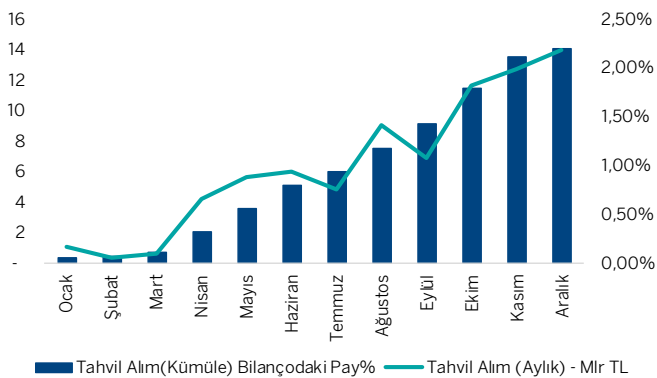
İç borçlanmanın maliyeti 2021 yılında sabit getirili senetlerde ortalama 17.53% seviyesindeyken 2022 yılında 16.93% yıllık bileşik seviyesinde gerçekleşti. Tahvil faizlerindeki ek düşüş tahminimizle beraber iç borçlanma maliyetinin de 2023 yılında gerileme kaydetmesini bekliyoruz. 2021 yılında sabit getirili senetlerde 47.5 ay olan Hazine'nin ortalama borçlanma vadesi 2022 yılında 67.6 ay oldu. Bankaların uzun vade tahvil alımları ile 2023'te ortalama vadenin bir miktar daha uzaması beklenebilir.

TCMB'nin bankalara döviz karşılığı swap yoluyla yaptığı TL fonlamanın maliyeti politika faizinin hafif üzerinde %9-11 bandında seyrediyor. Son verilere göre TCMB'nin yurt içi bankalarla olan swap işlemleri hacminin 45 milyar dolar düzeyinde olduğunu görüyoruz. Geçen yılın sonunda bu miktar 50 milyar dolar civarındaydı. 2022 Kur ve Para Politikası metninde belirtilen swapların toplam fonlama içerisindeki payının azaltılacağı ifadesinin kısmen uygulandığını görüyoruz. Ancak TCMB'nin döviz rezervi yapısının bozulma ihtimalinden dolayı bu swaplarda 2023 içerisinde daha fazla daralma beklemiyoruz. APİ (Açık Piyasa İşlemleri) ile yapılan fonlama 2022 yılı içerisinde Haziran ayında 623 milyar TL ile en yüksek seviyesini görmüştü. Yani swap kanalıyla yapılan TL fonlaması 2022 yılında APİ kanalının en fazla %50 üstüne çıktı. Aynı varsayım 2023 yılında swap fonlaması 45 milyar dolar düzeyinde kalırsa APİ'den yapılan fonlamanın* farklı bir genişleme senaryosu gündeme gelmedikçe 550-560 milyar TL düzeyini yeniden görmesi beklenebilir. (APİ'de toplam TL fonlama son veriye göre 175 milyar TL).

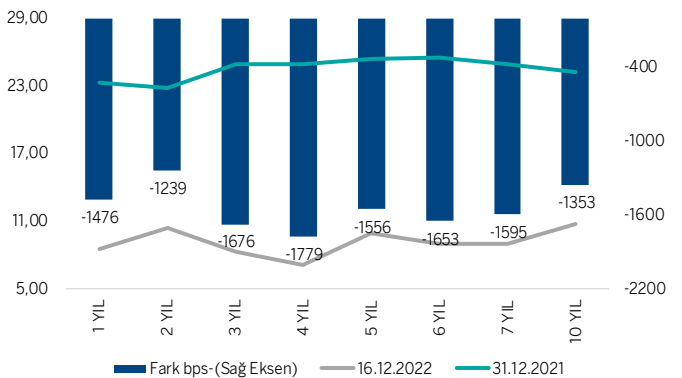
*swaplar mevcut spot kur ile TL'ye çevrilerek tahmin yapılmıştır.

TÜFE'ye endeksli tahvillere talep, 2022'deki kadar yüksek olmasa da, enflasyonist ortamın süreceği beklentisi ile devam edecek. 2022'de yüksek enflasyon dinamikleri ile özellikle bankalar ve tüm elinde bulunduran taraflar TÜFE'ye endeksli tahvillerden yüksek getiri elde etti. Son düzenlemeye göre TÜFE'ye endeksli tahvillerin iskonto oranı yüzde 50'ye yükseltince bu kağıtlar bankalar için daha maliyetli hale geldi. Bankalar TÜFE'ye endeksli kağıtlarda bir miktar pozisyon azaltsa da yine de ilgi devam ediyor. Son veriye göre %84,39 seviyesinde olan yıllık TÜFE, 2022 Aralık ayında baz etkisi devreye girince 2023 Nisan'a kadar aylık ortalama yüzde 3 TÜFE artışı senaryosu ile yıllık bazda %43-45 çevresine inecek. Baz etkisi geride kaldığında bile belli bir enflasyon seviyesi görüleceği için TÜFE kağıtlarına olan ilginin korunacağını tahmin ediyoruz. 2023'ün ilk yarısında seçim öncesi sürece kadar bu tahvillerin taşınmaya devam edilmesini öneriyoruz. TCMB 2022'nin son enflasyon raporunda 2023 yıl sonu için, piyasa beklentisinin oldukça altında, %22.3 TÜFE tahmini açıklamıştı. Yılın sonuna doğru enflasyonda bu şekilde bir yavaşlama görülürse TÜFE'ye endeksli tahvillerde ağırlık azaltılabilir.

TCMB Tahvil Alımları(Aylık) ve Bilanço İçindeki Payı(Kümüle)



Tahvil Getiri Eğrisi (2022 Başından Bugüne Değişim)

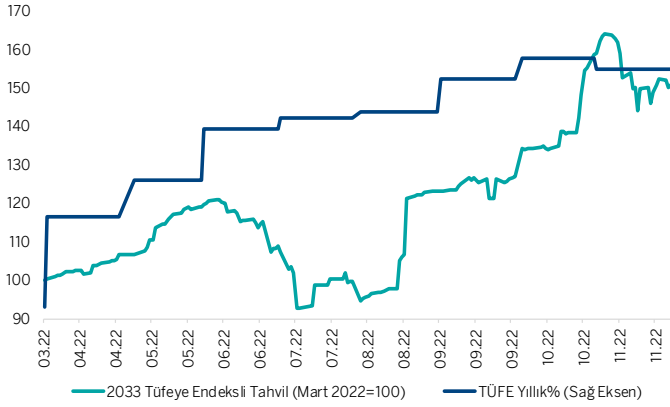


Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

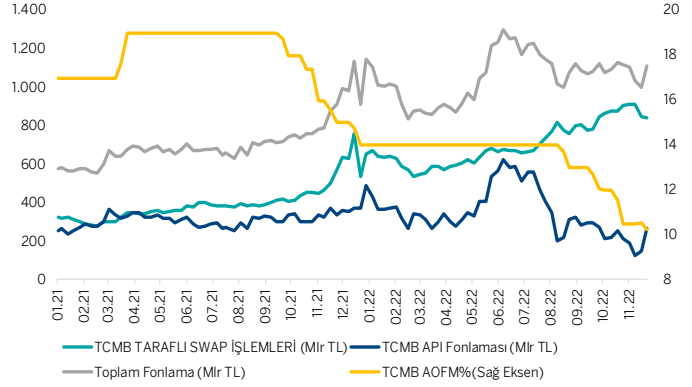
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

*Aralık ayı TCMB tahvil alımları yılın kalan günleri için bir önceki ay baz alınarak tahmin edilmiştir.

Tüfe'ye Endeksli Tahvil Performans ve TÜFE(Yıllık)



TCMB Fonlama Kompozisyonu (APİ+Swap) ve AOFM



Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

*TCMB swap fonlama miktarı TL'ye ilgili dönemki spot kur üzerinden çevrilmiştir.

Mevduat

Kur korumalı TL mevduat hesabı 2022 yılında bankaların döviz dönüşümlerinde etkili bir ürün olsa da, YP likidite gerekliliği sebebi ile bir noktada dövizden TL'ye geçiş yavaşladı. Bu sırada bankaların artan TL likidite ihtiyacı nedeni ile TL mevduat faizlerinde yaşanan artış, yurt içi yerleşiklerin dövizden TL'ye yüklü bir şekilde geçişlerini teşvik etti. 2023 ilk çeyrekte bankaların yine yüksek kalacağını tahmin ettiğimiz TL likidite ihtiyaçları, TL mevduat faizlerinin bir süre daha yüksek seyretmesini sağlayabilir.

TCMB politika faizi indirimleri ile KKM ürünü faizi üst limiti %12 (politika faizi+300 bps) seviyesinde bulunuyor. Buna kurun son aylardaki yataylığı eklenince KKM'nin sabit getirisi düştü ve cazibesi azaldı. Bu süreçte bankalara getirilen düzenlemelerin etkisi ile yükselen TL mevduat faizleri getiri bakımından daha cazip olduğunu düşünüyoruz. Dövizde durup düşük YP faizi almak ve hareketsiz kur piyasasında KKM tercih ederek alternatif TL mevduat getirilerini kaçırmak yerine belli bir süre tasarrufları TL mevduatta değerlendirmenin daha mantıklı olabileceğini düşünüyoruz.

Tarih	TCMB Haftalık Repo Faizi	KKM Faiz Üst Sınırı Yıllık Brüt%	KKM Faiz Çeyreklik%	Bankalarca Açılan Mevduatlara uygulanan Faiz Yıllık Brüt% *	Mevduat Faiz Çeyreklik%	Mevduat ile KKM Fark Çeyreklik%	KKM Faizinin Mevduatı Yakalaması için 3 Ay sonunda Kurun Olması Gereken Seviye**
01.08.2022	14,0	17,0	4,3	19,5	4,9	0,6	19,51
01.09.2022	13,0	16,0	4,0	18,3	4,6	0,6	19,45
01.10.2022	12,0	15,0	3,8	18,7	4,7	0,9	19,47
01.11.2022	10,5	13,5	3,4	21,5	5,4	2,0	19,60
01.12.2022	9,0	12,0	3,0	21,4	5,4	2,4	19,60

*TCMB verilerine göre 3 ay vadeli mevduatlara uygulanan ortalama faiz baz alınmıştır.

** Spot Kur 18,60 alınarak hesaplanmıştır.

Yukarıdaki tabloya göre 2022'deki faiz indirimleri ile KKM faizi üst limiti de düştü. Son verilere göre düz TL mevduat ürünü ile KKM getirisinin farkı bir çeyrekte %2,4'e ulaştı. Bu, yıllık %10'a yakın bir fark yaratır. KKM'nin bir çeyrek sonunda TL mevduat getirisini yenmesi için kurun vade sonunda 19,60'ı aşmış olması gerekiyor. Ancak kurda yataylık beklentileri yoğunlaştığı için TL vadeli mevduatı daha cazip bir seçenek olarak değerlendiriyoruz.

Eurobond

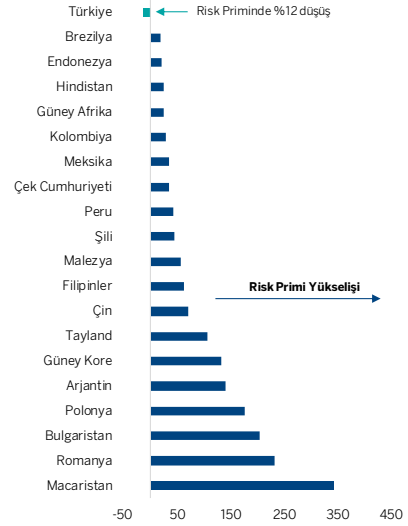
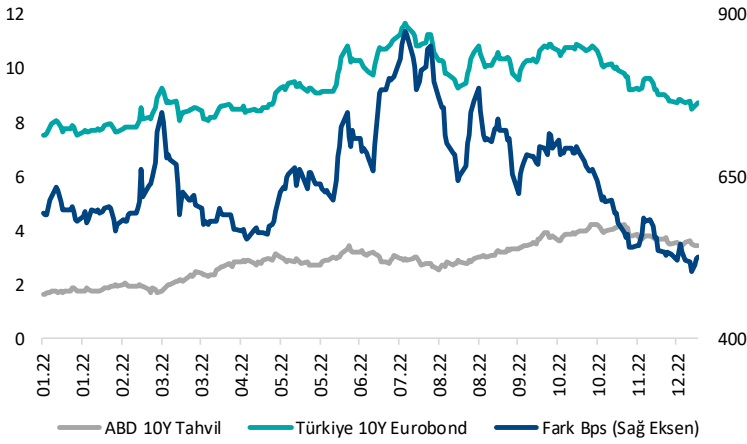
Fed son FOMC toplantısında yaptığı 50 bps faiz indirimi sonrasında enflasyon hedeflenen %2 seviyesine gerileyene kadar faiz indirimlerinin söz konusu olmadığı mesajını verdi. Dolayısı ile ABD tahvil faizlerindeki yükseliş şimdilik sınırlı kalsa da faiz indirim ihtimali göz ardı edildiği için kısa vadede getiri eğrisinde düşüş trendi gündeme gelmeyebilir. Bu senaryoda 2023 ilk çeyrekte ABD tahvil faizleri bu seviyelerde kalırsa GOÜ risk primlerinde olumlu hareketler sürebilir. Böylelikle Türk Hazine eurobondları getirilerinde de ani yükseliş riski ortadan kalkmış olur.

Hazine 2022 yılında uluslararası sermaye piyasalarından sene başında öngördüğü gibi 11 milyar dolar finansman sağladı. 2023 yılında uluslararası sermaye piyasalarından tahvil ve kira sertifikası ihraçları yoluyla 10 milyar ABD doları tutarı karşılığında finansman sağlanması öngörülmektedir. Eğer 2023 ilk çeyreğinde hem Fed'in faiz artışlarında sona gelindiği fikri piyasalara yerleşir, hem de gelişen ülke riskleri düşmeye devam ederse, Hazine'nin yabancı para cinsi ihraçlarındaki borçlanma maliyeti gerileyebilir.

Buradan hareketle Türk Hazine eurobondlarına yatırımın hala uygun ve cazip bir seçenek olduğunu düşünüyoruz. Ekim ayı ortasından bu yana özellikle GOÜ risk primleri düşerken, Türkiye'nin eurobond getiri eğrisinde 6 yıldan kısa vadelere daha fazla talep oldu. İki yıl ve daha kısa vadelerde faizler daha hızlı gerilediği için 3-6 yıl aralığını tercih etmek cazip getirileri bakımından daha mantıklı görünüyor. Ocak 2026, Eylül 2026, Eylül 2027 ve Nisan 2029 tahvillerini kısa-orta vadede, Haziran 2031 ve Eylül 2033 kağıtlarını ise daha uzun vade seçenekler arasında öneriyoruz.

ABD10Y Tahvil Faizi, Türkiye 10Y ABD\$ Eurobond

Sene Başına Göre GOÜ 5Y CDS Primlerindeki Değişim%



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Model Portföy

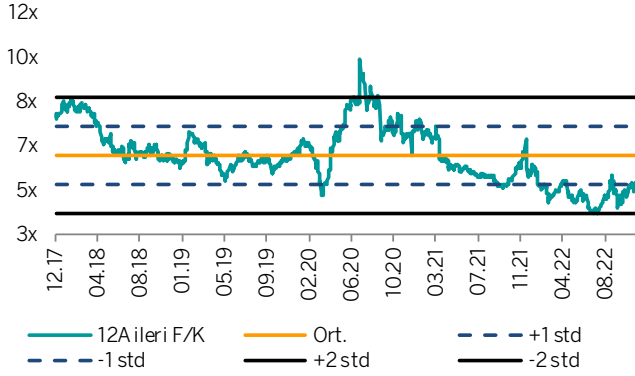
2023'te şirket performansları adına olumlu görüşümüzü korumakla beraber, 2022 kadar güçlü bir görünüm beklemiyoruz. Banka dışı şirketlerde yurt içi ve yurt dışında azalan ekonomik büyüme beklentileri ile satış ve operasyonel karlılık tarafında azalan bir ivme bekliyoruz. Özellikle, önceki 2 yıla göre, pandemi sonrası normalleşmenin meyvelerinin toplandığı 2022 yüksek bir baz oluşturdu. 2023'te bu yüksek bazın üzerine gelecek ek büyümenin sınırlı olmasını normal karşılıyoruz. Ticari kredi büyümesi 2022 ortalarında %90'lara kadar ulaştıktan sonra alınan önlemler neticesinde son dönemde yıllık bazda %58'e kadar geriledi. Ticari kredilerde tercih edilen seçici ve odaklı yaklaşımın şirketlerin finansman maliyetlerini bir miktar yukarı çekmesi karlılık üzerinde baskı yaratma potansiyeline sahip. Bankalar tarafında ise, TÜFE'ye endeksli tahvillerin ve KKM sisteminin getirmiş olduğu katkılarının çok net olduğu 2022 sonrası, artan fonlama maliyetleri marjlar ve karlılık üzerinde baskı yaratıyor. Sektör için 2022 sonunda %43 olmasını beklediğimiz özkaynak karlılığının 2023'te %34'e gerilemesini bekliyoruz.

Düşük reel faiz ortamının yaratmış olduğu sınırlı alternatif yatırımlar BIST için olumlu seyrin devamına işaret ediyor. Hisse fiyatlarını etkileyen temel 2 faktör kar büyümesi ve çarpan artışıdır. 2023'de yukarıda saydığımız nedenlerden dolayı kar büyümesi momentumu azalıyor ancak düşük reel faiz ortamının yaratmış olduğu sınırlı alternatif yatırım imkanları (mevduat, döviz), hisse piyasasını oldukça cazip hale getiriyor. Bu durumda hisse çarpan seviyelerinin artık daha üst bir noktada oluşmasını makul buluyoruz. Dolayısıyla, güncel verilere göre 5.0x seviyesinde olan BIS100 F/K seviyesinin ilk aşamada son 5 yıl ortalaması olan 7.1x seviyelerine yakınsamasını olası buluyoruz. MSCI Türkiye 2022'de GOP benzerlerine göre %123 daha iyi performans gösterdi ancak BIST100 benzerlerine göre hala %48-56 arasında iskonto ile işlem görüyor. Yılbaşında %41 seviyesinde olan yabancı payının %30'lara kadar gerilemesi ile hisse piyasası tamamen yurt içi odaklı olmaya başladığının göstergesidir. 2022'de yıllık bazda %102 büyüyen ve hisse piyasasında ağırlığını 5 puan artırarak %22'ye çıkaran yurtiçi kurumsal yatırımcı tercihlerinin de bahsetmiş olduğumuz çarpan değerlemesini destekleyici rol oynayacağını düşünüyoruz.

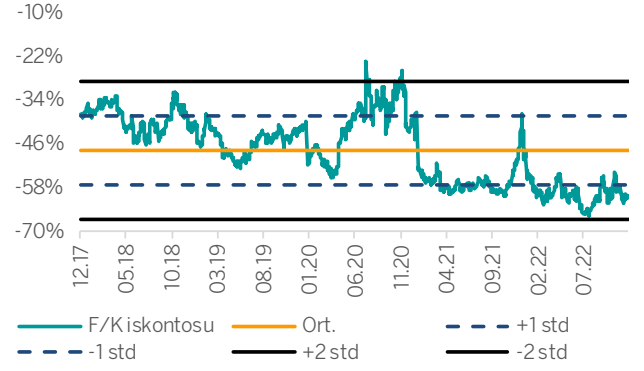
Talep koşulları kuvvetli, verimli maliyet yönetimine sahip ve değerlendirme anlamında cazip hisseleri ön plana çıkarıyoruz. Model portföyümüzde bankaların ağırlığı endeksin 2 puan üzerinde ve %14. Bankacılık endeksinde güçlü temel göstergelere sahip ve yüksek özkaynak karlılığı üretebilen bankalardan **Akbank** ve **Yapı Kredi**'yi beğeniyoruz. Ayrıca, güçlü karlılık odaklı stratejisi ve yeni yatırım planları doğrultusuna **Sabancı Holding**'i cazip buluyoruz. Sanayi tarafında, dinamik fiyatlandırma modeli ve kapasite artışıyla birlikte büyüme hikayesi olan **Şişecam**'i ön plana çıkarıyoruz. Perakende tarafında, defansif yapı ve yüksek getiri potansiyeli ile **Mavi**, yeniden büyüme hikayesi yaratabilecek potansiyele sahip **Yataş** tercihlerimiz arasında. Ayrıca, başarılı 2022 sonrasında, yolcu trafiği tarafında güçlü ivmenin devamını beklediğimiz **Türk Hava Yolları** havacılık sektöründe beğendiğimiz hisse. Gıda tarafında ise, Özbekistan'ın (CCBU) artan katkısı ve iskonto çarpanları ile **Coca-Cola** ön plana çıkıyor.

Değerleme Göstergeleri

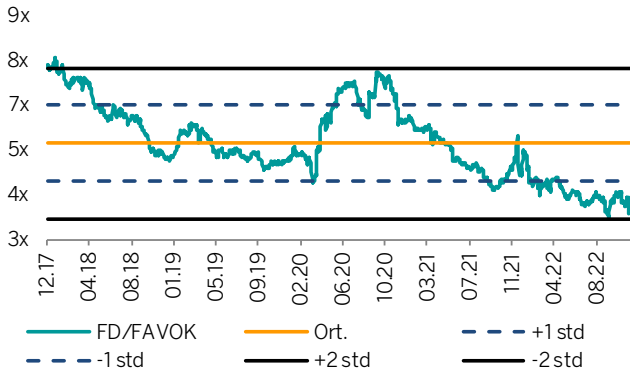
BIST100 12A ileri F/K



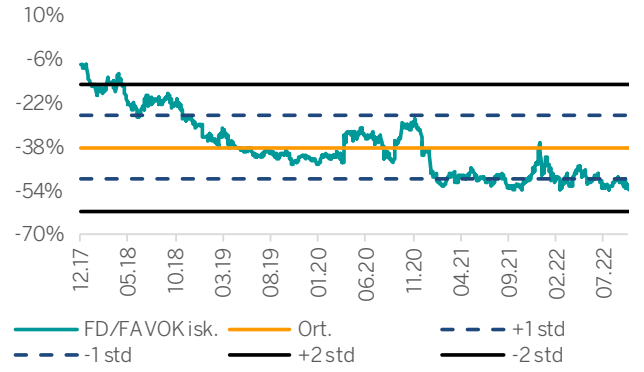
BIST100 vs. MSCI GOP F/K iskontosuz



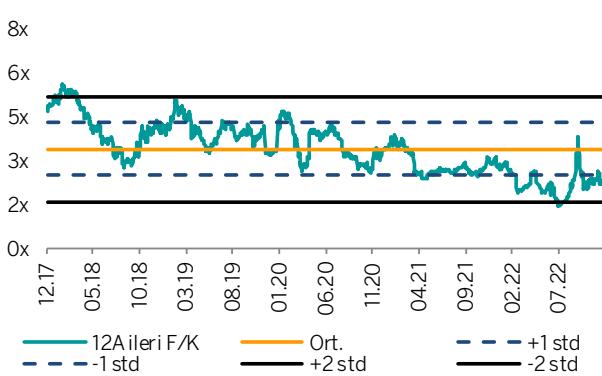
BIST 12A ileri FD/FAVOK



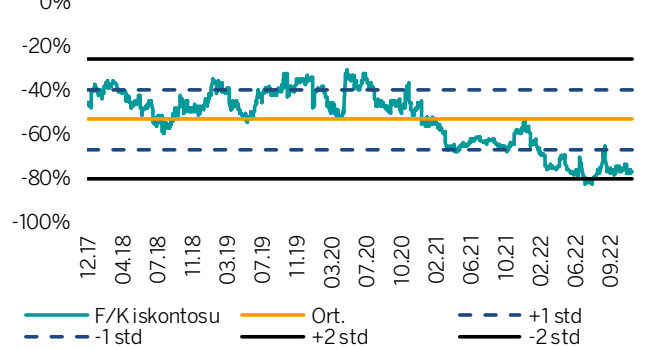
BIST100 vs. MSCI GOP FD/FAVOK iskontosuz



Banka Endeksi 12A ileri F/K

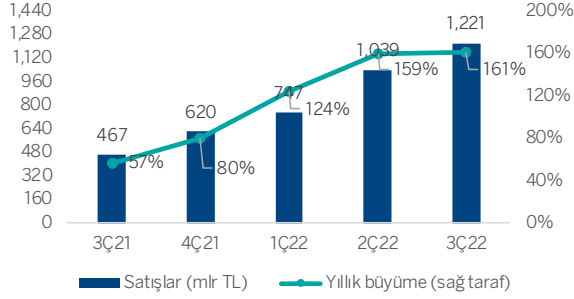


Banka Endeksi vs. GOP finansal endeksi F/K iskontosuz

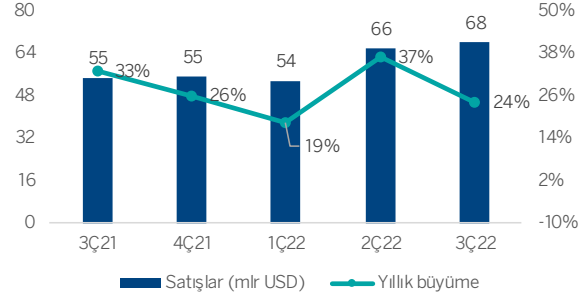


BIST100 Finansal Performans Trendleri

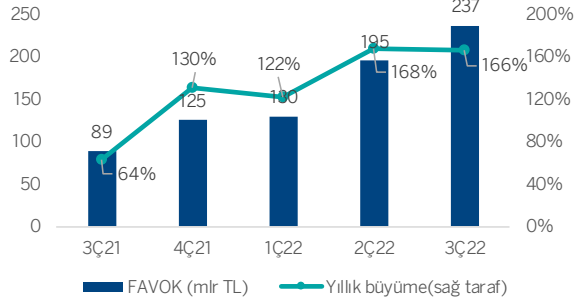
BIST100 Finans dışı şirketler satış trendi



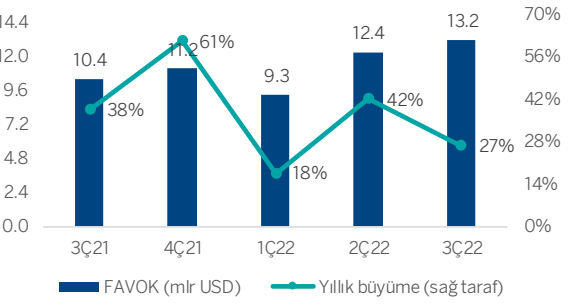
BIST100 Finans dışı şirketler satış trendi



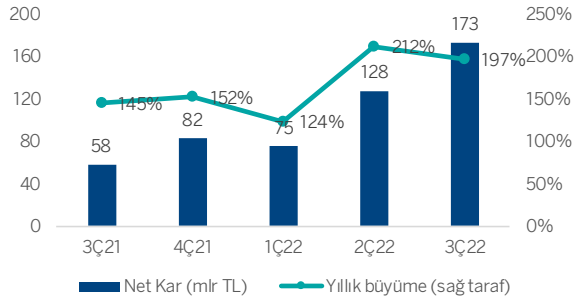
BIST100 Finans dışı şirketler FAVOK



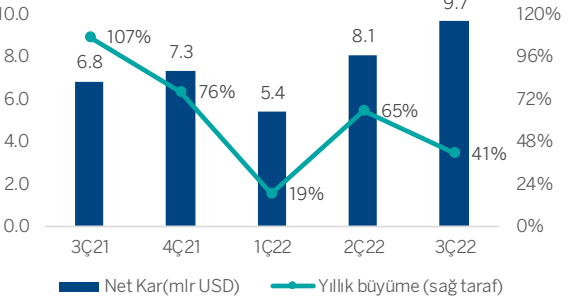
BIST100 Finans dışı şirketler FAVOK



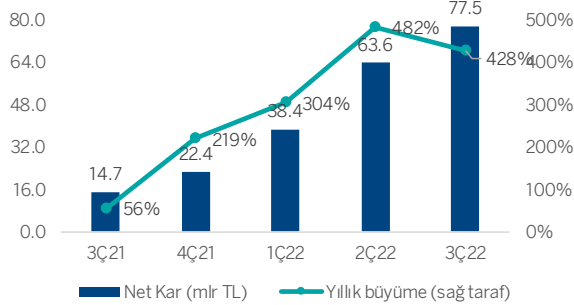
BIST100 Finans dışı şirketler net kar



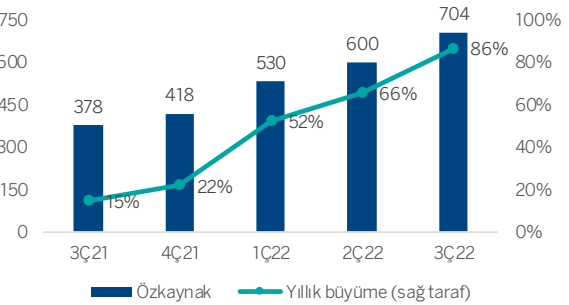
BIST100 Finans dışı şirketler net kar



BIST100 Finans şirketleri net kar



BIST100 Finans şirketleri özkaynaklar

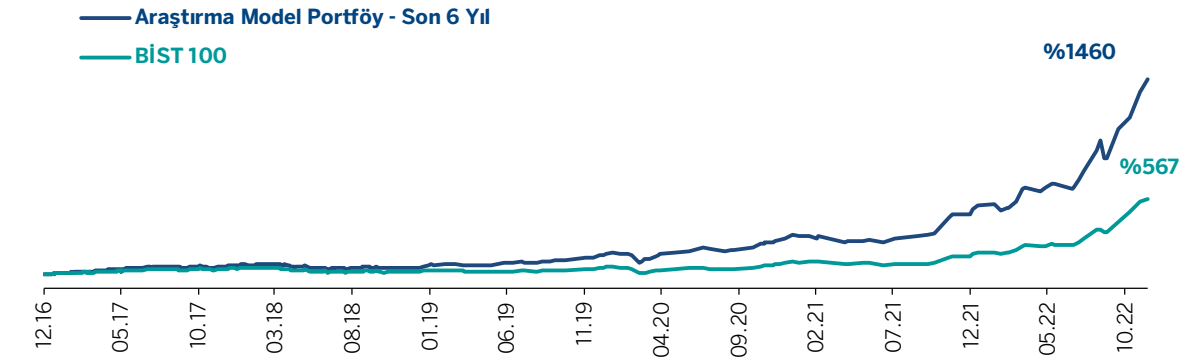


Tercih ettiğimiz hisseler:

Halihazırda 8 hisseden oluşan Model Portföyümüzde 2 banka ve 6 banka-dışı hisse bulunmaktadır. Model Portföyümüzdeki hisseler ve ağırlıkları:

AKBNK (%7), **CCOLA** (14%), **MAVI** (%14), **SAHOL** (%15), **SISE** (%14), **THYAO** (%15), **YATAS** (%14), **YKBNK** (%7).

- **AKBNK:** Sermaye yeterliliği ve likiditesi ile ön planda
- **CCOLA:** Özbekistan'ın (CCBU) artan katkısı ve iskontolu çarpanlar
- **MAVI:** Defansif yapı ve yüksek getiri potansiyeli
- **SAHOL:** Güçlü kar büyümesi beklentisi, yeni yatırımlar
- **SISE:** Dinamik fiyatlama modeli ve kapasite artışıyla birlikte büyüme hikayesi
- **THYAO:** Güçlü yolcu trafiği ve kargo gelirleri
- **YATAS:** Devam eden büyüme hikayesi
- **YKBNK:** Güçlü karlılık performansı



Hisse	Temel Tavsiye	İZA Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Ağırlık	Eklendiği Tarih	Nominal Getiri	Relatif Getiri	Tercih Nedeni
AKBNK	EÜ	23.50	26%	7.0%	11.08.2022	88.6%	3.8%	Sermaye yeterliliği ve likiditesi ile ön planda
CCOLA	EÜ	275.98	30%	14.0%	18.10.2022	24.5%	-8.3%	Özbekistan'ın (CCBU) artan katkısı ve iskontolu çarpanlar
MAVI	EÜ	173.73	35%	14.0%	26.09.2022	73.2%	8.3%	Defansif yapı ve yüksek getiri potansiyeli
SAHOL	EÜ	51.30	30%	15.0%	16.12.2022	*	*	Güçlü kar büyümesi beklentisi, yeni yatırımlar
SISE	EÜ	54.00	38%	14.0%	20.09.2022	49.6%	-6.0%	Dinamik fiyatlama modeli ve kapasite artışıyla birlikte büyüme hikayesi
THYAO	EÜ	184.00	32%	15.0%	11.11.2022	23.6%	5.6%	Güçlü yolcu trafiğinin devamı beklentisi
YATAS	EÜ	41.41	19%	14.0%	01.12.2022	15.0%	11.3%	Devam eden büyüme hikayesi
YKBNK	EÜ	15.00	28%	7.0%	11.11.2022	20.7%	3.2%	Güçlü karlılık performansı

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Akbank **Mevcut/Hedef Fiyat: TL18.65 / 23.50** **Artış Potansiyeli: 26%**
Özet Finansallar & Oranlar

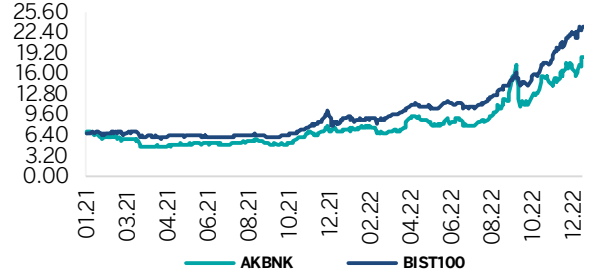
(mnTL)	2020	2021	2022T	2023T
Net Kar	6,267	12,126	55,289	61,082
Toplam Aktifler	446,101	699,104	1,103,000	1,455,960
Özsermaye	62,919	75,955	120,186	171,052
Kredi/Mevduat	94%	86%	80%	80%
NFM	4.1%	3.2%	6.5%	4.9%
Maliyet/Gelir	34%	35%	18%	25%

Değerleme Çarpanları

F/K	15.5	8.0	1.8	1.6
F/DD	1.5	1.3	0.8	0.6
Özsermaye Getirisi	11%	18%	51%	43%
Aktif Getirisi	1.4%	2.3%	6.4%	5.4%

Hisse Senedi Bilgileri **16.12.2022**

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta	0%	-1%	2%
BIST 100'deki Ağırlığı:			1.16
52 Hafta Aralığı (TL):			2.3%
P.Değeri (mnTL):			6.68 - 18.65
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			96,980
Yıllık TL Getiri (%):			3344.8
Halka Açıklık Oranı (%):			168
			42



Akbank, güçlü sermaye yeterliliği ve döviz likiditesi ile özel bankalar içerisinde ön plana çıkmaktadır. %16 seviyesinde çekirdek sermaye oranı ile en güçlü görünüme sahip Akbank, kur hareketlerine karşı en korunaklı banka konumundadır. Ayrıca, şirket %11 seviyesinde toplam Grup II ve Grup III kredileriyle, sağlam bir aktif kalitesi yapısına sahiptir. Şirket, 2022 yılının ilk 9 ayında sadece 78baz puanlık net risk maliyeti ile en iyi performans gösteren bankadır. Akbank 2023 tahminlerimize göre 0.6F/DD ve 1.6x F/K ile, benzer ortalamasına göre sırasıyla %11 ve %18 iskontolu işlem görmektedir. Şirketin güçlü temel göstergelerinin daha iyi çarpan seviyelerini hak ettiğini düşünüyoruz. 2023 yılında Akbank için özkaynak karlılığı beklentimiz %43 seviyesindedir.

Coca Cola İçecek **Mevcut/Hedef Fiyat: TL211.50 / 275.98** **Artış Potansiyeli: 30%**
Özet Finansallar & Oranlar

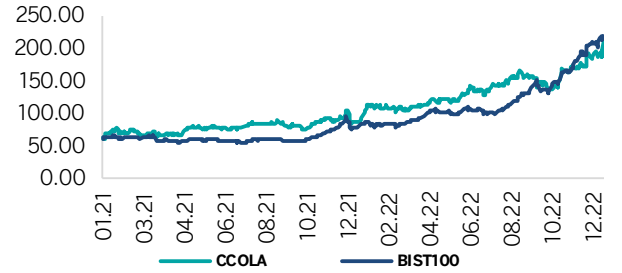
(mnTL)	2020	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	14,391	21,930	52,505	84,332
FVAÖK	3,114	4,593	10,393	16,829
Net Kar	1,233	2,271	4,887	8,119
FVAÖK Marjı	21.6%	20.9%	19.8%	20.0%
Net Kar Marjı	8.6%	10.4%	9.3%	9.6%

Değerleme Çarpanları

F/K	43.6	23.7	11.0	6.6
FD/Satışlar	4.2	2.8	1.2	0.7
FD/FVAÖK	19.4	13.2	5.8	3.6
Hisse Başı Kazanç (TL)	4.85	8.93	19.21	31.92
Hisse Başı Temettü (TL)	0.83	1.97	5.80	9.58

Hisse Senedi Bilgileri **16.12.2022**

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta:	8%	-8%	-13%
BIST 100'deki Ağırlığı:			0.77
52 Hafta Aralığı (TL):			1.3%
P.Değeri (mnTL):			85.12 - 211.5
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			53,799
Yıllık TL Getiri (%):			147.5
Halka Açıklık Oranı (%):			143
			26



Pandemi koşulları, arz yönlü darboğazlar, enflasyonist ortam ve küresel bazda tedarik zincirindeki aksamalara rağmen şirket zor koşulları iyi yönetti. i) Fiyatlama gücü, ii) hammadde fiyatlarındaki artışa karşı finansal koruma sağlayan enstrümanların kullanımı, iii) Özbekistan yatırımı ile daha da genişleyen coğrafi alan ve iv) sıkı finansal yönetimiyle mevcut ve potansiyel zorluklarla tekrar başa çıkabilir.

9A22 itibarıyla Net Borç/FVAÖK oranı 0.7x ile düşük denebilecek seviyede. Dolayısıyla 2023 yılında da Coca Cola İçecek yeni satın alma fırsatlarına açık olacaktır. Alüminyum fiyatlarında yılın ikinci yarısında düşüş yaşandı ve şeker fiyatları büyük değişime uğramadı. 2023'te hammadde tarafında maliyet yönlü baskı ortadan kalkabilir.

Mavi Giyim
Mevcut/Hedef Fiyat: TL128.70 / 173.73

Artış Potansiyeli:
35%
Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2020	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	2,402	4,619	10,252	14,681
FVAÖK	385	1,016	2,515	3,458
Net Kar	5	400	1,505	1,919
FVAÖK Marjı	16.0%	22.0%	24.5%	23.6%
Net Kar Marjı	0.2%	8.7%	14.7%	13.1%

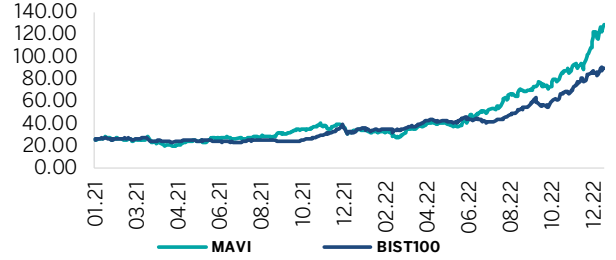
Değerleme Çarpanları

F/K	2788.9	31.9	8.5	6.7
FD/Satışlar	5.1	2.6	1.2	0.8
FD/FVAÖK	31.7	12.0	4.9	3.5
Hisse Başı Kazanç (TL)	0.05	4.03	15.15	19.32
Hisse Başı Temettü (TL)	0.31	1.21	4.56	5.81

Hisse Senedi Bilgileri
16.12.2022
Relatif Performans

	1ay	3ay	12ay
Beta:	26%	7%	45%

BIST 100'deki Ağırlığı:			0.60
52 Hafta Aralığı (TL):		27.41 - 128.7	0.3%
P.Değeri (mnTL):		12,782	
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:		144.2	
Yıllık TL Getiri (%):		276	
Halka Açıklık Oranı (%):			



Yüksek seyreden enflasyon ve alışveriş iştahındaki artışın yarattığı tüketici talebi sayesinde iskontolu satışa daha az gereksinim duyulması ve doğru fiyatlandırma politikası hem satış gelirlerinde hem de güçlü karlılıkta önemli rol oynuyor. 9A22 döneminde satışlar yıllık bazda %130 artarken, net kar büyümesi %304'e ulaştı. 4Ç22'ye ilişkin sinyaller de güçlü sonuçlara işaret ediyor. Türkiye perakende satışları Kasım ayında %143 ve Aralık ilk 7 gününde %120 büyüdü. Kurda sene başında yaşanan artış ve enflasyonist ortamda MAVİ, yerli firma olmanın avantajıyla pazar payını artırdı. Şirket, 14+ yaş hazır giyim pazarında Türkiye'deki pazar payını yaklaşık ikiye katladı.

Ekim sonu itibariyle hiç yabancı para borçlanması yoktur ve UFRS-16 hariç 1,134mn TL net nakdi bulunmaktadır. (2021: 618mn TL)

Sabancı Holding
Mevcut/Hedef Fiyat: TL39.42 / 51.30

Artış Potansiyeli:
30%
Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2020	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	59,354	88,192	205,901	277,967
FVAÖK	11,917	23,550	73,894	99,758
Net Kar	4,768	12,032	36,287	45,359
FVAÖK Marjı	20.1%	26.7%	35.9%	35.9%
Net Kar Marjı	8.0%	13.6%	17.6%	16.3%

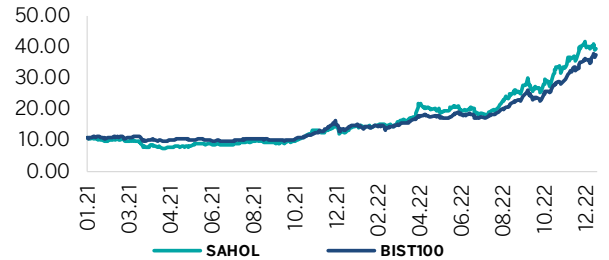
Değerleme Çarpanları

F/K	16.9	6.7	2.2	1.8
FD/Satışlar	14.1	9.5	4.1	3.0
FD/FVAÖK	70.1	35.5	11.3	8.4
Hisse Başı Kazanç (TL)	2.34	5.90	17.78	22.23
Hisse Başı Temettü (TL)	0.00	0.00	3.56	4.45

Hisse Senedi Bilgileri
16.12.2022
Relatif Performans

	1ay	3ay	12ay
Beta:	-4%	-5%	7%

BIST 100'deki Ağırlığı:			1.18
52 Hafta Aralığı (TL):		12.02 - 41.94	1.9%
P.Değeri (mnTL):		80,433	
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:		2039.6	
Yıllık TL Getiri (%):		211	
Halka Açıklık Oranı (%):		44	



Sabancı Holding için olumlu beklentimize baz teşkil eden unsurlar; i) yılbaşında %40 seviyesinde olan NAD iskontosunun %29 seviyesine gerilemesinin borsada işlem görmeyen enerji üretim biriminin artan operasyonel performansı neticesinde olması, ii) bankacılık tarafının sermaye yeterliliği ve likidite anlamında güçlü olması, iii) 2022'de beklenen güçlü kar büyümesi ile temettü veriminin cazip seviyelere gelmesi, iv) YP gelir yaratan, teknoloji ve sürdürülebilir alanlara odaklanan strateji, v) %1.7 seviyesine ulaşan hisse geri alımlarının (program büyüklüğü %5) aşağı potansiyeli sınırlaması. Enerji üretim tarafı, son dönemde nakit akımını ve operasyonel karlılığını dolar bazlı elektrik fiyatlarının yukarı gitmesi ile artırdı. Holding'in yeni ekonomi kollarındaki aktif stratejisinin dikkat çekmeye başlayacağını düşünüyoruz.

Şişe Cam

Mevcut/Hedef Fiyat: TL39.20 / 54.0

Artış Potansiyeli:

38%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2020	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	21,341	32,058	95,504	138,481
FVAÖK	4,405	7,562	22,195	31,739
Net Kar	2,138	9,133	18,977	23,940
FVAÖK Marjı	20.6%	23.6%	23.2%	22.9%
Net Kar Marjı	10.0%	28.5%	19.9%	17.3%

Değerleme Çarpanları

F/K	56.2	13.1	6.3	5.0
FD/Satışlar	6.5	4.3	1.5	1.0
FD/FVAÖK	31.5	18.3	6.2	4.4
Hisse Başı Kazanç (TL)	0.70	2.98	6.19	7.82
Hisse Başı Temettü (TL)	0.16	0.41	0.93	1.17

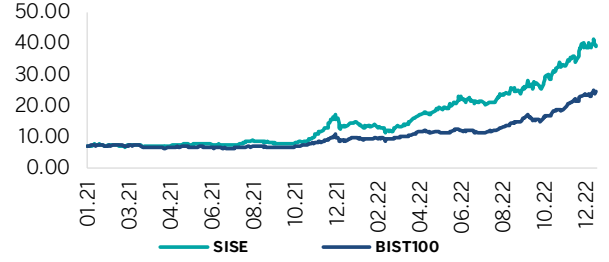
Hisse Senedi Bilgileri

16.12.2022

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
0%	-6%	-1%

Beta:	1.06
BIST 100'deki Ağırlığı:	2.8%
52 Hafta Aralığı (TL):	11.51 - 41.28
P.Değeri (mnTL):	120,078
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	2952.0
Yıllık TL Getiri (%):	199
Halka Açıklık Oranı (%):	35



Şişe Cam'ın hem coğrafi hem de ürün yelpazesi bakımından çeşitlendirilmiş iş yapısını beğenmekteyiz. Şişe Cam'ın 3Ç22'de uluslararası faaliyetlerden elde ettiği gelir, konsolide gelirlerinin %64'ünü oluşturmuştur. Ayrıca Şişe Cam'ın ihracat ve döviz bazlı gelirlerine karşılık, döviz bazlı maliyetlerinin oranının daha düşük olması sebebiyle brüt kar seviyesi TL'nin ABD\$ karşısındaki zayıflığından olumlu etkilenmektedir. 2023 yılında da düz cam ve kimyasallar segmentlerinin operasyonel olarak güçlü kalmaya devam edeceklerini düşünüyoruz. Kimyasallar segmenti, döviz bazlı gelirleri sayesinde TL'deki zayıflıktan olumlu etkilenmektedir. Cam ambalaj tarafında 2023 yılında da tüketici algısının olumlu seyretmesini ve turizm faaliyetlerindeki hareketliliğin destekleyici olmasını bekliyoruz.

Türk Hava Yolları

Mevcut/Hedef Fiyat: TL139.30 / 184.0

Artış Potansiyeli:

32%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2020	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	46,448	97,378	313,825	455,047
FVAÖK	8,261	27,922	79,745	102,073
Net Kar	-5,588	8,213	53,933	56,177
FVAÖK Marjı	17.8%	28.7%	25.4%	22.4%
Net Kar Marjı	a.d.	8.4%	17.2%	12.3%

Değerleme Çarpanları

F/K	a.d.	23.4	3.6	3.4
FD/Satışlar	7.7	3.7	1.1	0.8
FD/FVAÖK	43.1	12.8	4.5	3.5
Hisse Başı Kazanç (TL)	-4.05	5.95	39.08	40.71
Hisse Başı Temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	0.00

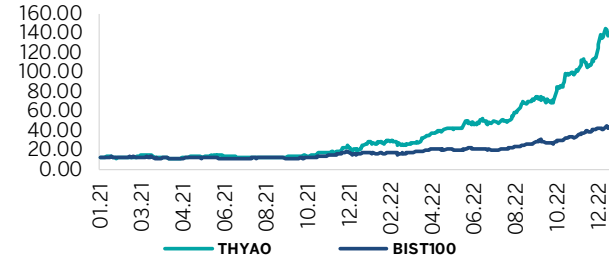
Hisse Senedi Bilgileri

16.12.2022

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
19%	22%	142%

Beta:	1.20
BIST 100'deki Ağırlığı:	4.6%
52 Hafta Aralığı (TL):	18.88 - 145
P.Değeri (mnTL):	192,234
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	7822.2
Yıllık TL Getiri (%):	596
Halka Açıklık Oranı (%):	50



2022 yılında turizmde yakalanan olumlu ivmenin 2023 yılında da devam edeceği beklentimize paralel, turizm odaklı seyahatlerin havacılık sektörüne olumlu yansımaları bekliyoruz. THY'nin fonksiyonel para birimi ABD\$ olup Şirket'in faaliyetleri üzerinde ABD\$'nın etkisi önemlidir. THYAO'nun gelirlerinin yaklaşık %92 yabancı para birimi iken maliyetlerindeki yabancı paranın oranı %78 seviyesinde olup, bu durum şirketin karlılığını desteklemektedir. THY'nin 395 olan filo sayısının yıl sonunda 393 olmasını, 2023 yılında yaklaşık 40 ve 2024 yılında yaklaşık 30 yeni nesil uçağın filoya katılmasını bekliyoruz. Yeni nesil uçakların filoya katılması, yeni uçakların hem daha az yakıt tüketmesi hem de daha fazla koltuk kapasitesine sahip olması, şirkete maliyet avantajı sağlayacaktır.

Yataş Mevcut/Hedef Fiyat: TL34.72 / 41.41 Artış Potansiyeli: 19%

Özet Finansallar & Oranlar

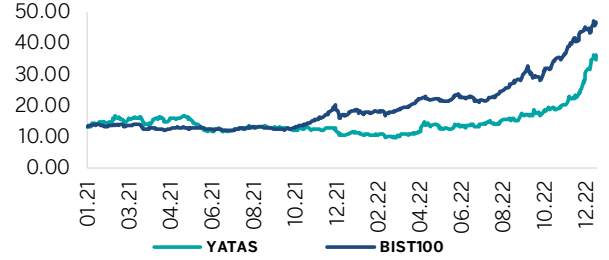
(mnTL)	2020	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	1,748	2,859	6,558	10,136
FVAÖK	331	433	876	1,473
Net Kar	170	256	534	927
FVAÖK Marjı	18.9%	15.2%	13.4%	14.5%
Net Kar Marjı	9.7%	9.0%	8.1%	9.1%

Değerleme Çarpanları

F/K	30.6	20.3	9.7	5.6
FD/Satışlar	3.5	2.2	0.9	0.6
FD/FVAÖK	18.7	14.2	7.0	4.2
Hisse Başı Kazanç (TL)	1.14	1.71	3.56	6.19
Hisse Başı Temettü (TL)	0.28	0.67	1.07	1.86

Hisse Senedi Bilgileri 16.12.2022

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta:	32%	31%	17%
BIST 100'deki Ağırlığı:			0.66
52 Hafta Aralığı (TL):		9.61 - 36.5	0.1%
P.Değeri (mnTL):			5,201
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			74.7
Yıllık TL Getiri (%):			225
Halka Açıklık Oranı (%):			50



Yataş'ın son 7 yıl satış alanı ve mağaza sayısının yıllık bileşik büyüme oranı sırasıyla %20 ve %19 oldu. 2020 yılından sonraki m² genişlemesi toplam ulaşılan m²'nin %27'si kadar oldu. Son çeyrekte kredi ve banka kartı harcamalarında mobilya ve dekorasyon grubunda yıllık bazda %120'yi aşan artış dikkat çekiyor. Enflasyonun etkisi yüksek ancak bu oran manşet enflasyonun (%85.5) ve ev eşyası grubu enflasyonunun (%93.6) üzerini işaret ediyor. Yurtiçinde m² başına gelir büyümesinin %45 olmasını bekliyoruz. Şirketin 2023'te yaklaşık 1,161 toplam mağaza ve 859bin m² toplam satış alanına ulaşacağını tahmin ediyoruz. Yeni formatlarla (Divanev, Puffy) gelen büyüme ve sünger fiyatlarında gözlenen son dönemdeki düşüşün de katkısıyla marjlarda beklediğimiz normalleşme hisse fiyatları için katalizör olabilir.

Yapı Ve Kredi Bankası Mevcut/Hedef Fiyat: TL11.75 / 15.0 Artış Potansiyeli: 28%

Özet Finansallar & Oranlar

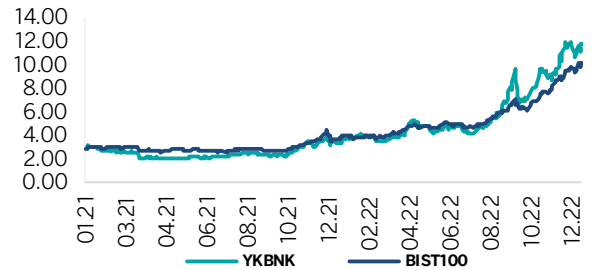
(mnTL)	2020	2021	2022T	2023T
Net Kar	5,080	10,490	51,449	55,023
Toplam Aktifler	459,732	736,959	1,130,480	1,469,624
Özsermaye	47,564	63,484	104,643	150,742
Kredi/Mevduat	109%	98%	88%	87%
NFM	3.8%	3.2%	7.1%	5.3%
Maliyet/Gelir	33%	31%	19%	25%

Değerleme Çarpanları

F/K	19.5	9.5	1.9	1.8
F/DD	2.1	1.6	0.9	0.7
Özsermaye Getirisi	11%	19%	51%	43%
Aktif Getirisi	1.3%	2.2%	6.0%	5.1%

Hisse Senedi Bilgileri 16.12.2022

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta	-4%	4%	31%
BIST 100'deki Ağırlığı:			1.21
52 Hafta Aralığı (TL):		3.28 - 12.05	2.4%
P.Değeri (mnTL):			99,253
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:			3421.7
Yıllık TL Getiri (%):			256
Halka Açıklık Oranı (%):			18



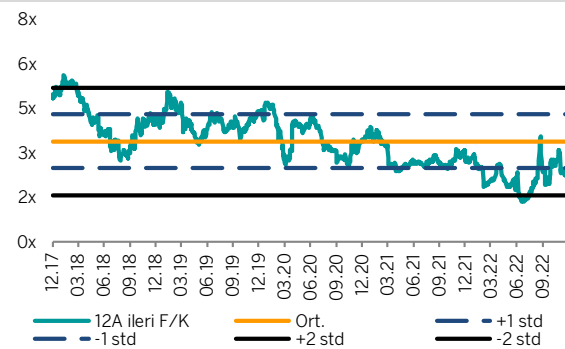
Yapı Kredi 2023 tahminlerimize göre 0.7x F/DD ve 1.8x F/K ile işlem görüyor. Çarpan seviyelerini benzerleri ile karşılaştırdığımızda geçtiğimiz yıldaki olumlu ayrışmaya rağmen hala benzerlerine benzer seviyede çarpan seviyeleri görüyoruz. Şirketin son dönemde özkaynak karlılığında yaşanan hızlı toparlanma göz önüne alındığında, Yapı Kredi'nin benzerlerine göre daha primli işlem görmesi gerektiğini düşünüyoruz. Şirket 2022'nin ilk 9 ayında %55 özkaynak karlılığı ile ön plana çıktı. Özellikle, mevduat maliyetlerini benzerlerine göre daha iyi yöneten banka marj anlamında rakiplerinin önünde yer alıyor. %20 seviyesine yakınsayan gider/gelir oranı ve benzerlerine göre daha iyi marj performansı özkaynak karlılığındaki iyileşmeyi destekleyecek en önemli unsurlar olmaya devam edecektir.

SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ

Bankacılık

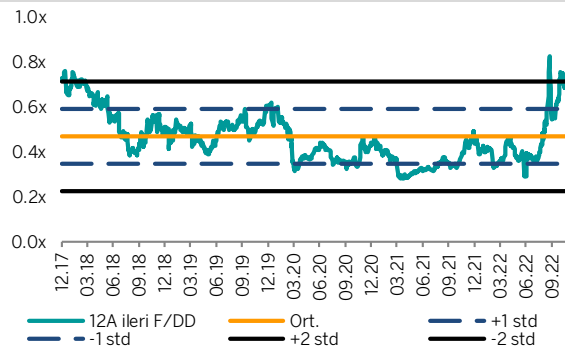
- **Banka bilanço performansları 2022 son çeyreğinde de güçlü, ancak 2023 yılında marj daralması kaçınılmaz.** 2022'nin son çeyreğinde %85 enflasyon oranı ile değerlendirilecek olan TÜFE'ye endeksli tahviller karlılığı destekleyecek, ancak enflasyonun 2022 Aralık ayından itibaren aşağı trende girecek olması 2023 beklentilerini zayıflatan bir unsur. 2022 son çeyreğinde regülasyon kaynaklı (tahvil alma zorunluluğu, ticari kredi faizlerinin düşmesi ve %50 altı TL mevduata getirilen düzenlemeler) olarak çekirdek marjlarda 50-75 baz puan arası bir daralma bekliyoruz, ancak TÜFE'ye endeksli kağıtların desteği ile 4Ç22'de net kar rakamının 3Ç22'ye göre yatay kalmasını olası buluyoruz. 2023 yılında ise bankaların net karlarının, 1.6 puan net faiz marjı daralma beklentimize rağmen, tek haneli olarak büyümesini bekliyoruz. Ticari kredi faizlerinde yaşanan aşağı yön, kredi mevduat makasını baskımlarken, regülasyon kaynaklı artan fonlama maliyetleri bu beklentimizin temel iki gerekçesidir. Ancak, risk maliyeti tarafını bankaların iyi yönettiğini düşünüyoruz ve aktif kalitesi kaynaklı bir karlılık bozulması beklemiyoruz. Özellikle, büyüme, risk maliyetinin kontrol altında olması ve komisyon tarafında yapılan fiyatlamaların net karlılığı desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz.
- **Değerleme tarafı uzun süredir bahsettiğimiz ucuz görünümü teyit eder nitelikte devam ediyor.** Bankalar 2023 tahminlerine göre 2.8x F/K ve 0.9x F/DD ile işlem görüyor ve bu çarpanlar, GOP benzerlerine göre %77 ve %3 iskontoya işaret ediyor. F/K olarak iskonto oldukça cazip görünmekle beraber, F/DD olarak baktığımızda iskontonun orta vadede %48 ortalamaya göre oldukça düştüğü görünmektedir. %25 seviyesinde sürdürülebilir özkaynak karlılığı varsayımı altında, bankaların 0.85x-1.00x arasında defter değeri ile işlem görmesini makul buluyoruz. Bankacılık sektörü hisselerinde yabancı payı 2022 yılında 11 puan düşerek %33 seviyesine gelmesine rağmen, aynı dönemde GOP bankalarına göre %141 seviyesinde daha iyi performans gördük. Karlılık momentumunda yavaşlama beklediğimiz bankacılık sektöründe, likidite ve sermaye yeterliliği tarafında güçlü, marj tarafını daha iyi yönetebilen bankalarda seçici olunması gereken bir döneme girdiğimizi düşünüyoruz. Model portföyümüzde Akbank (AKBNK) ve Yapı Kredi'yi (YKBNK) tutmaya devam ediyoruz.

XBANK 12A ileri F/K



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

XBANK 12A ileri F/DD

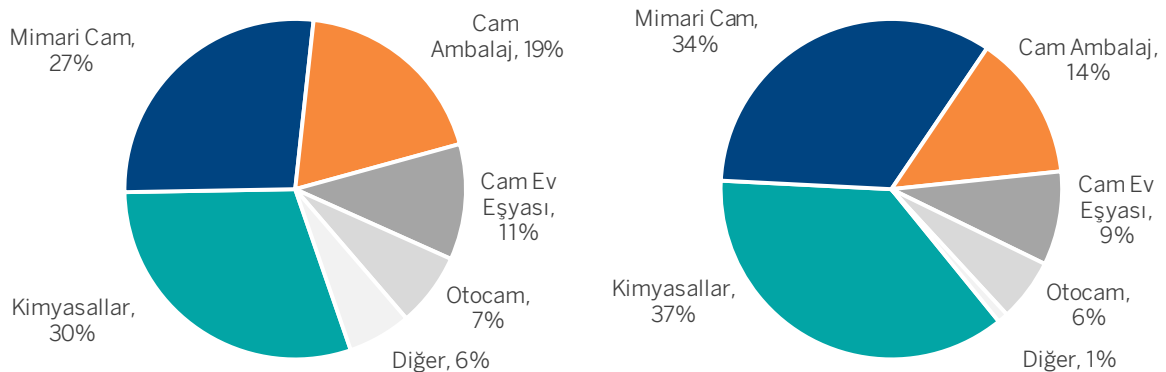


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Cam

- Cam sektörü ürünleriyle inşaat, otomotiv, yenilenebilir enerji, beyaz eşya ve ev eşyası, gıda, alkollü ve alkolsüz içecekler, ilaç, kozmetik, turizm gibi birçok sektöre girdi vermektedir. Türkiye cam sanayii, üretim kapasitesi bakımından lider konumu ile, Şişe Cam tarafından temsil edilmektedir. Şişe Cam'ın hem coğrafi hem de ürün yelpazesi bakımından çeşitlendirilmiş iş yapısını beğenmekteyiz. Şişe Cam'ın ihracat ve döviz bazlı gelirlerine karşılık, döviz bazlı maliyetlerinin oranının daha düşük olması sebebiyle brüt kar seviyesinde TL'nin ABD\$ karşısındaki zayıflığından olumlu etkilenmektedir.
- Genel olarak, artan enerji ve enflasyona bağlı faktörlerin yanı sıra makroekonomik dalgalanmaların da etkisiyle karlılık marjlarının 2023'te de baskı altında olabileceğini düşünüyoruz. Enerji yoğun endüstrilerden olan cam üretiminde yükselen enerji fiyatları üretim maliyetlerinin artışına neden olmuştur. Şişe Cam, dinamik fiyatlama modeli ile, artan maliyetlerini ürün fiyatlarına daha kısa sürede yansıtmaya başlamış olsa da, kış şartlarında enerji fiyatlarındaki sert artışlar kar marjlarını baskılayabilir. Öte yandan yüksek enerji maliyetleri, enerji verimliliği ve yenilebilir enerji kaynaklarının önemini artırırken, Şişe için enerji camlarının üretim potansiyelini artırmıştır. 2023'te düz cam ve kimyasallar segmentlerinin operasyonel olarak güçlü kalmaya devam edeceklerini, otomotiv sektörünü olumsuz etkileyen çip darboğazının olumsuz etkilerinin 2023'te azalabileceğini düşünüyoruz. Kimyasallar ise döviz bazlı gelirleri sayesinde TL'deki zayıflıktan olumlu etkilenmektedir. Cam ambalaj tarafında 2023'te tüketici algısının olumlu seyretmesini ve turizm faaliyetlerindeki hareketliliğin destekleyici olmasını bekliyoruz.
- Şişe Cam 2021 yılından bu yana i) Macaristan'da yıllık 330bin ton üretim kapasitesine sahip iki fırın ii) Eskişehir cam ambalaj üretim tesisine 160bin ton üretim kapasiteli yeni fırın iii) Yıllık 600bin tondan fazla kapasiteyle iki yeni düzcam hattı yatırımlarını açıklamıştır. Ayrıca iv) Ciner Grup'un ABD'de doğal soda külü faaliyetlerinin %60'ının 450mn ABD\$ karşılığında satın alınması v) Yıllık 6bin ton üretim kapasitesine sahip refrakter malzeme üreticisi İtalyan Refel S.p.A'nın satın alınmasını gerçekleştirmiştir. Bu yatırımlarla, Türkiye'de kurulu cam ambalaj üretim kapasitesi 1.5mn tona ve Macaristan yatırımının tamamlanmasıyla 3.2mn tona ulaşacaktır. Düz cam yatırımıyla yurt içi düzcam üretim kapasitesi %30 artarak 2.6mn tona ulaşacaktır. ABD yatırımı ile Şişe Cam'ın mevcut 2.5mn ton olan soda külü üretim kapasitesi 5mn seviyesine ulaşmış olup, tüm tesisler üretime başladığında 10mn tonu aşan kapasite ile dünya lideri konumuna gelmesi beklenmektedir.

SISE – Gelir ve FVAÖK'ün Segmentlere Göre Dağılımı



Kaynak: SISE, Garanti BBVA Yatırım

Dayanıklı Tüketim

- Dayanıklı tüketim sektörü için nötr görüşümüz bulunmaktadır. Dayanıklı tüketim sektörü için 2022 yılı, talep daralmasının olduğu ve artan maliyetler nedeniyle marjların baskı altında kaldığı bir yıl olmuştur. 2023 yılı ise talep daralmasının daha ılımlı bir seyirle devam edeceği, ancak karlılık marjlarının 2022'ye göre daha iyi olacağı bir yıl olabilir. Sektörde toplam satışların %50'sinden fazlasını ihracat oluşturmaktadır. Avrupa'da ise kış şartları ile artan enerji faturaları tüketicilerin alım güçlerinin azalmasına ve talebin ötelenmesine neden olabilir. Ocak-Ağustos 2022 döneminde, Batı Avrupa beyaz eşya pazarı, adet bazında yaklaşık %7 küçülme kaydetmiştir. İngiltere %14, Fransa %7, Almanya %5, İspanya %4, Avusturya %4, Belçika %12, İtalya %3, Hollanda %8 civarında küçülmüştür. Dayanıklı tüketim sektörü için nötr görüşümüz bulunmaktadır.
- Genel olarak, artan hammadde fiyatları, enerji ve lojistik maliyetlerindeki artışlar, ABD\$'ı karşısında zayıflayan EUR ve kapasite kullanım oranının düşmesi gibi faktörler Arçelik'in 9A22'de FVAÖK marjının yıllık 2.4puan daralarak %8.7 olmasına neden olmuştur. 3.çeyrekle birlikte hammadde fiyatlarında ve lojistik maliyetlerindeki gözlemlenen önceki çeyreklere göre iyileşme ve kârlılığı sürdürmeye destek olacak bir düzeyde ürün fiyat artışları son çeyrekte FVAÖK marjının güçlü kalmasını sağlayabilir. Arçelik 2022'de yaklaşık %9.5 FVAÖK marjı hedeflemektedir.
- Arçelik'in toplam konsolide gelirler içinde yabancı paranın payı yaklaşık %70 seviyesinde olup, Euro ve USD payı toplamda yaklaşık %35~%40 ve %30~%35 aralığındadır. Maliyet tarafında ise Euro ve USD payı toplamda yaklaşık %65'dir. EURUSD paritesinin yukarı yönlü hareketi Arçelik brüt karlılığını olumlu etkilemektedir. TL'deki değer kaybı, ihracat üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Beyaz eşya üretiminde en önemli maliyet çelik, alüminyum ve plastikten oluşan hammadde girdileridir. 3. çeyrekle birlikte çelik fiyatlarında aşağı yönlü bir hareket olması sebebiyle, Arçelik için son çeyreğin karlılık anlamında daha güçlü olabileceği düşünüyoruz.

Hammadde Fiyatları – Ortalama Metal Fiyatları Endeksi ve Ortalama Plastik Fiyatları Endeksi

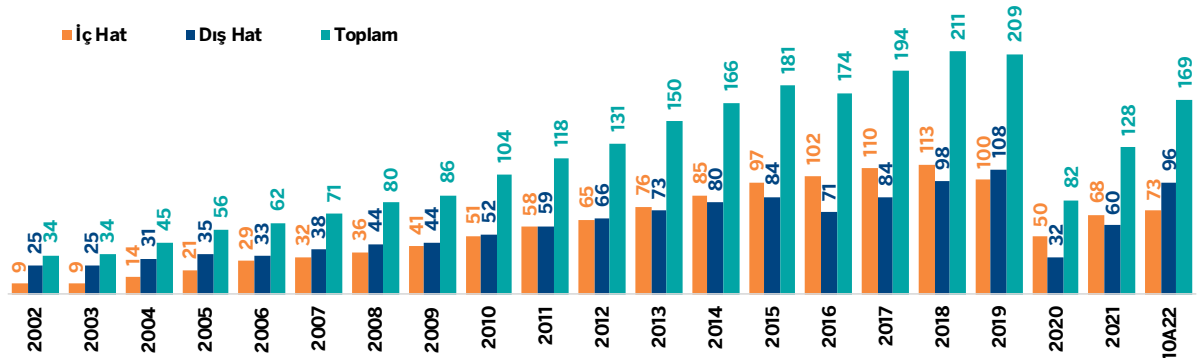


Kaynak: Arçelik, Garanti BBVA Yatırım

Havayolları

- 2022 yılında turizmde yakalanan olumlu ivmenin 2023 yılında da devam edeceği beklentimize paralel havayolları sektörünün ön planda kalacağını düşünüyoruz. Türkiye'nin 2022'de 42mn turist sayısı ve 34mlr ABD\$ turizm geliri hedefleri, üçüncü kez revize edilerek 51.5mn turist ve 46mlr ABD\$ turizm geliri olarak değiştirilmiştir. TL'deki değer kaybı ile daha cazip hale gelen turizm odaklı seyahatlerin sektöre olumlu yansımaları bekliyoruz. Ayrıca, Çin'de salgın önlemlerinde gevşeme olması ve THY'nin Çin'de planladığı yeni hat açılışı şirket gelirlerini destekleyebilir.
- THY'nin 395 olan filo sayısının yıl sonunda 393 olmasını, 2023 yılında yaklaşık 40 ve 2024 yılında yaklaşık 30 yeni nesil uçağın filoya katılmasını bekliyoruz. Yeni nesil uçakların hem daha az yakıt tüketmesi, hem de daha fazla koltuk kapasitesine sahip olması, şirkete maliyet avantajı sağlayacaktır. Düşük maliyetli hava yolu şirketi olan Anadolu Jet, 63 uçak ile 177 noktaya uçmaktadır. 2019 yılında kapasitesinin %13-14'ü yurtdışı uçuşlardan oluşan Şirket'in 2022 için kapasitesinin %70'i yurtdışındır. Anadolu Jet'in yurtdışı odaklı kapasite artışlarının devam edeceğini bekliyoruz. THY'nin fonksiyonel para birimi ABD\$ olup Şirket'in faaliyetleri üzerinde ABD\$'nın etkisi önemlidir. THYAO'nun gelirlerinin yaklaşık %92 yabancı para birimi iken maliyetlerinde yabancı paranın oranı %78 seviyesinde olup, THY'nin karlılığını desteklemektedir.
- PGSUS için Endeks Üzeri Getiri (EÜ) tavsiyemiz bulunmaktadır. Pegasus etkin maliyet kontrolü ile düşük fiyat ile yolcu taşıma hizmetlerinden doğrudan doğruya elde ettiği gelire ek olarak, yolcu taşımacılığı ile bağlantılı çeşitli yan ürün ve hizmetlerden gelir elde etmektedir (uluslararası uçuşlarda satılan gümrüksüz ürünler, yiyecek ve içecek satışları, fazla bagaj ücretleri, havaalanı check-in, rezervasyon değişikliği ve iptali ücretleri ve koltuk seçimi ücretleri gibi). 9A22'de yan ürün hizmetlerden elde edilen gelirler toplam gelirin %24'ünü oluşturmuştur. Pegasus dış hat odaklı büyüme stratejisi kapsamında, yeni hat ilaveleri ile birlikte dış hat uçuş ağında belirgin bir genişleme planlamaktadır. Bu sebeple özellikle yurtdışı pazar payındaki yükselişin önümüzdeki dönemlerde de sürmesini bekliyoruz.
- Pegasus'un uçak siparişi 42 adedi A320NEO ve 72 adedi A321NEO olarak güncellenmiştir. 30 Eylül 2022 itibarıyla toplam 13 adet uçak Pegasus filosuna katılmıştır. 4Q22'de 6 adet A321NEO PGSUS'un filosuna katılması beklenmektedir. Yeni uçakların hem daha az yakıt tüketmesi hem de daha fazla koltuk kapasitesine sahip olması, şirkete maliyet avantajı sağlayacaktır. Pegasus'un 2020'de 190 olan ortalama koltuk sayısı 2025'de 216'ya yükselecektir.

Yolcu Sayısı (mn)

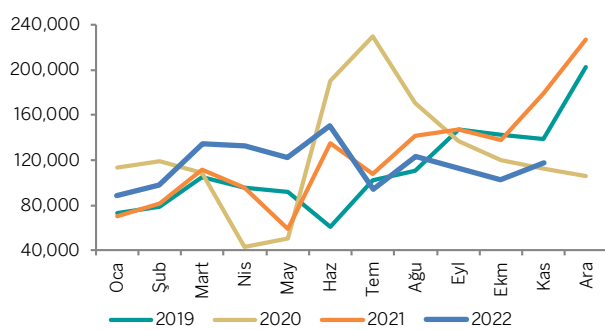


Kaynak: DHMI, Garanti BBVA Yatırım

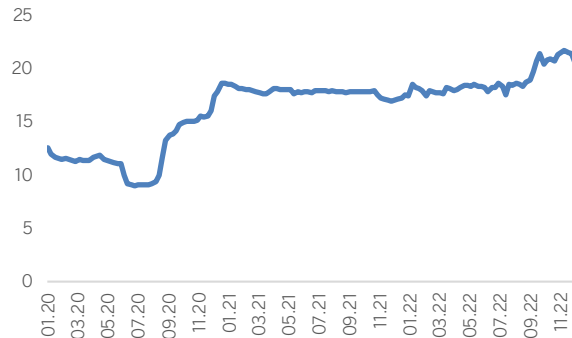
Gayrimenkul Sektörü

- 2022 yılı ilk 11 aylık dönemde konut satışları yıllık bazda sadece %1 artarak 1.3mn adet seviyesinde gerçekleşti. Yılın ikinci yarısında artan bireysel kredi faizleri nedeniyle büyüme hızında ciddi bir momentum kaybı gözlemledik. Ortalama konut kredi faizleri sırasıyla 2020’de %12 ve 2021 yılında %17.8 seviyesinde gerçekleşmişti. 2022 ilk yarısında bu oran %18.1’e yükselirken, yılın ikinci yarısında ortalama faiz %20 seviyesine yaklaştı. Dolayısıyla, faiz maliyetindeki artış 2022’nin ikinci yarısındaki momentum kaybını açıklıyor. Haziran 2022 itibariyle %64 seviyesinde olan ipotekli konut satış büyümesi, Kasım 2022 itibariyle %4 seviyesine geriledi.
- 2023 yılında artan inşaat maliyetleri yeni yatırım beklentilerini aşağı çekerken, olası konut kampanyaları sektörün dikkatle izleyeceği gelişmeler olacaktır. İnşaat maliyet endeksi, 2022 yılı Eylül ayında bir önceki aya göre %1.6, bir önceki yılın aynı ayına göre %120 arttı. Bir önceki aya göre malzeme endeksi %2,1 arttı, işçilik endeksi %0.07 azaldı. Ayrıca bir önceki yılın aynı ayına göre malzeme endeksi %133, işçilik endeksi %84 arttı. Dolayısıyla, durum bu noktada yeni yatırımları destekleyici nitelikte değil. Ancak, konut m2 birim fiyatının yıllık bazda %198 artarak Eylül itibariyle 15.863TL’ye ulaşması fiyatların nihai tüketiciye yansıtıldığını gösteriyor. Bu noktada, alım gücünün azalması neticesinde özellikle konut tarafında sektörün kredi kampanya beklentisi bulunmaktadır. Bu durum, satışları ve yeni yatırımları destekleyecektir.
- 2022 yılında Emlak Konut bilanço ve satışlar anlamında iyi bir görüntü sergiledi. Bu dönemde Emlak Konut’un FAVOK marjı %42 oldu, bu rakam 2021 yılında %26 olmuştur. 3Ç22’de şirketin net borcu 2.1mlr TL artarak, 1.5mlr TL oldu. Şirketin net aktif değeri çeyreklik %19 artarak 36.5mlr TL oldu. Emlak Konut 9A22’de, 20.6mlr TL (KDV Hariç), satışa esas brüt 561 bin m2 büyüklüğe ulaşan, 3.367 adet bağımsız bölüm satışı (ön satışlar dahil) gerçekleştirildiğini açıkladı. Şirketin açıklamış olduğu veriler 9A22 hedefi olan 16.7mlr TL’nin %20 üzerinde görünmektedir. Emlak Konut için 12-aylık vadede 8.20TL hedef fiyatımız ve “Endekse Paralel” tavsiyemiz bulunmaktadır. Daha yoğun olarak turizm ve otelcilik segmentlerinde varlıklara sahip Akfen GYO ise son dönemde gelir yapısını yeni projelerle çeşitlendirmektedir. Öğrenci yurtları, Kıbrıs Oteli ve Bodrum Loft tatil köyü projesi ile çeşitlenmiş ve istikrarlı gelir yapısına sahip olan Akfen GYO’nın kira gelirlerinin %75’i yabancı para ilişkilidir. Akfen GYO için 12-aylık vadede 5.50TL hedef fiyat ve “Endekse Paralel” tavsiyemizi koruyoruz.

Konut satış trendi



Konut Kredi Faizleri (%)



Kaynak: TÜİK, Garanti Yatırım

Perakende Sektörü

- 2022 Kasım ayı itibarıyla yıllık enflasyon %84.4 oldu. 2023 yılında -kurumsal tahminlerimiz doğrultusunda- 2022'ye nazaran daha düşük büyüme (%3.0) ve enflasyonda bir düşüş öngörsek de (%42.0) enflasyon teması canlı kalacağı benziyor. Dolayısıyla tüketicilerin enflasyonist baskılar sebebiyle indirimli marketleri tercih etme eğilimi devam edebilir. 2023'te asgari ücret zammı hanehalkı alım gücünde yılın ilk çeyreği adına bir rahatlama getirebilir. Buna rağmen tüketicilerin 2022 yılında daha fazla tercih etmeye başladıkları indirimli marketlerden vazgeçmesi kolay görünmüyor. **BIMAS** ve **SOKM** bu temada öne çıkan iki şirket olacaktır. **MGROS** ise farklı mağazacılık formatları, online taraftaki performansı ve güçlenen mali yapısıyla, değişen tüketici eğilimine rağmen hem satış, hem de karlılık tarafında iyileşen görüntüsünü koruyabilir. Ek olarak, gıda perakendecileri hiçbir işletme sermayesine ihtiyaç duymayan hatta negatif işletme sermayesi ile operasyonların yürüdüğü şirketlerdir. 2023'te görece yüksek yurtiçi enflasyon oranı ve global tarafta tedarik zincirine ilişkin endişeler dikkate alındığında, şirketlerin yatırım gelirinden "ürün bulunabilirliği" odaklı stratejiye odaklanmaları gerekebilir.
- Kapsamımızda olan perakendecilerin tamamı için (**BIMAS, SOKM, MGROS, MAVI** ve **YATAS**) yeni yılda da kira, taşıma, enerji ve personel maliyetlerindeki değişim ve söz konusu gider kalemlerindeki sıkı yönetim daha fazla önem arz edecek. 2022'de yüksek enflasyon sayesinde sıçrama kaydeden satış gelirleri ve enflasyonun altında artış kaydeden kira giderleri karlılık marjları üzerinde destekleyici olmuştur. Yeni yılda bu iki avantajdan daha az fayda sağlanabilir. Ek olarak asgari ücrete gelecek zam da yeni bir baskı unsuru oluşturabilir. Ancak asgari ücret zammının diğer giderlerden farklı olarak alım gücüne sağlayacağı fayda itibarıyla tekrar perakendeci şirketlere gelir tarafında katkı sağlayacağını not ediyoruz.
- Diğer perakendecilerden farklı olarak **YATAS** için sünger ve ahşap maliyetleri, **MAVI** içinse pamuk fiyatları takip edilecek. MAVI pamuk alımlarını önden yaptığı için pamuk fiyatlarındaki gelişmeler yaklaşık 6 ay sonra bilançoju etkiliyor. YATAS ise özellikle süngerin hammaddelerinden TDI'da nakit alımlar yapıyor. TDI fiyatlarında 17 Ekim'den sonra sert düşüş gözlemlendi ve pandemi ile başlayan yükseliş trendinin altına sarkma yaşandı. Pamuk fiyatlarında ise 2022 yılı Nisan ayında zirve görüldü ve uzunca bir süredir 2018 yılı seviyelerinde bulunuyor. Her iki gelişme de brüt kar marjları için YATAS ve MAVI'de olumlu sinyaller veriyor.
- Zincir marketler üzerinde artan denetimler, olası perakende yasa tasarısı ve bunların yarattığı belirsizlikler 2023 yılının da gündeminde yer alacak. **Dolayısıyla gıda perakendecileri için madalyonun iki yüzü olacak:** Bir yanda sahip olduğu riski düşük ve güçlü nakit akışı yaratabilen basit iş modelleri, diğer yanda sektöre dair belirsizlikler, artan denetimler, olası yeni uygulamaların yarattığı yüksek risk.

Banka Kartı ve Kredi Kartı Harcamaları

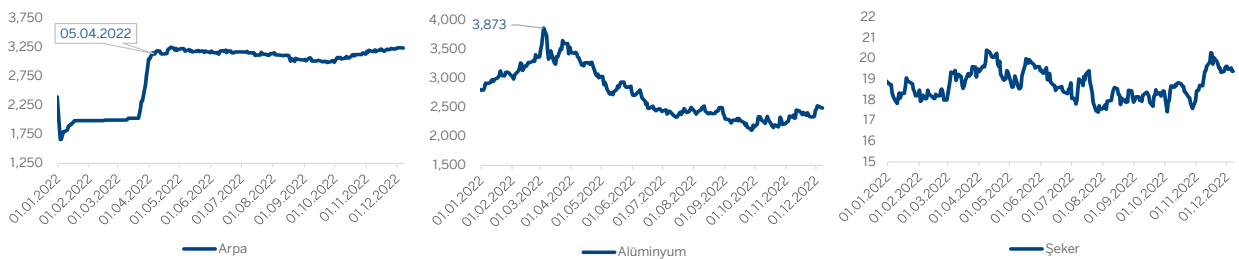
Güncel çeyreğe ait değişimler/ Son Data haftası	Toplam Harcamalar	Benzin ve Yakıt İstasyonları	Çeşitli Gıda	Eğitim/ Kırtasiye/ Ofis Malz.	Giyim ve Aksesuar	Market ve AVM	Mobilya ve Dekorasyon
11.11.2022	127%	193%	121%	94%	139%	139%	122%
18.11.2022	127%	185%	121%	94%	142%	139%	124%
25.11.2022	124%	176%	119%	94%	140%	136%	122%
02.12.2022	124%	179%	118%	95%	141%	135%	123%

Kaynak: TCMB-EVDS, Garanti BBVA Yatırım

Gıda & İçecek Sektörü

- **Meşrubat sektörü** 2022'de yavaşlayan küresel büyümenin getirdiği zorluklarla mücadele etmek zorunda kaldı. Yüksek enflasyon hem yurtiçinde hem de global tarafta etkisini hissettirdi. 2023'te, özellikle hammadde fiyat enflasyonunun seyri ve yerel para birimlerindeki değişim karlılık tarafında yakından takip edilecek. **CCOLA** için brüt karlılıkta şeker, Pet-resin ve Alüminyum fiyatları önemini koruyacak. Satışların maliyetinde şekerin payı %20, resin ve alüminyum gibi paketlemede kullanılan materyallerin payı ise %30 civarında. 2022 yılının ilk yarısında hammadde fiyatlarında gözlenen sıçrama, sektörde karlılığa ilişkin endişeleri arttırdı. Dolayısıyla finansal korunma işlemleri ile riski kontrol altına almanın önemi de arttı. Coca Cola İçecek, uzunca bir süredir bilanço riskini düşürebilmek adına korunma işlemlerini etkin kullanmaktadır. Hammadde fiyatlarında da yılın ilk yarısına kıyasla daha avantajlı fiyatlara ulaşılabildiğinden, 2023 için ihtiyaç duyulacak şekerin %25'i, Alüminyum'un %75'i ve resinin %12'sini şimdiden proaktif davranarak korumaya almıştır. Zamanla bu oranlar daha da artacaktır. Yine de olası bir hammadde enflasyonu ve/veya enerji fiyatlarındaki artış marjlar üzerinde baskıya sebep olabilir.
- 2022'de **CCOLA** Özbekistan (CCBU) satın alımıyla önemli bir adım attı. Orta Asya'da nüfusun en kalabalık olduğu şehir olan Özbekistan'daki satın alma ile yurtdışı katkısı arttı ve büyüme hız kazandı. 9A22 itibarıyla Net Borç/FVAÖK oranı 0.71 ile düşük denebilecek seviyede. Dolayısıyla 2023 yılında da Coca Cola İçecek yeni satın alma fırsatlarına açık olacaktır.
- **Alkollü içecekler sektörü** ise geçtiğimiz yıl Rusya Ukrayna savaşı ile yeni denge arayışı içerisindeydi. **AEFES** Ukrayna operasyonlarını durdurmak zorunda kaldı. Ancak kriz ortamı fırsatları da doğurdu. AEFES'in önemli rakiplerinin (Carlsberg, Heineken vs) Rusya pazarından çekilmesi sonrası -yüksek enflasyon ortamının da katkısıyla- fiyat rekabetinin yoğun olduğu Rusya pazarında fiyat artışları mümkün hale geldi. Meşrubat grubunun daralan marjlarını bira grubu fazlasıyla telafi ederken, önümüzdeki yıl için daha temkinli beklentiler ön plana çıkabilir. Fiyat artışları ile hacim performansı arasında 2022'deki kadar esnek bir ortamı yakalamak kolay olmayabilir. 2023'te makroekonomik dalgalanmaların, devam eden enflasyonist ortamın ve olası tedarik zinciri darboğazlarının etkilerini azaltmak için hammadde alımları önden yapılmaya ve riskten korunma araçları kullanılmaya başlandı.
- AEFES'in hem %24 hissedarı hem de Rusya'daki operasyonlarının eşit ortağı AB InBev de Rusya'dan çekilme kararı aldı. **AEFES**, AB inBev paylarını satın almak istiyor ve AB inBev ile görüşmelerde açıklanacak yol haritası ve satın almanın detayları 2023'ün önemli gündem maddelerinden biri olacak.

Arpa, Alüminyum ve Şeker Fiyatları

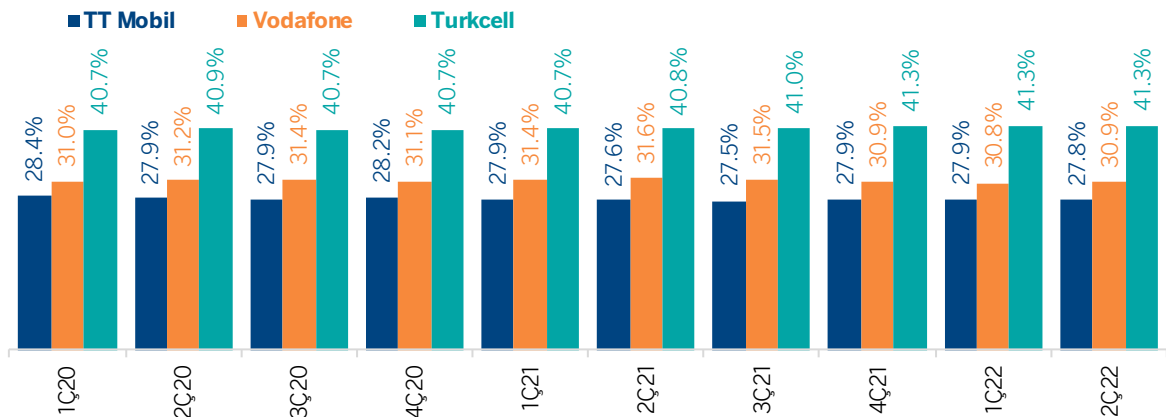


Kaynak, Bloomberg, GarantiBBVA Securities

Telekom

- Telekom sektörü için 2023 yılında nötr görüşümüz bulunmaktadır. Covid-19 salgını, 2020 ve 2021 yıllarında telekom sektörü için bir fırsata dönüşmüş uzaktan çalışma ve online eğitim data kullanımını, dijital servis ve online kanalların kullanımını artırmış ayrıca daha değerli olan faturalı abone sayısındaki artışı olumlu etkilemiştir. 2022 yılı ise pandemi yasaklarının kalkmasıyla telekom faaliyetlerinin olağan seyrine döndüğü ancak sonrasında enerji ve emtia fiyatlarına bağlı enflasyon baskıları ve zorlu makroekonomik koşulların olduğu, kontratlı aboneler nedeniyle gelir artışlarının daha gecikmeli yansıdığı ve dolayısıyla telekom operatörlerinin marjlarının olumsuz etkilendiği bir yıl olmuştur. Telekom operatörlerinin yıl boyunca yapmış oldukları fiyat artışlarına karşın 9A22’de Türk Telekom’un gelirleri yıllık %34 ve Turkcell’in gelirleri ise %47 artmış ve enflasyonun altında kalmıştır. Bu sebeple Telekom sektörü için Nötr görüşümüzü koruyoruz.
- Türk Telekom ve Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK) arasında 14 Kasım 2005 tarihinde imzalanmış olan İmtiyaz Sözleşmesi 28 Şubat 2026’da sonlanacaktır. Türkiye Varlık Fonu’nun %61,68 pay sahipliği ile Türk Telekom’un en büyük hissedarı olması, geçtiğimiz yıllardaki ortaklık yapısıyla mukayese edildiğine (OTAS ve LYY Telekomünikasyon) imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesini veya Türk Telekom lehine farklı çözümler bulunmasını kolaylaştırabileceğini düşünüyoruz.
- Turkcell Kasım 2021’de Paycell markasıyla ödeme çözümleri sunan bağlı ortaklığı Turkcell Ödeme ve Elektronik Para Hizmetleri A.Ş.’nin mevcut ve farklı pazarlarda büyümesinin hızlandırılarak iş hacminin büyütülmesi stratejisi kapsamında, şirkete kaynak sağlanması amacıyla kısmi hisse satışı alternatiflerini değerlendirmeye karar vermişti. Paycell ile ilgili haber akışları hisseyi desteleyebilir.
- Yılın son çeyreği genel olarak telekom operatörlerinin net abone kazanımı için rekabetin yoğunlaştığı bir dönemdir. Öte yandan enerji ve emtia fiyatlarına bağlı enflasyon baskıları, zorlu makroekonomik koşullar ve 5G teknolojisinin daha çok gündeme gelmeye başladığı bu dönemde, operatörlerin gelecekteki yüklü yatırımları için çok sert fiyat ve pazar payı rekabetine gitmeyeceklerini düşünüyoruz. Rekabetin önceki yıllarla kıyaslandığında yoğunluğunun düşük olacağını daha çok karlılığa ve serbest nakit akımı verimliliğine odaklanacaklarını tahmin ediyoruz.

Mobil İşletmecilerin Abone Sayısına Göre Pazar Payları



Kaynak: BTK, Garanti BBVA Yatırım

Tavsiye Listesi

16.12.2022	Hisse	Temel	Kapanış	Hedef	Artış	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Ort.	F/K	F/DD	Özkaynak Get.			
	Tavsiye	(TL)	Fiyat*	Potansiyeli	(mn TL)	(mn ABD\$)	Hacim**	2022T	2023T	2022T	2023T	2022T	2023T	
Bankalar									2.5	2.3	1.86	1.24	43.0%	34.0%
Akbank	AKBNK	EÜ	18.65	23.50	26%	96,980	5,206	3,220	1.8	1.6	1.28	0.81	17.5%	52.0%
Garanti Bankası	GARAN	-	28.76	-	-	120,792	6,485	2,001	-	-	-	-	-	-
Halk Bankası	HALKB	EP	14.24	13.50	-5%	70,760	3,799	1,392	5.0	4.6	1.54	1.18	3.3%	24.0%
İş Bankası	ISCTR	EP	12.43	13.50	9%	124,300	6,673	2,568	2.3	2.2	1.43	0.96	17.4%	53.0%
Vakıfbank	VAKBN	EP	12.52	12.00	-4%	89,034	4,780	1,297	4.0	3.5	1.76	1.23	9.1%	28.0%
YKB	YKBNK	EÜ	11.75	15.00	28%	99,253	5,328	3,319	1.9	1.8	1.56	0.95	19.4%	51.0%
TSKB	TSKB	EA	5.00	4.00	-20%	14,000	752	658	3.7	3.4	2.02	1.40	16.7%	44.0%
Sigorta ve Emeklilik														
Aksigorta	AKGRT	EP	4.14	4.50	9%	6,674	358	79.8	-	19.6	7.25	5.06	39.0%	-47.0%
	Hisse	Temel	Kapanış	Hedef	Artış	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Ort.	F/K	Düz. NAD	Düz. NAD			
	Tavsiye	(TL)	Fiyat*	Potansiyeli	(mn TL)	(mn ABD\$)	Hacim**	2022T	2023T	(mn TL)	prim / iskonto			
Holdingler														
Koç Holding	KCHOL	EP	72.20	80.30	11%	183,092	9,829	1,344			159,041		15%	
Sabancı Holding	SAHOL	EÜ	39.42	51.30	30%	80,433	4,318	1,606			53,235		51%	
	Hisse	Temel	Kapanış	Hedef	Artış	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Ort.	F/K	FD/FVÄÖK	F/DD			
	Tavsiye	(TL)	Fiyat*	Potansiyeli	(mn TL)	(mn ABD\$)	Hacim**	2022T	2023T	2022T	2023T	Trailing		
GYO														
Emlak GYO	EKGYO	EP	8.22	8.20	0%	31,236	1,677	2616	11.2	9.0	10.1	7.5		
Akfen GYO	AKFGY	EP	5.26	5.50	5%	6,838	367	265	3.3	1.8	21.9	12.5		
	Hisse	Temel	Kapanış	Hedef	Artış	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Ort.	F/K	FD/FVÄÖK	FD/Satış			
	Tavsiye	(TL)	Fiyat*	Potansiyeli	(mn TL)	(mn ABD\$)	Hacim**	2022T	2023T	2022T	2023T	2022T	2023T	
SANAYİ									15.5	12.5	9.76	7.09	1.98	1.37
Anadolu Efes	AEFES	EÜ	68.45	101.09	48%	40,530	2,176	181	11.9	7.6	3.5	2.2	0.6	0.4
Arçelik	ARCLK	EÜ	99.95	122.00	22%	67,539	3,626	381	24.9	8.4	7.7	5.6	0.7	0.6
Aselsan	ASELS	EP	57.90	67.00	16%	132,012	7,087	3,118	12.9	10.6	18.7	13.9	4.6	3.5
BİM	BIMAS	EÜ	130.40	177.00	36%	79,179	4,251	843	12.0	7.6	7.3	4.7	0.6	0.4
Coca Cola	CCOLA	EÜ	211.50	275.98	30%	53,799	2,888	101	11.0	6.6	5.8	3.6	1.2	0.7
Koza Anadolu	KOZAA	EP	54.55	64.00	17%	21,170	1,137	1,002	12.4	10.6	2.5	2.1	1.5	1.3
Kozal Altın	KOZAL	EP	488.00	536.00	10%	74,420	3,995	1,367	17.6	13.8	18.2	13.7	9.9	7.7
Mavi	MAVI	EÜ	128.70	173.73	35%	12,782	686	124	8.5	6.7	4.9	3.5	1.2	0.8
Migros	MGROS	EÜ	135.00	190.29	41%	24,442	1,312	312	14.4	21.6	4.0	2.8	0.3	0.2
Pegasus	PGSUS	EÜ	463.50	620.00	34%	47,416	2,546	934	6.4	4.5	5.6	3.8	1.9	1.3
Şişe Cam	SISE	EÜ	39.20	54.00	38%	120,078	6,447	2,756	6.3	5.0	6.2	4.4	1.5	1.0
Şok Marketler	SOKM	EÜ	26.76	34.73	30%	15,876	852	191	6.6	13.3	4.1	2.9	0.3	0.2
Turkcell	TCELL	EP	35.06	41.00	17%	77,132	4,141	1,324	10.7	7.5	4.6	3.3	1.9	1.4
Türk Telekom	TTKOM	EP	20.92	21.35	2%	73,220	3,931	988	17.8	14.9	5.5	4.2	2.2	1.7
Türk Hava Yolları	THYAO	EÜ	139.30	184.00	32%	192,234	10,320	6,856	3.6	3.4	4.5	3.5	1.1	0.8
Yataş	YATAS	EÜ	34.72	41.41	19%	5,201	279	61	9.7	5.6	7.0	4.2	0.9	0.6
BIST 100	XU100		5,214			4,223,435	226,740	71,930	7.3	6.4				

*: 12 Aylık, **: 6 aylık, (mn TL), EÜ: Endeks Üzeri, EP: Endekse Paralel, EA: Endeks Altı, GG: Gözden Geçiriliyor

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Araştırma/Y. Danışmanlığı/ U. Piyasalar

TUFAN COMERT	DİREKTÖR	TComert@garantibbva.com.tr
YATIRIM DANIŞMANLIĞI		
OZGUR YURTDASSEVEN	BIST, VİOP	OYurtdasseven@garantibbva.com.tr
HALUK ACAR	BIST, VİOP	HAcar@garantibbva.com.tr
EMRE MURSALOĞLU	Döviz, faiz piyasaları	EMursaloglu@garantibbva.com.tr
BAŞAK ŞAHİN	BIST, VİOP	BasakSah@garantibbva.com.tr
ULUSLARARASI PİYASALAR		
CEM TOZGE	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	ctoazge@garantibbva.com.tr
CENK OZDEMİR	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	cozdemir@garantibbva.com.tr
NİHAT UĞUR	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	BurakUg@garantibbva.com.tr
ARAŞTIRMA - TEMEL ANALİZ		
RECEP DEMİR	Bankacılık*	RDemir@garantibbva.com.tr
	Sigorta	
	Gayrimenkul	
	Holding	
HALİL KAHVE	Havacılık	HKahve@garantibbva.com.tr
	Beyaz Eşya	
	Cam	
	Havayolları	
	Madencilik	
	Savunma	
	Telekom	
EMİN TAY	Perakende	ETay@garantibbva.com.tr
	Gıda & İçecek	
MAKROEKONOMİ		
NIHAN ZIYA ERDEM		NihanZ@garantibbva.com.tr

*Garanti Bankası için tavsiyemiz ve raporumuz bulunmamaktadır.

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ BBVA YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak

No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

Faks: 212 352 42 40

E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr