
2024 Strateji Raporu

Global & yerel görünüm, beklentiler

Strateji & Araştırma Bölümü

10 Ocak 2024, İSTANBUL

- Genel bakış
- Stratejiye bakış-yönetici özeti
- Makro| global & yerel
- Fiyatlama performansları
- Fon akımları & Türk varlıkları değerlemeleri
- Kredi notu & CDS | TR-GOÜ
- Faiz
- Reel faiz
- 2024 takvimi
- BIST
- Enflasyon muhasebesi
- Özel analiz | araştırma kapsamı
- Bankacılık & sigorta sektörleri düşüncelerimiz
- Finans dışı sektörler için düşüncelerimiz
- Temettü tahminlerimiz
- ESG
- Deniz Yatırım Model Portföy
- Deniz Yatırım Döngüsel Portföy

■ Genel bakış

16 Ocak 2023 : Bekleyişlerin yılı
5 Eylül 2023 : Farklı bir şeylerin fiyatlaması
10 Ocak 2024 : Zor, ama güzel

■ Yılın teması | Faiz indirimlerini beklerken...

- Artık konuşma başlıkları «resesyon» temasından «faiz indirimleri» ve «riskli varlıklara yönelime» evriliyor

■ Manşet enflasyonlar dünyanın her noktasında geriliyor; ancak, çekirdek tarafta heyecan daha düşük

- Global enflasyon rakamlarındaki geri çekilme yatırımcıları daha iştahlı hale getiriyor; ancak, süreci dikkatli izlemekte fayda var

■ Amerikan ekonomisi yine, yeni, yeniden «kötüler arasında en iyi» olma pozisyonunu devam ettiriyor

- Global ekonomi | Daha yavaş büyüme, daha düşük enflasyon, trend altında kalan ekonomik aktivite ve faiz indirimi beklentileri
- ABD | 2023'ü bitirmeye hazırlanırken gelen «Fed faiz indirimi sürprizi» fiyatlama temalarını değiştirmeye aday
- Euro Bölgesi | PMI rakamları dipten toparlanma sinyallerini güçlendirebilmiş değil ve fakat Fed beklentisi Bölge için «oyun değiştirici faktör»
- Çin | Yapısal sorunlar devam ederken «olası global stres azalışı» mali destekler ile ivmeyi canlandırabilir
- Emtia fiyatları | 2023'ten daha iyi olmasını beklemekle birlikte grubun kaderini faizlere yaklaşım belirleyecek
- USD | Mevzu bahis USD fiyatlaması olduğunda konu tek başına USD olmaktan uzaklaşıyor; USD kötü-etrafı daha kötü olabilir
- Hisse senetleri | En önemli bileşen, faizin seyri, yakından izlenecek; negatif değiliz

■ Emtia

- Petrol | \$80-100 bandındaki fiyatlamaya eğiliminin yılın genelinde bir kez daha etkili olmasını bekliyoruz
- Altın & Gümüş | Pozitifiz

■ Özel başlık: Türkiye

- Büyüme | Para ve maliye politikalarının etkilerini yılın ilk yarısında görmeyi bekliyoruz; daha yavaş büyüme senaryosu
- Enflasyon | Yüksek çift hanelerdeki seyir devam etmekle birlikte beklentilerdeki düzelmenin kalıcı olması farklı konuşmaları gündeme getirebilir
- Ülke risk primi & Lira | Normalleşmenin sürükleyicisi CDS olacak; TL'de reel değer kazancı olasılığı var
- BIST | «Alternatif getirilerdeki artış» ve «portföyler arası geçiş» kısa ve orta vade ayrışmasını masada tutmaya devam ediyor

■ Yönetici özeti

Stratejiye bakış-yönetici özeti

5 Eylül 2023'te paylaştığımız «Strateji Güncelleme Raporumuzda» Türk varlıkları için «Farklı bir şeylerin fiyatlaması» ifadesini kullanmıştık. Geride kalan süreç, varlık sınıfları arasında ayrışmayı getirmekle birlikte «vade farkı» konusunu da öne çıkardı. 2024'te ülke risk primindeki azalış ve normalleşme adımlarına devam edilmesini «orta vade bakış açısı için» ciddi anlamda oyun değiştirici faktör olacağını düşünüyoruz.

■ Pandemi ve sonrasında konuştuklarımızın «hızlı değişimi» devam ediyor; 2024 de böyle olacak

- Global ekonominin dünü, bugünü ve yarını için konuştuğumuz başlıkların muazzam bir hızda değişim süreci devam ediyor. Pandemide dış alem için uzun yılların ardından ilk kez konuştuğumuz «enflasyon» konusu devam eden süreçte para politikası kanalı üzerinden gösterilen tepki mekanizmasının ne ölçekte çalışacağı konusuna evrilirken, büyüme endişelerinin belirttiği ve resesyonun derinliği üzerine yapılan fikir yürütmelerinden artık 2024 için «faiz indirimi zamanlaması» noktasına gelindi. Hikayenin bu kısmında swap piyasaları kadar heyecanlı olmamanın daha sağlıklı bir yaklaşıma işaret ettiği kanaatindeyiz. Gün sonunda global enflasyonun 2023 başlangıcındaki çift hane seviyelerden %5.5 bölgesine gerilemesini elbette görmezden gelmiyoruz. Ancak, yaklaşık 20-30 yıl aranın ardından geline yüksek enflasyon ortamında faiz indirimlerine «fiyatlandığı ölçekte» hızlı başlamanın farklı riskleri olabileceğini yerel makro cephedeki yakın dönem deneyimlerimizden fazlasıyla biliyoruz. Bu nedenle yılın ilk yarısında başta Fed olmak üzere enflasyon seyrine ve bilhassa çekirdek kaleme odaklanılacağını, şayet geri çekilmenin ivme kazandığı tablo ile karşılaşma söz konusu olur ise yılın ikinci yarısında, özellikle de son çeyrekte 1-2 faiz indiriminin konuşulabileceğine inanıyoruz.

■ Daha yavaş global büyüme ortamı; ancak, resesyon beklentilerinde azalış

- Gerek 2023'ün başlangıcında gerekse devam eden süreçte ABD önderliğinde beklenen «resesyon» konusu ciddi anlamda realize olmayı başaramadı. Ancak, küresel ekonominin ivme kaybettiği gerçeği de masadaki yerini koruyor. Böylesi ortamda Amerikan ekonomisi zayıf halkalar grubu içerisinde en iyi olmayı bir kez daha başarabildi. Pandemi sürecinde sağlanan para ve maliye politikaları desteği güçlü iç tüketim pozisyonunun korunmasına imkan tanırken, ABD dışındaki zayıf performanstan ciddi anlamda etkilenme söz konusu olmadı. Elbette ABD'de tüketimin GSYH içerisindeki kritik rolü ve %70'ten fazla içeriye odaklanır bir pozisyonun olması ivmedeki kayıp endişelerini hafifletti. Üstelik tüm bunlar Fed'in kendi tarihindeki en güçlü kümülatif parasal sıkılaştırmasını gerçekleştirdiği noktada oldu. 2024'te %2'ler civarına gerileyen bir global ekonomi (GSYH) ortamını öngörmekle birlikte, önemli bir resesyon riskini de tahminlerimiz arasına dahil etmiyoruz. Hatırlatmak gerekirse, benzer pozisyonlarda yer aldığımızı 2023'te paylaştığımız her iki strateji raporumuzda da belirtmiştik. Ancak, ABD ekonomisinde bir miktar ivmede kayıp olabileceğini değerlendiriyoruz. Öte yandan Atlantik'in diğer yakasında yer alan Avrupa'da ekonomik pozisyonlanma hali hazırda zayıflamaya işaret ettiğinden, PMI verilerinde «dipten dönüş» senaryosunu da uzak görmüyoruz. Bununla birlikte Çin'in kamu maliyesi üzerinden sınırlı alana sahip desteklerini devam ettireceği düşüncesi de toplam dünya performansını destekleyici unsur olarak düşünülebilir.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Faiz indirimi konusunu her anlamda önemsemekte fayda var

- Küresel para politikaları 1980'den bu yana en ciddi ve kümülatif sıkılaştırma süreci içerisinde geçiyor. Söz konusu döngünün şimdilerde sonuna yaklaşıldığı ve hatta terse dönme ihtimalinin kıyısında yer aldığımızı düşünecek olursak, 2024'ün küresel taraftaki en önemli başlığının bu olacağını düşünmek ve söylemek sanıyoruz ki yanlış olmayacaktır. **Strateji ve Araştırma Bölümü olarak bizlerin varsayımlarında yüksek şiddette faiz indirimi eğilimi şu an için bulunmuyor. Makro taraftaki seyri, çekirdek enflasyon göstergelerindeki gidişatı ve büyümelerdeki eğilimi en azından yılın ilk yarısında takip etmek istiyoruz. Diğer yandan ise faiz indirimi konusunun beklenti kanalından fiyatlamalara yansımaya dek son derece ciddi bir durum olduğunu ve oyun değiştirici etkiye sahip olacağını da belirtmekte fayda görüyoruz. Neden? Zira 2024'ün son çeyreğinde başlayabilecek ve bunu da Fed'in yapacağı faiz indirimi süreci 2025'in genelinde de devam eder ise başta hisse senetleri olmak üzere global risk algısında ciddi boyutlara ulaşabilecek bir alım dalgası yaratabilir. Hikayenin bu kısmında Türk lirası cinsinden değerlendirilen varlıkların zamanlaması bir kez daha döngünün ortalarına ya da son aşamasına kalma riski taşımakla birlikte, özellikle finansal koşullardaki gevşemeden kamu ve özel sektör borçlanmalarının son 3-4 ayda yararlandıkları stres azalışı ortamını öte noktaya taşıyarak devam ettirecekleri su götürmez bir gerçek. Net/net faiz indirimi konusunu ciddi anlamda önemsiyoruz ve fakat birkaç başlığı yakından izlemenin daha sağlıklı bir yaklaşım olacağına inanıyoruz: i) başta ABD olmak üzere global ekonominin seyri ii) manşet enflasyonlardaki geri çekilmeye çekirdek enflasyon kalemlerinin ne ölçekte katılım sağlayacağı iii) faiz indirimlerinin daha yüksek şiddet ve seste dillendirileceği ortamda emtia grubundaki muhtemel yükseliş dalgasının enflasyonu bir tur daha yukarı çekme ihtimalinin merkez bankalarını nasıl konumlandıracağı iv) tüm bunların doğal bir yansıması olarak Amerikan dolarının maliyet kanalı üzerinden nasıl bir baskı (artırıcı/azaltıcı) kuracağı.**

■ Swap ve tahvil piyasalarındaki görüntü «parti» başlangıcını işaret ediyor

- 2023'te sık sık konuştuğumuz ve kimi noktalarda «endişe seviyesinin yükseldiği» ABD tahvil faizlerinde Aralık ayının ciddi anlamda primlerin yazıldığı ve adeta portföylere yeni yıl hediyesi olarak sunulduğunu görüyoruz. 2021 ve 2022'de yıl kapanışları bazında toplamda +430bp yükseliş kaydeden ABD 2y tahvilinde 2023 kapanışı -18bp ile %4.25 seviyesinde gerçekleşirken, 3 yıl sonra ilk kez azalışa işaret etmiş oldu. Benzer şekilde, global fonlama maliyetlerinin belirleyicisi konumunda yer alan 10y tahvil faizi ise yıl içerisinde gerçekleştirdiği >%5 eğilimini bir yana bırakarak %3.87'de kapanış yaptı ki bu aynı zamanda 2022'ye göre de neredeyse hiç hareket etmediği anlamına geliyor. Söz konusu kıymette 2021, 2022 ve 2023'teki toplam yükseliş ise +296bp oldu ve son 3 yılın tamamında artı tarafta kalmayı başarabildi. Elbette her ikisi için de yıl içerisindeki yüksek volatilitiyi ve yarattıkları muazzam kaosu bir kenara bırakmak amatör bir yaklaşım olur. Swap piyasalarına baktığımızda 2023 kapanışı OIS işlemlerinde Aralık 2024'te %3.74 seviyesinde federal fonlama faizi beklentisi ile tamamlandı. Mesela buradaki seviye Eylül başlangıcında Temmuz 2024 için %4.75'te karşımıza çıkarken, aynı vade için 2023 kapanışında %4.35. Kuşkusuz Aralık FOMC toplantısında kamuoyu ile paylaşılan projeksiyonların çok ciddi etkisi var.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- 2023'te hisse senetleri yine de tutunmayı başarabildi; ABD etkisi farklı
 - Yıl kapanışında global hisse senetleri (MXWD) %20 yükselerek 2019'dan bu yana en iyi performansı ortaya koymayı başarabildiler. Ancak, endeks seviyesi olarak baktığımızda 2021 kapanışının gerisinde kalmaya devam eden MSCI dünya endeksinden söz ettiğimizi de eklemek gerekiyor. ABD hariç sepeti incelediğimizde ise performans %20'den %13'e geriliyor ki bu, yıl içerisindeki dalgalanmaya rağmen son dönemde gözlenen ABD varlıkları yükselişinin de doğal bir sonucu. Bahse konu hisse senedi sepeti de benzer şekilde 2019'dan bu yana en iyi performansı ortaya koyarken, 2021'deki endeks seviyesi olan 344.33'ün gerisinde kaldı. **Gelişmekte olan ülkeler endeksi 3 yıl sonra ilk kez artı bölgeye %7'lik yükselişle katılırken, en iyi performansı bölge olarak USD bazında %25 getiriye sağlayan Latin Amerika gerçekleştirdi.** Çin hariç GOÜ sınıfı performansına baktığımızda sepet %20 yükselmeyi başarırken, Avrupa %16, Japonya hariç Asya ise %4'te sınırlı artıda karşımıza çıktı. **GOÜ içerisinde dikkatimizi çeken 3 performansa da ayrıca parantez açmanın doğru olacağı kanaatindeyiz: Meksika %36, Brezilya %23 ve Hindistan %19 seviyelerinde primlenirken, özellikle Meksika ve Brezilya'nın tüm 2023 raporlarımızda yer verdiğimiz üzere, global parasal sıkılaşma döngüsünde zamanlama olarak ilk sırada yer almalarının çıkışın konuşulmaya başlandığı zamanda da kendilerine ciddi bir pozitif ayrışma sağlaması söz konusu.**
- USD bazında en iyi ve kötü global endeksler
 - Geride kalan yılda kendimizi sıklıkla bölge bazlı ayrışmaları konuşur pozisyonda bulduk. Benzer durum hisse senetleri için de geçerliydi. Hesaplamalarımız, çok enteresan bir tabloyu karşımıza çıkardı. Örneğin, en iyi performansa sahip 5 endekse baktığımızda, ilk sırada %57 yükselişle Güney Kıbrıs yer alırken, Macaristan %49, Polonya %45, Yunanistan %44 ve Sri Lanka %42'de yer alıyor. En kötüler listesinde ilk sırada %-43 ile Nairobi bulunurken, Nijerya %-26, BIST 30 endeksi %-15, BIST 100 %-14 ve Hang Seng (girişim endeksi) %-14'te bulunuyor. **Buradaki ayrışma esasen bizlere şunu gösteriyor: örneğin, Macaristan ve Polonya'nın USD bazında sergilediği primler, yer aldıkları Doğu Avrupa'da devam eden Rusya-Ukrayna savaşına rağmen risklerin belirli bir süre fiyatlandıktan sonra yerini daha farklı kalemlere bıraktığını ve gerçek fiyatlamaların bir şekilde oluştuğunu.** Elbette sadece Macaristan ve Polonya örneklerinden yola çıkarak kümeyi genişletmek tek başına doğru olmayacaktır. Ancak, her ne kadar jeopolitik risk başlıkları vari gelişmeler kısa vadede yüksek volatilité yaratmakta başarılı olsalar da orta-uzun vadeli hikayeler ülkelere ait bakış açılarının temelden değişimlerine engel oluyorlar. Konuştuğumuz örnekler bu durumun teyidi.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ 2023, farklı risk başlıklarının nasıl fiyatlanması gerektiği noktasında önemli dersler barındırıyor

- **İster küresel ekonomiyi konuşalım istersek de yerel cephedeki gelişmeleri; ana tema daima orta-uzun vadeli bakış açısı olmalı.** Geride bıraktığımız yıl, bu konu üzerinden çıkarılabilecek farklı dersler üzerinden şekillenmiş günleri, haftaları ve ayları barındırıyor. 2024'e de sarkmış durumda olan Rusya-Ukrayna savaşını ya da İsrail-Hamas çatışmasını fiyatlamalar nezdinde dönem dönem yüksek volatilité ve düşük risk algısı ile karşılama mecburiyetlerimiz oldu. Belki de 2024'ün farklı evrelerinde *-her ne kadar istemesek de-* yine bu ve buna benzer olumsuz olayları konuşurken kendimizi bulacağız. Ancak, fiyatlama dinamikleri her zaman kısa vadeli gelişmeler üzerinden şekillenmez. Daha akılcı davranış ve planlamanın ne denli önemli olduğunu artık yatırımcı kesiminin öğrenmiş olması için farklı birçok örneğimiz mevcut. Para ve maliye politikalarındaki seyir kısa vadeli riskleri absorbe edebilmede çoğu zaman başarılı oluyor. Öte yandan sadece jeopolitik riskleri dikkate almak da yanlış olabiliyor. Birçok kez oldu da. Örneğin, Fed'in tarihin en ciddi kümülatif sıkılaştırma evresinden geçişinde verdiği mesajlar FOMC toplantıları sonrasında risk iştahında dalgalanmaya neden olsa da 2023'te ABD hisse senetlerinin performansı majör endeksler arasında ciddi anlamda ayrışma ve dikkat çekme yarattı. **Bir örnek de bizden vermek mümkün: daha detaylı şekilde ilerleyen maddelerde de değineceğimiz üzere, seçimler öncesi ve sonrasındaki Türk lirası ve cinsinden değerlendirilen varlıkların seyri, değişen algı ortamı ve beklentiler yatırımcılar açısından tarihe geçecek bir ders niteliğinde.**

■ 2024'e de bu çerçevede bakmaya çalışmalı; zorlayıcı gerçeklerin yanında avantajları aramalı

- **Araştırma Bölümü çalışanları için her yeni yılın başlangıcı genellikle «zor olacak!» teması üzerinden şekillenir.** Artık klişe haline gelmiş bu durum çoğu zaman ehemmiyet kavramı ve görev sorumlulukları çerçevesinde öncelikle risklerin bilinmesini öne çıkarma başlıkları üzerinden oluşur. Ancak, bu kez **2024 için de benzer ifadeleri bir kez daha kullanmak zorunda kalsak da avantaj noktalarını aramaktan vazgeçmiş değiliz.** Evet, 2024'ün başta yerel varlıkların fiyatlamaları olmak üzere her cephe açısından zor geçmesini bekliyoruz. İçeride normalleşme adımlarının sonuçları bilhassa ekonomik aktivite üzerinde etkisini artırma riski barındırırken, diğer yandan ise enflasyonun belirli bir patikaya oturması ve kontrolden çıkmış olan beklentilerin çıpalanma süreci tüm hızıyla devam edecek. Keza alternatif getirilerdeki artış da hisse senetlerini zorlayacak. Dışarıda ise neredeyse tüm yatırımcılar için tek odak noktası Fed'in ne zaman faiz indirimlerine başlayacağı ve bunun yıl genelinde toplamda kaç adımdan gerçekleşeceği olacak. Biz, bu noktada, herkes ve her yer için en optimum senaryo üzerinden ilerlemek istiyoruz. **Nette yılın ilk yarısı global varlıklar açısından «bekleyiş» teması üzerinden şekillenecek ve ABD enflasyon verileri her ay açıklandığında USD-faiz-hisse senetleri denkleminde farklı oynaklıklara neden olacak.** İlk 3-4 aydaki Amerikan enflasyonunun seyri Mayıs ve sonrasında Fed faiz indirimi beklentilerinin realizasyonuna yeri bırakırken, yatırımcılar tüm bu olan biten arasında denge arayacak. İçeride ise yılın ilk yarısında Haziran'dan bu yana atılan faiz artırımlarının gecikmeli etkileri, portföyler arası geçişler ve yabancı yatırımcının seyri izlenecek. Açıklanan son asgari ücret ayarlamasının ardından Ocak-Şubat aylarında gelecek olan ek enflasyon yükü ile birlikte Mayıs'ta %70'in üzerine taşınma riski bulunan yıllık enflasyona karşı TCMB'nin takınacağı tavır ve yılın ikinci yarısında baz etkisinin de katkısıyla %40'lara gerilemesini beklediğimiz enflasyon ortamında özellikle son çeyrekte faiz indirimlerinin konuşulup konuşulmayacağı kritik olacak. Özetle, zorlukları görmezden gelmiyoruz ve fakat avantajlı tarafları da aramaya devam ediyoruz. 2024 için en kritik önerimiz bu.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- Avrupa'daki yavaşlama sadece Avrupa kaynaklı değil
 - Ekonomik ilişkilerin derinliği ve ticarete bağlılık nedeniyle Avrupa'daki ekonomik aktiviteye sadece Avrupa ile sınırlandırarak bakmak doğru değil. Avrupa kıtasını konuştuğumuz her koşulda Çin'i de sohbete dahil etmek zorundayız. Pandemi sürecinde alınan sert önlemler, dünyanın geri kalan kısmına kıyasla bu önlemlerden gecikmeli çıkış, problemli gayrimenkul sektörü, para politikasındaki manevra alanının sınırlı olması, ABD ile artan gerginlik ve bunun Asya-Pasifik Bölgesi'ndeki etkileri, global enflasyondaki artışa karşı gösterilen koordine merkez bankaları hareketleri ortamında deflasyonun ülke gündemini meşgul etmesi ve ekleyebileceğimiz daha birçok farklı konu Çin ekonomisinin sorunlarını ve zayıf yanlarını temsil ediyor. Çin'de son dönemde atılan zorunlu karşılık adımlarının 2024'te de gündemdeki yerini koruması sürpriz olmaz. **Ancak, 2024, 2023'e kıyasla Çin açısından nispeten daha sınırlı-olumlu geçebilir. Gerekçemiz ise temel bir değişiklik olmamasına rağmen, son dönemdeki teşvik adımlarının kısmen aktiviteyi artırma riski barındırması. Tıpkı Çin gibi yapısal problemleri olan ve çözümü kısa vadede mümkün durmayan Avrupa ekonomisindeki mevcut ekonomik zayıflığın 2024'ün ilk çeyreğinde de devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte mevcut seyrinde kısmen taban noktada olduğumuzu ve dönüş zamanına uzak olmadığımızı da değerlendirdiğimizi belirtmek isteriz. ECB'nin, Fed'in atacağı/atması muhtemel faiz indirimi adım(lar)ına karşı takınacağı genişlemeci tavır Bölge'deki toparlanmaya katkı sağlayabilir. Fakat burada düşmek istediğimiz önemli bir şerhimiz söz konusu: Avrupa'daki ekonomik zayıflığın yerini kısa vadede kayda değer toparlanmaya bırakması şeklinde bir beklentimiz yok. Bu da bizi Türk ihracatçıları açısından 2024'te zorlaması en muhtemel başlık ile karşı karşıya bırakıyor. Daha detaylı tartışmanın elbette mümkün olduğu konu için en makul çıkar yol ise, Türkiye'de iç talebin dengelendiği senaryoda, dış alemdaki talebin toparlanması ve şirketlerin bu pazara yönelim göstermesi olacaktır.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ ABD’de seçim yılı

- **5 Kasım 2024 tarihinde ABD’de seçimler gerçekleştirilecek. Buna göre, başkanlık, Temsilciler Meclisi, Senato ve valilikler için Amerikan halkı sandığa gidecek.** ABD Başkanı, Temsilciler Meclisi’nde yer alan 435 koltuğun tamamı, Senato’daki 100 koltuğun 34’ü ve 11 vali seçimi için oy kullanılacak. Başkanlık için resmi süreç 15 Ocak’ta Iowa’da Cumhuriyetçiler ile başlıyor. 12 Mart’ta ise her iki parti için de adayların belli olması bekleniyor. 1932’den bu yana gerçekleştirilen başkanlık seçimlerinde S&P 500 endeksi seçimlere gidilen son 12 ayda ortalamada %7 yükselirken, seçim olmayan yıllarda ise ortalamada %9’luk yükseliş performansı ortaya koymayı başardı. Bahse konu hesaplama dönemini 1984 ve sonrasına daraltmak istediğimizde ise endeksin seçim yıllarındaki performansı %4 olarak karşımıza çıkıyor. Teknoloji sektöründe yer alan şirketlerin performansları tipik şekilde en kötü performansı ortaya koyan grup olarak görülürken, tüketim, ulaştırma, finansal hizmetler ve enerji ise artı tarafta şekilleniyor. Yatırımcılar bu süreçte nispeten daha korunaklı olarak gördükleri defansif grupta yer almayı tercih ediyorlar. Farklı yatırım bankalarının (örneğin Goldman Sachs) yaptıkları analizler, ABD seçim yıllarında hisseler için çarpanların değil hisse başı karların ciddi anlamda bir adım öne çıktığını gösteriyor. Amerika halkının 1788’den bu yana 60.başkanını seçeceği 2024’te Demokrat Parti’nin işi nispeten daha zor görünüyor. Zira gerek başkanlık koltuğunun korunması gerekse seçim yapısı gereği Senato’daki 23 koltuğun seçime girecek olması süreci daha kritik bir pozisyona sokuyor. **Seçim süreçlerinde farklı politik ve makroekonomik dengelerin belirlediği fikrini hatırlayacak olursak, 2024, kendi içerisinde farklılaşan fiyatlama dinamikleri ve başlıkları üzerinden şekillenecek gibi görünüyor. Yine 1984’ten bu yana süregelen seçimleri baz alacak olursak, toplamda 10 başkanın seçildiği dönemdeki %4’lük ortalama içerisinde 2000, 2008 ve 2020 yıllarındaki resesyon dönemleri de yer alıyor. Şayet resesyonları dışarıda bırakacak olursak, S&P 500’deki seçim öncesi performans ortalamada %9’a yükseliyor. Seçim olmayan yıllardaki performans da yine ortalamada %11 olarak şekilleniyor.**

■ Tarihin işaret ettiği tabloda, Amerikan seçimleri öncesi belirsizlik ve volatilité artışı var; ancak...

- **Yine yukarıda bahsettiklerimize paralel şekilde, farklı analizler gösteriyor ki, ABD’deki seçim yılları süreç öncesinde belirsizlik ve volatilité artışına neden oluyor ki bunu dünyanın farklı noktalarından da deneyimlediğimiz üzere gayet sağlıklı karşılıyoruz.** 1984’ten bu yana baktığımızda realize olan volatilité oranı %18’de karşımıza çıkarken, seçim olmayan yıllardaki seviye ise %16. Keza benzer şekilde ekonomik politika belirsizlik endeksinin de yukarı yönde hareket ettiğini görüyoruz. ABD’de 10y tahvil faizi medyanda -39bp ile hareket ediyor. Seçimlerin hemen ardına baktığımızda ise yıl sonuna dek olan süreçte (Kasım-Aralık dönemi) medyanda hisse senetlerinin performansı %5’lik artışı gösteriyor. **Tüm bunlar bir yana, Fed’in ortalama global enflasyonun %5’lere gerilediği ve biraz daha gerileme eğilimini devam ettirme olasılığının yüksek görüldüğü yılda faiz indirimlerine başlama riskine Aralık FOMC toplantısında kapıyı aralamış olması geçmiş dönem fiyatlama davranışlarından ayrışma olabileceğinin senaryosunu da öne çıkarabileceğine inanıyoruz.** 22 yılın zirvesindeki federal fonlama oranında indirim yönlü adımlara başlanması seçimlerle ilgili oluşabilecek diğer riskleri dengeleyebilir. Burada bir kez daha en kritik pozisyonda gördüğümüz ikili ise Amerikan doları ve faizlerin seyri olacak.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ FX piyasası

- Geride bıraktığımız yılın en enteresan hikayelerinden birisi ciddi anlamda yüksek volatilité ve belirsizliğin yaşandığı FX piyasalarında ve bilhassa Amerikan doları işlemlerinde oldu. Yıl içerisinde 107.34'ü test eden DXY kapanışı 101.33 seviyesinde gerçekleşti ve özellikle Aralık ayı performansında birçok kişiyi terste bıraktı. Uzun yıllardır sizlerle paylaştığımız yıllık Strateji Raporlarımız nezdinde ortalama değişimler üzerinden ilerlemenin çok daha sağlıklı sonuçlara imkan tanıyacağına inandığımız şeklindeki düşüncemize yer veriyoruz. Nitekim aynı durum 2023 için de geçerli. Dolar endeksi 2022'de Fed'in faiz artırımı döngüsünde agresifleşmesinin de etkisiyle ortalamada %12 yükselişle 2015'teki %17'lik performansından bu yana en ciddi değer kazancını sergilerken, 2023'te ise yıl içerisinde dalgalanmasını bir yana bıraktığımızda –*elbette kısa vadeli işlem yapanlar ciddi zorluklarla karşılaştılar*- %1 değer kaybını işaret etti. Böylece 2020 ve 2021'deki değer kaybı döngülerine yeniden göz kırpmayı da başarmış oldu. Diğer yandan gelişmekte olan ülkelerin FX performanslarına baktığımızda ise 2018'den bu yana devam eden -2021 hariç- değer kayıplarının korunduğunu görüyoruz. Ortalama sepet performansı 2022'deki %-9'un ardından 2023'te de %-4 olarak şekillendi. Ancak, ilerleyen sayfalarda sizlerle paylaşacağımız detaylarda da rahatlıkla görebileceğiniz üzere, grup üyelerinin tamamında değer kayıpları yaşanmadı ve hatta parasal sıkılaşma döngüsüne erken giriş yapanlardaki dirençli duruş da dikkat çekti.

■ Amerikan doları (USD)

- OIS işlemlerinde oluşan faiz beklentileri tablosuna baktığımızda 2023 kapanışı itibarıyla trader işlemleri Fed'in 6 kez faiz indirimi adımı atacağı şeklinde bir hesaplama içerisinde bulunuyor. Benzer durum ECB ve BOE cephelemleri için de geçerli. Üstelik söz konusu indirim süreçlerine de yılın ilk çeyreği ile başlama ihtimalleri son derece yüksek görülüyor. Strateji ve Araştırma Bölümü olarak, henüz bulunduğumuz nokta itibarıyla, bu denli agresif bir indirim beklentisine sahip değiliz. Daha önce de paylaştığımız düşüncelerimiz eşliğinde, yılın ilk yarısındaki ABD ve global enflasyon eğilimlerini gözlemlemenin çok daha sağlıklı bir yaklaşım olacağına inanıyoruz. Ancak, faiz indirimlerinin konuşulur vaziyette masada yer alması dahi ileri vade beklentiler ile hareket eden profesyoneller açısından farklı bir faza geçişe kapıyı çoktan açmış olabilir. Buradan hareketle, **büyük resimdeki değişim senaryosunu geri çevirmiyor ve 2024'te 2023'e kıyasla daha zayıf Amerikan doları fiyatlaması olmasını beklediğimiz şeklindeki fikrimizi paylaşıyoruz.** Global enflasyondaki geri çekilme sürecini sektöre uğratmayacak herhangi bir gelişme olmadıkça ve merkez bankalarının etkinliğini sorgulayacak bir koşul oluşmadıkça ortalama DXY performansının 95-100 aralığında oluşması bizler açısından sürpriz işaret etmez. Ancak, mevcut agresif faiz indirimi beklentisi ortamını tekrar gözettiğimizde, yılın ilk aylarında finansal piyasalarda yeniden konsolidasyon ihtiyacının aşikar olduğunu da önemle belirtmekte fayda görüyoruz. Bu da bizi biraz daha dengeli pozisyonlanmaların oluştuğu, Amerikan dolarının talep gördüğü, faizlerin hafif yukarı yönde hareket ettiği, hisse senetlerindeki primlerin realize olduğu bir ortama evrilebilir. Gözden kaçırılmaması gereken bir diğer kritik husus ise «Amerikan doları fiyatlamalarının sadece Amerikan doları üzerinden şekillenmediği» gerçeği. Portföy dağılımından, fon akımları, ticaretteki ağırlığı ve rezerv para statüsüne dek geniş yelpazede konuyu bir kez daha irdelediğimizde, USD'nin çaprazında yer alan üyelerin makro ve politik pozisyonları çoğu zaman merkez bankalarının girdikleri/girecekleri yollardan çok daha farklı sonuçların doğmasına zemin hazırlayabilir. Net/net USD fiyatlaması hiçbir zaman tek başına olmaz ve beklentiler ters ayakta yakalanma riski barındırır.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Ortak para birimi euro (EUR)

- Euro için 1.04 bölgesine dek çekilmenin yaşandığı yıl, kapanış bazında 1.1039 ile fena sayılmayacak bir performans ile gerçekleşti. Söz konusu değişimde EUR performansından ziyade global USD eğiliminin etkisi neredeyse hikayenin tamamını bir kez daha şekillendirir pozisyonda yer alıyor. EURUSD paritesi 2023'te ortalama %3 değer kazancı sergilerken, 2022 performansı olan %-11'e kıyasla kayıplarının da sınırlı bir kısmını telafi etmeyi başardı. Böylece ortalama parite seviyesi de yıllık bazda 1.0533'ten 1.0816'ya taşınmış oldu. **Hatırlayacak olursanız, euroyu konuştuğumuz her ortamda ticaret ağırlıklı endeksi de öne çıkarmaya yıllardır özen gösteriyoruz. Zira AB'nin ekonomik büyüklüğünde ticaretin önemli bir yeri var.** Deutsche Bank tarafından oluşturulan ticaret ağırlıklı endeks 2023'te ortalama parite kadar değer kazanırken (%3), Citi'nin hesapladığı reel EUR değeri ise ortalama %5'lik prime işaret etti. **Bu da bizi euronun Bölge ekonomik sağlığı açısından –başta Almanya olmak üzere- özellikle reelde değer kaybetmek zorunda olduğu gerçeği ile bir kez daha yüzleştirir duruma getiriyor. Ancak, 2024 için gerek uluslararası yatırım bankaları gerekse bizim çizdiğimiz projeksiyonlar reel değer kaybı aşamasından uzak olduğumuz fikrini canlı tutuyor. EURUSD paritesi için 2024 yılı beklentimiz, Fed ve USD eğilimine yönelik düşüncelerimiz kaynaklı, hafif yukarı yönlü ve 1.11-1.12 civarında (yıl ortalaması) şekilleniyor.**

■ Emtia piyasası: Brent petrol (ICE Brent \$/BBL)

- 2024'e dair global makro beklentilerimiz ekonomik aktivitenin yavaşladığı ve fakat enflasyonun da bu sürece eşlik ettiği bir dünyaya işaret ediyor. Bu süreçte bizlerin tahminleri için en ciddi belirsizlik kalemi ise emtia grubundaki olası spekülasyon yükselişler. Zira Fed'in önderlik edeceği ve genele yayılır bir faiz indirimi dalgası 2024'ün ilk yarısında olmasa dahi ikinci yarısında emtia fiyatlarında yukarı yönlü baskı oluşturabilir ve hatta bu durumun 2025'e de yayılmasına ortam hazırlayabilir. Evet, böylesi bir riski mutlak surette tahmin setimiz içerisinde dikkate almaya çalışıyoruz. Diğer yandan ise daha yavaş bir ekonomik aktivite ortamında fiyatlamalarda önemli bir toparlanma ihtimalini «temel anlamda» değerlendirmekte güçlük çekiyoruz. Modellerimizde kullandığımız Brent tipi petrol ortalama fiyat beklentimiz, 2023'ün tamamında paylaştığımız her iki raporumuzda da yer aldığı üzere, \$80 seviyesinde bulunuyor. Olası yukarı yönlü sapma ihtimali için de bant aralığını \$80-100 seviyesinde öngörmeye çalışıyoruz. Daha yüksek bir petrol fiyatlaması olmasına henüz anlam vermekte zorlanıyoruz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Emtia piyasası: Ons altın (XAUUSD)

- 7 Ağustos tarihinde yaptığımız fiyat güncellememiz ile birlikte 2023 yılı için belirlediğimiz ortalama ons altın seviyemizi \$1900'dan \$1945'e yükseltmiş ve gelecek dönem beklentilerinin değerli metallere yönelik işlemlerde etkili olmasını beklediğimizi açıklamıştık. Söz konusu tarihten yıl kapanışına dek geçen sürede ETF'lerdeki sert çıkış eğilimi devam etmekle birlikte *–bu kısım bizim için de şiddeti açısından sürpriz unsuru oldu–* spekülatif pozisyonlanmada artış gördük ve ortalama ons altın seviyesi \$1943 ile birlikte son 3 yılda olduğu üzere bir kez daha beklentilerimize yakın seyretti. Yıl içerisinde dönem dönem farklı jeopolitik risk başlıklarının etkisi altında kalan fakat yükselişini kalıcı hale getirmekte zorlanan ons altın, en düşük \$1804, en yüksek seviyede ise \$2135'te fiyatlandı. ETF'lerin çıkışları -\$15.4 milyar olurken, 2021-23 döneminde toplamda -\$36 milyar, ortalamada ise -\$12 milyarlık eğilim izlendi. Buna karşı spekülatif pozisyonlanma ve Amerikan dolarındaki değer kaybı değerli metal fiyatlamasına destek veren iki kritik unsur oldu. ETF cephesi 2016-20 yıllarında ise toplamda \$91.3 milyarlık pozisyon almışlardı. Yani, sadece 3 yıllık süreçte, 5 yıllık pozisyonlarının %40'ını azalttılar. ABD'de artan reel faizler ve enflasyonun özellikle çekirdek kalemlerdeki inatçı seyri Fed'e yönelik beklentilerde spekülatif-profesyonel pozisyonlanma dağılımını etkilerken, global merkez bankaları ise 2023'ün 9 aylık döneminde 800 milyar dolar seviyesinde alım gerçekleştirdiler ve fiyat yükselişine pozitif katkı sundular. 2024 yılına yönelik ortalama ons altın fiyatı beklentimizi \$2035 olarak belirliyoruz ve riskleri Fed'in başlatması muhtemel faiz indirimi sürecinin ivmesi ve iletişimine göre şu aşamada yukarı yönlü olarak görüyoruz. Son 3 yıldır satıcı tarafta yer alan fonların yeniden değerli metalden yana tavır alması durumunda ise süreç yükseliş tarafında riskler barındıracaktır.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- Uzun yıllar sonra yerel varlıkları «sağlıklı dinamikler» eşliğinde konuşur pozisyondayız
 - Pandemi sonrasındaki süreç Türk lirası ve cinsinden değerlendirilen varlıkları her anlamda konuşmak ve projeksiyon kurmak adına oldukça zordu. Yüksek çift hanelere sıçrayan enflasyon karşısında devreye alınan düşük faiz politikası ve Mayıs ayında gerçekleştirilen seçimler farklı birçok açıdan dengesizlikler yarattı. Liradaki hızlı değer kaybına karşı devreye alınan KKM uygulaması bütçe üzerinde baskı yaratırken, Türk lirası mevduat faizlerinin de fiyatlanma ezberlerinde değişiklik oluşturdu. Büyüme odaklı para politikası Fed önderliğinde devreye alınan küresel sıkılaşma kampından zamanlama ve uygulama olarak ayrışma yaratırken, yerel varlıkların fiyatlama dinamikleri de negatif reel faiz ortamında «getiri arayışı» teması üzerine kurgulandı. Halka arzlarda artırılan vites ve süreçte tercih edilen uygulamalar yatırımcı sayısının nominal artışını da beraberinde getirdi. Ancak, 2024 yılını konuşmaya başlamadan önce 22 Mayıs sonrasını doğru anlamakta ciddi anlamda fayda var. Zira 1/1 değişen uygulamalar makrodan mikroya bilinen son 4-5 yıllık ezberlerin de değişmesi anlamında ciddi riskler barındırıyor.
- Normalleşme süreci yerel varlıklara orta-uzun vadeli bakış açısına tartışmasız pozitif katkı sunuyor
 - Ekonomi yönetiminde gerçekleştirilen değişikliklerin ardından göreve gelen Bakan Şimşek'in sunduğu «normalleşme» yol haritası para ve maliye politikalarında sıkılaşma sağlarken, enflasyonun kontrol altına alınması, kontrolden çıkan beklentilerin yeniden çıpalanması, KKM'den çıkış sürecinin devreye alınması, uluslararası rezervlerde toparlanma, ülke risk priminin geldiği ciddi yüksek seviyelerden geri dönüş sürecinin başlatılması ve uzun yıllardır çıkış gerçekleştiren yabancı yatırımcı ile yeniden ortak paydada buluşmak gibi önemli maddeler barındırıyor. Bütçedeki dengenin yeniden sağlanması adına yaz aylarında atılan adımlar Hazine'ye yönelik endişelerin sakinlemesi ortamını gündeme getirirken, para politikasında başlatılan sıkılaşma süreci de KKM'den çıkışın devreye alınması ile birlikte alternatif getirilerin yükselmesine imkan tanıdı. Hikayenin bu kısmında ülke risk primi cephesindeki gelişmeleri diğer tüm başlıklardan çok daha fazla önemseyeceğimizi gerek seçimlerin ardından paylaştığımız notlarımızda gerekse son olarak **5 Eylül tarihinde yayımladığımız 2023 Strateji Güncelleme Raporu** nezdinde sayısız kez belirtmiştik. Yıl içerisinde 721bp seviyesine dek yükselen 5y vadeli CDS'imizde kapanış noktası 283bp olurken, beklentilerimizi fazlasıyla karşıladı. Her ne kadar farklı zaman dilimlerinde «tek başına CDS azalışının bir anlamı olmadığı» şeklinde sağlıksız tartışmalara tanıklık etmiş olsak da ülke risk primindeki geri çekilmenin genel olarak Türkiye'ye bakıştaki değişimi yansıttığını, kamu ve özel sektör dış finansman sağlama süreçlerindeki zorlukları azalttığını ve orta vadede yerel varlıklara giriş için fırsat kovalayan yabancı yatırımcıya önemli bir sinyal niteliği taşıdığı şeklindeki düşüncelerimizde herhangi bir değişiklik bulunmuyor. 2024'te CDS'teki geri çekilmenin mevcut ekonomi yönetimi ve uygulamalarının devrede olduğu, global konjonktürde ek kalıcı bir negatif unsurun belirmediği ve ayrışma başlığımızın yeniden gündeme gelmediği tüm senaryolarda devam etmesini bekliyoruz. Nette ülke risk primindeki azalışın normalleşme politikalarının devreye alınmasına paralel gayet sağlıklı şekilde ilerlediğini düşünüyor ve orta-uzun vadede yerel varlıkları yeniden küresel portföy yatırımları sepetinde kaybettiği geçmiş dönem ağırlıklarının tamamını olmasa da bir kısmını yerine koymaya imkan tanıyabileceğine inanıyoruz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Para politikasının gecikmeli etkileri

- **Bakan Şimşek'in göreve gelmesi ile birlikte yeniden şekillenen PPK ile faiz politikasındaki «normalleşme» süreci de hızlı şekilde devreye alındı.** TCMB tarafında %8.50 seviyesinde bulunan politika faizi 3400bp artışla %42.50 seviyesine yükseltildi ve piyasa beklentileri ile büyük çoğunlukla uyumlu bir hal aldı. Kasım ayı PPK toplantısından bu yana kamuoyu ile paylaşılan TCMB iletişimi sıkılaşma adımlarında sona gelindiğine işaret ederken, beklentiler, Ocak ayı içerisinde –en azından şu an için- +250bp'lık son bir adım ile birlikte politika faizinin %45 seviyesinde şekilleneceğini gösteriyor. Bölüm olarak bizim beklentimiz de bu yönde. 2024'ün ilk yarısında, özellikle de Mayıs-Haziran aylarında, %70'in üzerine yükselme ihtimali bulunan yıllık enflasyona karşı TCMB'nin ek bir sıkılaşma adımı atmayacağı konusunda fikir yürütmek şu aşamada güç. Zira Enflasyon Raporu'nda paylaşılan ve sık sık beklentileri ile paralel seyrettiği belirtilen enflasyon davranışına göre sürecin devamında geri çekilme başlayabilir. Bu nedenle TCMB'nin Ocak ayı sonrasında yeniden benzer bir faiz artırımı hamlesi içerisinde bulunma ihtimalini şu aşamada düşük görüyoruz. Bu noktada enflasyon beklentilerindeki kontrolden çıkma durumunun yeni yönetim ile birlikte yeniden dengeye getirilme çabalarını takdir ettiğimizi ve büyük oranda başarılı olduğunu düşündüğümüzü de belirtmek isteriz. **Buradan hareketle, 2024'te politika faizinin beklentilerin çıpalanması konusunun önemiyle birlikte %45'te sabit kalma ihtimalini oldukça yüksek görüyoruz.** Ancak, **muhtemel dezenflasyon süreci ile birlikte yılın son çeyreğinde sınırlı da olsa faiz indirimi tartışmaları gündeme gelebilir.** TCMB'nin bu senaryo karşısında takınacağı iletişim yerel varlıkların seyri açısından da kritik olacak. Bizim senaryomuzda faiz indirimi henüz bulunmuyor.

■ Yurt dışı yerleşiklerin portföyleri yeniden hareketlendi

- **Son 6 ayda ülke risk priminde gerçekleşen ciddi azalışın Türk varlıklarına olan en net etkisi fon akımları kanalı üzerinden Türkiye'ye bakış ve yeniden radara girme çabası şeklinde oldu.** Seçimleri takiben birçok kez farklı analizlerimizde yer verdiğimiz **«CDS'te azalış ve yurt dışı yerleşiklerin ciddi düşük seviyelerde yer alan pozisyonlanmalarındaki hareketlenme»** beklentimiz hali hazırda çalışır durumda. TCMB'nin yayımladığı haftalık verilere göre, 9 Haziran'dan yıl sonuna dek olan dönemde Türk varlıklarındaki toplam pozisyonlanma (hisse+DİBS/repo dahil) \$4.9 milyar seviyesinde gerçekleşirken, söz konusu eğilimde hisse senetleri \$2.9 milyar, DİBS tarafı ise \$2 milyar ile yer aldı. Hatırlatmak gerekirse, Türk varlıklarından 2018-22 döneminde -\$23 milyar çıkış olurken, en ciddi baskı -\$12 milyar ile DİBS kaleminde gözlenmişti. CDS'in 2023'te ortalamada 463bp seviyesine gerilemesi ile birlikte 2021'deki seviyelerine yakınsaması ve yıl sonu kapanışında <300bp olması **2024'te kademeli şekilde 2014-17 dönemine çekilme (227bp ortalama) ve hatta çok daha düşük düzeyleri gündeme getirebilir.** **Olası gördüğümüz bu pozitif senaryo yerel varlıklardaki yabancı payının da «kademeli» şekilde artışına imkan tanıyabilir.** 2018 öncesindeki seviyelere ilerleme ise ilk etapta sanılan kadar hızlı olmayabilir. Gerek global fon akışının gelişmekte olan ülkelere 2008 sonrası dönem ölçeğinde yüksek olmaması gerekse mevcutta uygulamada yer alan regülasyonların kaldırılması bahse konu geçişin hızında belirleyici olacaktır.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ 2024'ün en önemli yerel soru işareti: büyüme ne ölçekte yavaşlayacak?

- Türkiye ekonomisi 2023'ün ilk 9 aylık döneminde ortalamada %4.6, 3Ç'de ise yıllık bazda %5.9 büyüme performansı sergiledi. Hizmetler tarafında Covid sonrası dönemin normalleşmesi kısmen gerçekleşirken –yüksek baz etkisi ile birlikte–, zayıf seyreten inşaat sektörü 2022 sonunda başlattığı toparlanmasını devam ettirdi. Tarım, önceki yıllara göre yatay-pozitif, sanayi ise yıl genelinde zayıf kaldı. Para politikasında devreye alınan sıkılaştırma adımları ve iç tüketimin dengelenmesine yönelik yürürlüğe konulan regülasyonlar gecikmeli de olsa son çeyrek itibarıyla etkisini göstermeye başladı. Ancak, henüz kayda değer bir talep yavaşlaması olduğunu konuşmak mümkün değil. 2024'ün ilk yarısında gecikmeli etkilerin de devreye girmesi ile birlikte talepte azalış olmasını bekliyoruz. Kaldı ki dış alemdeki zayıf seyrin de yine aynı süre zarfında ciddi bir değişim göstereceği kanaatinde değiliz. Mart ayında gerçekleştirilecek olan yerel seçimlerin «ekstra büyüme odaklı» politikalara neden olacağı ve mevcut «sıkılaştırma-dengelenme-normalleşme» sürecini aksatacağı fikrine şu an için temkinli yaklaşıyoruz. Genel seçimlerin ardından oluşan yeni Meclis yapısı ve yerel seçimlerin seçmen bazındaki önem derecesini birlikte değerlendirdiğimizde bu tarz bir keskin politika değişikliği olacağı düşüncesinde değiliz. Ancak, Türkiye siyasetinde 3 önemli büyükşehir belediyesinin bulunduğu pozisyon her zaman farklıdır ve kazanılması siyaseten bir sonraki genel seçimler açısından odakta yer alır. 2023'te %4 üzeri, 2024'te ise %3-3.5 aralığına sınırlı-gerilemesi muhtemel büyüme performansı ile modellerimizde çalışıyoruz. İç tüketim ve dış talepteki azalışın daha sert boyutlara ilerleyeceği uç senaryolarda ise büyümede %3'ün aşağısı bizim açımızdan sürpriz olmaz. Ancak, ana senaryomuz bu değil. İç tüketimin aşağı yönde dengelenmesi ve dış talepte ana ihracat pazarlarımızda ekstra zorlayıcı negatif bir tablo oluşmamasını değerlendiriyoruz.

■ Enflasyon için yılı iki farklı devre şeklinde görmeli

- 3 Ocak tarihinde açıklanan 2023'ün son enflasyon verileri ile birlikte Türkiye'de 2017 sonrası başlayan «çift hane enflasyon» ve 2021 ile sonrasındaki «yüksek çift hane» seyir maalesef devam etmiş oldu. Yılı %64.95 seviyesindeki TÜFE ile tamamlayan ekonomide, yıl içerisindeki ortalama enflasyon ise %53.45'te oluştu. Gıda ve enerji gibi oynaklığı yüksek kalemlerin arındırıldığı çekirdek C endeksini ise %70.64 seviyesindeki seyir ile takip ettik. KKM'nin devreye alınmasını takiben volatilitesi azalan döviz kuruna karşı bozulan enflasyon beklentileri ve seçimler sonrasında daha serbest koşullarda işlem görmeye başlayan lira, ertelenen zamların devreye alınması ve kamu maliyesini desteklemek adına yürürlüğe konulan vergi artışları yılın ikinci yarısındaki yükselişte etkili oldu. Ancak, ekonomideki normalleşme süreci en azından şu aşamada kontrolden çıkmış olan enflasyon beklentilerinin kısmen %40'lı seviyelerde çıpılanmasına imkan tanıdı. TÜFE'nin 2024'ün ilk yarısında ve bilhassa Mayıs ayında %70 bölgesine doğru ilerlemesini beklemekle birlikte yıl sonu için enflasyon beklentimiz %40-45 aralığı ile TCMB tahminlerinin üzerinde yer alıyor. Şayet i) ekonomide sınırlı düzeyde beliren iç talep azalışının aşağı yönde ivmelenmesi ii) artan yabancı fon girişi ile birlikte lirada reel değer kazancı iii) enflasyon beklentilerinin güçlü şekilde çıpılanması iv) Merkez Bankası'nın faiz indirimi safhasına geçiş yapmaması senaryolarında yıl kapanışı için TÜFE'de <%40 senaryosunun da potada yer alabileceğini belirtmek isteriz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Cari işlemler dengesinde 2023'ten daha pozitif tablo

- Negatif reel faiz ortamı ve yüksek seyreden iç talep son yıllarda cari işlemler dengesindeki erozyonun iki temel belirleyeni oldular. Bu süreçte dış fonlama tarafında artan maliyetler ve ülkeden çıkış yapan yabancı portföy de dengenin bozulma sürecine negatif anlamda katkı sundu. 2023'ün ikinci yarısında seçimleri takiben ülke risk priminde beliren iyileşmenin Kasım ayı ile birlikte portföy akımlarındaki girişin hızlanmasına zemin hazırlaması 2024 için cari denge açısından olumlu düşünmemize imkan tanıyor. Düşük seyreden emtia fiyatları ve özellikle de petrol ve doğal gaz fiyatlarına yönelik ciddi bir yükseliş beklentisine şu aşamada sahip olmamamızı da bu listeye eklemek mümkün. Ancak, 2020-23 döneminde ortalamada -\$17 milyar seviyesinde oluşan net parasal olmayan altın kalemi ise önemli bir bilinmez olma özelliğini koruyor. Burası için de parasal sıkılaşma ve enflasyon beklentilerinin yeniden çıpılanması başlıkları eşliğinde nispeten normalleşme beklemek yanlış olmayabilir. Keza alternatif getirilerdeki artışı da dahil etmeli. 2024'te cari işlemler açığının -\$35 milyar dolar civarında oluşacağını değerlendiriyoruz.

■ Fonlama tarafında azalan stres & düzelen Türkiye algısı: rezervler pozitif

- Son yıllarda rezerv yapısındaki değişim ve yapılan ülke swapları ile tartışma konusu olan TCMB'de yeni ekonomi yönetiminin göreve gelmesini hızlı şekilde takiben rezerv yönetiminin de yeniden ele alındığı ve ciddi anlamda değişiklik gösterdiği bir sürecin içerisinde geçiyoruz. Mayıs ayında toplam rezervler (brüt+altın) <\$100 milyar olarak şekillenirken, Aralık ayında \$145 milyar seviyesine ulaşarak tarihi rekor yükseğe gelmiş oldu. Hesaplamalarımıza göre, IMF tanımlı net uluslararası rezervler de 2 Haziran haftasındaki -\$6 milyar seviyesinden 4 yıl sonra yeniden \$40 milyar dolar bölgesine toparlanma gösterdi. Aylık veriler üzerinden takip ettiğimiz uluslararası rezervler datasını baz aldığımızda, Kasım sonunda swap hariç net rezervleri -\$55.8 milyar dolar seviyesinde hesaplarken, Mayıs ayındaki -\$70 milyar düzeyinden toparlanma olduğunu not düşmek isteriz. Ekonomideki normalleşme sürecine paralel 2024'te Bakan Şimşek ve ekibinin önceliği olarak rezervlerdeki artış başlığının ilk sıradaki önemini korumaya devam edeceğine inanıyoruz. Bu, aynı zamanda, liraya yönelik stresi de aşağı yönde dengeleyen bir detay. Döviz kurlarının yine seçimlerin ardından «daha liberal rejimde» işlem gördüğünü yılın ikinci yarısının ardından, 2024'te de bu eğilimin ivme kazanmasını beklediğimizden, liranın reelde «hızlı» değer kazandığı senaryoda Merkez Bankası'nın rezerv birikimi noktasında farklı tasarrufları da gündeme gelebilir.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- Model ve Döngüsel Portföylerimizde ihtiyatlı-seçici yaklaşımımızda değişiklik yok
 - Strateji ve Araştırma Bölümümüz tarafından belirlenen pasif portföylerimizde 2023 yılını da olabildiğince az hareket ederek ve orta-uzun vadeli bakış açısını koruyarak geçirmeye çalıştık. Hisse değişim oranımızı 2024 yılında da düşük tutmaya çalışacağız. 5 Ocak kapanışı itibarıyla, Model Portföyümüzde taşıdığımız hisselerimizin ortalama gün sayısı 475, Döngüsel Portföyümüzde yer alanların ise 281 (*Ekim 2021’de kurulduğunu hatırlatalım*). Kısa vadeli değişikliklerden olabildiğince kaçınarak profesyonel fon yönetimi vari düşünce yapımızı muhafaza edeceğiz. Geride kalan son derece zor ve volatil yılda Model Portföyümüz BIST 100 endeksini rölatif %12, Döngüsel Portföyümüz ise %16 yenmeyi başardı. Şu aşamada her ikisi için de 15'er hisse taşıy pozisyonumuzda değişiklik bulunmuyor. Likiditesi düşük, kurumsal yapıdan uzak, yatırımcı ilişkileri zayıf, orta-uzun vadeli hikaye sunmakta zorlanan, ekonomik konjonktüre ters şirketleri bu yıl da olabildiğince tercih etmemeye çalışacağız. Ekim ayının ikinci haftasından bu yana genel yatırım düşüncemiz, portföylerin ağırlıklı olarak bankacılık, sigortacılık, telekom, savunma, perakende ve döngüye paralel portföy yapısına sahip-iskontosu yüksek holdinglerden oluşması çerçevesinde şekilleniyor. Bu yaklaşımın 2024’ün en azından ilk çeyreğinde de en sağlıklı karar olduğunu değerlendiriyoruz.
- Türk varlıkları için «iskonto» kavramı yeni değil; önemli olan doğru zamanlama
 - Başta Türk hisse senetleri olmak üzere, farklı lokal finansal varlıklar açısından da «iskonto» kavramı bugün belirmiş bir detay değil. Uzun vadede Mayıs 2013, daha kısada ise 2018 yılından bu yana benzer başlıkların etrafında fiyatlamalar gerçekleşmekte. Ancak, herhangi bir varlığın «ucuz olması» ya da teknik ifade ile «iskonto barındırması» portföylerde yer verilmesi açısından her zaman belirleyici unsur olmak zorunda değildir. Türk varlıklarının fiyatlamalarını geride kalan 4-5 yıl için tartışırken de buradan ilerlemek en sağlıklı yaklaşım olacaktır. Yatırım işlemlerine genel bakış açımız seçimlerin ardından son yıllarda hiç olmadığı ölçekte orta-uzun vadede pozitif dönmüş durumda. Bunu, Eylül ayında paylaştığımız Strateji Güncelleme Raporumuz nezdinde de tartışmıştık. Bize göre, ülke risk primindeki yükselişin konuşulması ve gündem meşgul etmesi her ne kadar doğal bir tepki ise gerilemesi ve bu olurken temelde yatan gerekçelerin «farklı bir şeylerin fiyatlamasına işaret etmesi» mutlak surette dikkate alınması gereken bir detay. **Şayet mevcut risk algısındaki düzelleme süreci devam edecek olursa –beklentimiz bu yönde-** Türk varlıklarına girişin yılın ikinci çeyreği ile birlikte hızlanmasını bekleriz. Fed’in girmesi muhtemel faiz indirimi süreci de global risk algısı ve fonlama koşullarını daha elverişli hale getireceğinden, aralarında Türkiye’nin de bulunduğu gelişmekte olan ülke varlıklarının 2024-25 yıllarındaki fiyatlama döngüsünden nemalanmalarını beklemek kadar doğal başka bir şey olduğunu düşünmüyoruz. Burada bizim açımızdan kritik aşama ise «mevcut risk algısındaki düzelmelerin devamı» konusu. O nedenle enflasyonun yeniden para politikasında odak haline geldiği koşulların herhangi bir nedenle herhangi bir gerileme göstermeden devamı son derece kritik.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Yatırım temamız nasıl şekilleniyor?

- Net/net Türk varlıklarının fiyatlamaları açısından son 4 yılın en kritik dönüm noktasında yer aldığımızı düşünüyoruz. Bu kez şansı doğru kullandığımız takdirde emsallerimize kıyasla taşıdığımız iskonto oranlarının tamamen olmasa dahi ciddi anlamda kapandığı bir tablo ile karşılaşmamız işten bile değil. **İhtiyacımız olan, sadece sabır.** i) para politikasının genel kabul görmüş normlarda devam ettiği ve şu aşamada henüz durdurulabilen enflasyon beklentilerindeki erozyonun Haziran sonrası dönemde aşağı yönde evrildiği ii) 2024'ün her anlamda önemli bir geçiş dönemi olarak değerlendirildiği ve bu şekilde sağlıklı iletişimin kurulduğu iii) liradaki hızlı ve volatil değer kayıplarının artık geride kaldığı fikrinin başta lokaller nezdinde kabul edildiği iv) ters dolarizasyonun ivmelendiği v) küresel eğilime paralel «reel getiri» ortamının tercihten ziyade konjonktürel olduğu uygulamaların muhafaza edildiği vi) önemli bir süredir birikmiş olan yapısal makroekonomik ve hukuki reformların hızlı şekilde ele alındığı tüm koşullarda Türk lirası ve cinsinden değerlendirilen varlıkların oyuna yeniden ve hızlı şekilde dahil olduğu bir senaryoyu ciddi anlamda değerlendirdiğimizi belirtmek isteriz.
- Kasım ayından bu yana tarihsel seyre kıyasla düşük ivmede devam eden ve fakat son yıllardaki çıkış eğiliminin terse döndüğü fikrini teyit etmeye aday yabancı fon girişlerinin 2024 yılının genelinde sık sık gündeme geleceğini değerlendiriyoruz. Bu nedenle Borsa İstanbul'da işlem hacimleri daha yüksek ve likit olan kurumsal yapıdaki hisselerden yana orta-uzun vadeli pozisyon alınmasının avantaj sağlayacağına inanıyoruz. Öte yandan Ekim ayının ikinci haftasından bu yana sıklıkla analizlerimizde yer verdiğimiz şekilde, fiyatlama dinamiklerimizin henüz yeterince sağlıklı olmaması kaynaklı yaşanan ve belirli aralıklarla yaşanması muhtemel volatilité ortamına karşı, enflasyonun yılın ilk yarısında yükseleceği ve parasal sıkılaşmanın gecikmeli etkilerinin finansallar üzerindeki baskısının artacağı düşüncesinden hareketle; **savunma, telekom, perakende, yüksek iskontoya sahip holding ve muhtemel iç tüketim hız kesmesine karşı olabildiğince az etkilenebilecek zaruri ihtiyaç** sektörlerinde pozisyon alınmasının yanlış bir karar olmayabileceğine inanıyoruz. Bu düşünce yapısından hareketle Model ve Döngüsel Portföylerimizi oluşturduğumuzu önemle belirtmek isteriz. Tüm bunların yanında, her ne kadar enflasyon muhasebesi uygulaması dışında kalmaları ilk etapta baskı unsuru olarak belirse de, **Türk bankalarının portföylerdeki ağırlığının uzun bir aranın ardından yeniden artırılma sürecinde olduğunu** da düşündüğümüzü belirtmek isteriz. Ağustos 2023'ten bu yana, Model Portföyümüz nezdinde YKBNK, Döngüsel Portföyümüz içerisinde ise AKBNK taşıyoruz.
- Türk hisse senetlerindeki muhtemel yabancı oranı artış sürecinde geçmiş dönem dostlarının yeniden hatırlanmasını bekliyoruz. Bu nedenle, halka arz süreci kaynaklı değişen yapısının referans olma özelliğini tartışmaya açan BIST 100 endeksine kıyasla, BIST 30 hisse senetlerinin daha avantajlı konumda yer aldığına inanıyoruz. **Banka, holding, petrol rafinerisi, perakende, savunma, telekom ve havacılık** sektörlerinde yer alan şirketlerin öne çıkmasını bekliyoruz. Sürpriz dönüş hikayelerine belirli oranlarda portföylerinde yer vermek isteyen yatırımcılar bahsettiğimiz temanın yanında büyüme potansiyeli yüksek small cap hisseleri de ekleyebilirler.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Yatırım tamamımız nasıl şekilleniyor?

- **BIST 100 endeksi için 12-ay hedef fiyat seviyemizi 5 Eylül tarihli 2023 Strateji Güncelleme Raporumuzda 10250 puan seviyesinde belirlemiştik.** Makro tahminlerimiz, risksiz faiz oranı ve değerlemelerimize dahil ettiğimiz diğer önemli kalemlerde birtakım güncellemeler gerçekleştirdik. 2023 başlangıcında %18 seviyesinde bulunan ve yıl içerisinde %21'e yükselttiğimiz risksiz faiz oranımızı **(risk-free rate)** içerisinde bulunduğumuz makroekonomik koşullardaki değişim ve geçiş süreci kapsamında farklılaştırmanın en sağlıklı yaklaşım olduğuna inanıyoruz. Buna göre, Kasım ayı sonundan bu yana değerlemelerimizde; 2024 yılı için **%28**, 2025'te **%26**, 2026'da **%22** ve 2027-2032 döneminde ise **%20** seviyelerini tercih ediyoruz. Ülke risk primini ise **(equity risk premium)** 2024-2025 yıllarında **%5.5** seviyesinden **%6**'ya yükseltiyor, 2026'da **%5.5**'e, 2027 ve sonrasında ise **%5**'e çekerek mevcut koşullar altında tahmin ufku içerisindeki en sağlıklı değerlendirme sonuçlarına ulaşmayı hedefliyoruz.
- **2024 Strateji Raporumuz ile birlikte BIST 100 endeksi için 12-ay hedef fiyatımızı 10250 puan seviyesinden 11800'e yukarı yönlü güncelliyoruz. Böylece 7736 puan seviyesindeki 9 Ocak kapanışına göre %53 yukarı yönde potansiyele ulaşıyoruz.** Söz konusu potansiyel ilk etapta TCMB'nin açıkladığı son mevduat verileri baz alındığında (29 Aralık 2023 haftası, 3 aya kadar TRY mevduat faiz oranı %52.50, toplam TRY üzerinden açılan %47.06) hisse senedi piyasasında pozisyon almak için yeterli görünmeyebilir. Ancak, **mevcutta yürürlükte olan regülasyonlar gözetildiğinde, buna paralel mevduat yapıları nezdinde faiz oranlarının farklılaştığı gerçeğinden hareketle, her bakiye ve vadede bu oranlara ulaşmanın kolay olmadığı da göz ardı edilmemeli.** Ayrıca, portföylerde yer verilmesi düşünülen/hali hazırda alınmış olan hisse senedi pozisyonlarının da kısa vadeden ziyade orta-uzun vadeli ülke-sektör-şirket beklentileri üzerinden şekillendiği hesaba katıldığında, göz ardı edilemeyecek bir düzeye işaret ettiğine inanıyoruz. Kaldı ki tüm bunların yanında, hisse senedi bazında getirilerin ayrıştığı da son yıllarda birçok kez farklı örnekler üzerinden deneyimlediğimiz bir diğer tartışmaya açık olmayan gerçek konumunda.
- **Genel yatırım çerçevesi kapsamında meslektaşlarımızdan ayrışmıyoruz:** Ekim ayının ikinci yarısından bu yana paylaştığımız yatırım tamamımız kapsamında; i) fiyatlama dinamiklerimizin sağlıklı yapısında herhangi bir temel değişikliğin olmaması ii) etkisini tartışmak ve katılmamakla birlikte yerel seçimlerin takvim içerisinde yer alması iii) para politikasının gecikmeli etkilerinin beklendiği süreçte enflasyonun özellikle ilk yarıda %70 bölgesi üzerine taşınma potansiyeli barındırması iv) alternatif getirilerdeki artışın hisse senedi piyasasını baskılaması v) portföylerde finansal varlıklar arası geçişin henüz sonlanmadığını düşünmemiz vi) enflasyon muhasebesi ile yapılacak finansal raporlamanın ilk etapta tüm kesimler açısından yaratabileceği kafa karışıklığı gibi önemli gördüğümüz nedenlerle en azından **1-3 ay vadede volatilitesi yüksek-yön arayışının devam ettiği işlemlerin korunmasını bekliyoruz. Devam eden süreçte ise, yılın ikinci yarısı ile birlikte, alternatif getiriler kaynaklı finansal baskılanmanın azalmaya başlamasını ve risk iştahının global finansal koşullardaki gevşeme ihtimalinden destek alarak BIST yatırımlarını avantajlı hale getirmesini öngörüyoruz.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Yatırım temamız nasıl şekilleniyor?

- **Türk lirasının 2024'te «reel olarak değerli kalma riski» söz konusu.** USDTRY paritesi 2014 yılından bu yana yıllık bazda ortalamada %30 yükselerek çift haneli rakamlarda performans sergiliyor. Bu, aynı zamanda liranın zayıflığı anlamına geliyor. Geçmiş dönem deneyimleri açısından liranın «gereksiz değerli olduğu» tartışmaları uzun yıllardır gündemi meşgul etse de **-2003-2008 ortalaması %-2, 2018-2021 %25, 2022-2023 ise %65-** 2024'te değişen para politikası duruşu, reel getiri sunma pozisyonu ve dış fon girişinin yeniden artma riski bulunması reel değerlendirme senaryosunu konuşmamıza zemin hazırlıyor. Şu an için %40-45 aralığında oluşmasını beklediğimiz 2024 sonu TÜFE rakamına karşı liradaki zayıflama daha düşük seviyelerde gerçekleşebilir. Burada kritik aşamalardan birisi de devam eden KKM'den çıkış süreci, devreye alınması muhtemel ek önlemler ve döviz bulunduran mudilerin tercihi olacak. BDDK'nın açıkladığı rakamlardan yaptığımız hesaplamalarımız, 25 Ağustos haftasından bu yana KKM'deki azalışın -781 milyar lira olduğunu gösteriyor. Elbette ilerleyen aşamalarda sürecin başlangıcı ivmesinde azalış görme ihtimalimiz düşük olsa son dönemdeki portföy girişlerinin yıl içerisinde hızlandığı senaryoda TCMB 2000'li yıllardaki deneyimlerinin aksine daha kontrollü bir şekilde rezerv birikimini gündemine alabilir ve fon akımını ikna oldukları pozisyonda lokaller de ters dolarizasyon şeklinde değerlendirebilir. Kuşkusuz tüm bu yaptığımız değerlendirmeler ihtimal seçeneklerinden oluşuyor ve farklı birçok başlığın dönemsel etkileri fiyatlamalara yön verebiliyor. Ancak, **seçimler sonrasındaki genel koşulların, son yıllardaki zayıf ve tercih dışı görülen Türk varlıkları algısının terse dönmeye başladığı ve bunun da risk primindeki azalış ve ülke sermaye piyasalarına yönelik kaleme alınan yabancı kurum raporlarındaki trafik artışı** ile teyit edilebileceğini düşünüyoruz.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ 2023 yılı nasıl geçti?

- 2023 yılı uluslararası piyasalarda, resesyon endişeleri ve enflasyonla mücadele arasında, zor geçen dokuz aylık bir sürecin ardından, yılın son çeyreğinde faizlerde zirveye ulaşıldığına inanılan platoya birlikte yumuşak iniş senaryolarının risk iştahını toparlaması şeklinde geçti. Bunun yanında, küresel piyasalar 2023 yılını, hisse senetleri, tahviller, altın ve dijital varlıklarda yakın zamandaki en kuvvetli rallilerden biri ile sonlandırdı. Özellikle S&P 500'gb önemli bileşenlerinin kötü sayılamayacak şirket bilançoları ve büyüme tarafında ciddi sorunlar yaşanmamasına rağmen, Çin hisse senedi yatırımcıları bu ralliden yararlanamadı. Benzer şekilde jeopolitik riskler ve OPEC+'ın arz kesintilerine rağmen, büyüme endişelerinin daha ağır bastığı enerji grubunda özellikle petrol ve doğal gaz için kötü bir yılı geride bıraktık.

■ 2024 yılında ne bekliyoruz?

- 2024 yılı, küresel piyasalarda bir önceki yıl gerçekleşen parasal sıkılaştırmanın sonuçlarını daha net olarak göreceğimiz dönem olacak.
- Piyasa fiyatlamasının 2024 yılı için işaret ettiği 5 ya da 6 faiz indirim ve yumuşak iniş olarak adlandırılan, ekonomide makul bir yavaşlama paralelinde herhangi bir durgunluğa sebep olmayacak şekilde faiz politikası yönetimini bir neden-sonuç ilişkisi içerisinde değerlendirmenin zor olacağını düşünmekteyiz. Merkez bankalarının 2024 yılında agresif bir şekilde faiz indirme yöntemine gitmeleri piyasalarda sert geri dönüşler ile karşılık bulabilir. O nedenle merkez bankalarının zayıflayan ekonomilere ilişkin verileri görerek makul ve rasyonel şekilde faiz indirimleri yapacağını değerlendirmekle birlikte ABD enflasyonunun 2024'te FED'in %2'lik hedefinin üzerinde kalacağını düşünmekteyiz.
- ABD'nin ekonomideki yavaşlamaya rağmen yılın ilk yarısında resesyondan kaçınabileceğini, yılın ikinci yarısından itibaren yapılacak faiz indirimleri ile birlikte de resesyon olasılığının bir miktar daha azalacağını değerlendirmekteyiz. ABD'de reel GSYİH büyümesinin de bu paralelde yatay bir seyrinde ilerlemesini bekliyoruz.
- Aynı zamanda 2023 yılında ABD'de mali politikaların etkisi ile GSYH'nin %7.4 ü seviyesine çıkan mali açık kamunun borçlanma ihtiyacını artırmıştı. **Bu yıl ABD devlet tahvili faizlerinin de FED'den bağımsız bir şekilde risk oluşturma ihtimalini göz ardı etmiyoruz.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

- Piyasalar açısından baktığımızda 2024 yılında genel temamızı para politikasında gevşeme, yapay zeka yatırımları ve rehabet derecesinde aşırı iyimserliğin rasyonalize edilmesi çerçevesine oturtuyoruz. Risk haritamızda ise yaklaşan ABD seçimleri, kalıcı yüksek enflasyonun sebep olacağı küresel bir resesyon, Çin'de artması muhtemel devlet kontrolleri, Çin ve Tayvan arasındaki gerginlik, Ukrayna-Rusya ve İsrail-Filistin savaşlarının bölgesel ya da küresel bir çatışmaya sebep olma ihtimalleri yer alıyor.
- Hisse senedi piyasaları geçtiğimiz yıl olduğu gibi bu yıl da tatmin edici bir performans göstermeye devam edebilir; ancak, piyasa iyimserliği ekonomik gerçeklikler ile çatışırsa volatilitenin ciddi şekilde artacağını düşünüyoruz. Yüksek değerlemeler ve piyasa hassasiyetini de göz önünde bulundurarak geçtiğimiz yıl S&P 500 getirisine damga vuran Muhteşem 7'linin (Apple, Microsoft, Google, Tesla, Nvidia, Amazon, Meta Platforms) yanı sıra endeks getirisinin gerisinde kalmış, teknoloji dışındaki hisselerin de bu yıl göz ardı edilmemesini önemli buluyoruz.
- Farklı bir açıdan bakacak olursak 2024, bir anlamda, “Gecikenlerin Yılı” olarsa, bu yıl, tüketim, defansif hisse senetleri, sağlık hizmetleri ve kamu hizmetleri sektör hisselerine özel olarak dikkat çekmek gerektiğine inanıyoruz. 2023 yılında güçlü dolar teması ve Asya Pasifik'teki yavaş büyüme sebebiyle baskı altında kalan endüstriyel metallerin, ABD'de faiz artışlarının sonuna gelmesi ve özellikle Çin'deki yavaşlamanın terse dönebileceği düşüncesi ile bu yıl daha iyi performans göstermesi beklenebilir. Bakırda bir süredir devam eden düşük fiyatlar ve marjlar sebebiyle üretimdeki daralma önümüzdeki dönemde arz kıtlığı yaratarak fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturabilir. 1992 yılından bu yana ton başına \$108 ile en geniş kontangoya işaret eden fiyatlar, kısa ve uzun vade arasındaki marjı net şekilde gösteriyor.
- Jeopolitik risklerin taban oluşturması ve Çin'den gelen marjinal talep artışı etkisiyle 2024 yılında genel olarak emtia fiyatlarında toparlanma görülebilir ve dolar endeksindeki zayıflama beklentisi de bu toparlanmayı destekleyebilir. Aynı zamanda yılın ikinci yarısında ABD'nin seçim sathına girecek olması altyapı harcamalarında artış beklentisi yaratarak konvansiyonel endüstriyi hareketlendirebilir.
- 2023'te para piyasalarına park etmiş olan \$4.9 trilyonun faiz indirimleri ile birlikte kademeli olarak hisse ve emtia piyasalarına kayması beklenebilir ve bu durum resesyon endişelerini geride bırakarak risk iştahını toparlamaya önderlik edebilir.

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

■ Bu beklentilerimiz ışığında 2024 yılı için takip etmemiz gereken hisseleri şu şekilde sıralıyoruz:

✓ **AMZN, AAPL, ALB, FCX, DAL, V, JNJ, KO**

■ **Amazon.com (AMZN):** Amazon.com, çevrimiçi perakendeci ve web hizmetleri sağlayıcısıdır. Ayrıca, eve teslimat ve nakliye ve bulut ağı teknolojisi dahil birçok destek hizmetleri sunmaktadır. **Çevrimiçi ve fiziksel platformlarla müşterilerine ürünlerini sunan Amazon'un öngörülebilir gelecekte büyümesinin büyük bir kısmını sağlayacak şeyin e-ticaret işi değil, ona güç veren lojistik ağı olacağını düşünüyoruz.** Amazon'un kısa süre önce hayata geçirdiği, tamamen otomatikleştirilmiş tedarik zinciri hizmetleri seti olan "Supply Chain by Amazon", satıcıların, Amazon'un karmaşık, lojistik, depolama, dağıtım ve nakliye (uluslararası dahil) olanaklarından yararlanmasına olanak sağlıyor. E-ticaret, Amazon'un ana gelir kaynağı ve Amazon Web Hizmetleri de ana kâr kaynağı olmaya devam edecektir. Ancak, diğer segmentlerin kendi ağırlıklarını daha fazla dengelemeye başladığını görmek umut verici olarak değerlendirilebilir. 2023'ün üçüncü çeyreğinde Amazon'un üçüncü taraf satıcı hizmetleri geliri %20 (yoy) arttı. Reklamcılık %26'lık büyümeye başı çekti. Bütün bunlar göz önüne alındığında, bu yıl Amazon için pozitif bir yıl olabilir ve 2021 yılında gördüğü en yüksek seviyelere tekrar yükselebilir. Ayrıca, yapay zeka alanındaki yatırımları Amazon'u beklentilerin bir adım ötesine taşıyabilir.

■ **Apple (AAPL):** Dünyanın en değerli şirketi olan Apple'ın özellikle 5G teknolojisinin ağırlık kazanması ile şirket cirosunun yarısını oluşturan cep telefonu satışlarını artırarak devam ettireceğini düşünüyoruz. Bulut hizmetleri, Appstore ve AppleTV gibi hizmetlerle sürekli gelir kalemlerini de artıran şirket, yükselen yapay zeka ve AR-GE yatırımları ile de öne çıkacak yenilikleri piyasaya sunabilir. Seçim dönemlerinde teknoloji hisseleri üzerinde negatif baskı olduğunu biliyoruz; ancak, bu yıl piyasaya sunacağı yeni ürün VisionPro ile Apple yine kendini pozitif ayrıştırmayı başarabilir.

■ **Albemarle (ALB):** Madencilik ve kimya üreticisi Albemarle, küresel lityum üretiminde lider konumda bulunuyor. Şirket, geçtiğimiz günlerde Avustralyalı ham lityum madencisi olan Liontown Resources'ı satın almak için yaptığı teklifle gündeme geldi. Albemarle anlaşmayı 2024 ortasına kadar tamamlamayı planlıyor. Lityum fiyatları değişkenlik gösterse de Albemarle lityumu pazara sunma becerisine sahip, güvenilir ve süreklilik arz eden bir tedarikçi olduğunu kanıtladı. **Elektrikli araçlardan gelen güçlü talep ve önümüzdeki dönemde artması beklenen elektrikli araç pazar payı, piyasada öngörülen lityum açığı ile birleşince "Gecikenlerin Yılı" temasına tamamen uyan Albemarle, önümüzdeki yıllar için uygun bir değerlendirme sunuyor.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

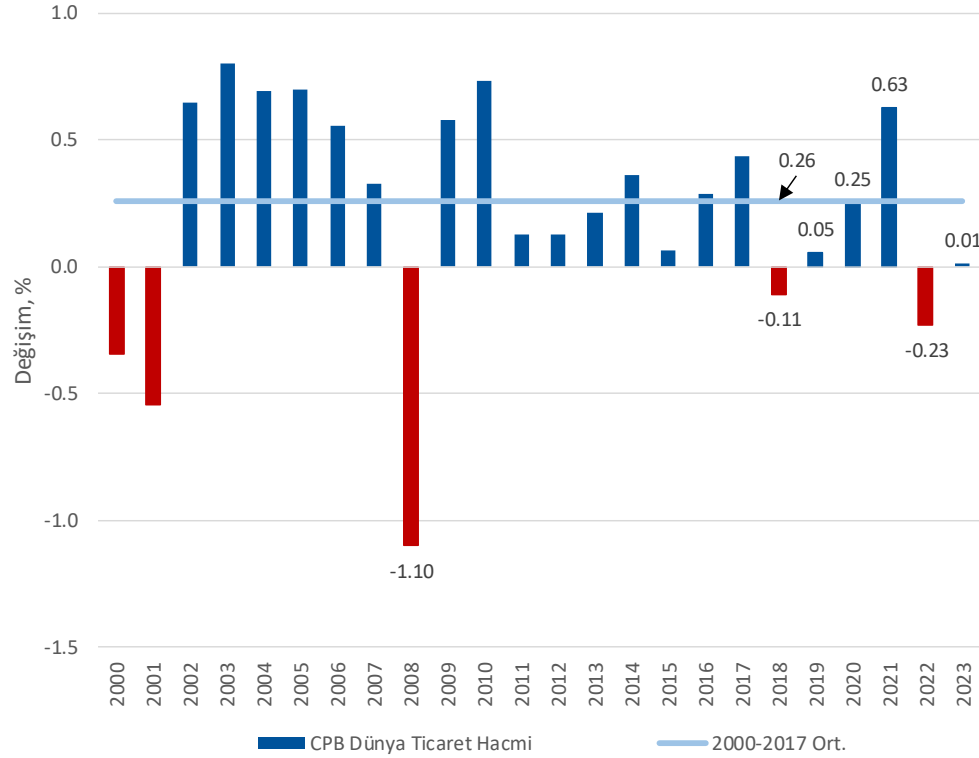
- **Freeport- McMoRan (FCX):** Dünya, içten yanmalı motorlardan (ICE) uzaklaşarak elektrikli araçlara (EV), aynı zamanda enerji üretimi için fosil yakıtlara bağımlılıktan yenilenebilir enerjiye doğru ilerliyor ve her iki ilerleme de bakır için talep artışına işaret ediyor. Elektrikli araçların özellikle kablo tesisatında ICE araçlarına göre çok daha fazla bakıra ihtiyaç duyulmaktadır. Bununla birlikte veri merkezleri, endüstriyel otomasyon ve akıllı binalar, altyapı ve şehirler gibi alanların elektrifikasyonu da bakır talebini artırmaktadır. Dünyanın en büyük bakır, molibden ve altın üreticilerinden biri olan Freeport- McMoRan defansif bir hisse olmasının yanı sıra belirttiğimiz fırsatlar sebebiyle de uygun bir değerlendirmeyle işlem görmeye devam ediyor.
- **Delta Airlines (DAL):** Delta Airlines, ABD’de ve uluslararası alanda yolcu ve kargo için tarifeli hava taşımacılığı hizmetlerinin yanı sıra rafineri alanında faaliyet göstermektedir. Havayolu sektörünün özellikle 2024 yılında rekor satış seviyelerine ulaşacağı beklentisi ile şirketin karlılığını artırma potansiyeline sahip olacağına ve aynı zamanda rafineri faaliyetlerinin şirketi diğer havayolu taşımacılarının önünde konumlandıracağına inanıyoruz. Sektör ortalamasına oranla rakiplerine göre geride kalan Delta Airlines’ın özellikle bu sene çıkış yapmasını bekleriz.
- **Visa (V):** Bireysel ve ticari müşterilere, finansal kuruluşlara, devlet kurumlarına ve tüccarlara hizmet veren, küresel bir dijital ödeme teknolojisi şirketi olan Visa, dijital ödemeler ve veriler aracılığıyla küresel e-ticarette büyük bir rol oynamaktadır. Beklenen gevşek para politikaları sürecinin etkisiyle tüketici harcamalarının özellikle yılın ikinci yarısından itibaren hızlanacağı düşünülebilir. Bu durum, parasal gevşeme dönemlerinde orantısız büyüme gösteren şirketin, artan kart ücretleri ile birlikte karlılığını yükseltmeye devam edeceğine işaret edebilir.
- **Johnson & Johnson (JNJ):** 2023 yılında piyasalara sektör bazında bakıldığında, sağlık hizmetleri sektörünün performans açısından ciddi derecede geride kaldığını görebiliriz. Johnson& Johnson, tıbbi alanda ve kişisel bakım alanında, geniş bir ürün yelpazesine sahip olan, sektörün önde gelen şirketlerinden biri olarak karşımıza çıkıyor. Ayrıca, yüksek temettü verimliliği ile kendine **Dividend Aristocrats** (son 25 yıl içinde her sene temettü yükselterek ödeyen şirketler) listesinde yer edinen şirketin, endeks ve sektör getirisinin gerisinde kalması sebebiyle bu yıl güçlü bir performans göstermesini bekleyebiliriz.
- **Coca-Cola (KO):** İçecek şirketi olan Coca-Cola, dünya çapında çeşitli alkolsüz içecekler üretmekte, pazarlamakta ve satmaktadır. Şirket, düzenli olarak 61 yıl boyunca temettü ödediği için “**Dividend Kings**” listesine girmeyi başarmıştır. Geçtiğimiz yıl S&P 500 getirisinin gerisinde kalan Coca-Cola, yüksek temettü verimi ile yatırımcılar için cazip bir hisse olmaya devam ediyor. Coca-Cola 2022 yılı sonunda ABD meşrubat pazarında %46’lık pazar payı ile en yakın rakibi PepsiCo’yu geride bırakmayı başardı. Şirketin pazardaki hakimiyeti ne olursa olsun rehavete kapılmadan, yenilikçi çözümlerle, tüketicilerin sürekli değişen tercihlerine uyum sağlamayı sürdürmesini değerli buluyoruz.

■ Makro | global & yerel

Küresel ekonomi

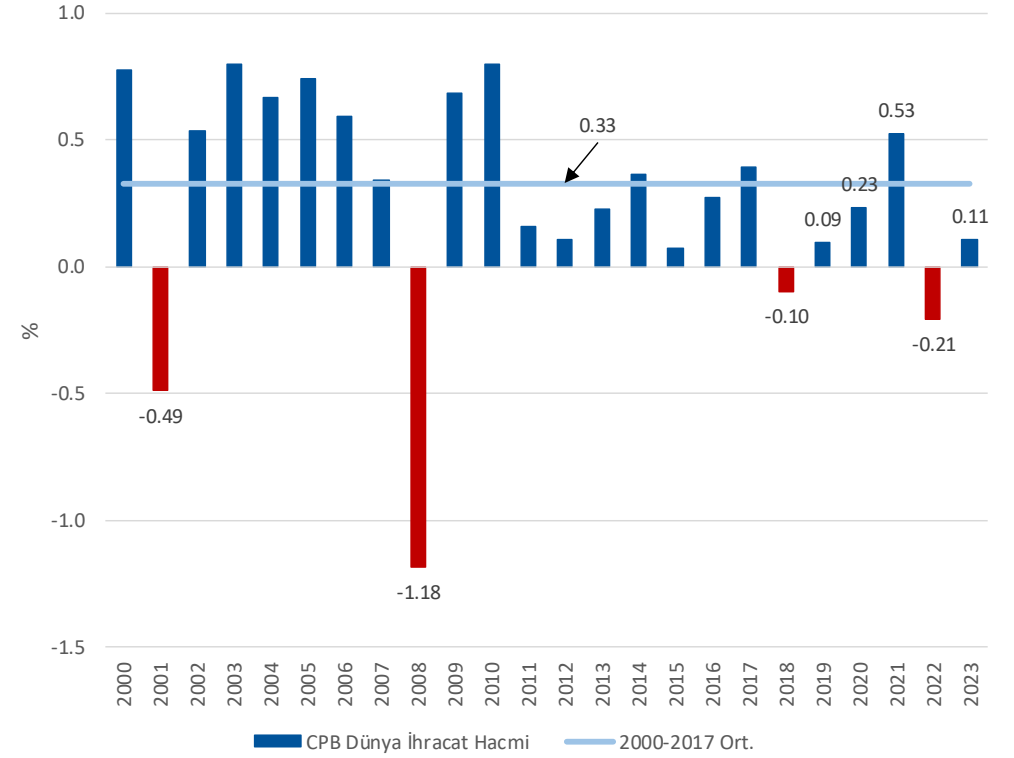
Ocak-Ekim dönemine ait veriler, global ticaret ve ihracat hacimlerinin ortalama 2022'ye kıyasla daha iyi bir performans sergilediğine işaret ediyor. Ancak, bununla birlikte, ABD dışındaki dünyada, özellikle de Avrupa'daki yavaşlama yılın genelinde etkisini yakından hissettirdi.

CPB dünya ticaret hacmi, yıllık ortalama değişim, 2000-



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

CPB dünya ihracat hacmi, yıllık ortalama değişim, 2000-

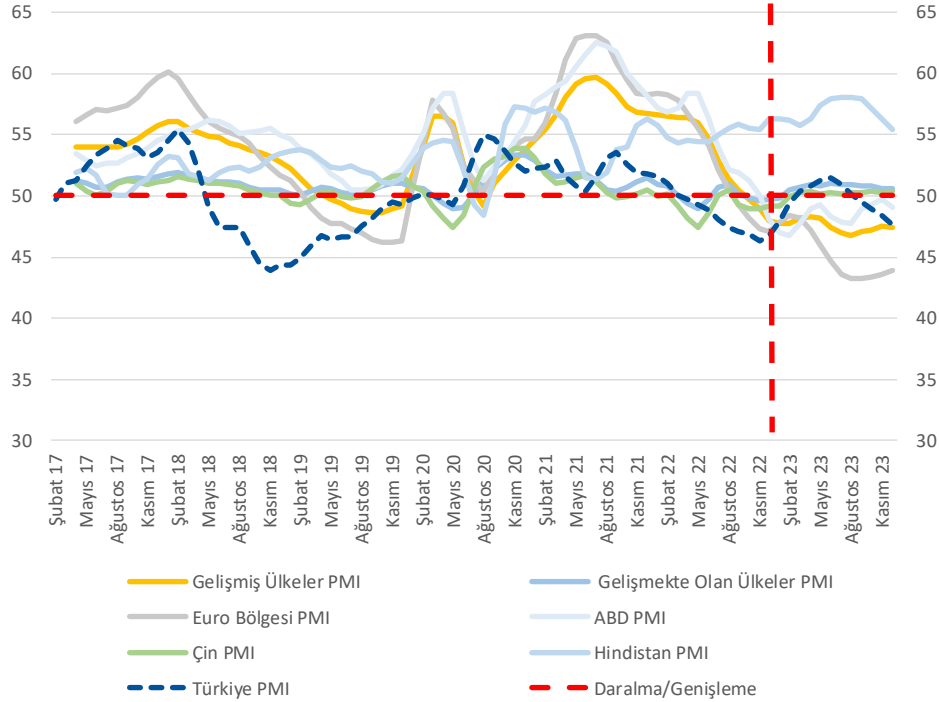


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Küresel ekonomi

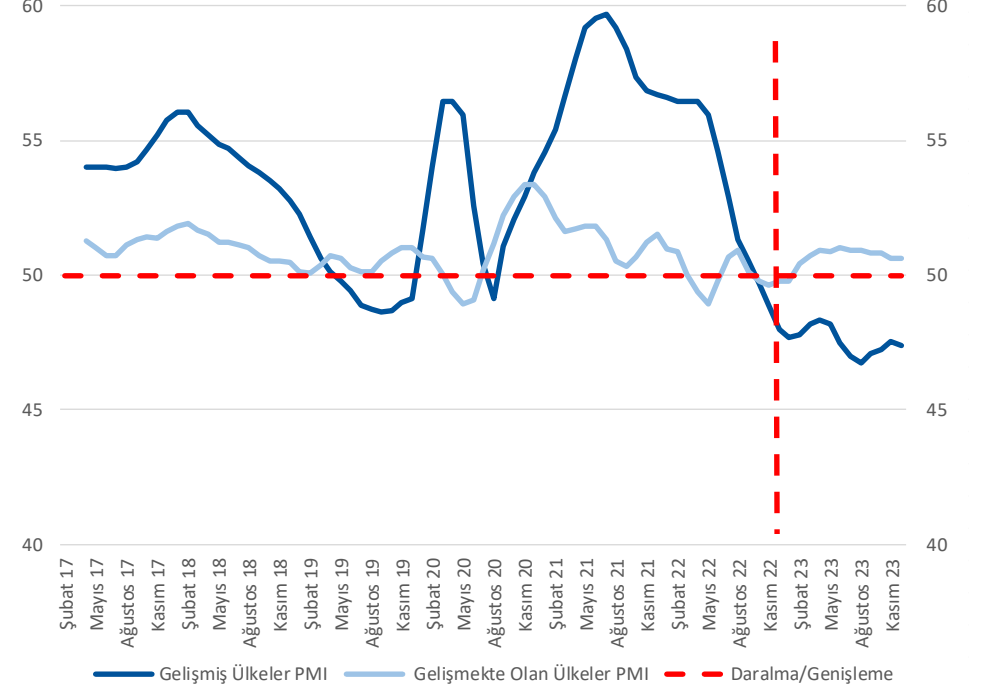
Global yavaşlama eğiliminden gelişmekte olan ülkeler gelişmişlere kıyasla daha az etkilendiler ve ekonomik dirençlerine yönelik düşünceleri bir kez daha teyit etme imkanı buldular. Çin ekonomisi de yavaşladı ama yapısal problemleri etrafındaki dalgalanmada önemli bir değişiklik yaşanmadı.

Seçilmiş ekonomik bölgeler, imalat PMI, 3 ay ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş ekonomik bölgeler, imalat PMI, 3 ay ort.

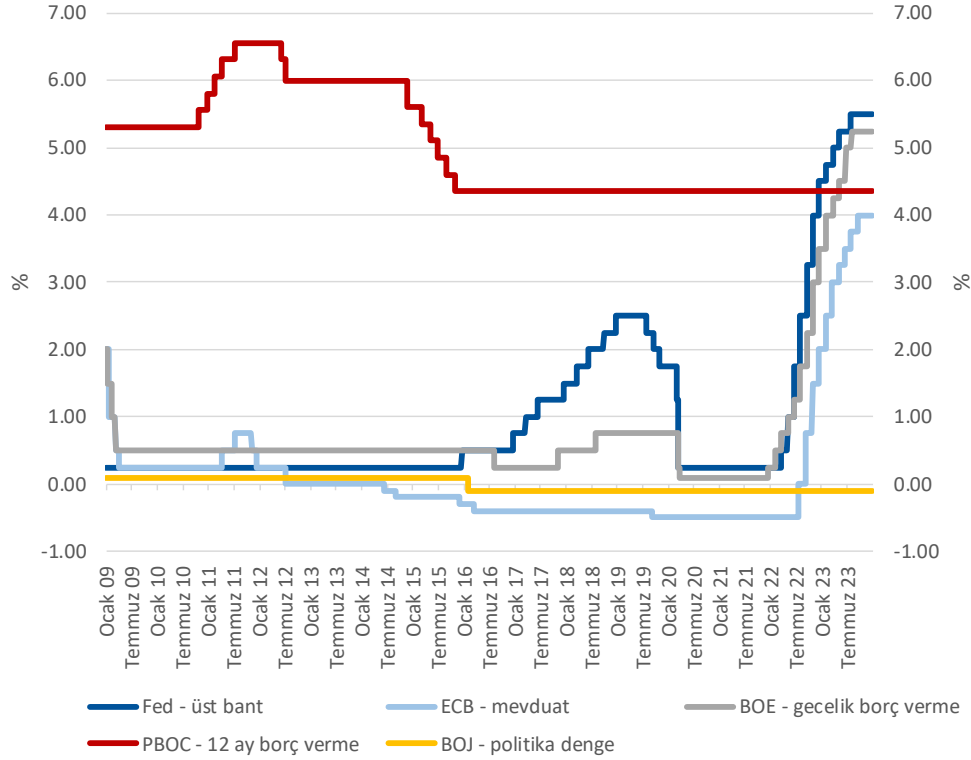


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi

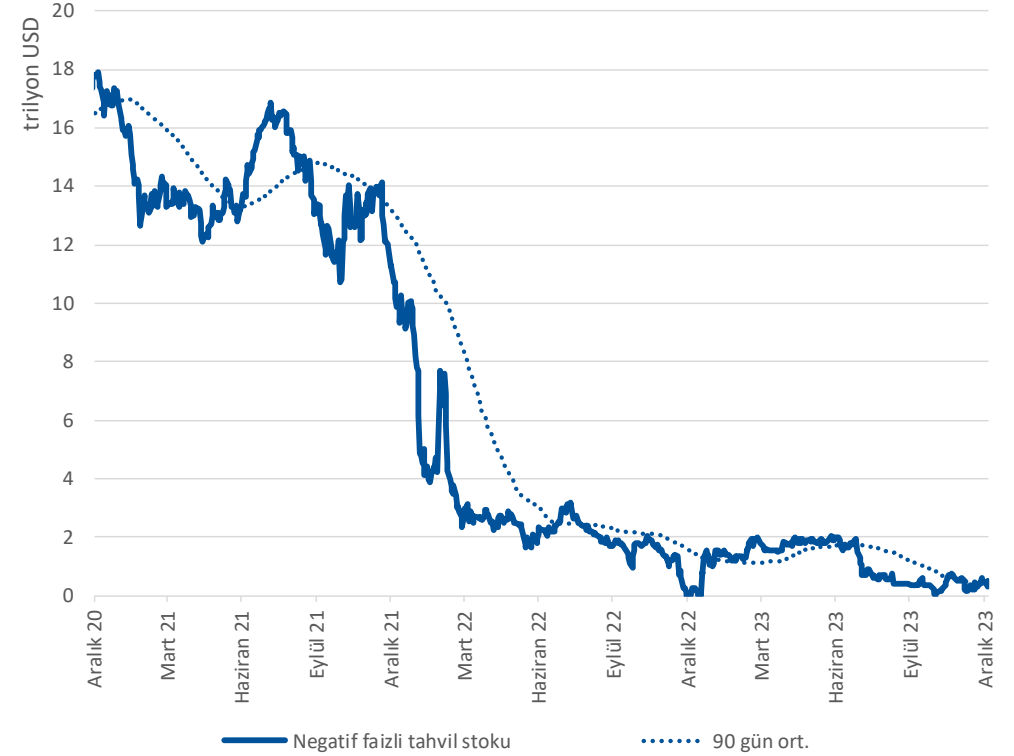
Fed önderliğinde 2022’de devreye alınan ve zaman içerisinde ivmelenen global sıkılaşma kampı, Japonya hariç 2023’te de devam etti. Son çeyrek ile birlikte kamuoyuna yapılan iletişim ise faiz artırımlarının sonuna geldiği-daha uzun süre-daha yüksek faiz hadleri ile birlikte faiz indirimlerinin 2024’te yürürlüğe konulabileceğine işaret ediyor. Doğal olarak faiz eğrileri yukarı yönde ayarlama yapıyor.

Seçilmiş politika faizleri - Majör



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Negatif faizli tahvil verileri, 2020-

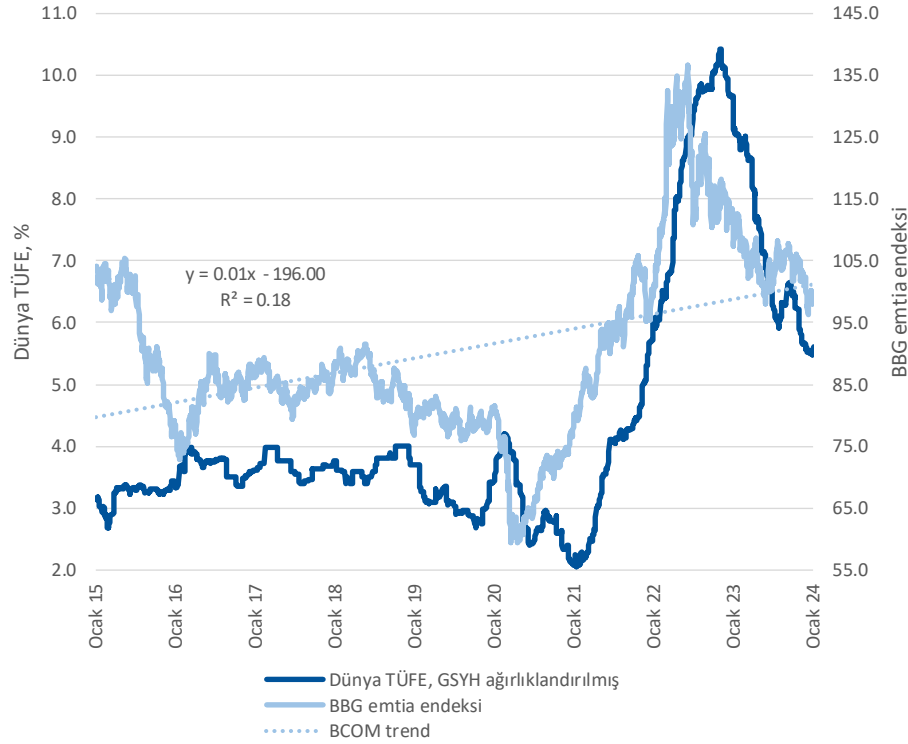


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi

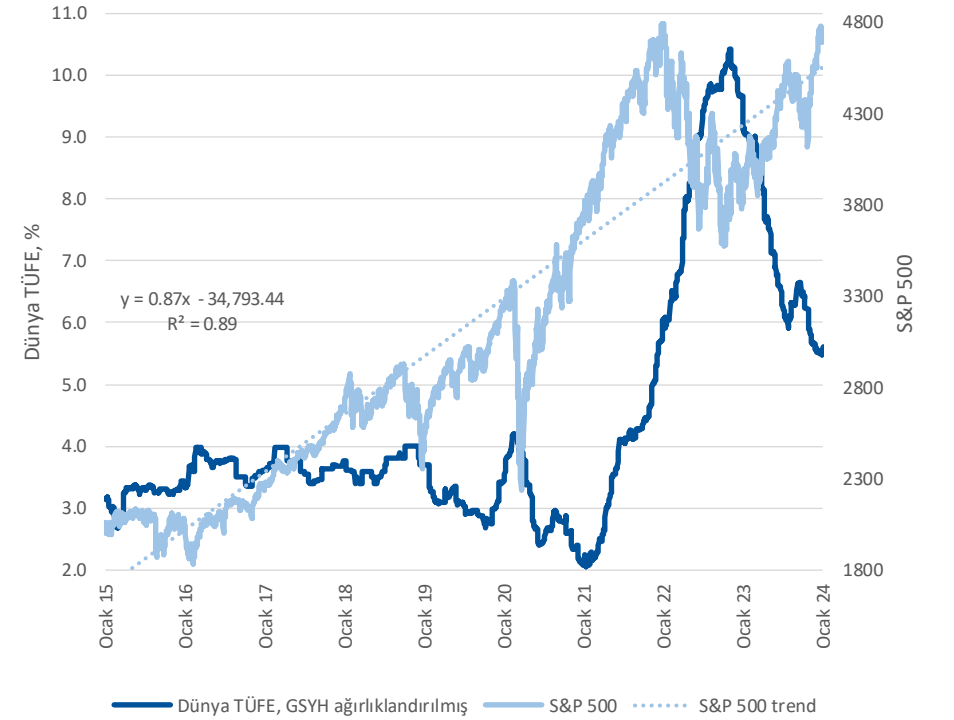
Global enflasyon çift hane riskini bertaraf ederek %5'lere geriledi. Ancak, düşük seyreden emtia grubu fiyatları, yavaşlayan ekonomik momentum ve para politikalarının etkinliği burada önemli rol üstlendi. 2024, bu anlamda, resesyon risklerinin büyük çoğunlukta bertaraf edilme potansiyeli taşıdığı bir yıl olmakla birlikte karşı tarafında denklemin enflasyon açısından da risk belirsizliği taşımaya aday bir yıl.

Dünya enflasyonu (TÜFE) & BBG emtia endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Dünya enflasyonu (TÜFE) & S&P 500

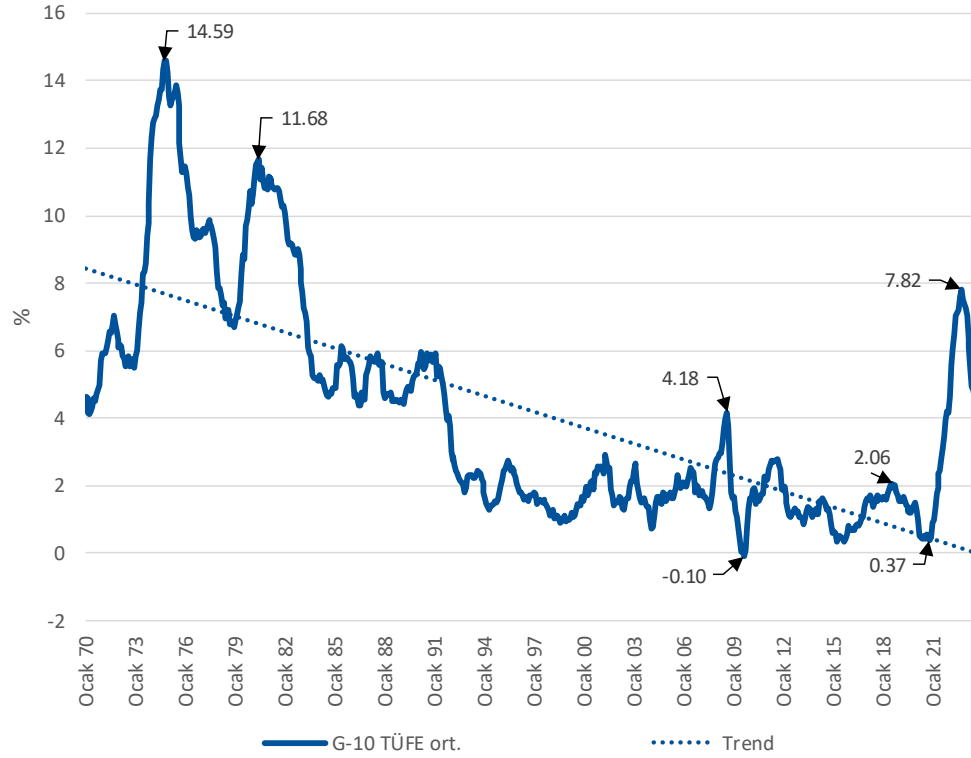


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi

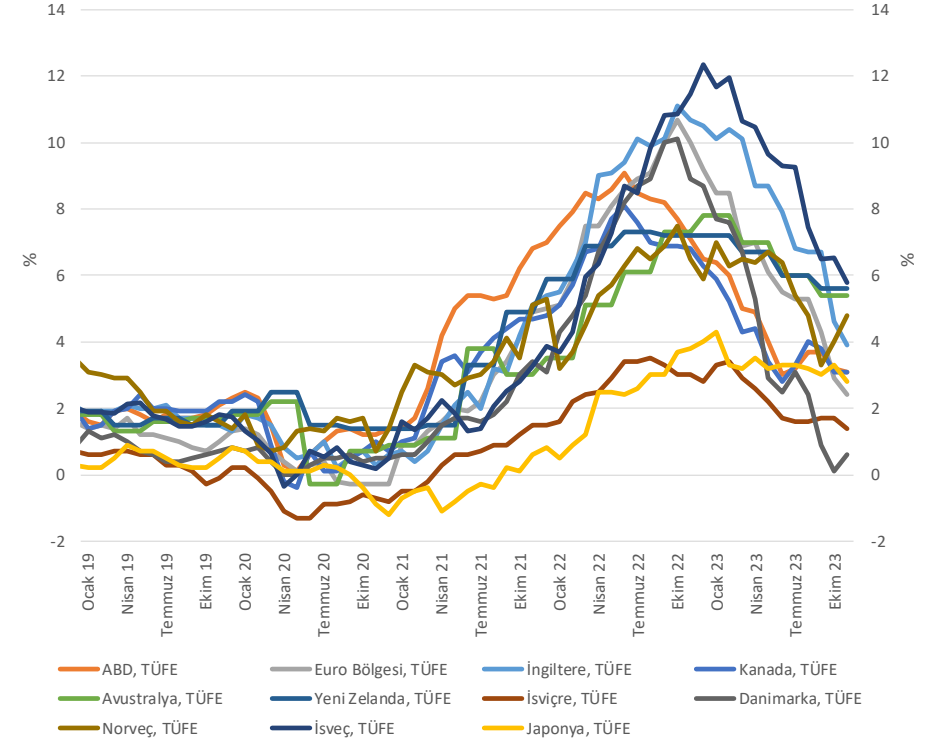
Manşet enflasyon rakamları globalde geri çekilme süreci içerisinde.

G-10 TÜFE ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

G-10 yıllık TÜFE, 2019-

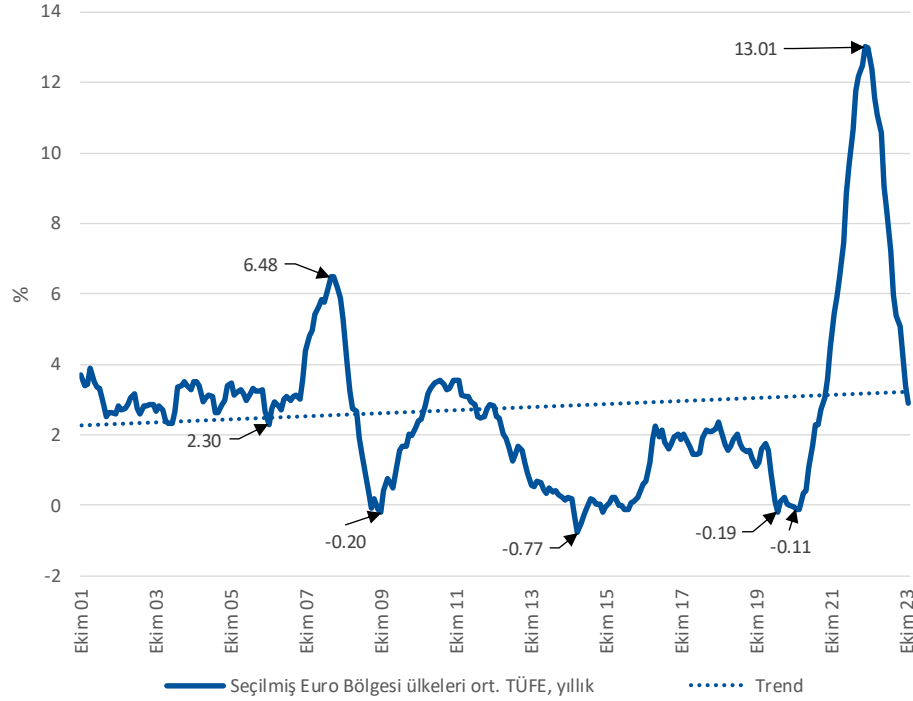


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi

Euro Bölgesi enflasyonuna ait seyir.

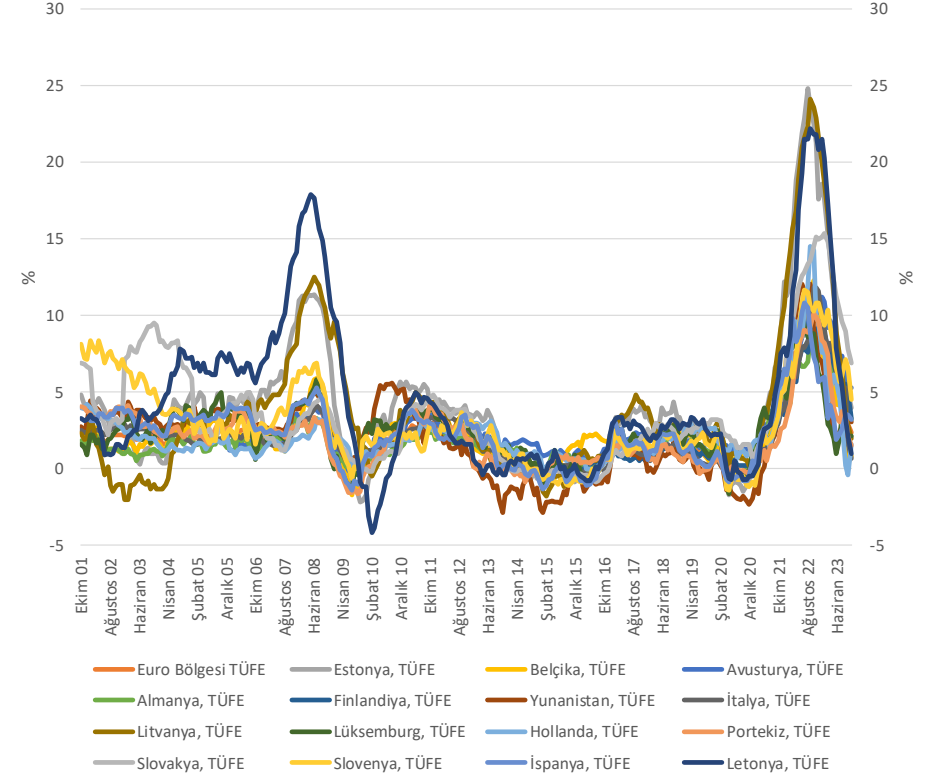
Euro Bölgesi ve seçilmiş üyelere ait TÜFE ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş üye ülkeler: Estonya, Avusturya, Belçika, Almanya, Finlandiya, Yunanistan, İtalya, Litvanya, Letonya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz, Slovakya, Slovenya, İspanya

Euro Bölgesi ve seçilmiş üyelere ait TÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi

EMEA ülkeleri enflasyonuna ait seyir.

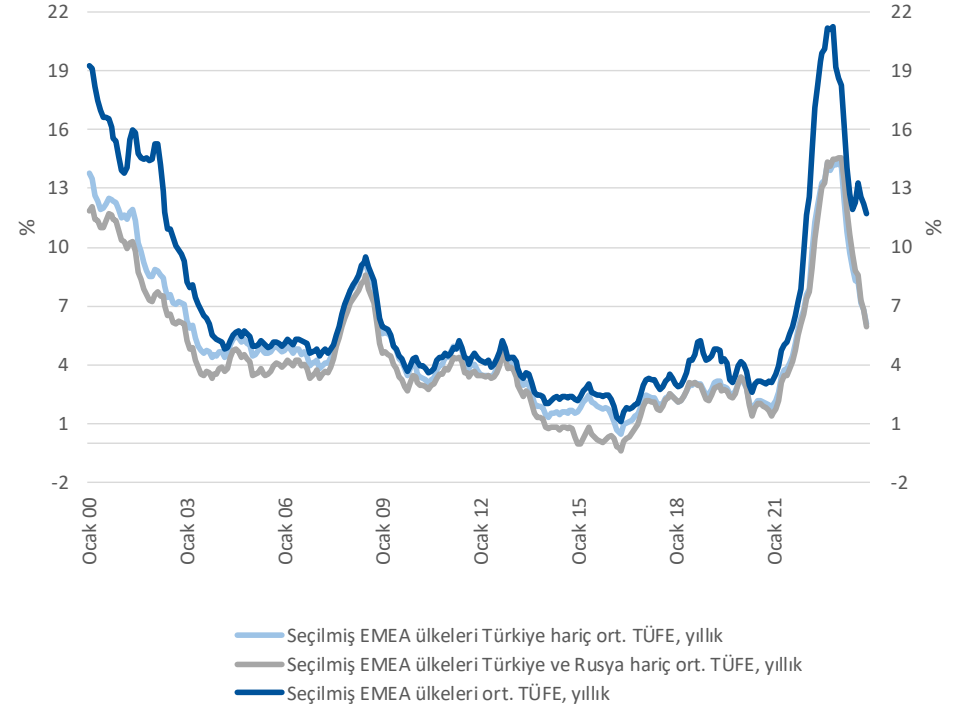
Seçilmiş EMEA ülkeleri ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

EMEA: Bulgaristan, Hırvatistan, Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, Rusya, Türkiye, İsrail, Güney Afrika

Seçilmiş EMEA ülkeleri ort. TÜFE, yıllık



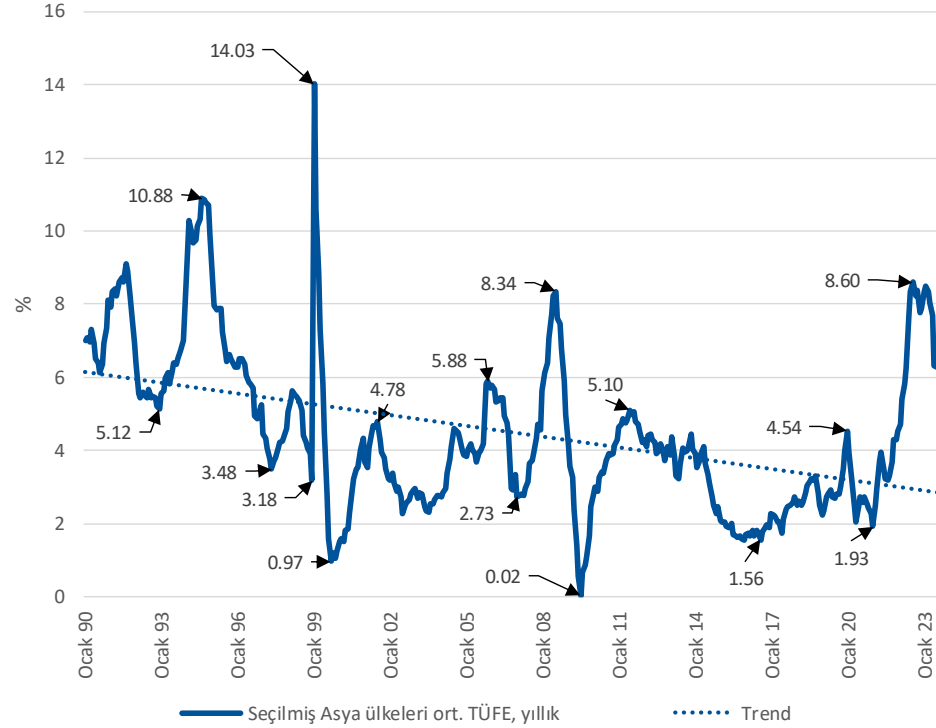
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

EMEA: Bulgaristan, Hırvatistan, Çekya, Macaristan, Polonya, Romanya, İsrail, Güney Afrika

Küresel ekonomi

Asya ülkeleri enflasyonuna ait seyir.

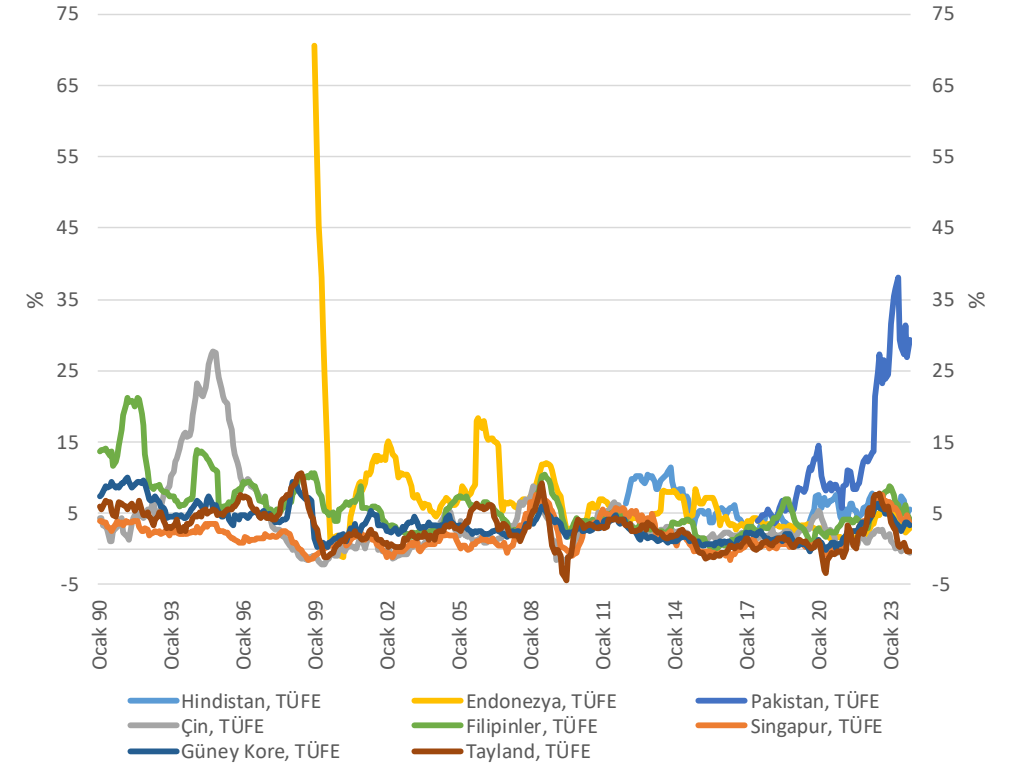
Seçilmiş Asya ülkeleri ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Asya: Çin, Hindistan, Endonezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Güney Kore, Tayland

Seçilmiş Asya ülkeleri TÜFE, yıllık

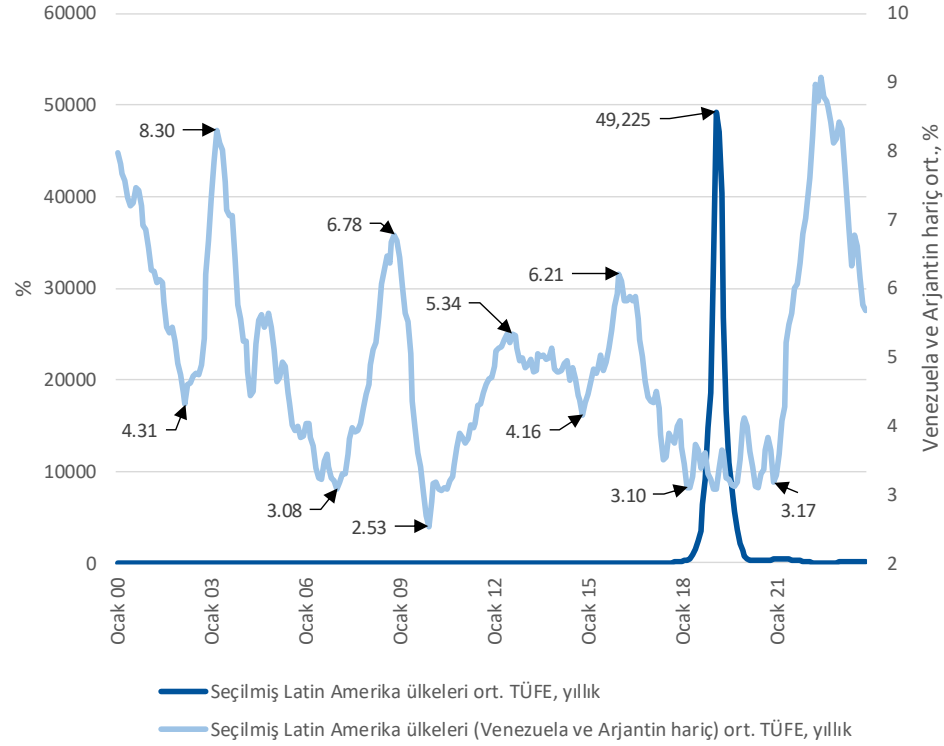


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi

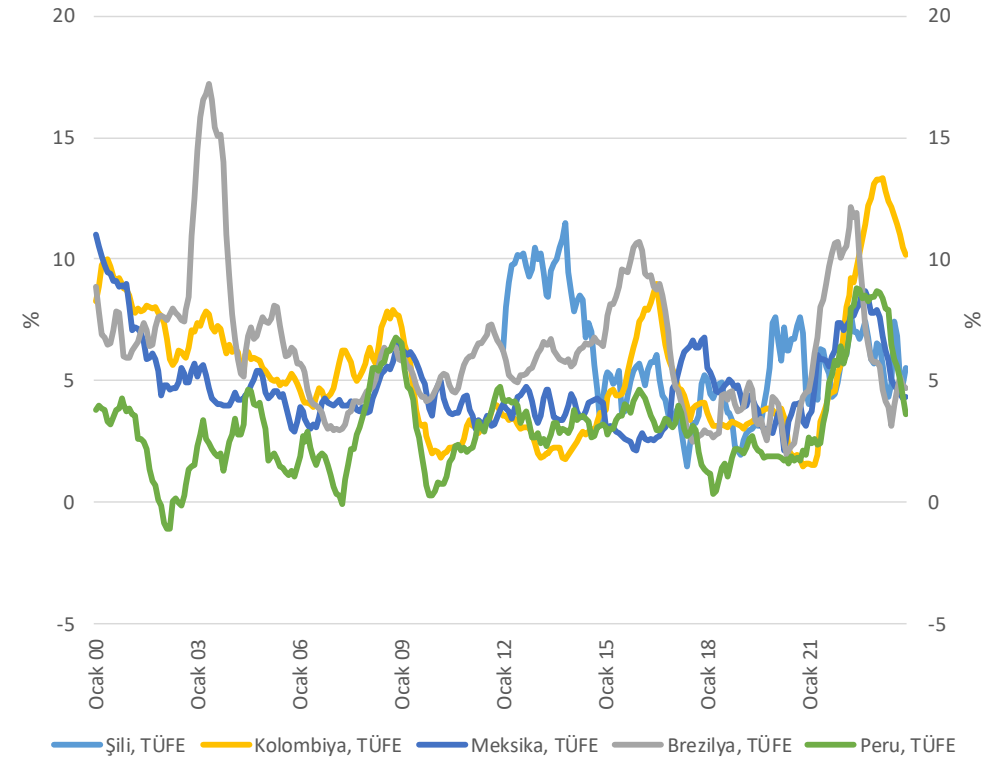
Latin Amerika ülkeleri enflasyonuna ait seyir.

Seçilmiş Latin Amerika ülkeleri (Venezuela ve Arjantin hariç) ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Latin Amerika: Arjantin, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Venezuela

Seçilmiş Latin Amerika ülkeleri ort. TÜFE, yıllık

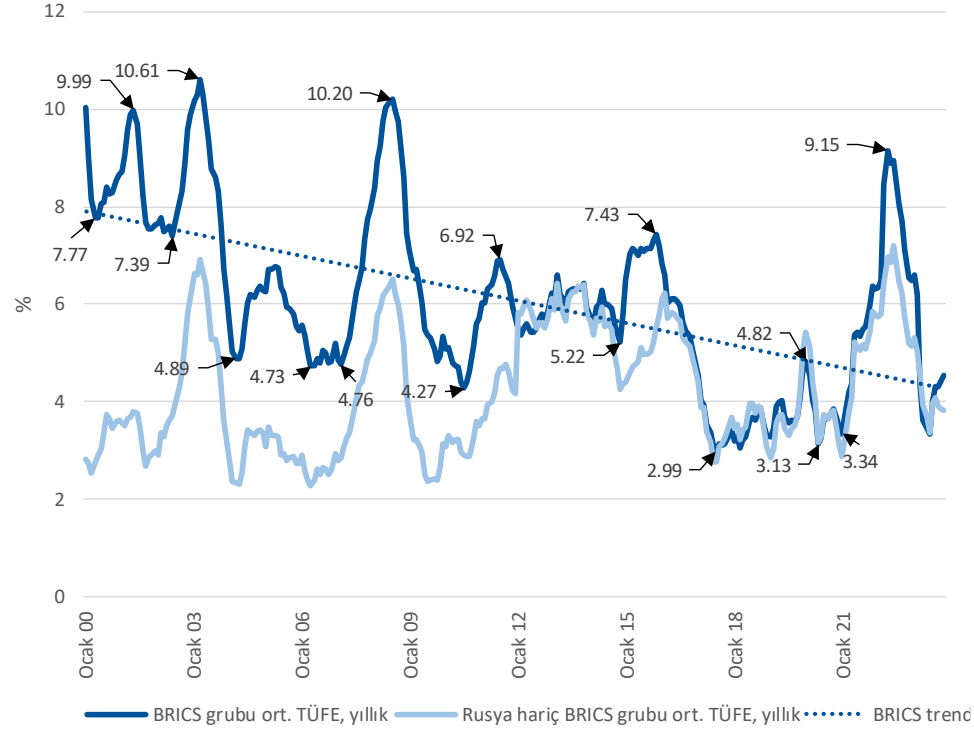


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi

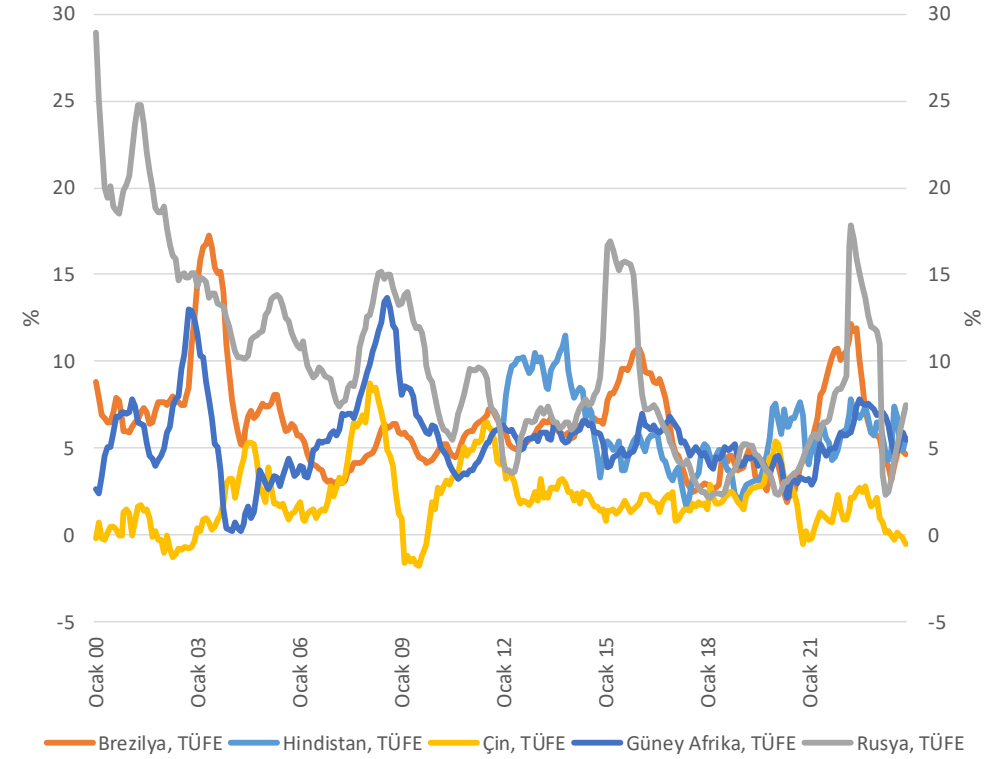
BRICS ülkeleri enflasyonuna ait seyir.

BRICS grubu ort. TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
BRICS: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika

BRICS grubu TÜFE, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi

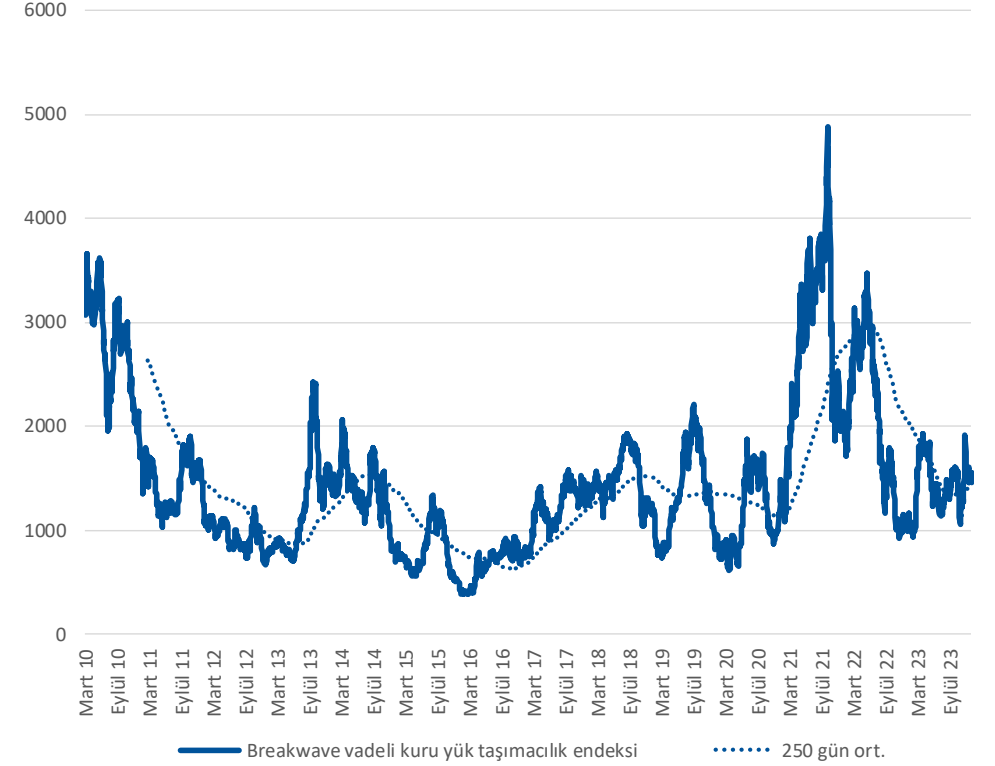
Navlun taşımacılığı 2023'ün genelinde zayıf seyretti.

Baltık kuru yük endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Breakwave vadeli kuru yük taşımacılık endeksi

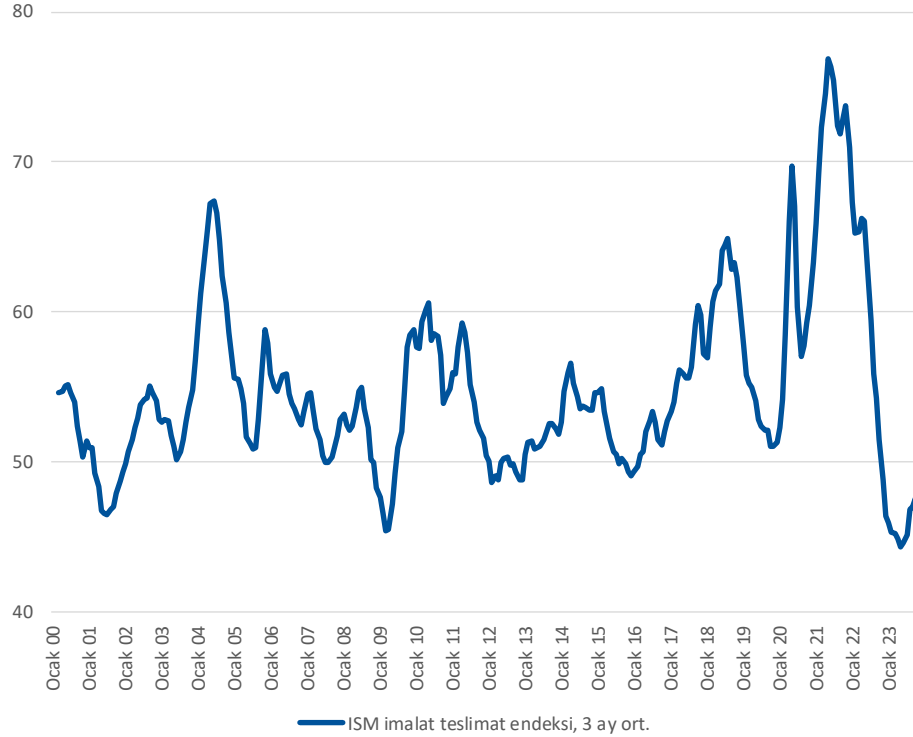


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi

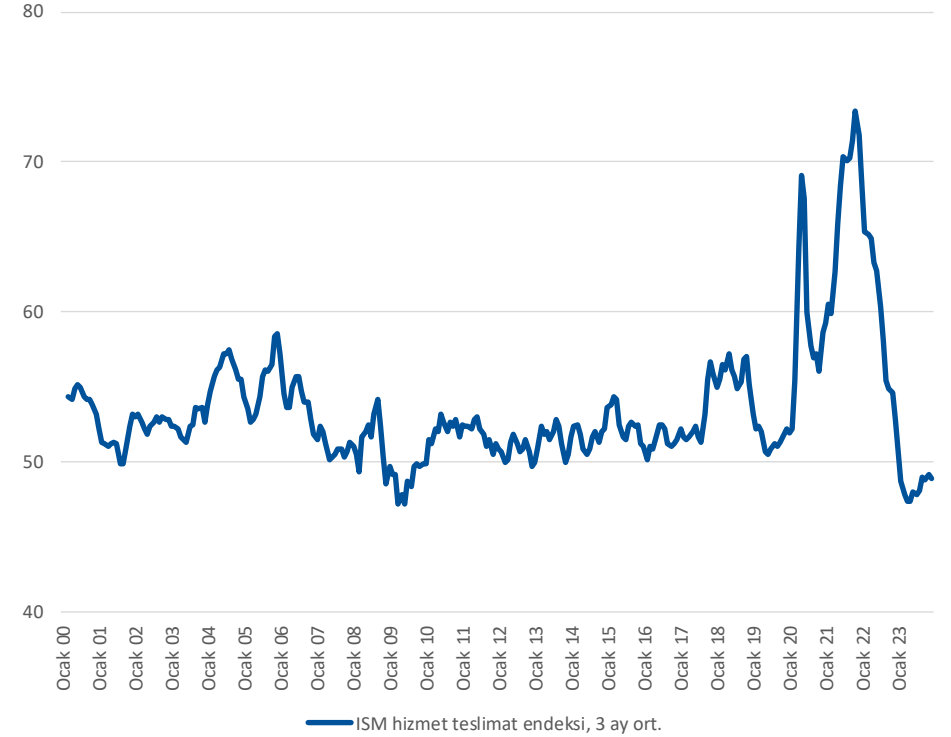
Aynı durum maliyetler (taşıma) cephesinde ABD için de geçerli.

ISM imalat teslimat endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ISM hizmet teslimat endeksi

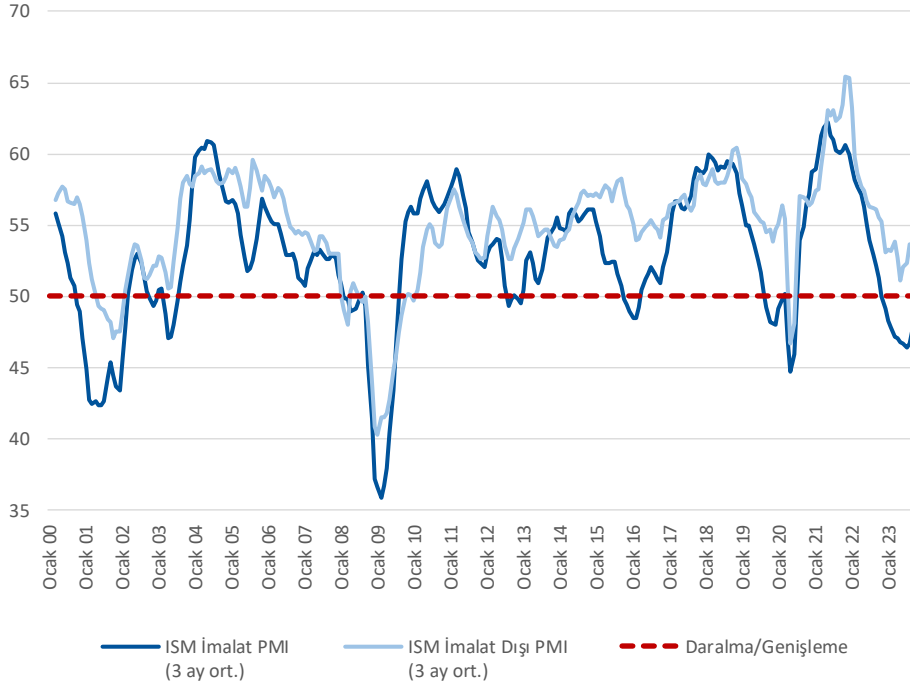


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

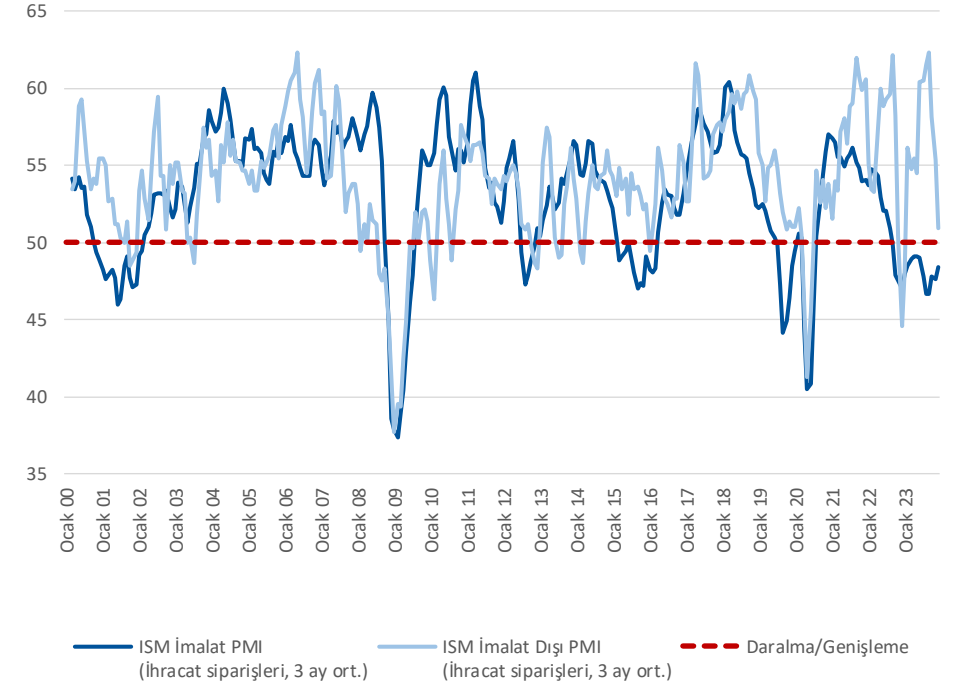
ABD’de öncü PMI göstergeleri beklendiği şekilde zayıflarken, üretimin daha sert hareket ettiği gözlerden kaçmadı. Bu, küresel eğilimle paralel bir gelişme. Özellikle de pandemi sonrası dünyanın evrildiği yeni faz ile birlikte düşünüldüğünde. Yılın ikinci yarısında hizmet tarafındaki zayıflık da belirmeye başladı. 2024’te parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri veriler üzerinde etkili olacak.

ISM imalat & imalat dışı PMI



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ISM imalat & imalat dışı PMI, ihracat siparişleri

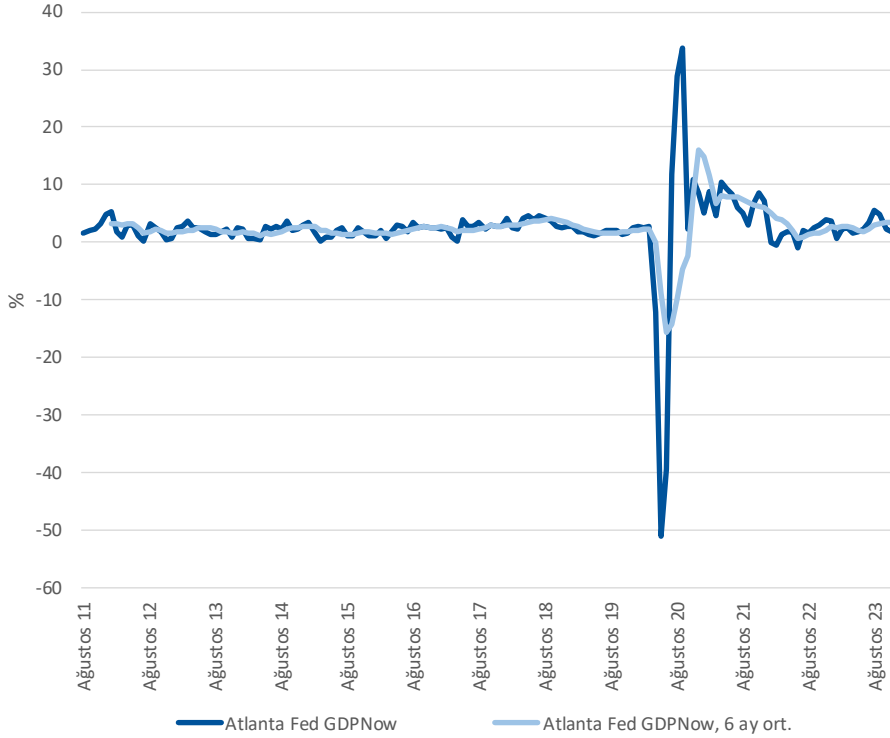


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

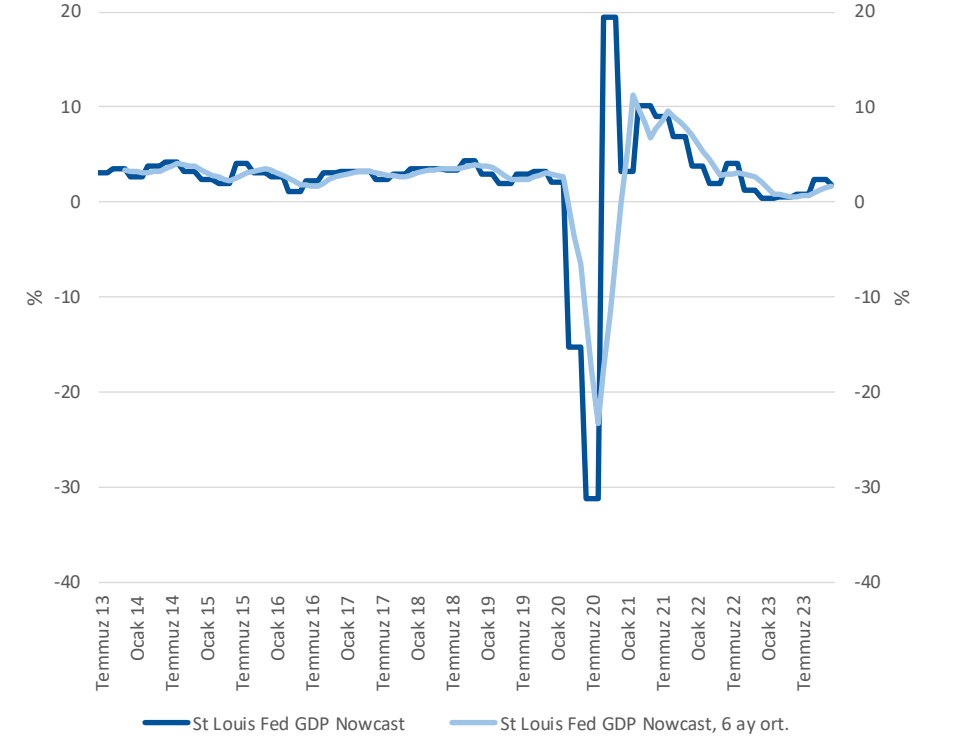
Büyüme tarafı 2023'te yavaşlamakla birlikte ciddi aksaklık sergilemedi. Fed'in kendi modellemeleri ve FOMC projeksiyonları da 2024 için kayda değer bir riske işaret etmiyor.

Atlanta Fed GDPNow, ABD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Atlanta & St Louis Fed GDPNow/ Nowcast

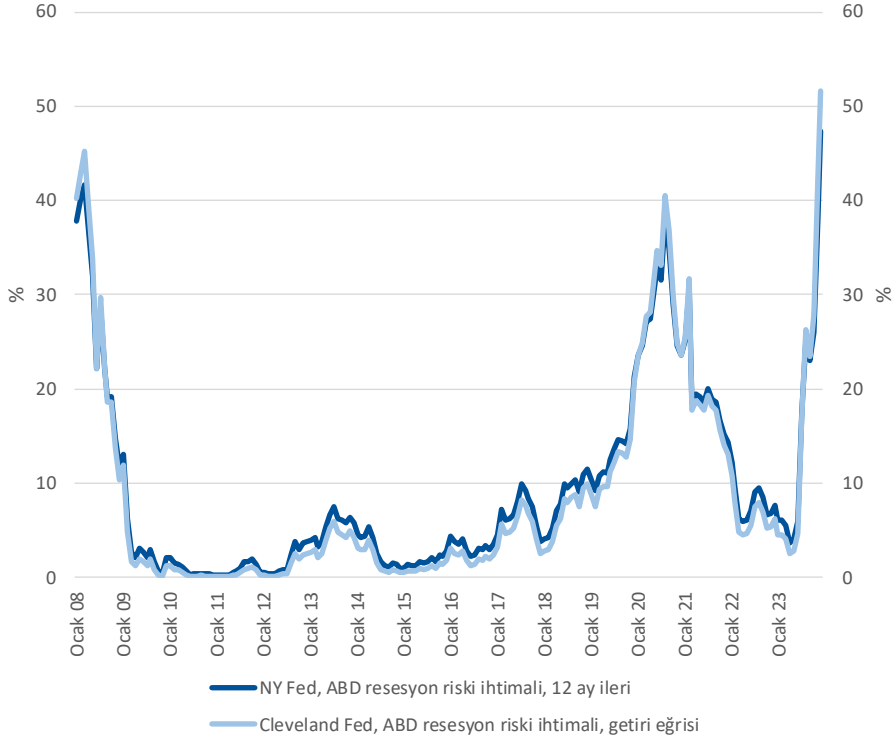


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

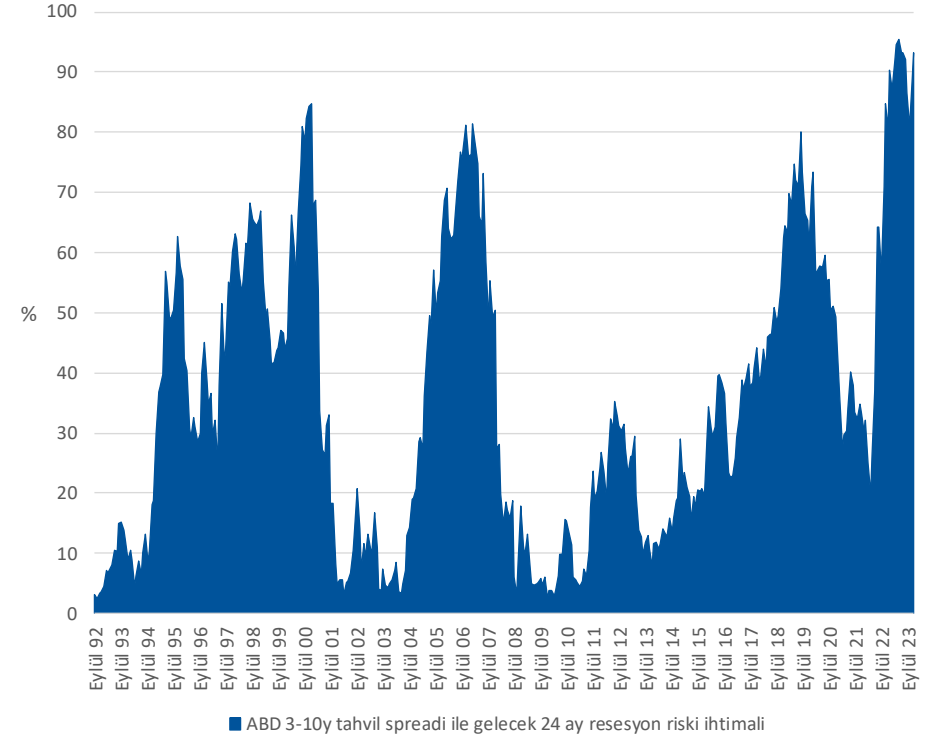
Resesyon tahminleri açısından 2023, özellikle de ilk yarısı, başarısız bir dönem oldu. ABD ekonomisinin bir kez daha beklentilerden daha iyi bir performans ortaya koyması tahmincilerin sapmasına neden oldu. Tahvil piyasası ile diğer modeller arasındaki ayrışmada değişiklik yok. Fed'in farklı şubelerinin çalışmaları ileri vade için %50 civarı risk öngörüyor. Bizim beklentilerimizde «derin ABD resesyonu» bulunmuyor.

ABD resesyon ihtimali ölçümleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD 3-10y tahvil spreadi ile gelecek 24 ay resesyon riski ihtimali

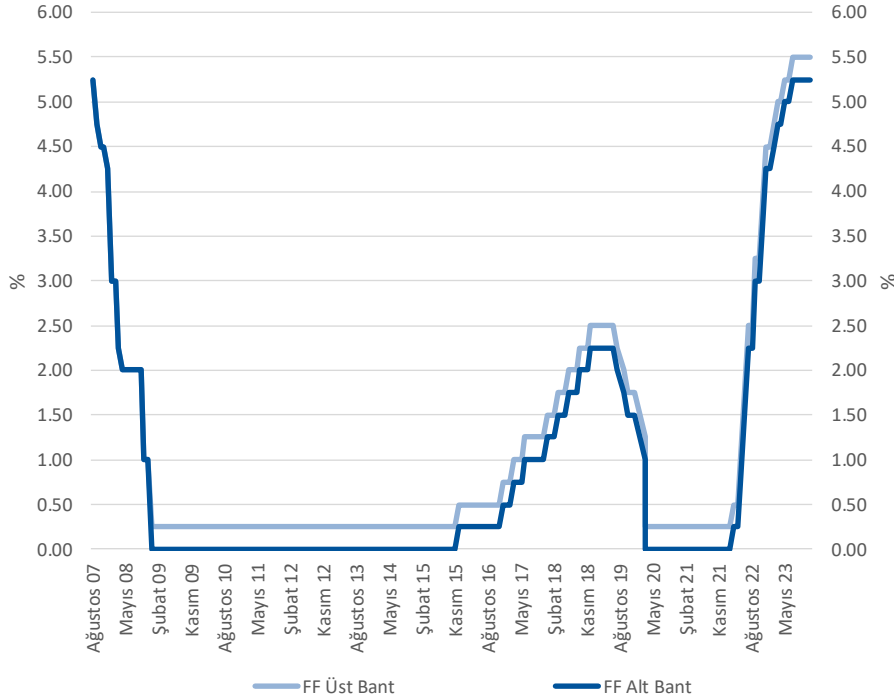


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

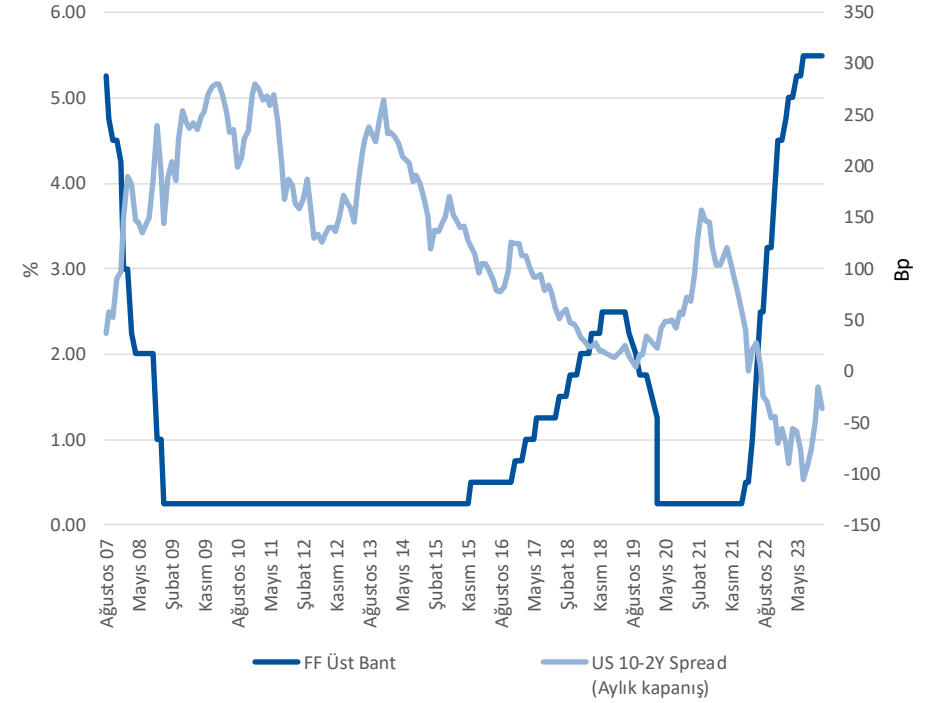
Enflasyon beklentilerindeki bozulmayı kontrol altına almak ve enflasyonun seviyesinin hedefe yaklaştırmak için 22 yılın zirvesine yükseltilen, tarihin kümülatifte gerçekleştirilen en ciddi sıkılaştırmasında sona gelindi.

Fed faiz oranları: FF üst bant & alt bant



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

FF üst bant & ABD tahvil spreadi

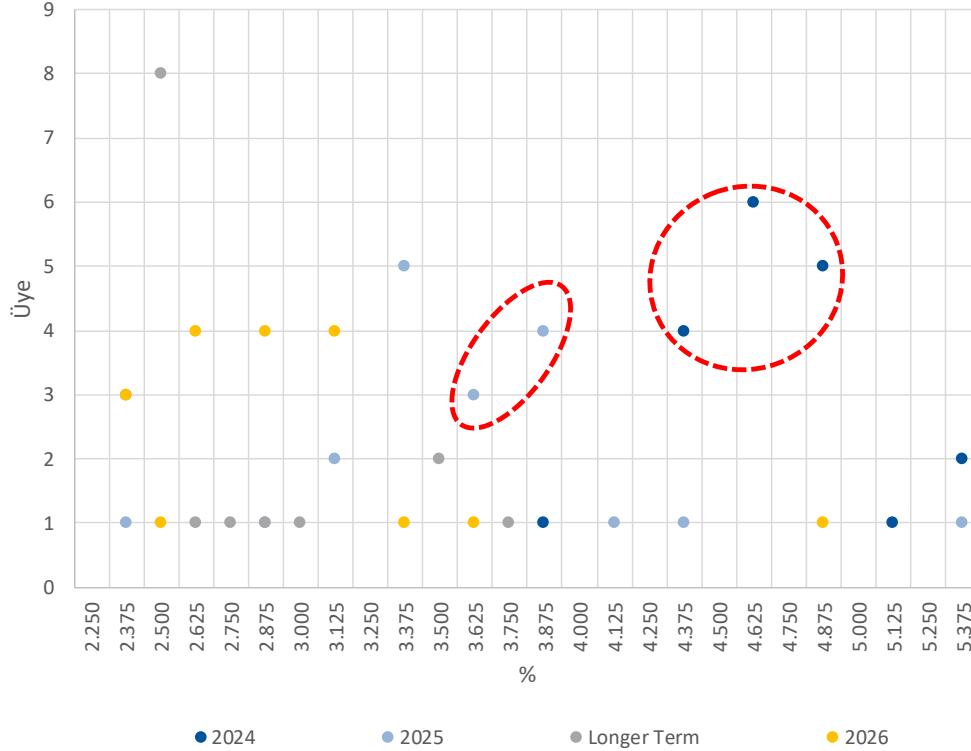


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Bloomberg
Tahvil spreadinde aylık kapanış için en yakın değer alınmıştır.

Küresel ekonomi/ABD

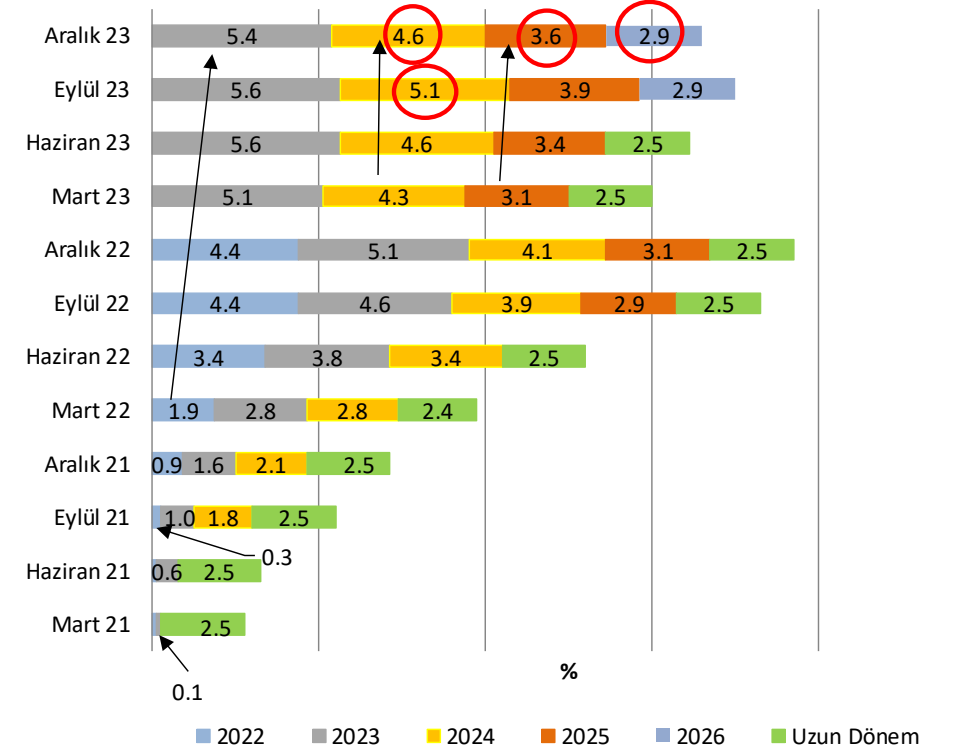
Aralık FOMC toplantısından «faiz indirimi sürprizi» çıktı. Dot Plot, 2024 için 3x25bp faiz indirimi senaryosunu gündeme getirirken, piyasa-Fed ayrışması bir kez daha masada. Ancak, dengelenme olmasını bekliyoruz. Yılın ilk yarısında açıklanacak olan makro veriler, başta enflasyon, beklentilerin revizyonuna neden olabilir. İhtiyatlıyız.

FOMC Dot Plot dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Fed

FOMC DOTS medyan faiz oranları

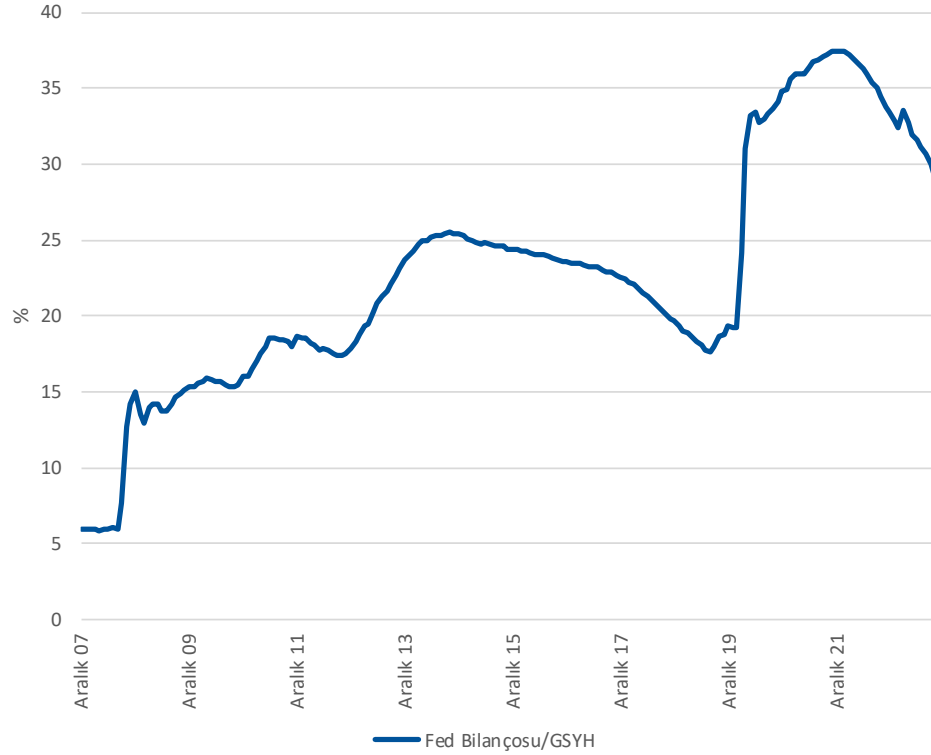


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Fed

Küresel ekonomi/ABD

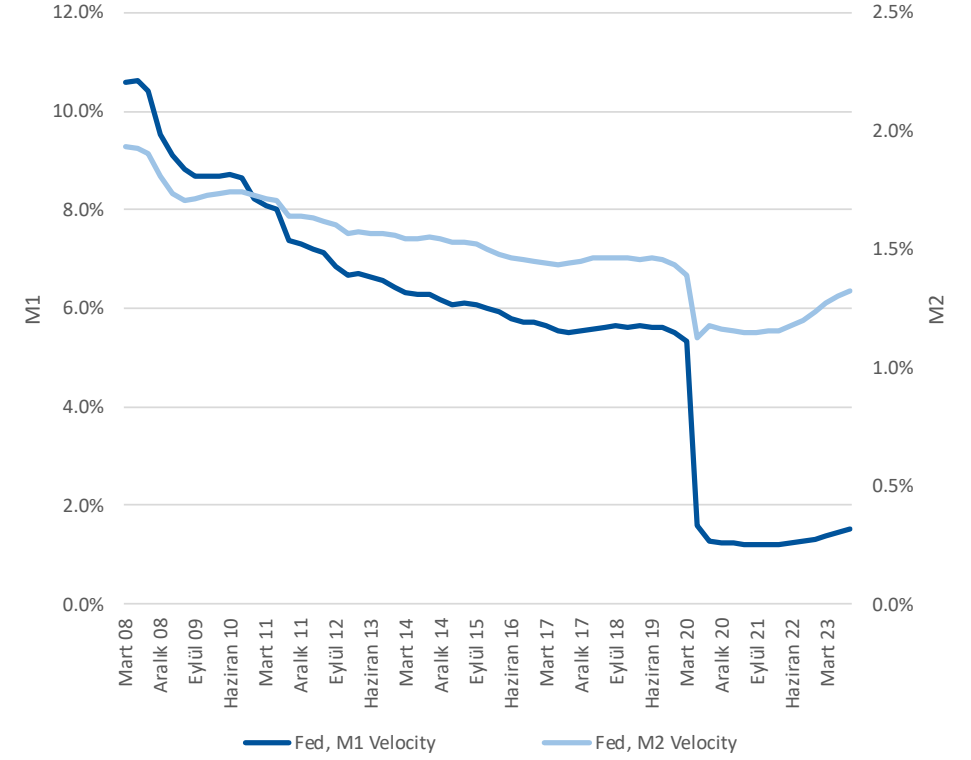
Fed'in bilanço daraltma sürecinde değişiklik yok; aynı tutarlarda aylık operasyonlar devam ediyor. Mart 2022'de %37'nin üzerine yükselen Fed bilançosu/GSYH rasyosu şimdilerde yeniden <%30. Dolaşım hızı ise Covid ve sonrasında kısmen artış göstermişti.

Fed bilanço büyüklüğü/GSYH



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Fed, M1 & M2 Velocity

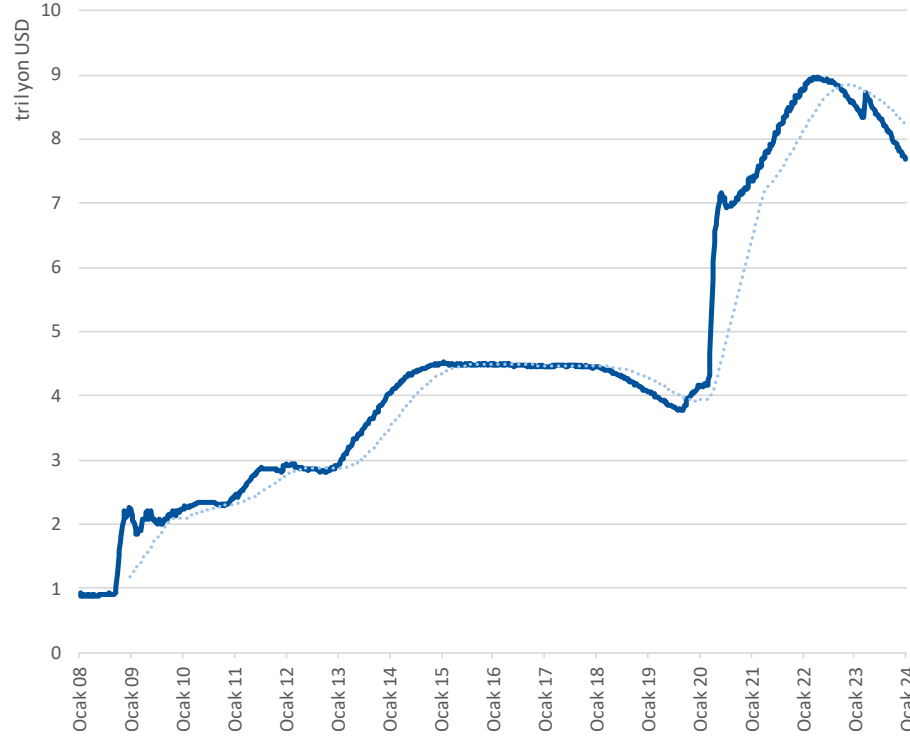


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

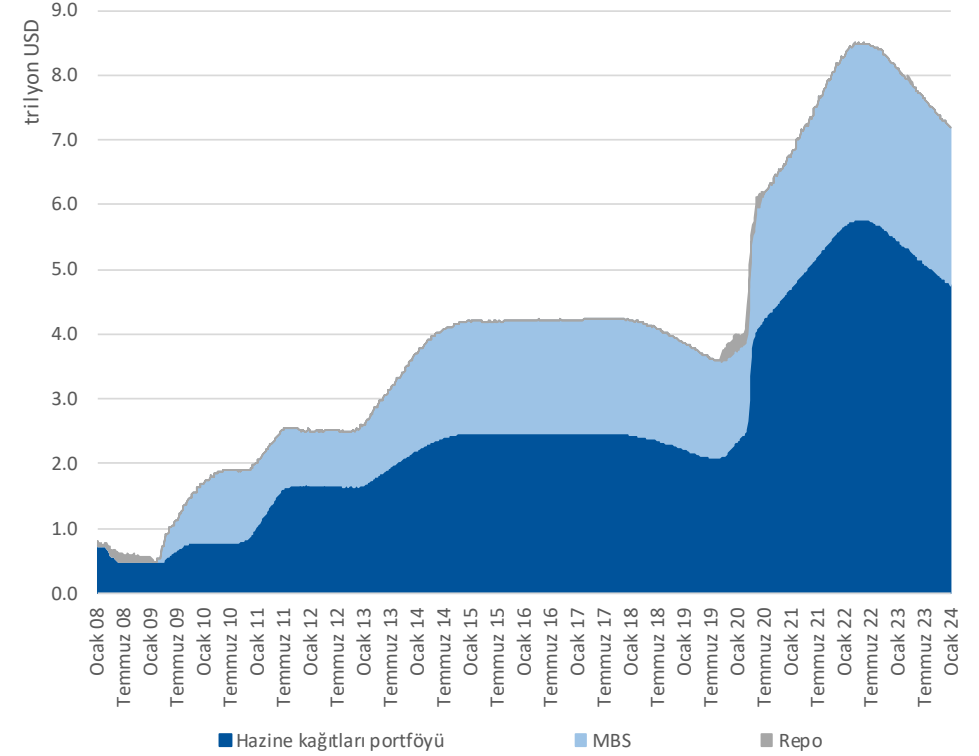
Parasal genişleme sürecinde \$9 trilyon sınırına dayanan bilanço, 2023'ü \$7.7 trilyon ile tamamladı ve böylece yıl toplamında 800 milyar doların üzerinde daralmış oldu. Bilanço daraltma süreci aynı zamanda faiz artırımları ölçeğinde finansal koşullar üzerinde etkili olabiliyor. <\$7 trilyon olduğunda sürecin gözden geçirilmesini bekliyoruz. Bilançodaki tahvil portföyü ise \$4.7 trilyona geriledi.

Federal Reserve bilançosu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg
İkinci seri 52 hafta ortalamayı ifade etmektedir.

Fed bilançosu, seçilmiş varlıklar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

Kasım 2024'te ABD'de başkanlık seçimleri takip edilecek. Tarih, S&P 500'ün pozitif performansına işaret ediyor.

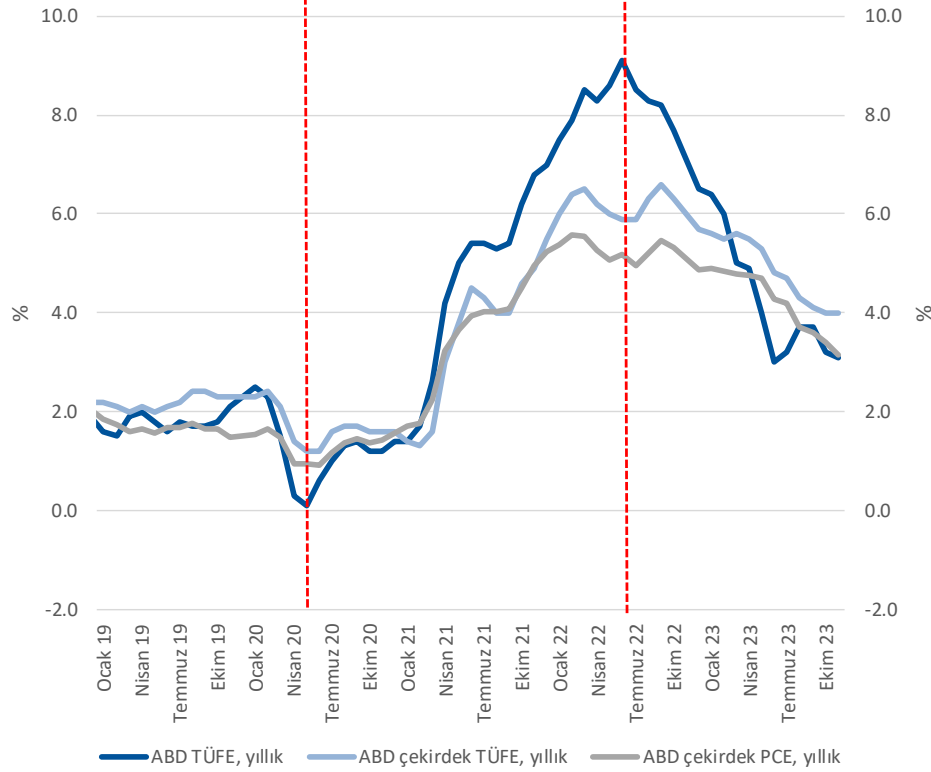
Yıl	Seçilen ABD Başkanı	Seçimden önceki 12 aylık performans	Seçimden sonraki 12 aylık performans	S&P 500 takvim yılı performansı
1964	Johnson (Demokrat)	14.7%	8.3%	13.0%
1968	Nixon (Cumhuriyetçi)	11.8%	-5.7%	7.7%
1972	Nixon (Cumhuriyetçi)	20.0%	-7.9%	15.6%
1976	Carter (Demokrat)	15.5%	-11.3%	19.2%
1980	Reagan (Cumhuriyetçi)	25.7%	-3.3%	25.8%
1984	Reagan (Cumhuriyetçi)	3.8%	14.1%	1.4%
1988	George H.W. Bush (Cumhuriyetçi)	9.4%	22.2%	12.4%
1992	Clinton (Demokrat)	7.4%	10.8%	4.5%
1996	Clinton (Demokrat)	19.7%	33.0%	20.3%
2000	George W. Bush (Cumhuriyetçi)	4.5%	-21.9%	-10.1%
2004	George W. Bush (Cumhuriyetçi)	7.6%	6.4%	9.0%
2008	Obama (Demokrat)	-35.8%	8.2%	-38.4%
2012	Obama (Demokrat)	13.1%	24.4%	13.4%
2016	Trump (Cumhuriyetçi)	1.7%	21.5%	9.5%
2020	Biden (Demokrat)	7.5%	39.9%	16.3%
	Ortalama	★ 8.4%	★ 9.2%	★ 8.0%
	Medyan	★ 9.4%	★ 8.3%	★ 12.4%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, açık internet kaynakları

Küresel ekonomi/ABD

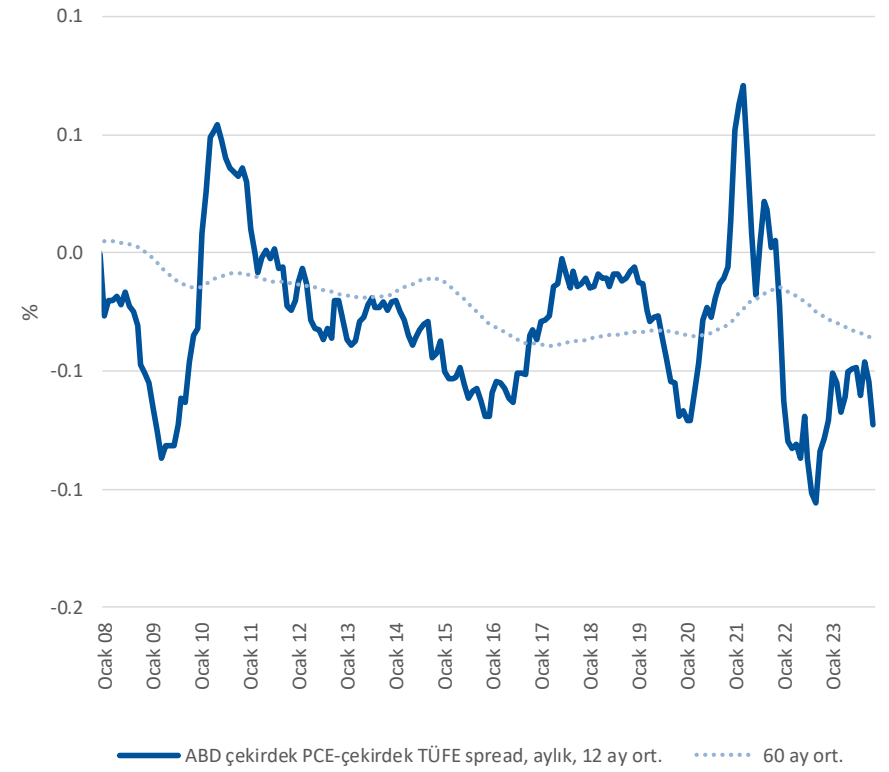
Amerikan enflasyonu farklı ölçümler nezdinde yakın dönem pandemi zirvelerinden geriliyor ve fakat hedeflenen noktaya uzak konumda yer almaya devam ediyor. Çekirdek PCE'nin ivmesi ve tarihi ortalamaların aşağısında seyrini faiz indirim senaryolarını konuşurken göz ardı etmiyoruz.

ABD enflasyon göstergeleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD enflasyon göstergeleri, aylık spreadler

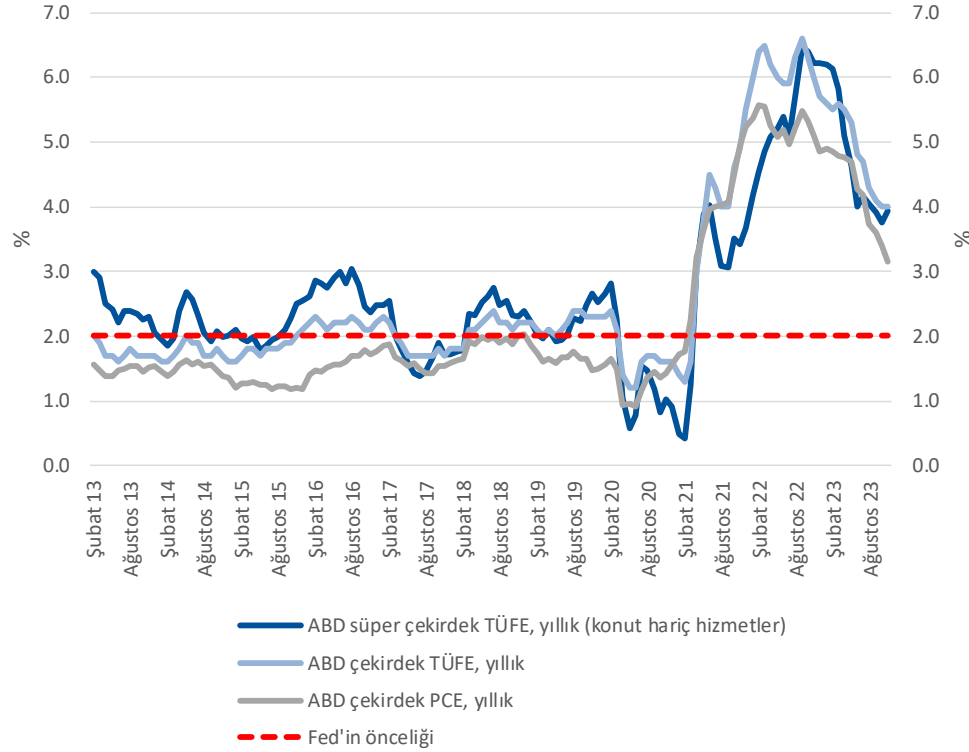


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

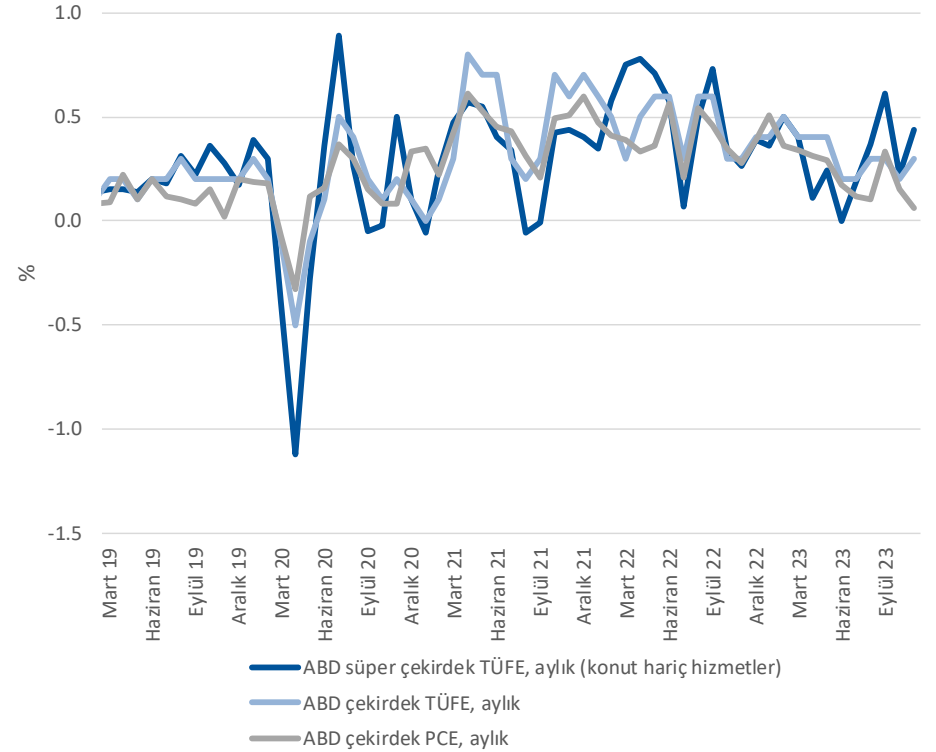
Hizmetler, konut, barınma gibi kalemlerde enflasyonun ve yüksek tasarrufun –Covid sonrası önlemlerin etkisi- tortusu yer almaya devam ediyor. Bu tarafta ivme kaybı-zayıflama olmadan da Fed'in faiz indirim süreci başlayabilir mi? Evet; «seyreltilmiş zorlayıcı koşullar» faiz indirimlerine imkan verir ve fakat hızı yatırımcıları hüsrana uğratabilir.

ABD seçilmiş enflasyon göstergeleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD seçilmiş enflasyon göstergeleri

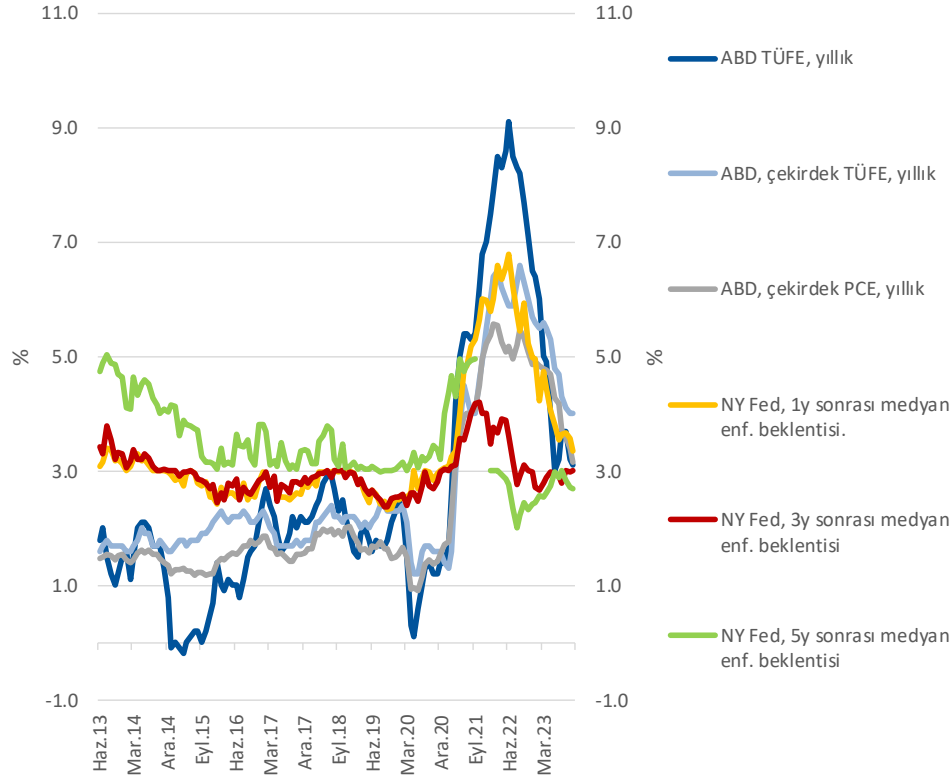


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

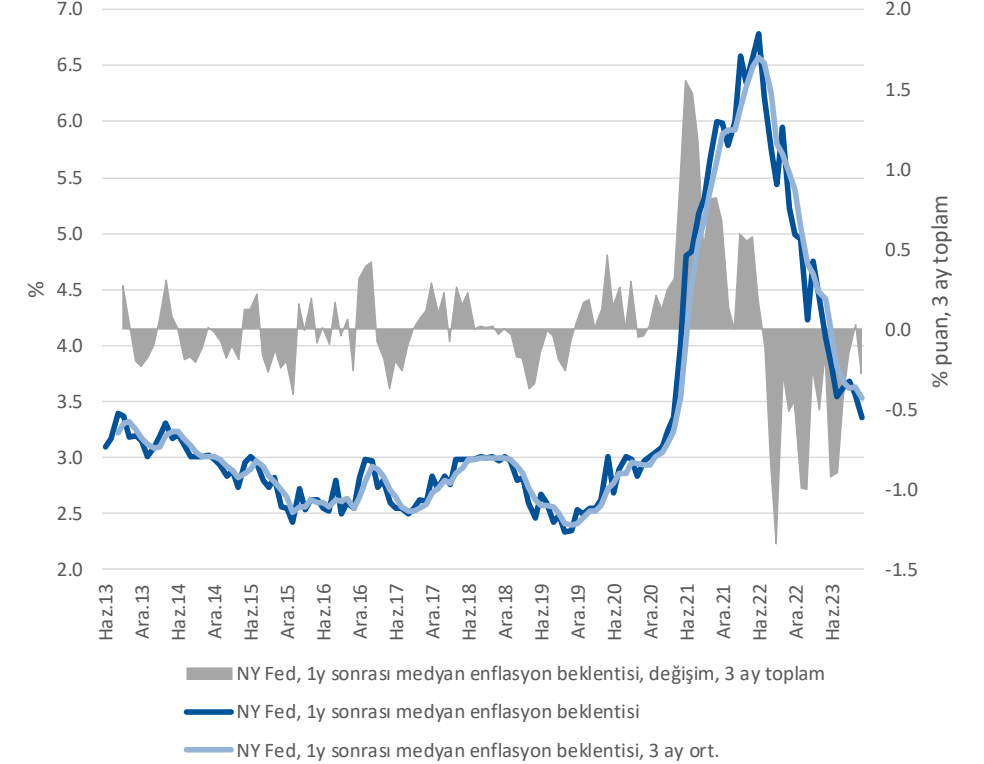
Enflasyon beklentilerinde düzelme süreci içerisindeyiz. Ancak, henüz bozulmanın başladığı pandemi öncesi seviyelere gelinebilmiş değil. Fed, olası faiz indirim sürecine başlarken beklentileri referans göstererek ilerleyebilir. Bu nedenle ilk yarıda yakından izlenmeli.

ABD enflasyon göstergeleri: gerçekleşen & beklentiler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

NY Fed tüketici beklentileri anketi, enflasyon

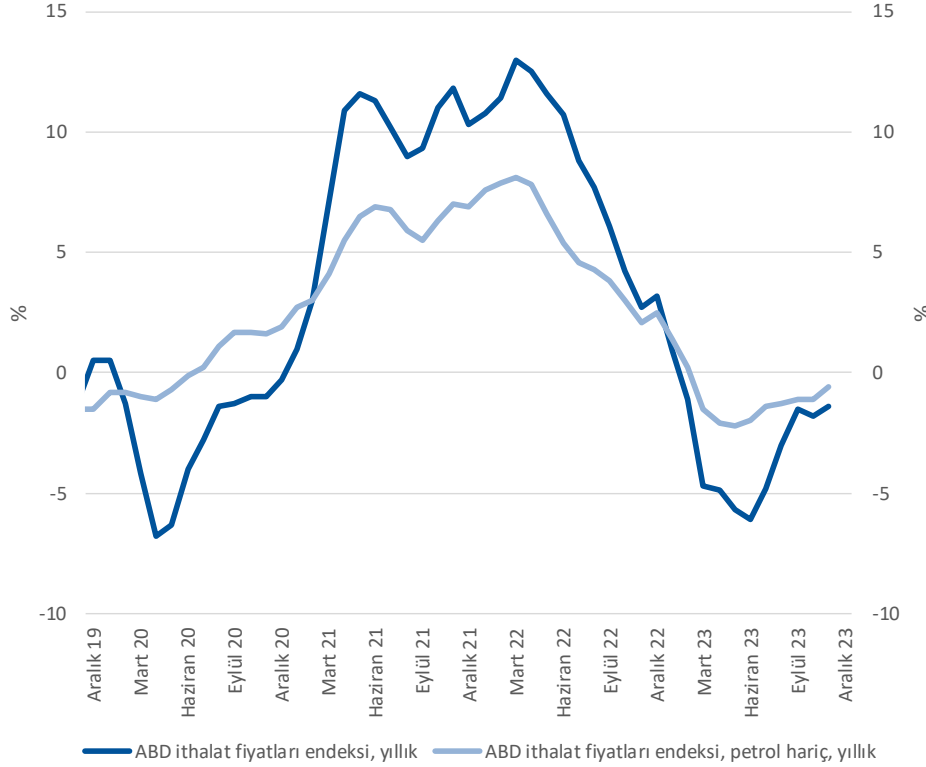


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, NY Fed

Küresel ekonomi/ABD

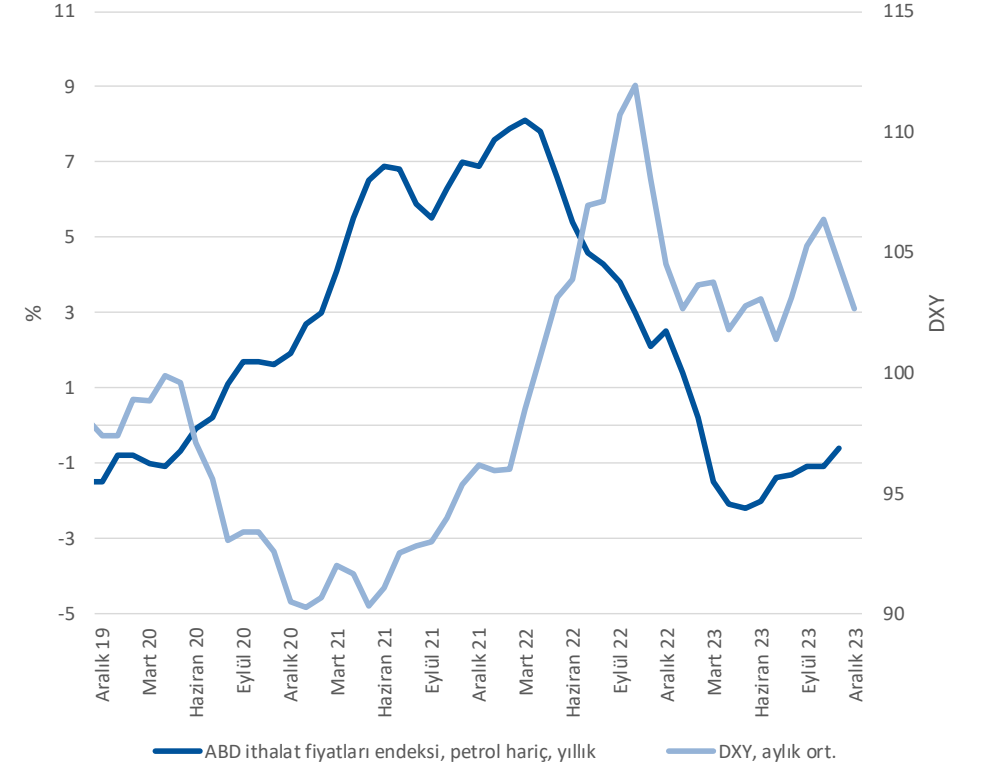
ABD’de ithalat fiyatları enflasyonda baskı kurmakta en azından 2023 özelinde başarılı olamadı. İç tüketimin seyri ve talep kanalı ise Fed’i zorlamaya devam etti. Global emtia fiyatlarının seyri 2024’te herkes için kritik başlık olacak.

ABD ithalat fiyatları: manşet & çekirdek, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD ithalat fiyatları: manşet, yıllık & DXY, ortalama

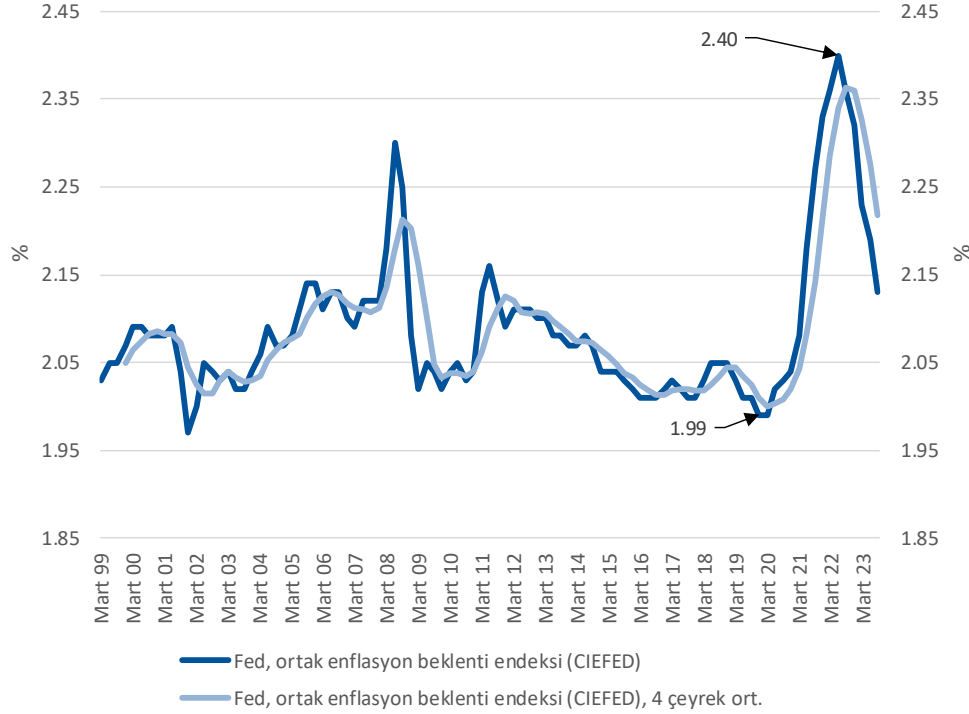


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

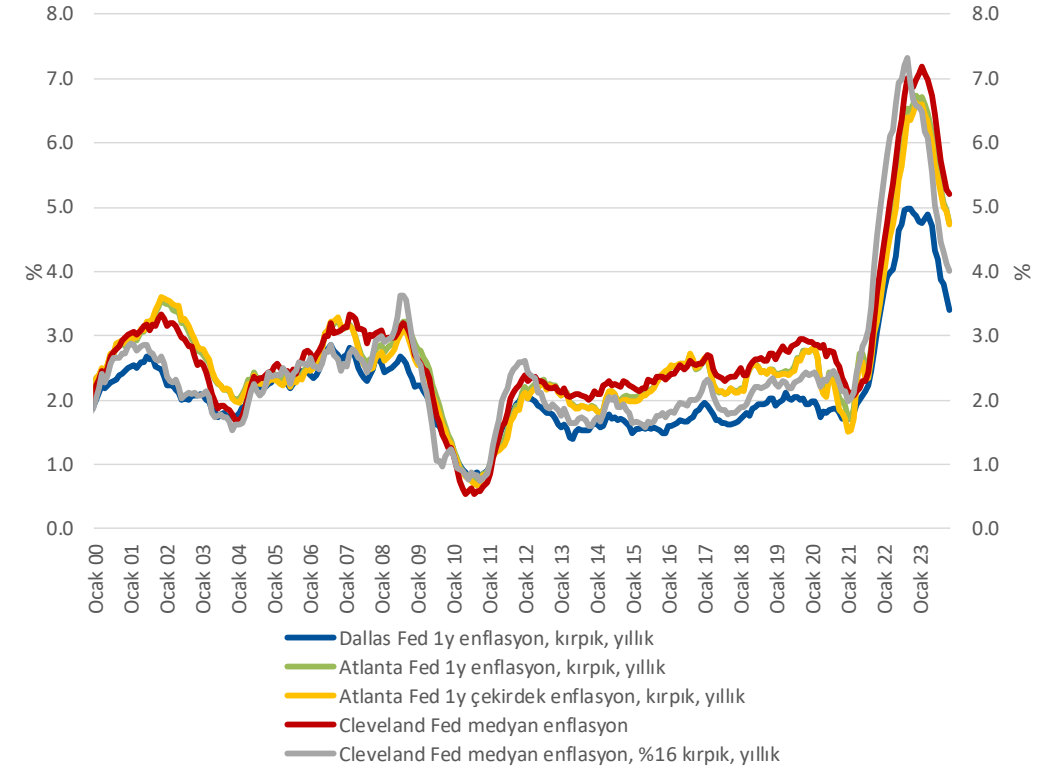
CIEFED ve diğer bölgesel Fed şubelerinin farklı enflasyon hesaplamaları da ana eğilimde geri çekilme olduğu fikrini teyit ediyor. Problemli enflasyon kalemleri yetkililerin malumu.

Fed, ortak enflasyon beklenti endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Bölgesel Fed şubelerinin ölçümledikleri özel enflasyon göstergeleri

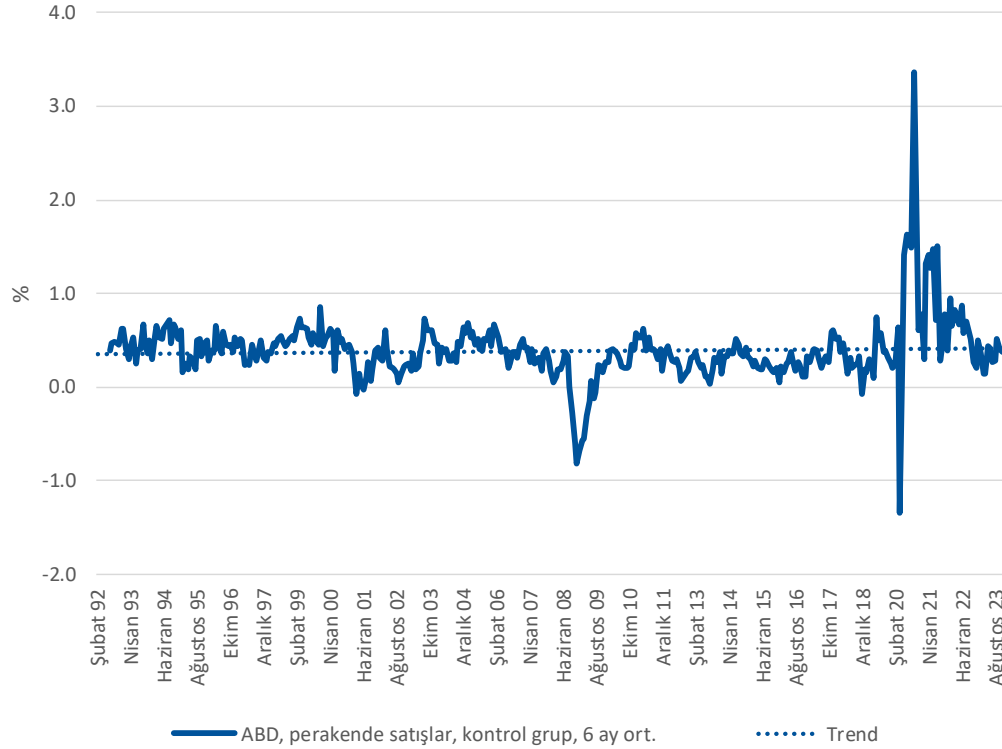


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

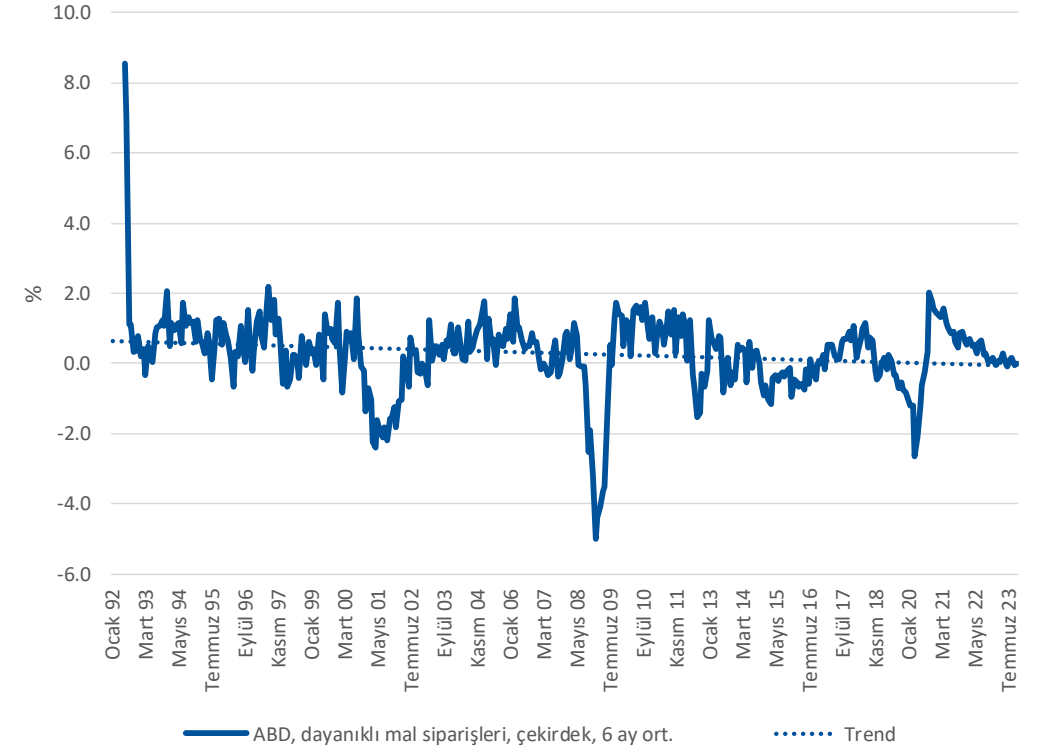
Üretim tarafındaki zayıflama hizmet kalemleri ile dengeleniyor.

ABD, perakende satışlar, kontrol grup



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD, dayanıklı mal siparişleri, çekirdek

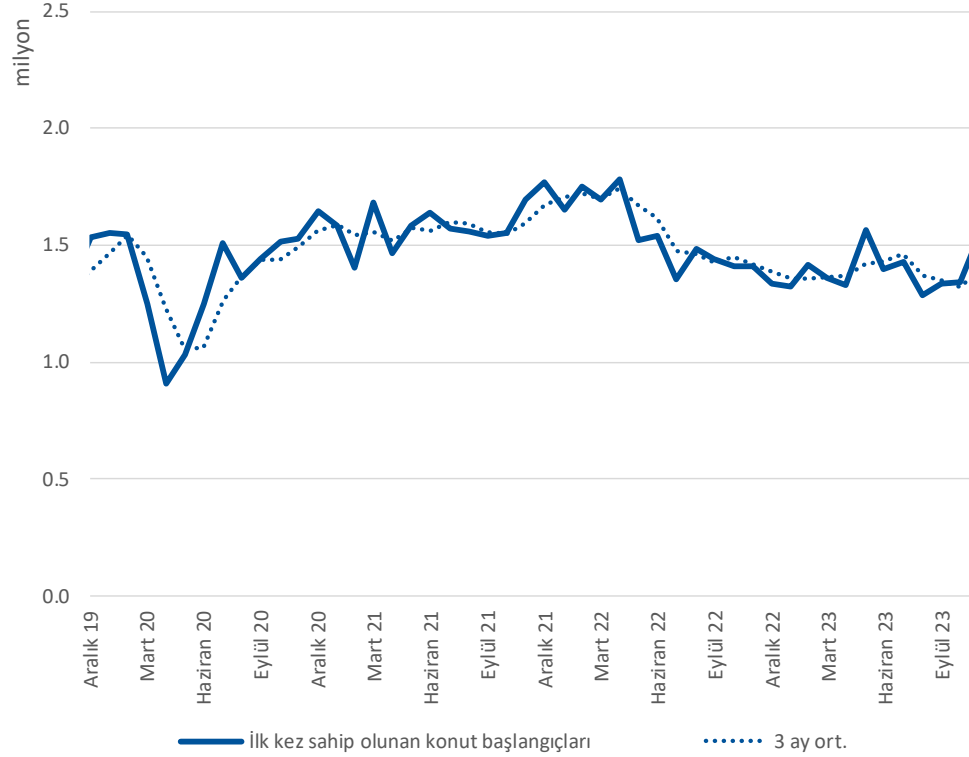


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

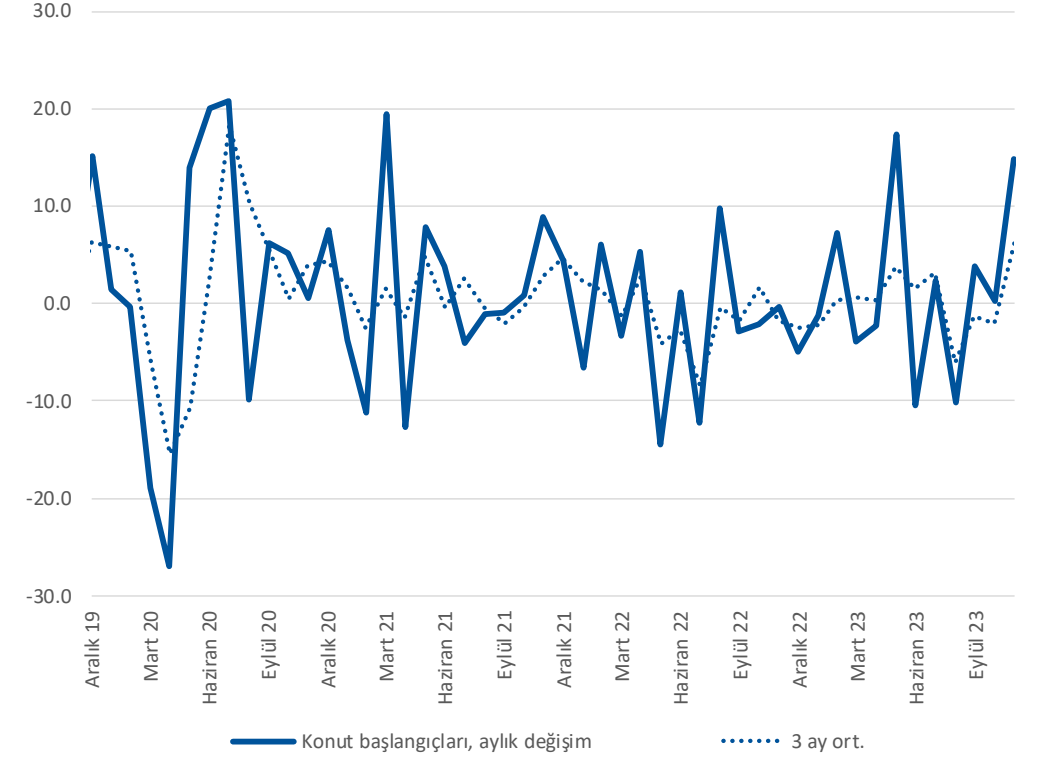
Ekonominin önemli barometrelerinden birisi olan konut sektöründe faiz artırım dalgasının ilk şok evresinin ardından dengelenme büyük oranda sağlandı.

İlk kez sahip olunan konut başlangıçları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Konut başlangıçları, aylık değişim

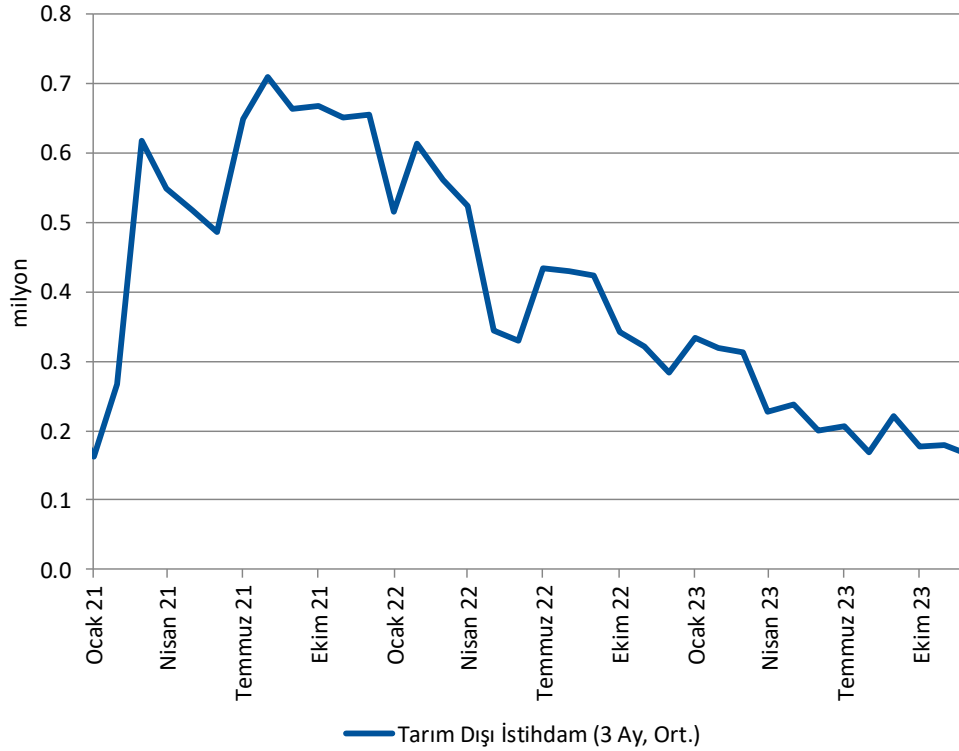


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

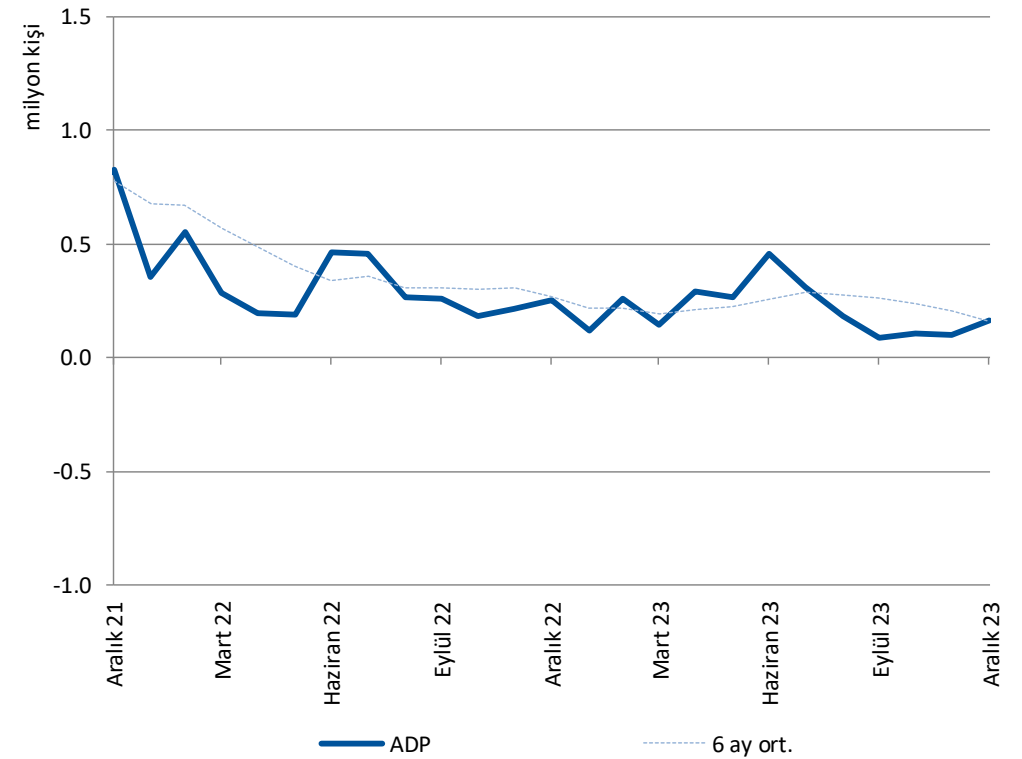
İstihdam piyasasının yakın dönem gücü sürpriz olmayacak şekilde geçerli değil ve fakat sıkı koşullar devam ediyor. Ekonominin istihdam yaratabilme kapasitesinin büyüklüğü Fed'in ve bizlerin sıkılaşma sürecinde anlamakta en fazla güçlük çektiği nokta oldu. Kenardaki tasarrufların tüketimi ve doğrudan ekonomiyi desteklemesi arz-talep döngüsünü destekledi.

ABD tarım dışı istihdam, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD ADP istihdamı

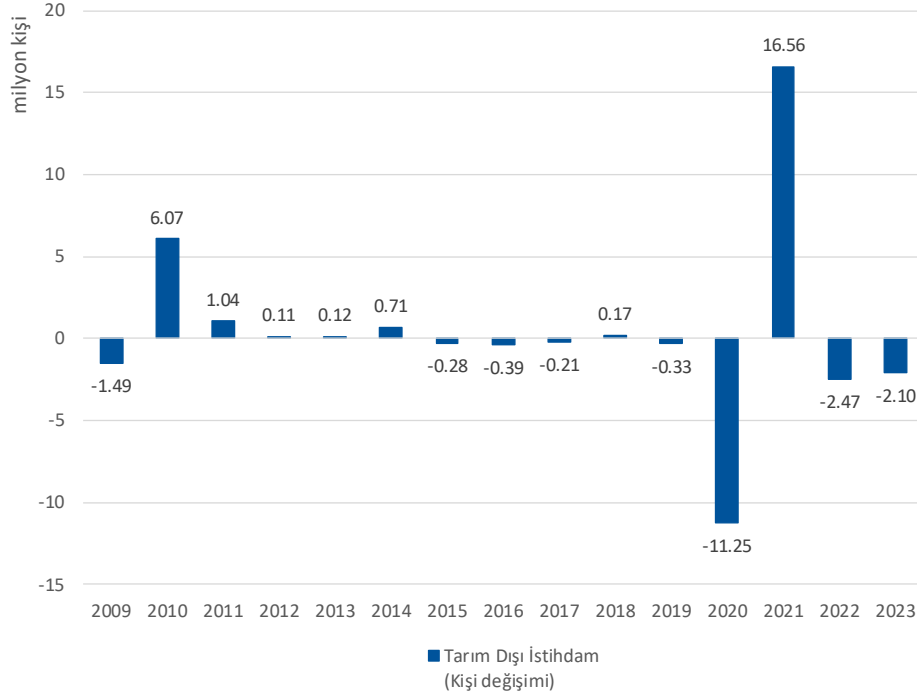


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

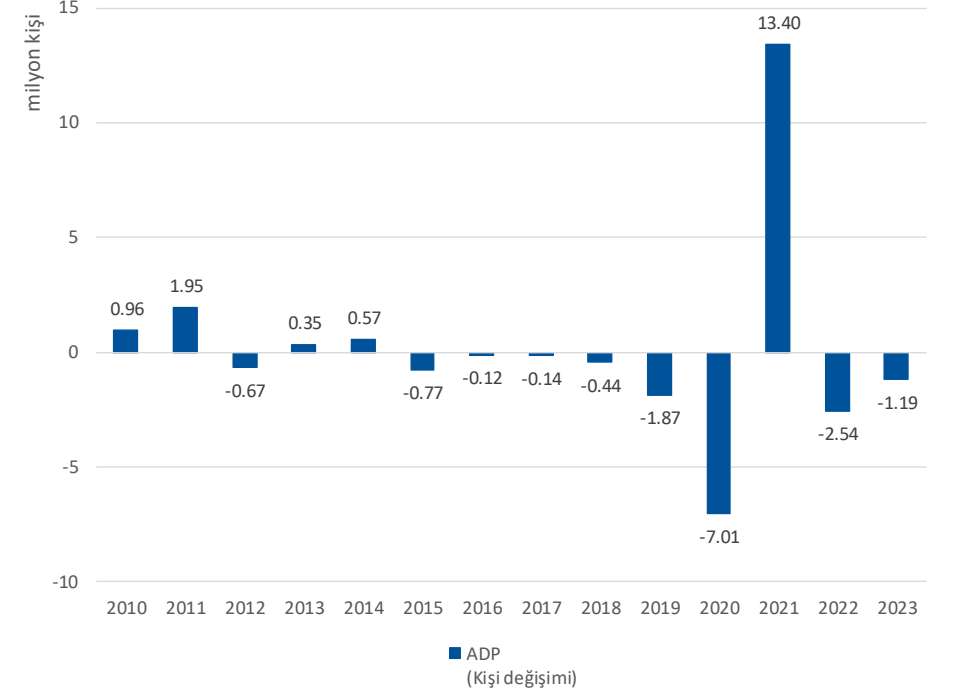
Yıllık istihdam değişimleri 2022-23 döneminde rakamlara yansıdı. Ekonomi, pandemi öncesinin üzerinde istihdama sahip.

Tarım dışı istihdam, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ADP, yıllık değişim

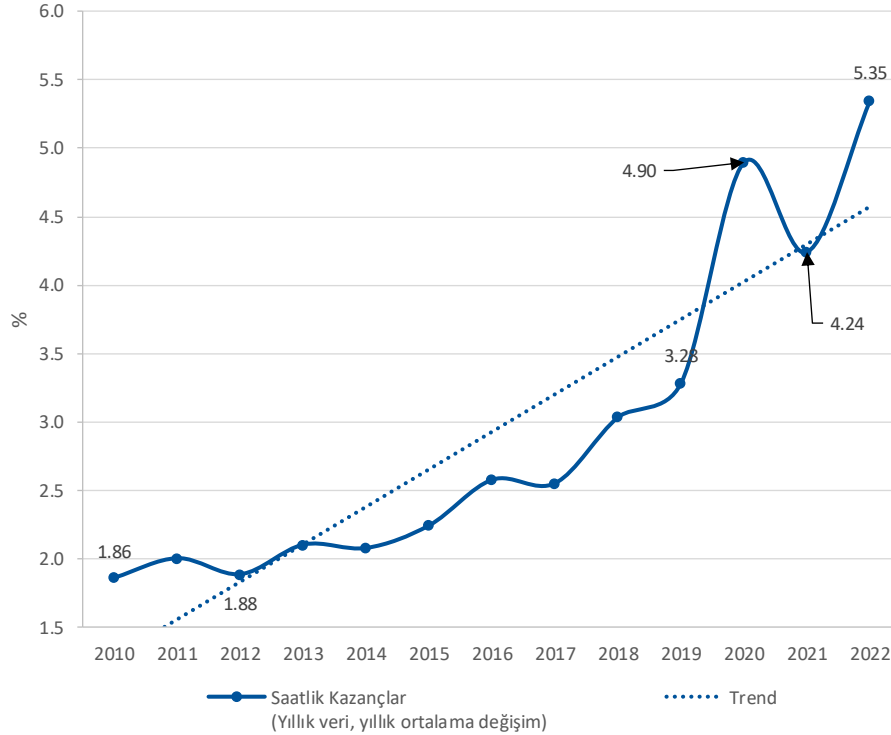


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

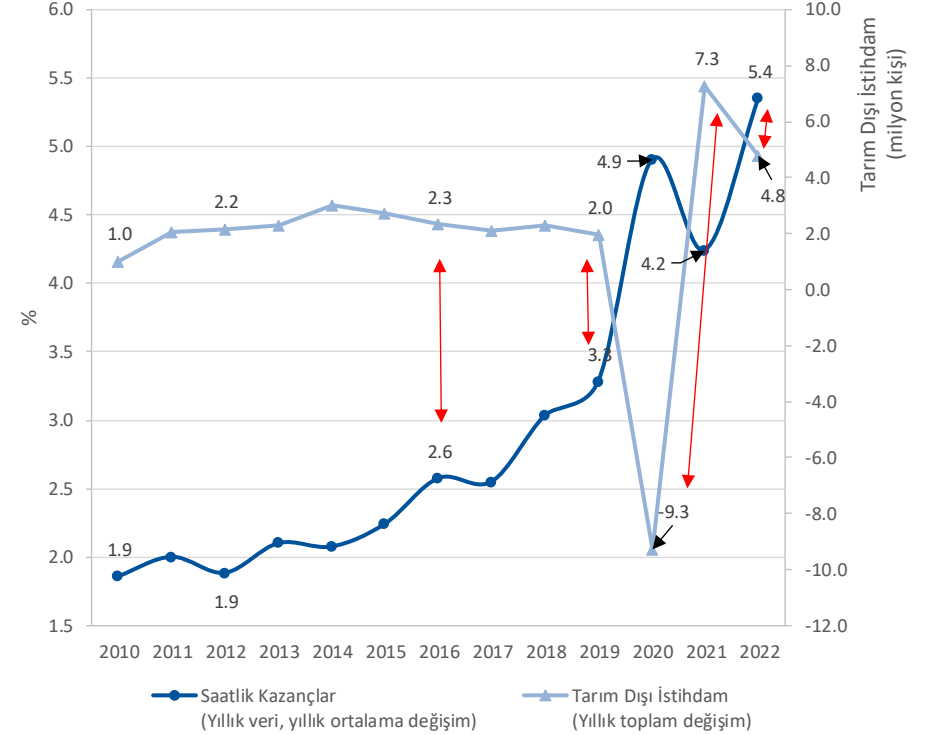
Ücretler ciddi yükseliş göstermemekle birlikte, ortalamada en azından 2008 sonrası dönemin zirvesinde.

ABD ortalama saatlik kazançlar, 2008-



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD, ortalama saatlik kazançlar & tarım dışı istihdam, 2008-

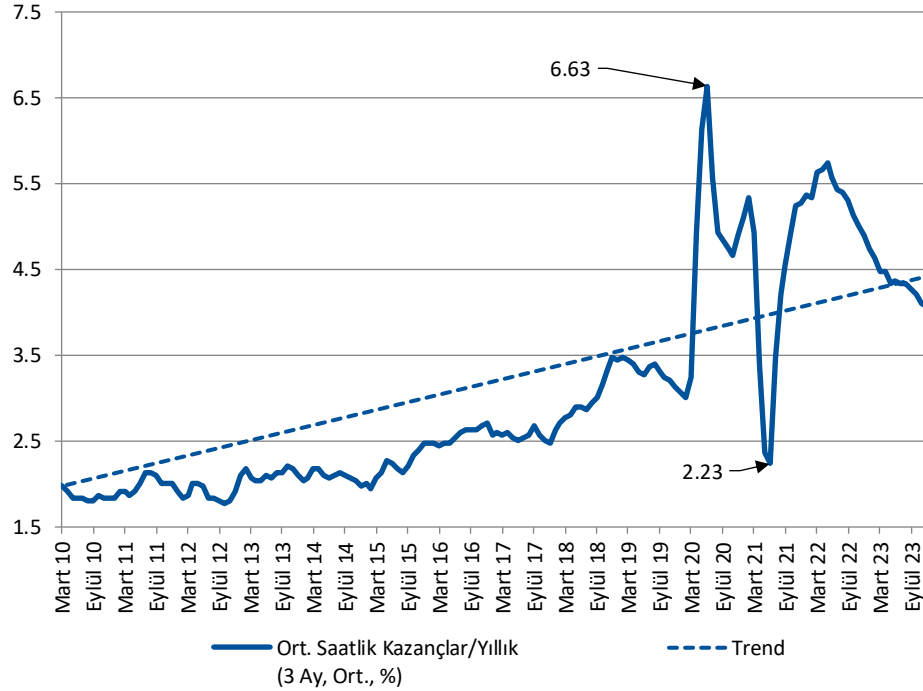


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

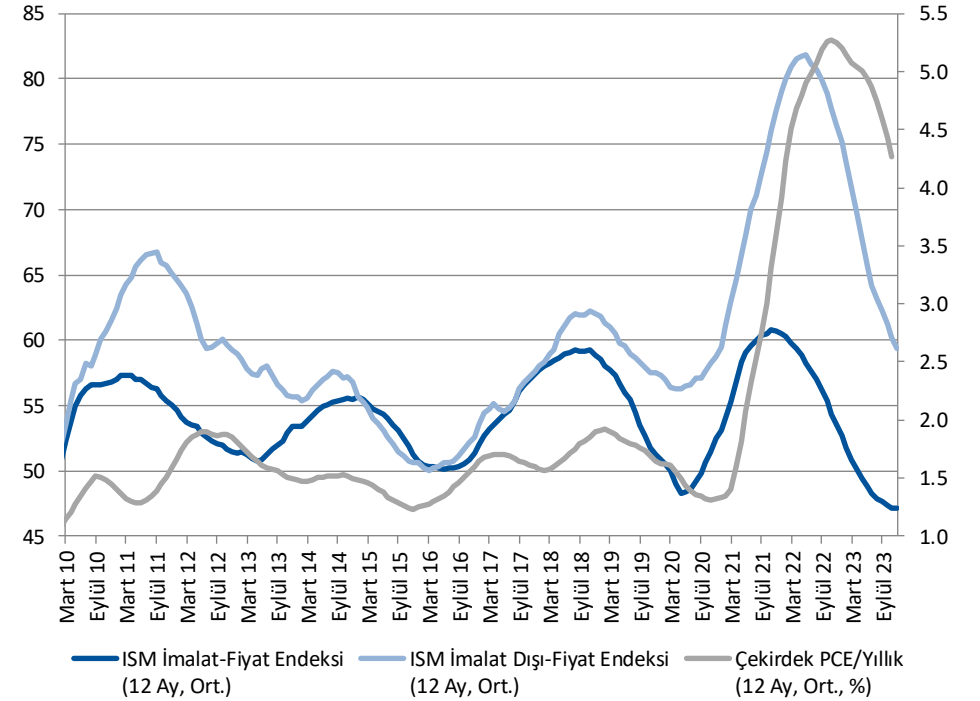
Ücretler ciddi yükseliş göstermemekle birlikte, ortalamada en azından 2008 sonrası dönemin zirvesinde. Enflasyona geçiş-baskı hissedilmedi.

ABD ortalama saatlik ücretler, 3 ay ort. & trend



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ISM imalat fiyat endeksi, ISM imalat dışı fiyat endeksi, çekirdek PCE

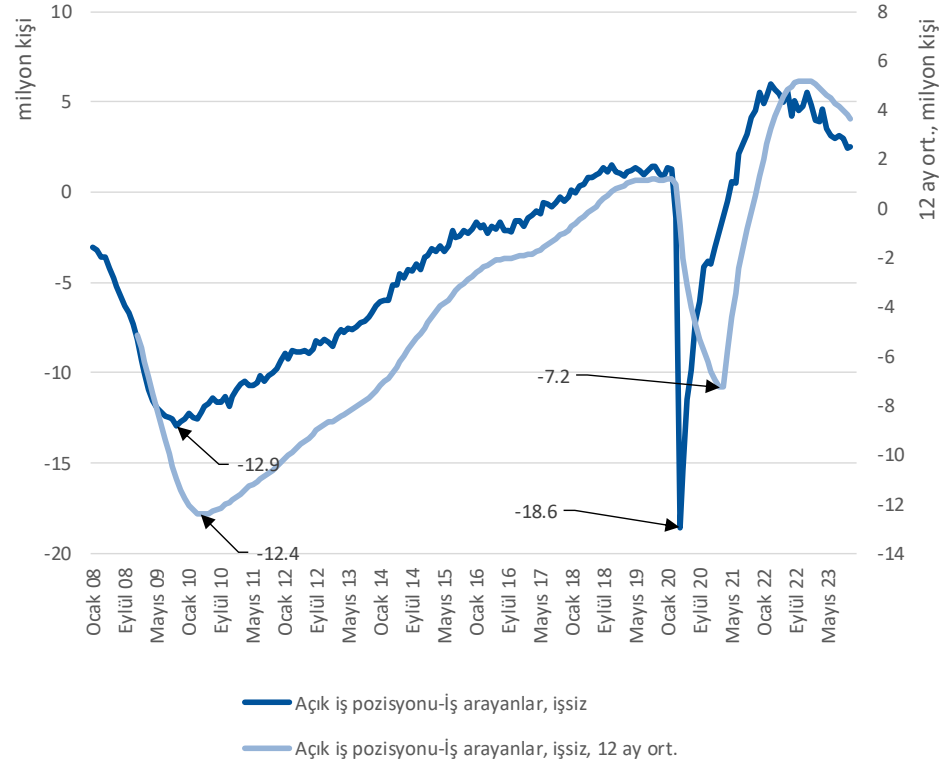


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

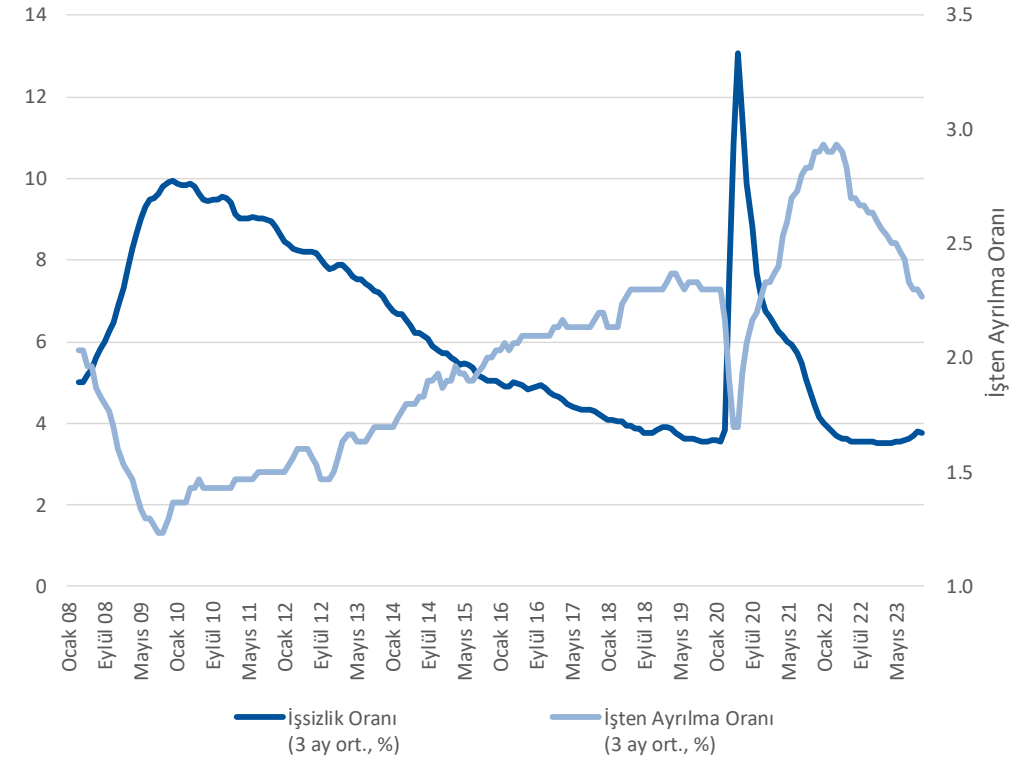
İşgücü piyasası normalleşiyor, sanılan ölçekte hızlı daralma olmuyor, kuvvetini olabildiğince koruyor.

ABD, açık iş pozisyonu-ış arayanlar, işsiz



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD işsizlik oranı, işten ayrılma oranı

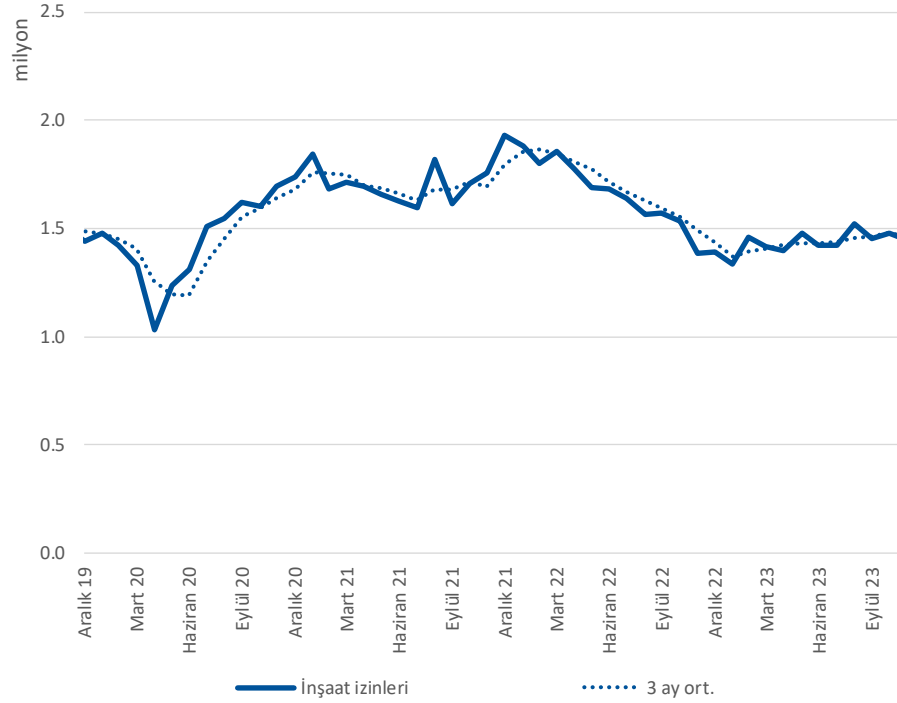


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

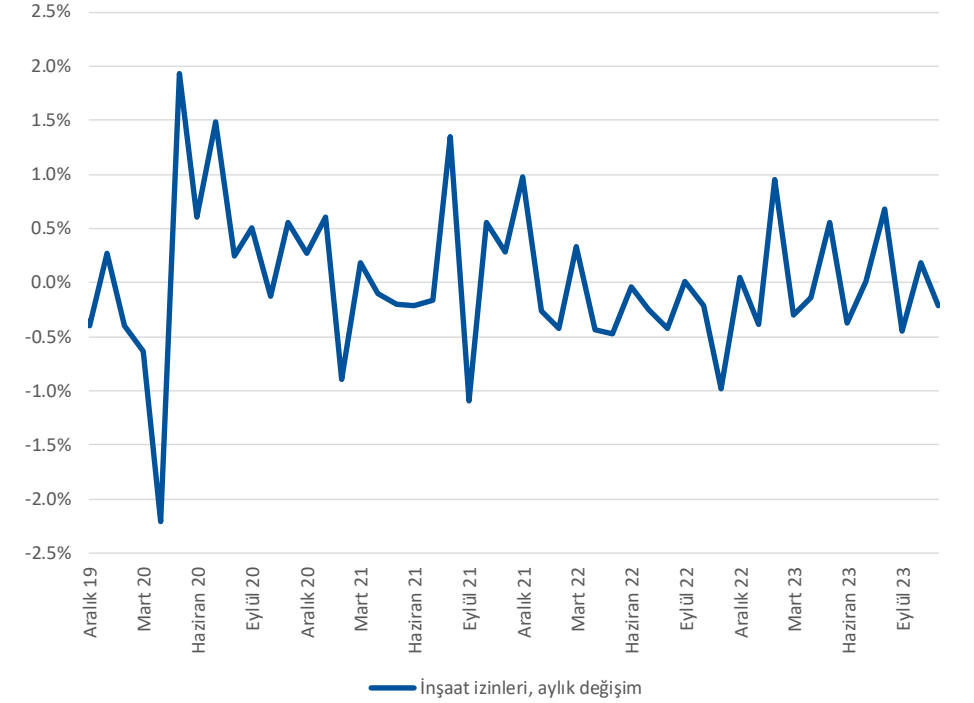
ABD konut piyasası verileri.

İnşaat izinleri



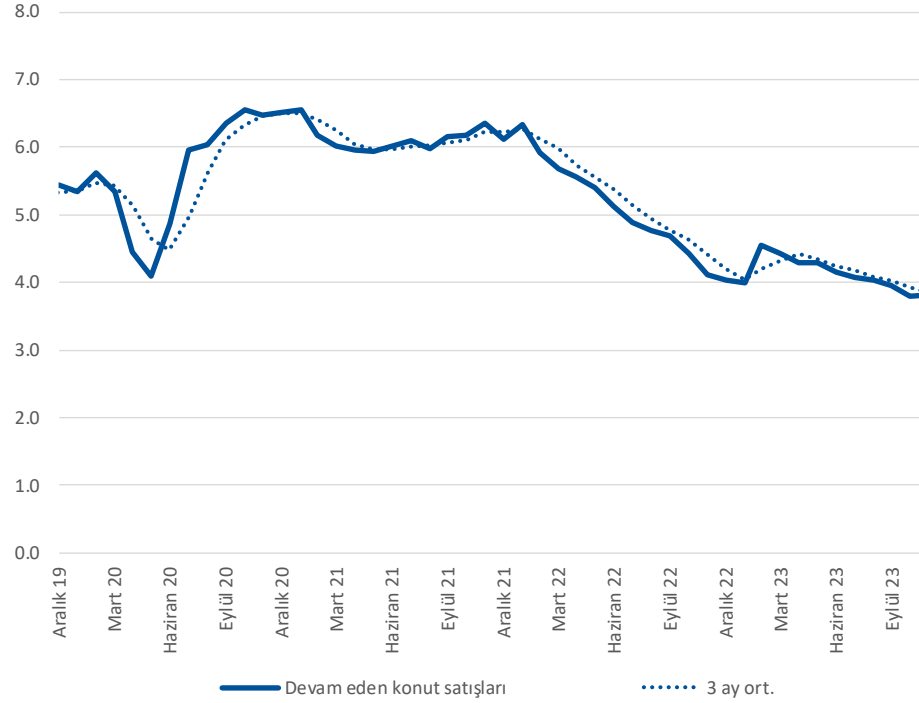
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

İnşaat izinleri, aylık değişim



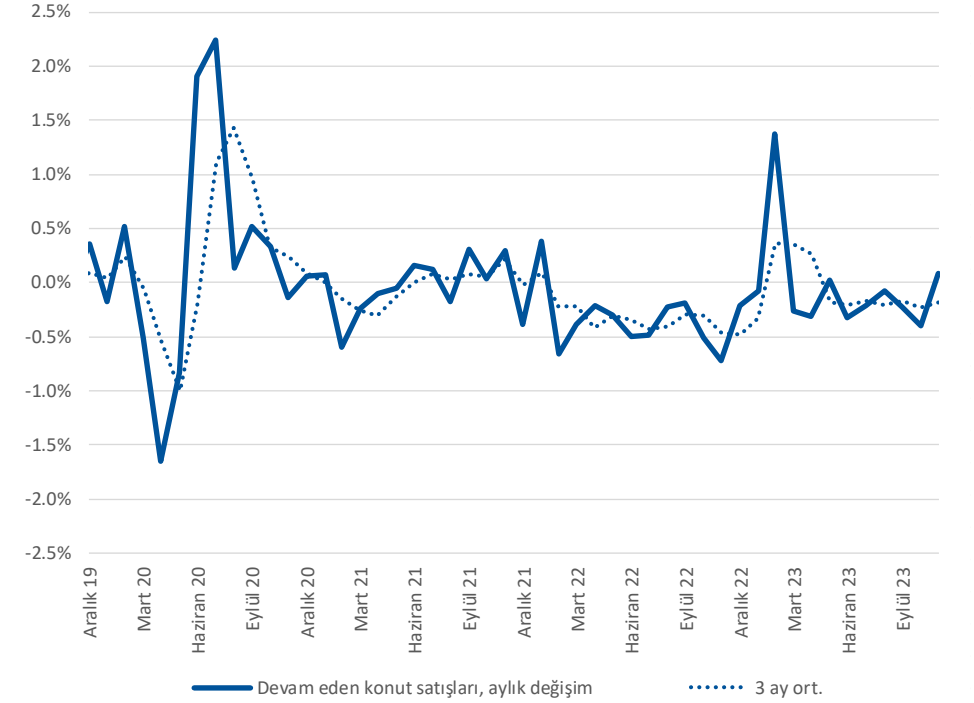
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Devam eden konut satışları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Devam eden konut satışları, aylık değişim

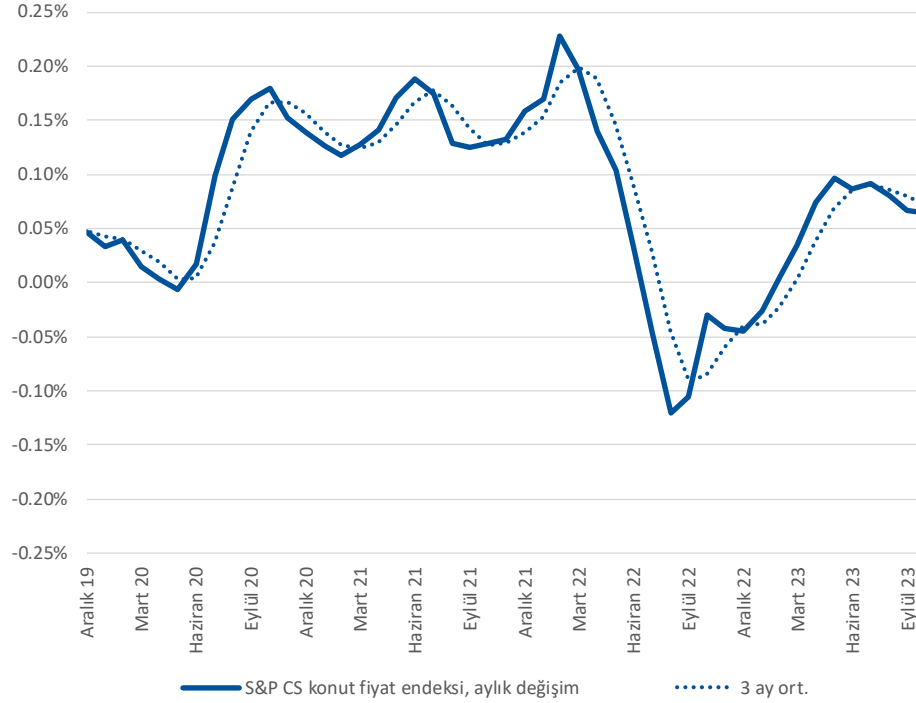


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

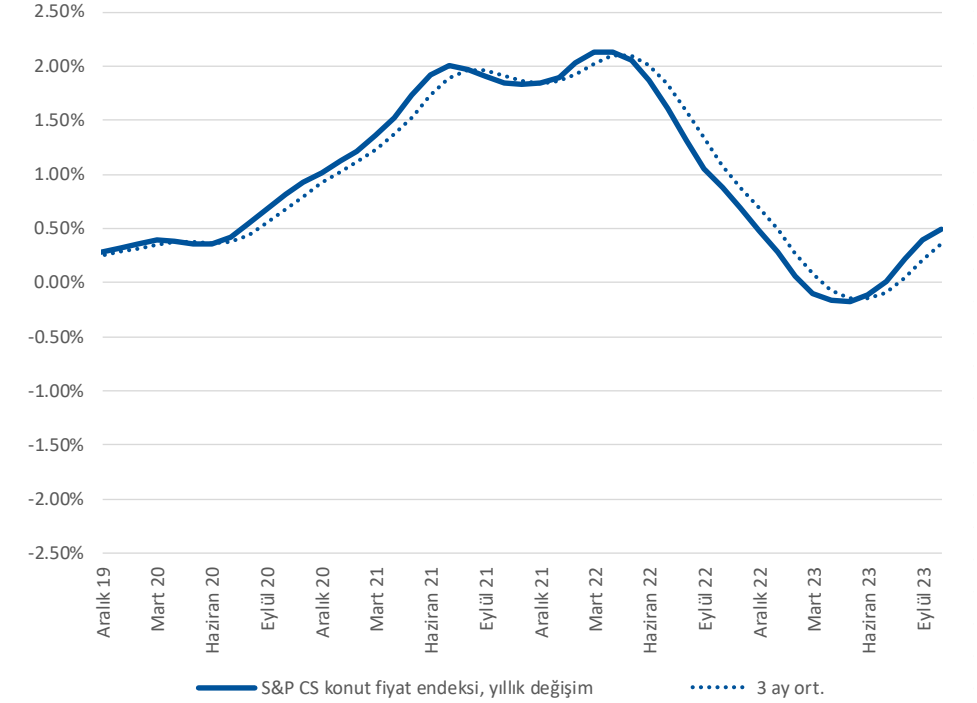
ABD konut piyasası verileri.

S&P CS konut fiyat endeksi, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

S&P CS konut fiyat endeksi, yıllık değişim

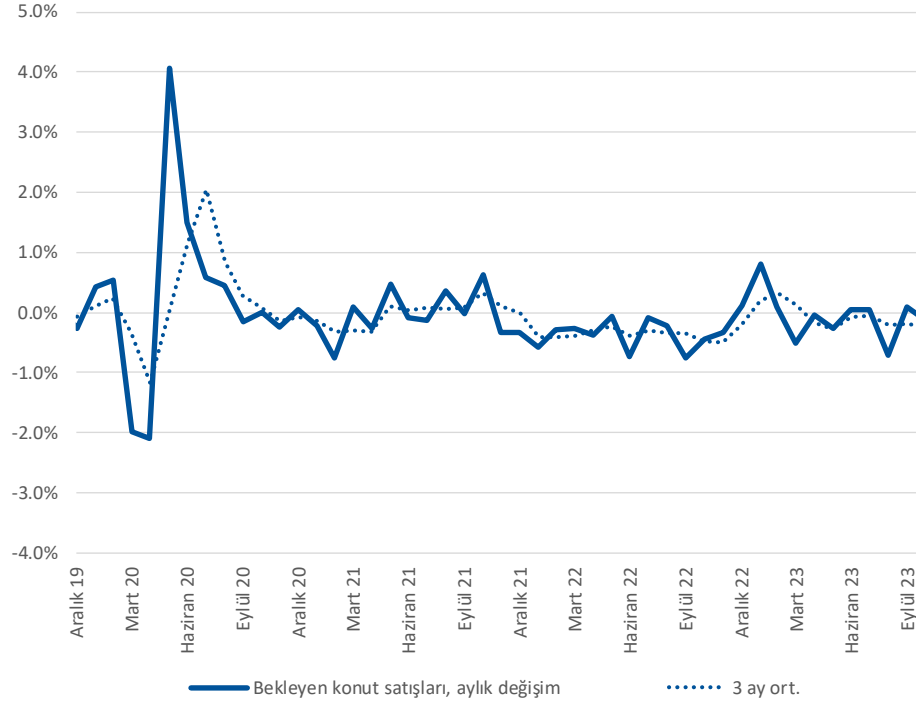


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/ABD

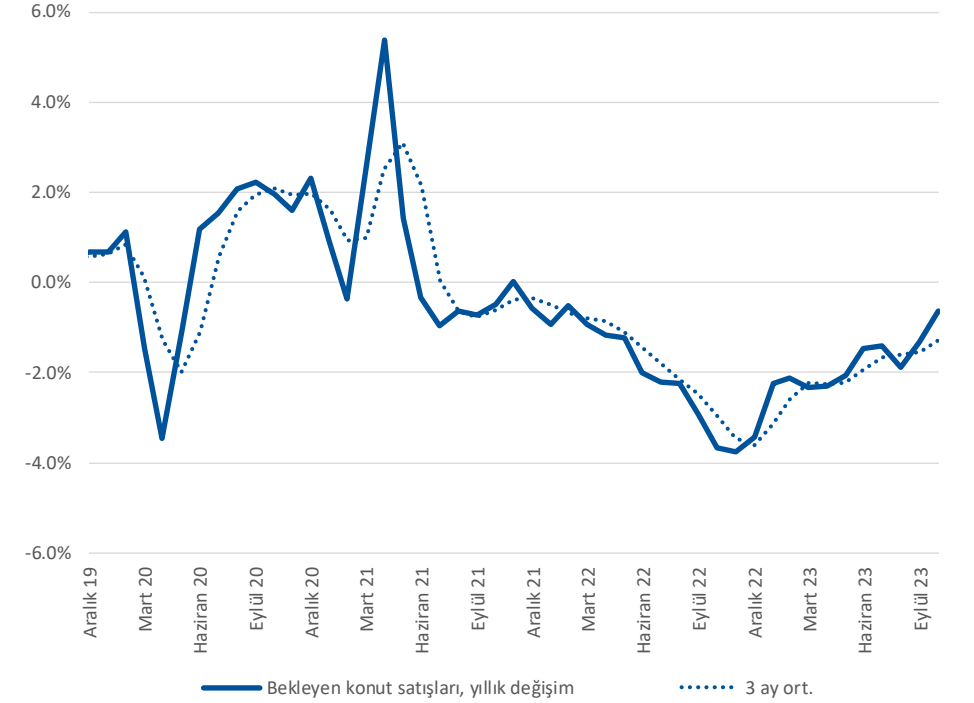
ABD konut piyasası verileri.

Bekleyen konut satışları, aylık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Bekleyen konut satışları, yıllık değişim

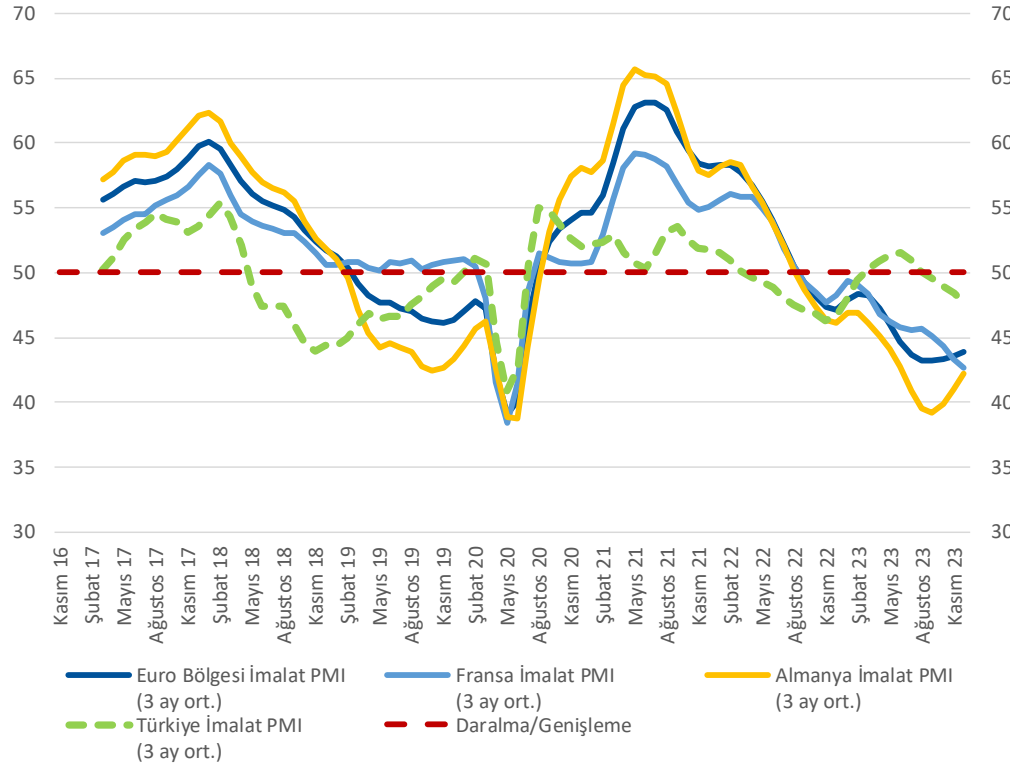


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi & Türkiye

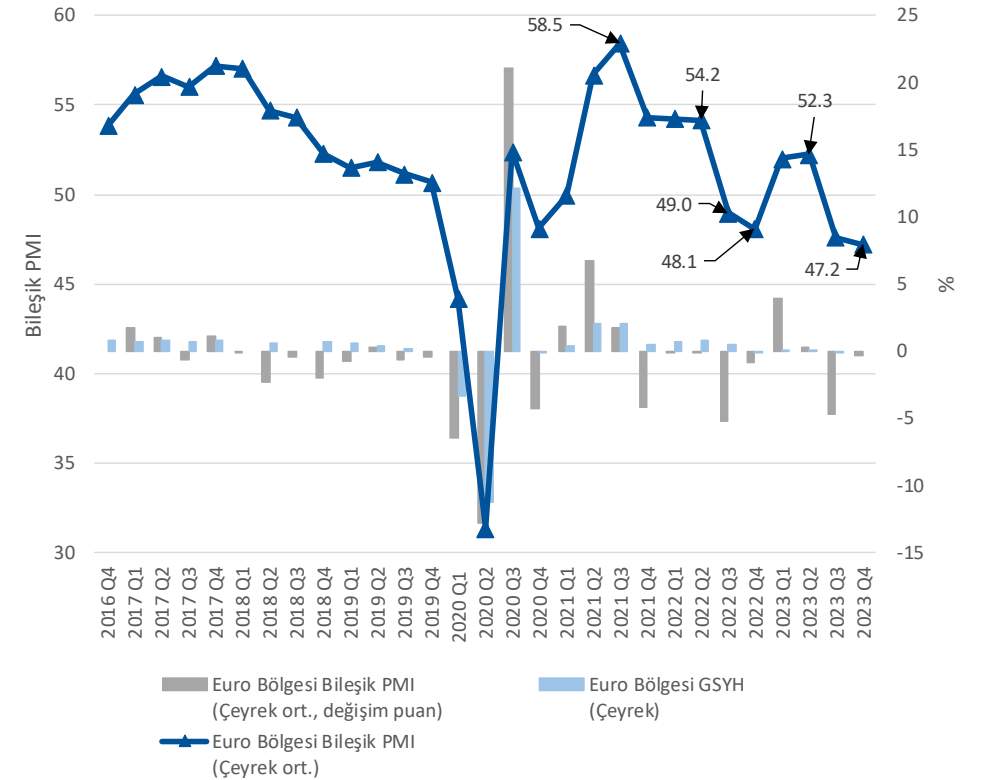
İmalat PMI verisi Euro Bölgesi nezdinde Temmuz 2022'den, Almanya'da yine aynı sürede, Fransa'da Şubat 2023'ten ve Türkiye'de ise seçimlerin ardından Temmuz 2023'ten bu yana eşik değeri olan 50.0 seviyesinin aşağısında seyrediyor. Ancak, yılın son dönemi ile birlikte izlediğimiz data seti Almanya ve Bölge nezdinde kısmen stabilizasyon-dipten dönüş sinyalleri olasılığını düşündürüyor.

Euro Bölgesi, Almanya, Fransa, Türkiye imalat PMI



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Euro Bölgesi bileşik PMI & Euro Bölgesi GSYH

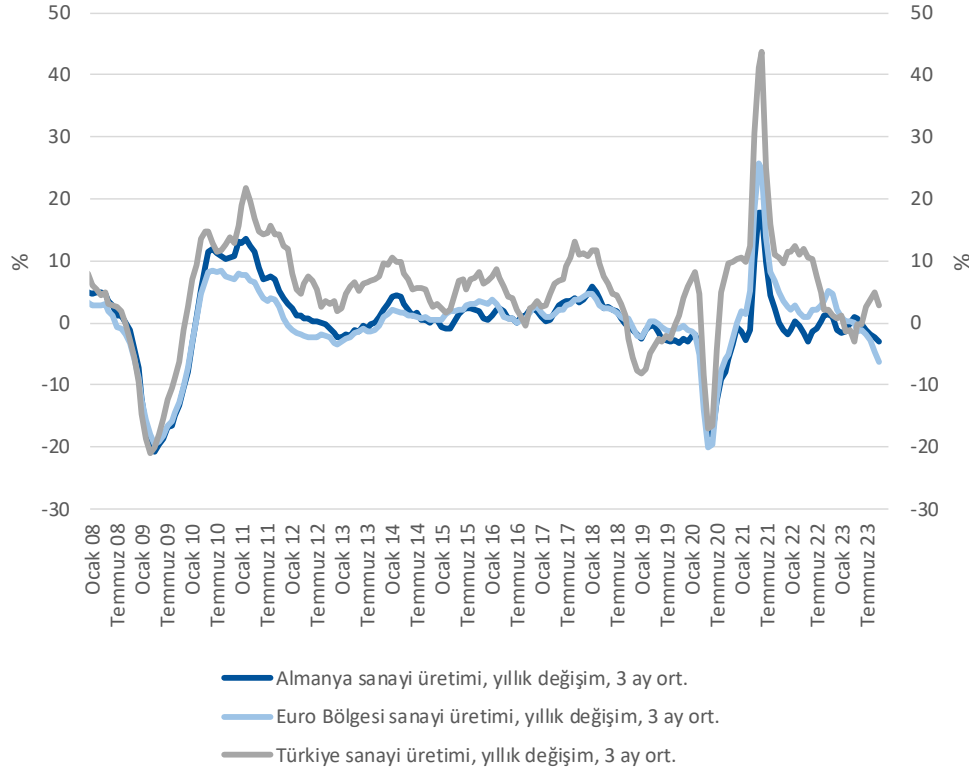


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi & Türkiye

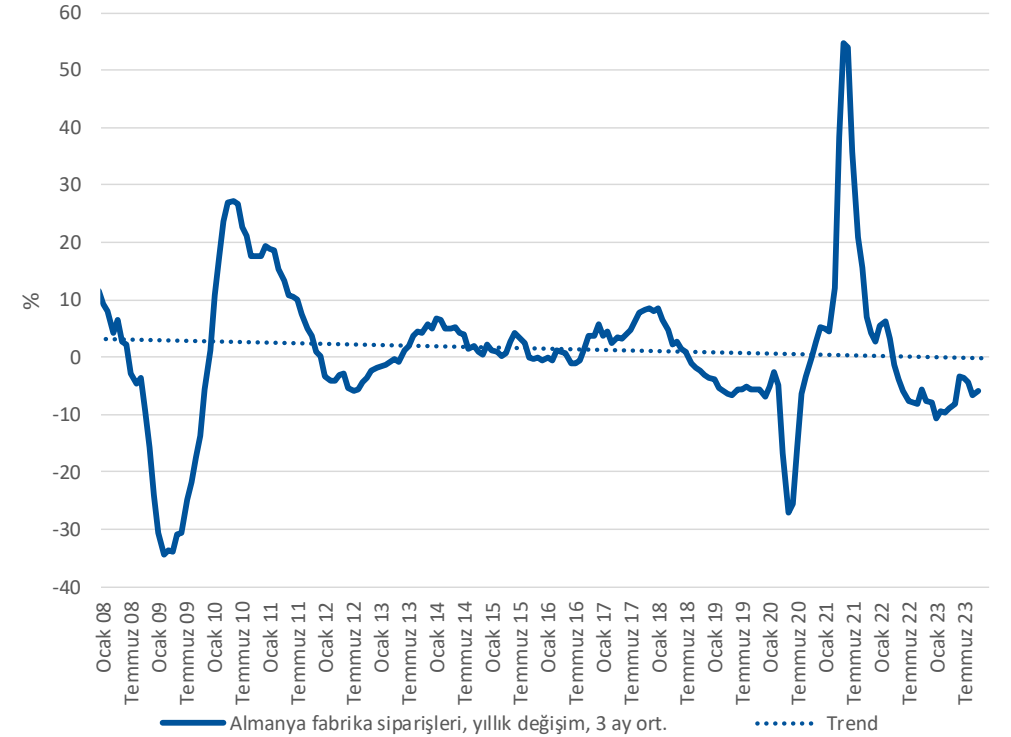
Avrupa'da momentum kaybı Almanya önderliğinde devam ediyor. Gecikmeli izlenen sanayi üretimi ve fabrika siparişi verileri daralmayı ifade ediyor.

Almanya, Euro Bölgesi, Türkiye, sanayi üretimi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Almanya fabrika siparişleri, yıllık değişim

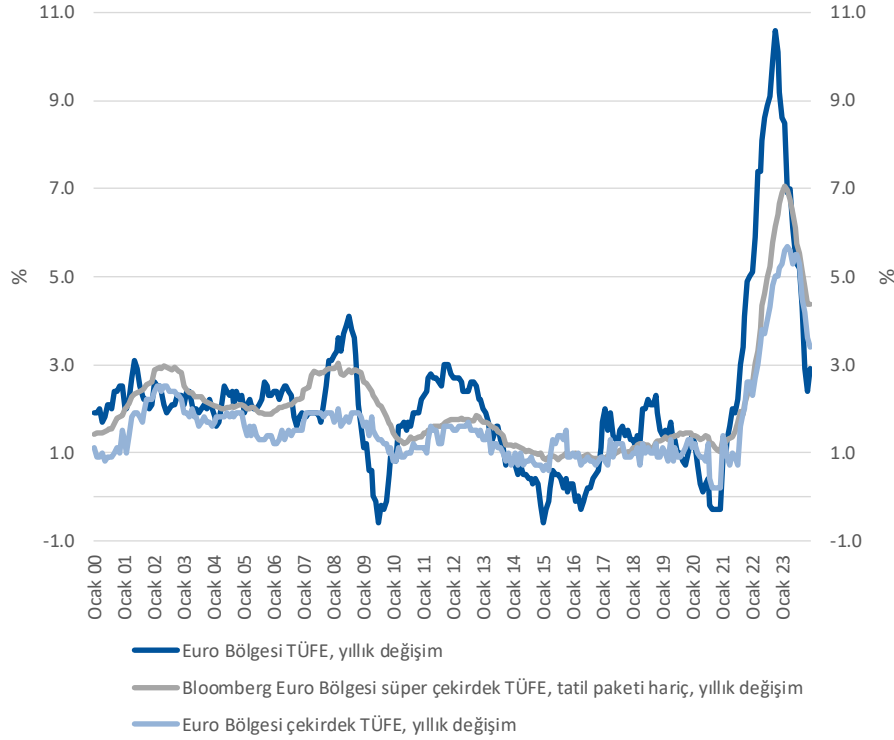


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi

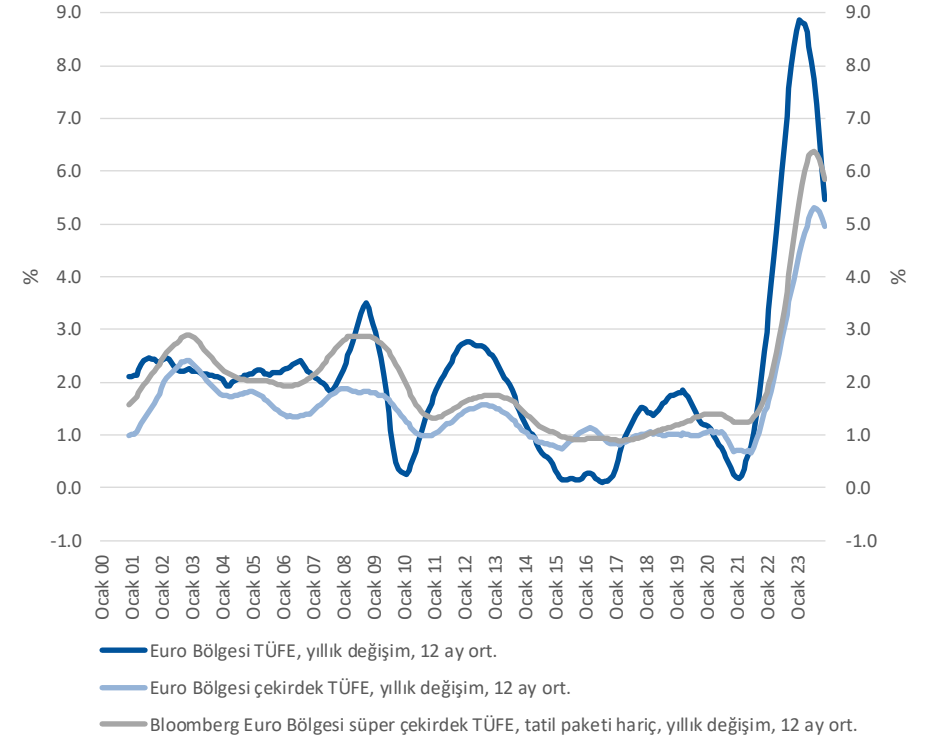
Manşet, çekirdek ve seçilmiş özel çekirdek göstergeleri enflasyon momentumunda azalışı Avrupa için de gösteriyor. Hedeften uzak kalma ve fakat geri çekilme yaşlı kıtada da geçerli.

Euro Bölgesi, enflasyon göstergeleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Euro Bölgesi, enflasyon göstergeleri, yıllık

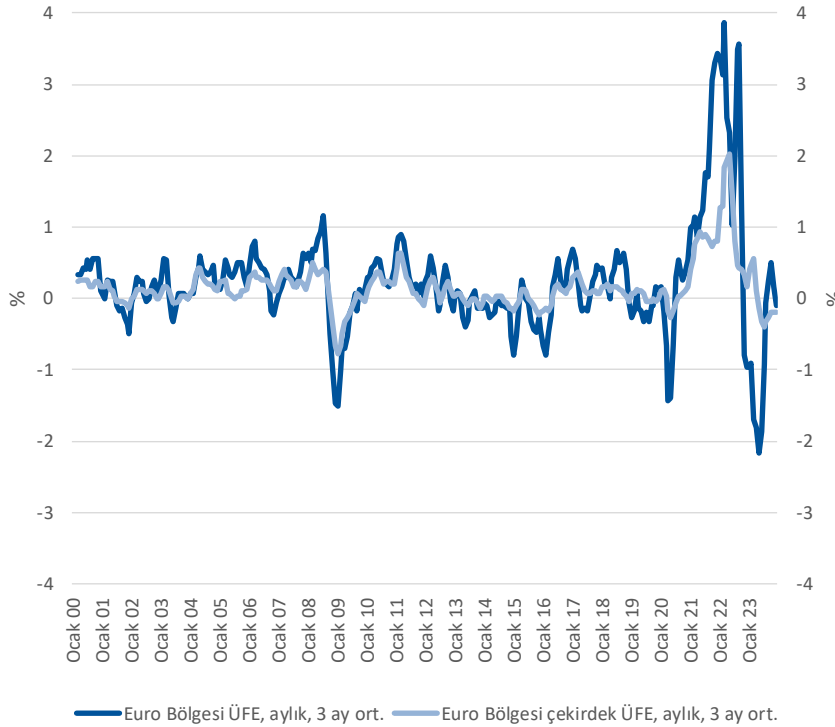


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi

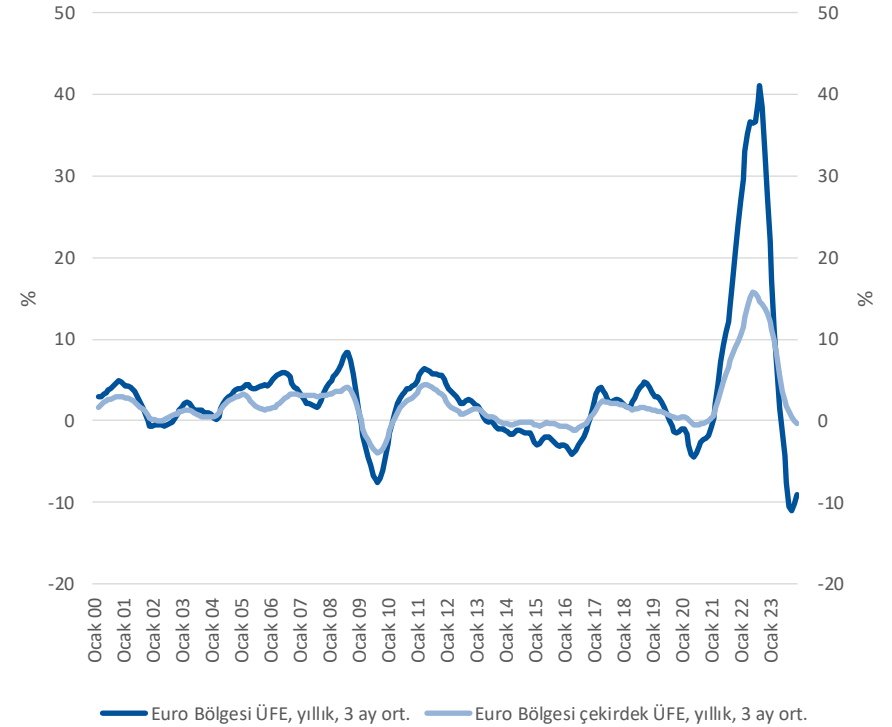
Emtia fiyatlarındaki düşük seyir Avrupa'da maliyet kaynaklı enflasyon geçişini ciddi anlamda sınırladı. Avrupa-ABD yapısal enflasyon ayrışmasındaki en önemli kırılım, emtianın fiyatlar üzerinde yarattığı baskıda gerçekleşiyor. Şayet 2024'te küresel ekonomi «yavaş iniş» senaryosunu gerçekleştirmekte zorlanır ve emtia fiyatları yükselir ise Avrupa için sorun başlığı olacaktır.

Euro Bölgesi, üretici enflasyonu göstergeleri, aylık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Euro Bölgesi, üretici enflasyonu göstergeleri, yıllık

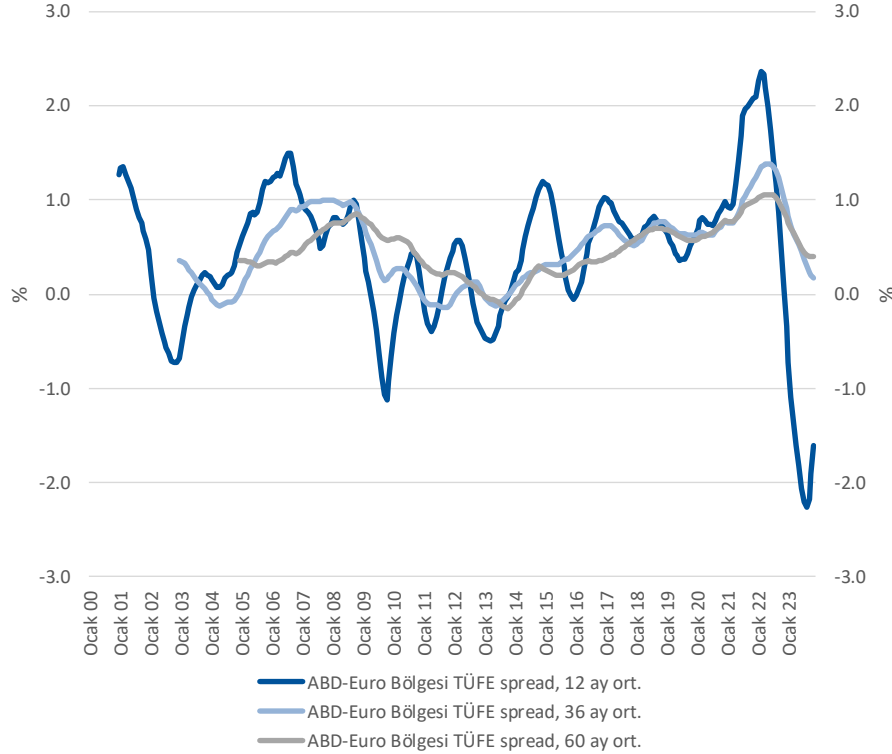


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi

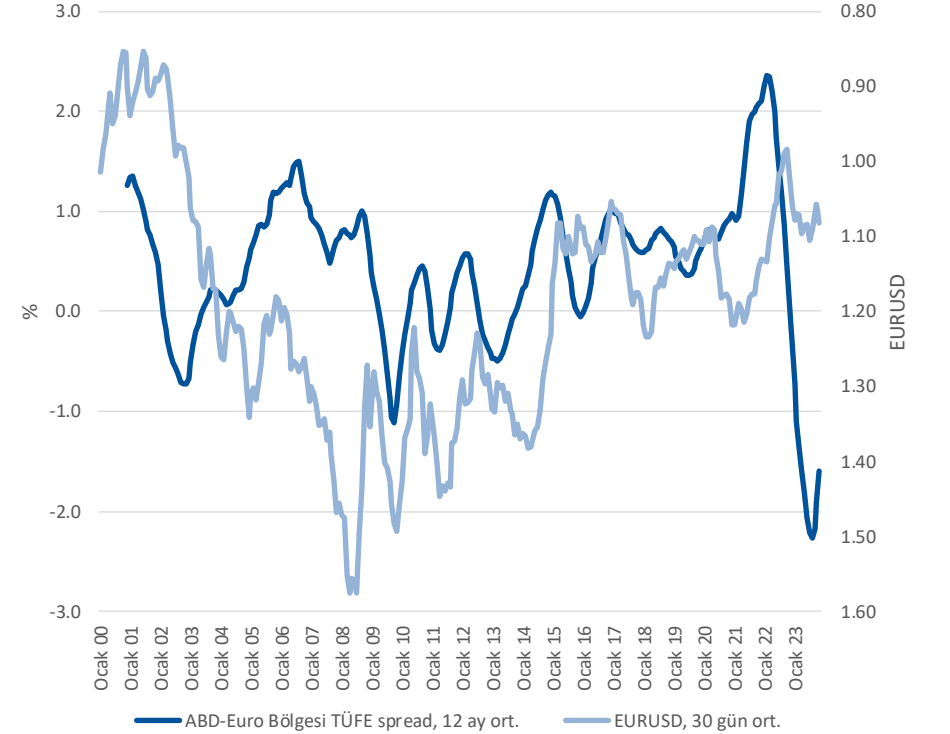
Tarihsel olarak ABD, Avrupa'ya kıyasla daha kolay enflasyon yaratabilme kapasitesine sahip. Atlantik'in diğer yakasında enflasyon dinamikleri farklı yapısal nedenler kaynaklı her daim zayıf kalmış ve emtia fiyatları kaynaklı oynak seyretmiştir. Sürecin doğal bir sonucu olarak EURUSD paritesi de bu dinamiklerden etkilenmektedir.

ABD & Euro Bölgesi TÜFE, yıllık değişim spreadleri, farklı vadeler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD & Euro Bölgesi TÜFE, yıllık değişim spreadleri & EURUSD

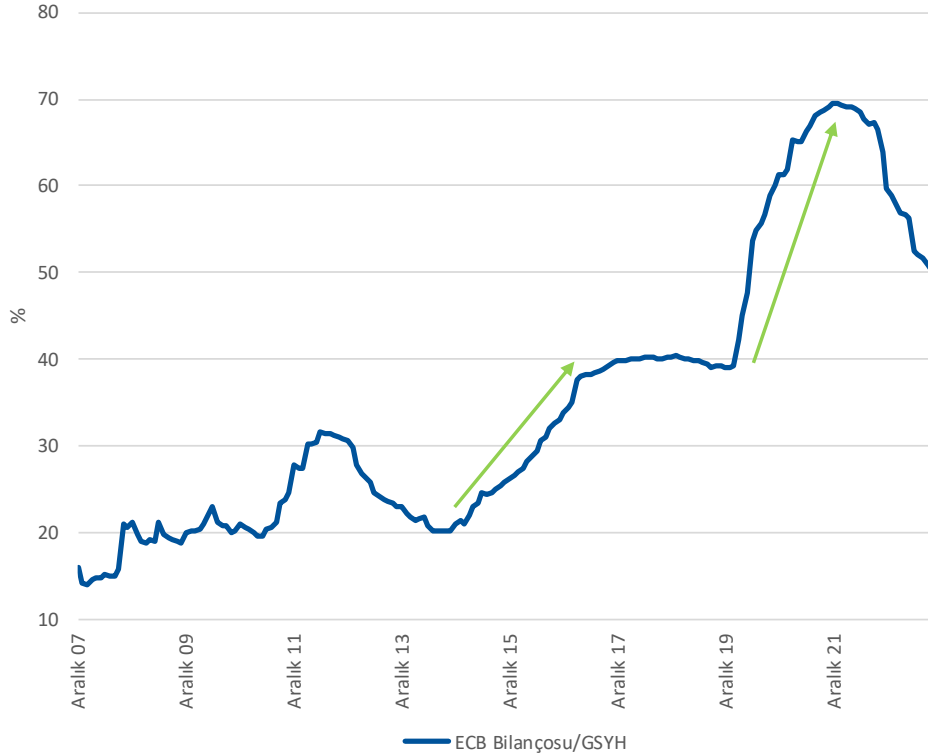


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
EURUSD paritesi ters çevrilmiştir.

Küresel ekonomi/Euro Bölgesi

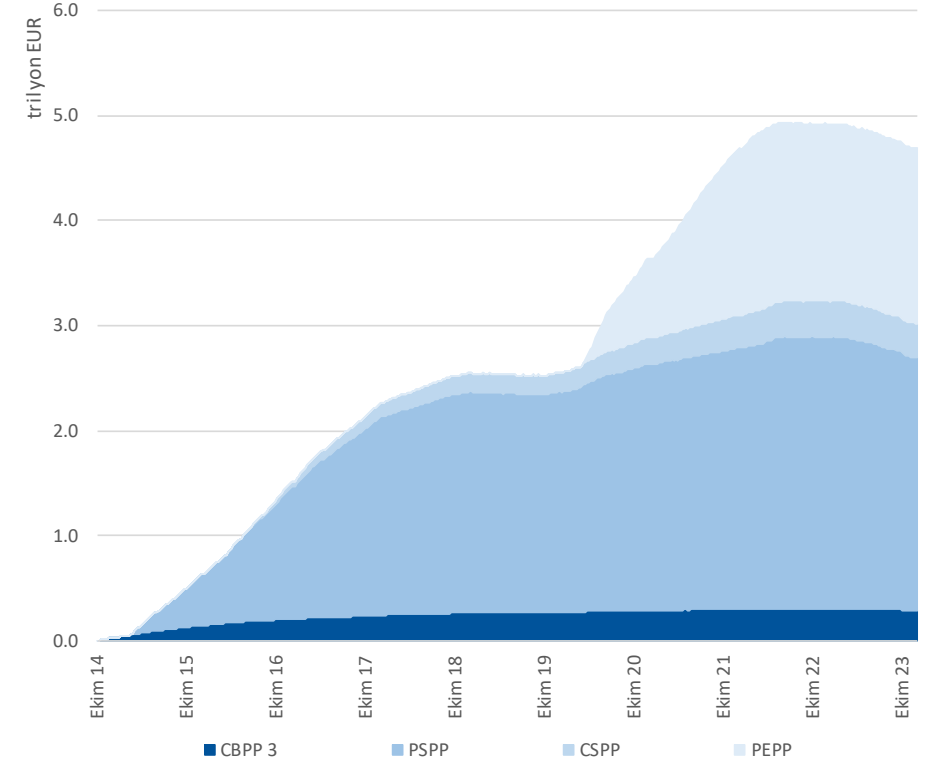
2023 başlangıcında EUR8 trilyon seviyesinde bulunan ECB bilançosu, yılı <EUR7 trilyon ile tamamladı. GSYH oranı ise %70'lerdeki pandemi seviyelerinden %49.5'e dek geriledi. Bilançonun Amerikan doları karşılığı \$7.5 trilyon. Normalizasyonun ECB bilançosunda da devam ettiği ve faizlerdeki yükselişe katkıda bulunduğu bir yıl olacak 2024.

ECB bilanço/GSYH



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ECB varlık alım programları

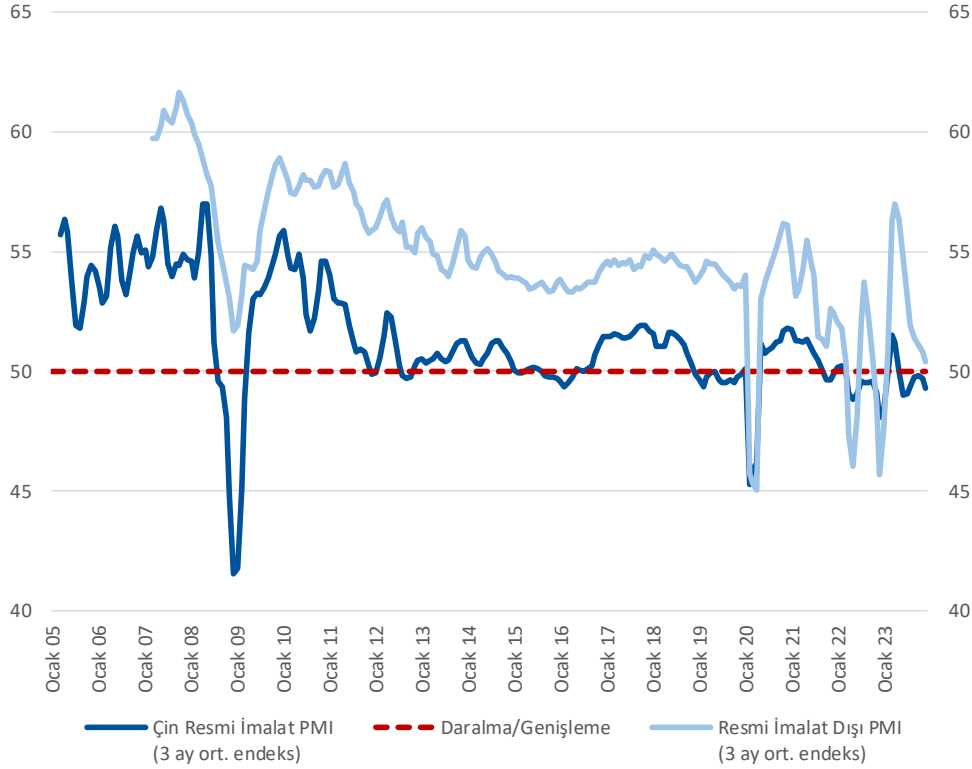


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

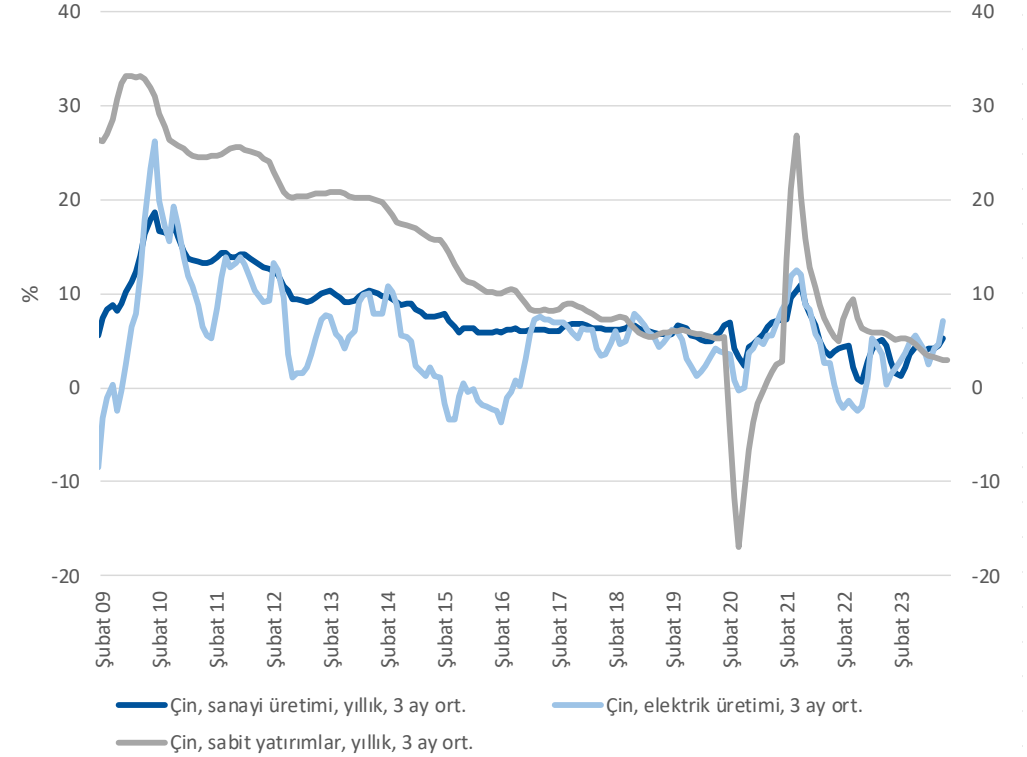
2023, Çin ekonomisi için sanılan ölçekte kötü geçmedi; ancak, hızlı bir toparlanma da gözlenmedi. Yılların birikmiş yapısal sorunların kaynakta çözümü için somut bir adım atılmasa da para politikasındaki sınırlı alan zorunlu karşılık indirimleri ile kullanılmaya çalışıldı. Diğer yandan maliye politikaları destekleyici olmaya devam etti. Öncü göstergeler Çin için de kalıcı-pozitif bir tabloyu ortaya koymuyor.

Çin imalat & yeni ihracat siparişleri PMI, resmi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin, öncü göstergeler

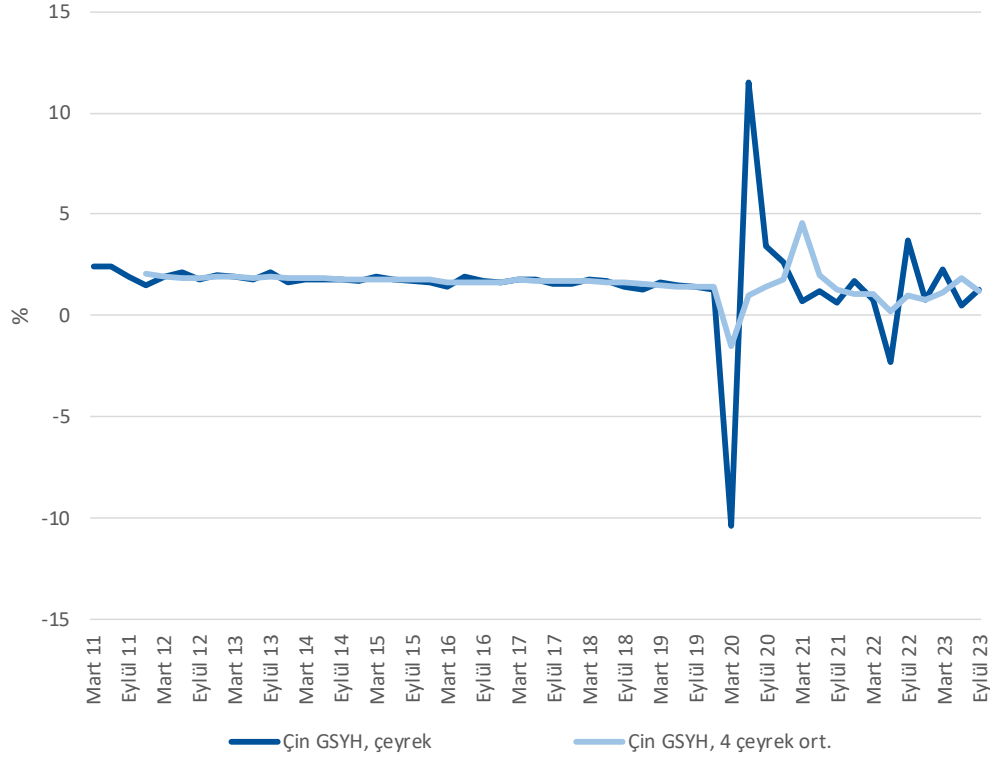


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

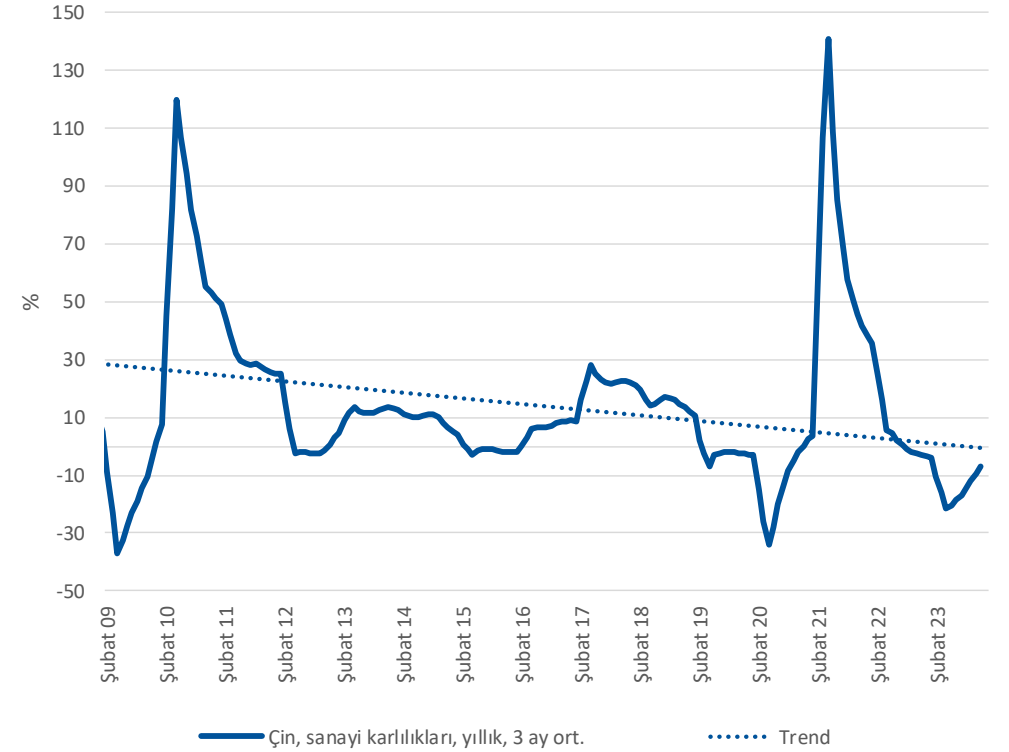
Ekonomi, 3Ç döneminde çeyrek bazda %1.3 büyümeye göstererek 2Ç'deki %0.5'e kıyasla toparlandı. Son 4 çeyrek ortalaması ise %1.8'den %1.2'ye geriledi. Yıllık büyümeye %4.9'da. 2024'te Çin'e yönelik büyümeye beklentileri %4.5 civarında şekilleniyor.

Çin GSYH, çeyrek



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Çin, sanayi karlılıkları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

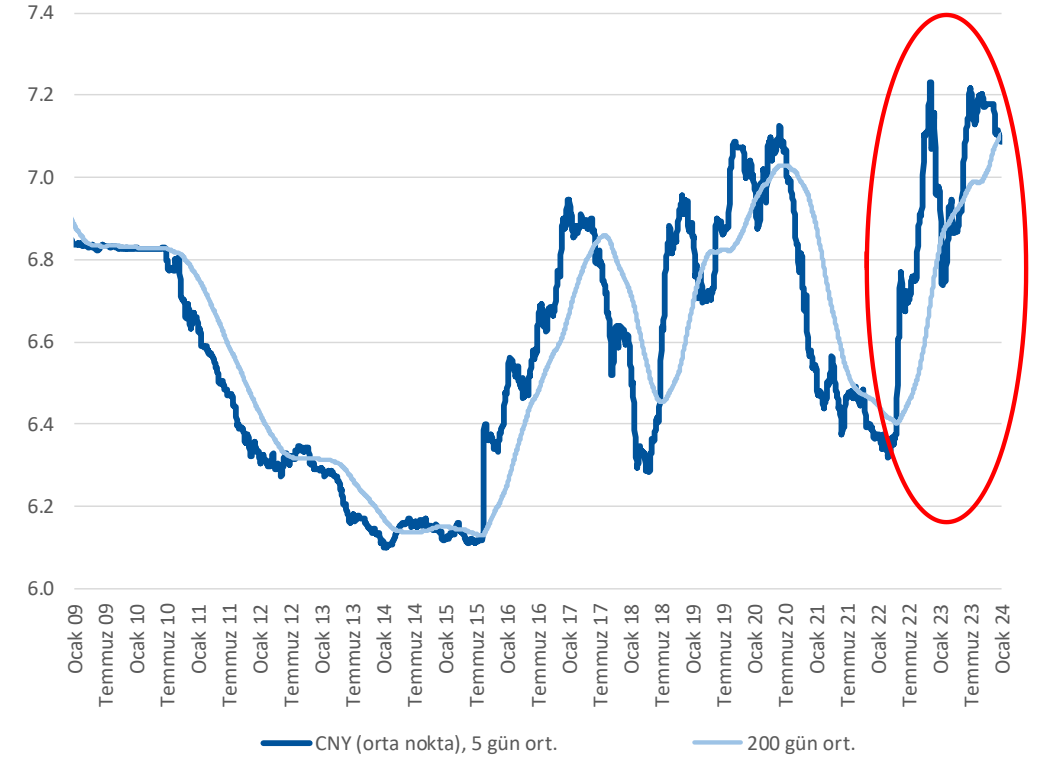
Para arzının ve yuandaki değer kaybının «kontrolü» kamu tarafında yer almaya devam ediyor. 2023'te birçok kez PBOC ile piyasa beklentilerinde oluşan yuan kuru seviyesi arasında ciddi ayrışmalar gördük.

Çin, para arzı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

USDCNY

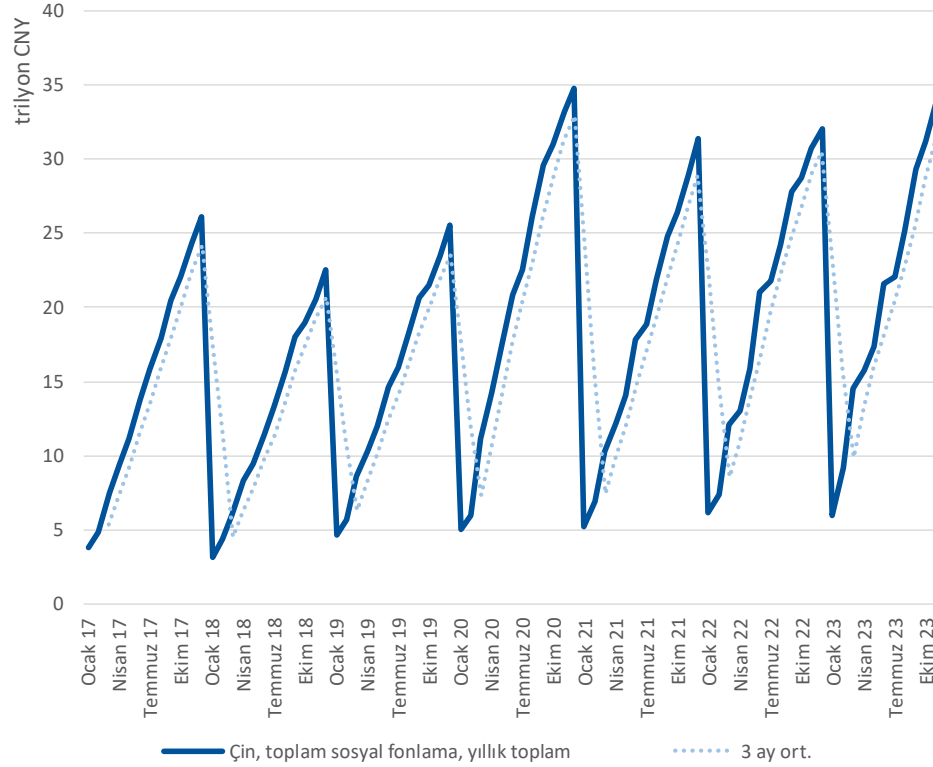


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

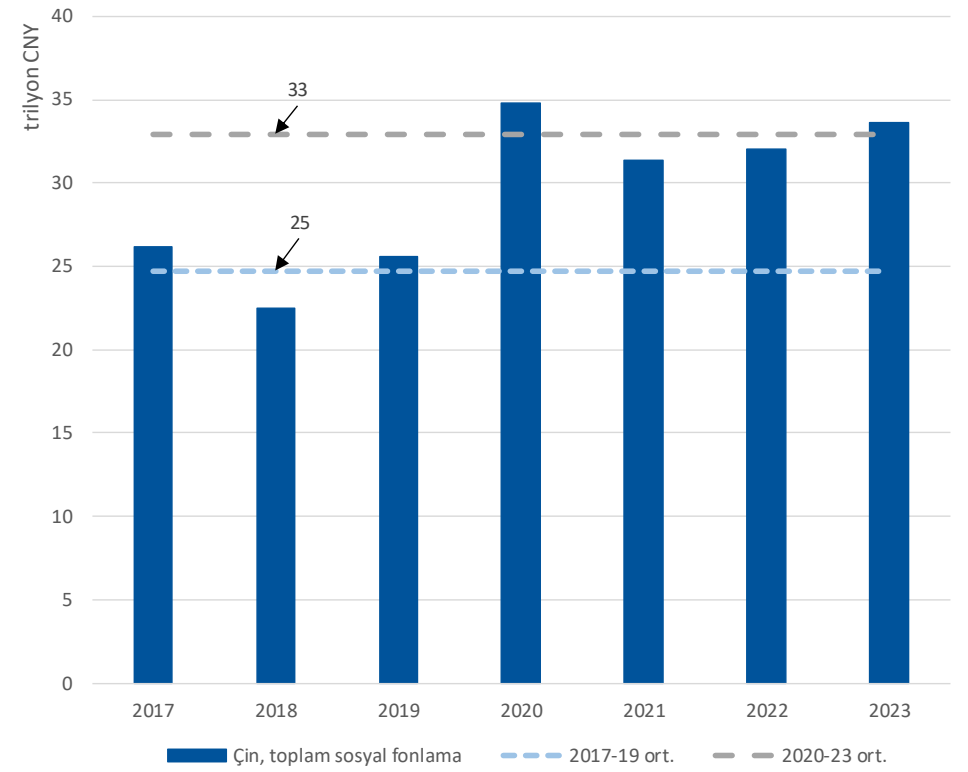
Yerel yönetimler üzerinden gerçekleştirilen borçlanma ve sosyal fonlamanın bütünü ortalamaların üzerindeki seyrini koruyor.

Çin, toplam sosyal fonlama, yıllık toplam



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

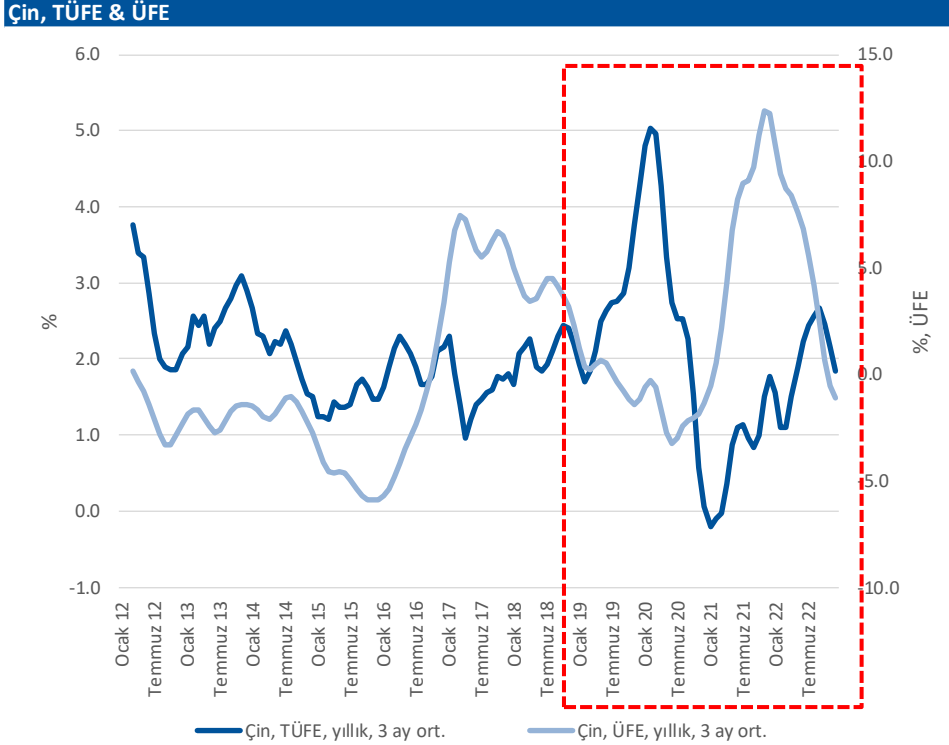
Çin, toplam sosyal fonlama, yıllık toplam



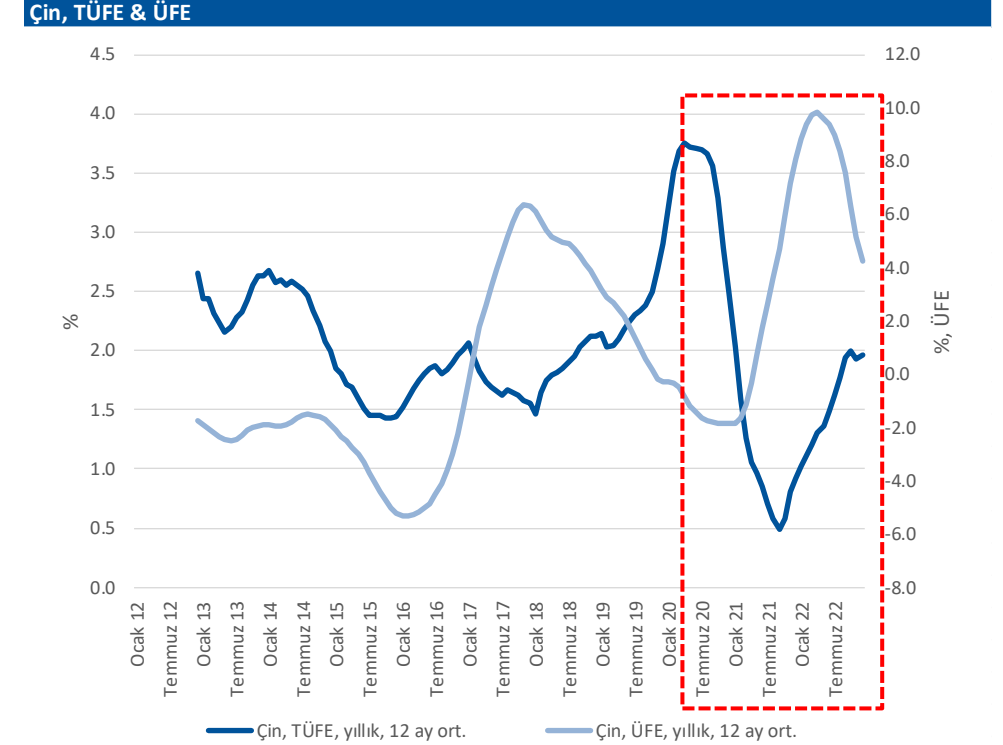
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

Düşük fiyatlarda seyreden global emtia grubu, Çin'in hızlı toparlanmakta sorun yaşamaması, yavaşlayan global ekonomi ve parasal sıkılaştırma dalgasının gecikmeli etkileri Çin'de enflasyonun gerilemesine ve hatta ÜFE'de deflasyon riskinin belirmesine zemin hazırladı. Çin ekonomisi küresel ekonomiye «deflasyon ihracı» gerçekleştirir konumda. Küresel enflasyonun manşette gerileme nedenlerinden birisi de Çin.



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

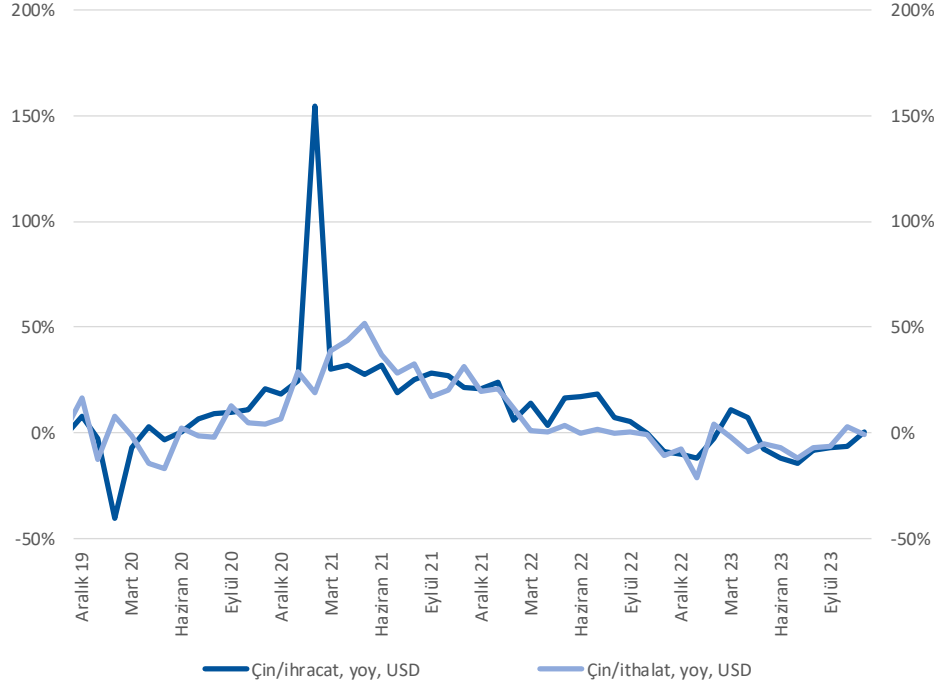


Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

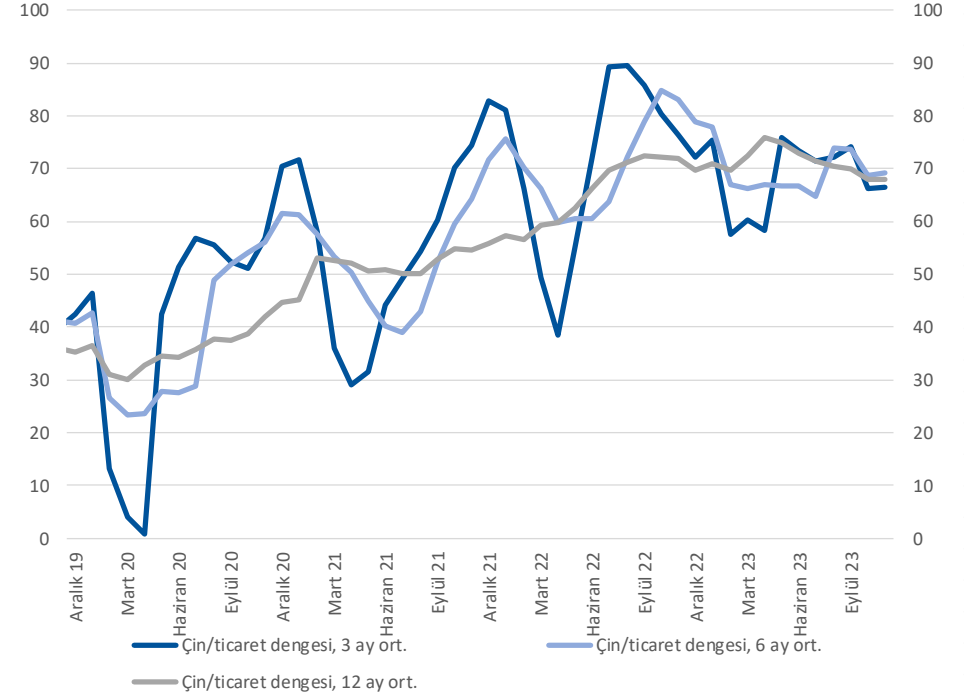
Benzer yavaşlama eğilimi ticaret rakamları üzerinden de kendisini gösteriyor. Ticaret fazlasında da 12 ay ortalamada sınırlı geri çekilme var.

Çin, ihracat & ithalat performansları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Çin, ticaret dengesi

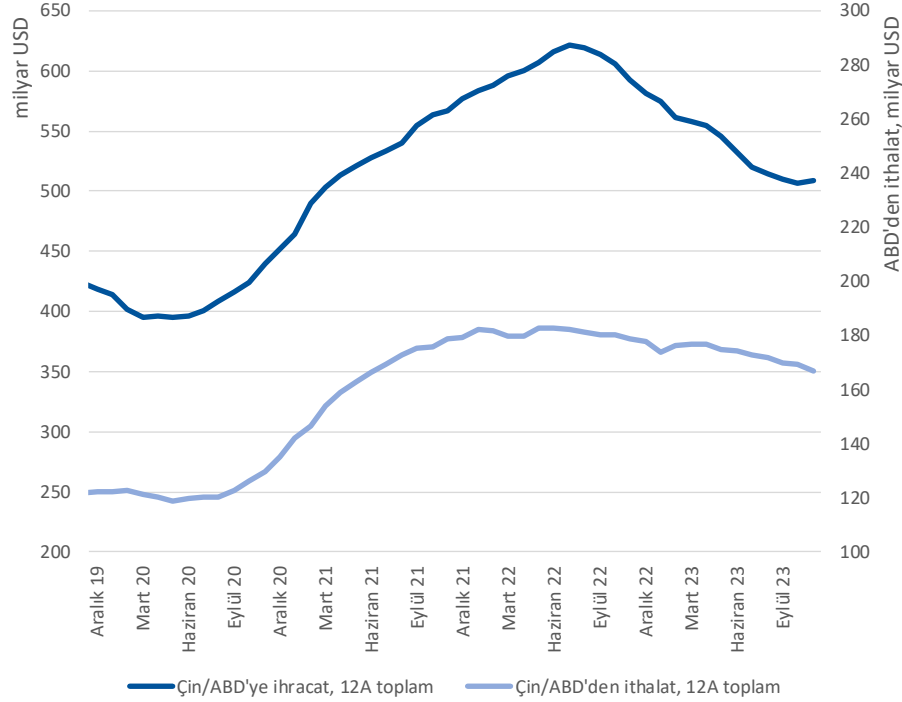


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

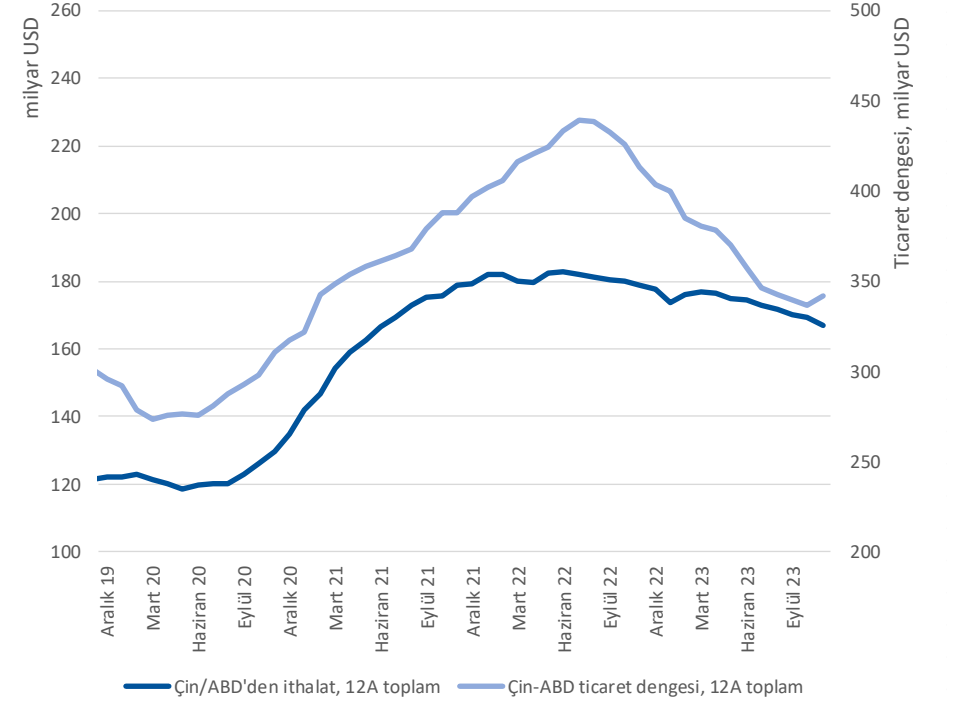
Çin-ABD ticaretinin seyri.

Çin-ABD, ihracat/ithalat



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin-ABD, ihracat/ithalat/ticaret dengesi

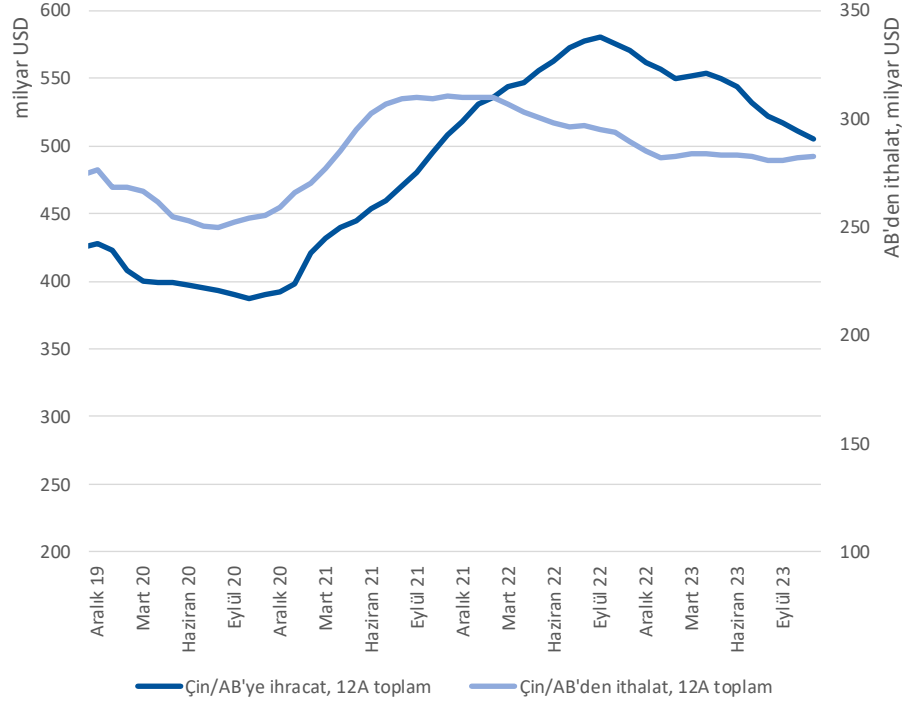


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Küresel ekonomi/Çin

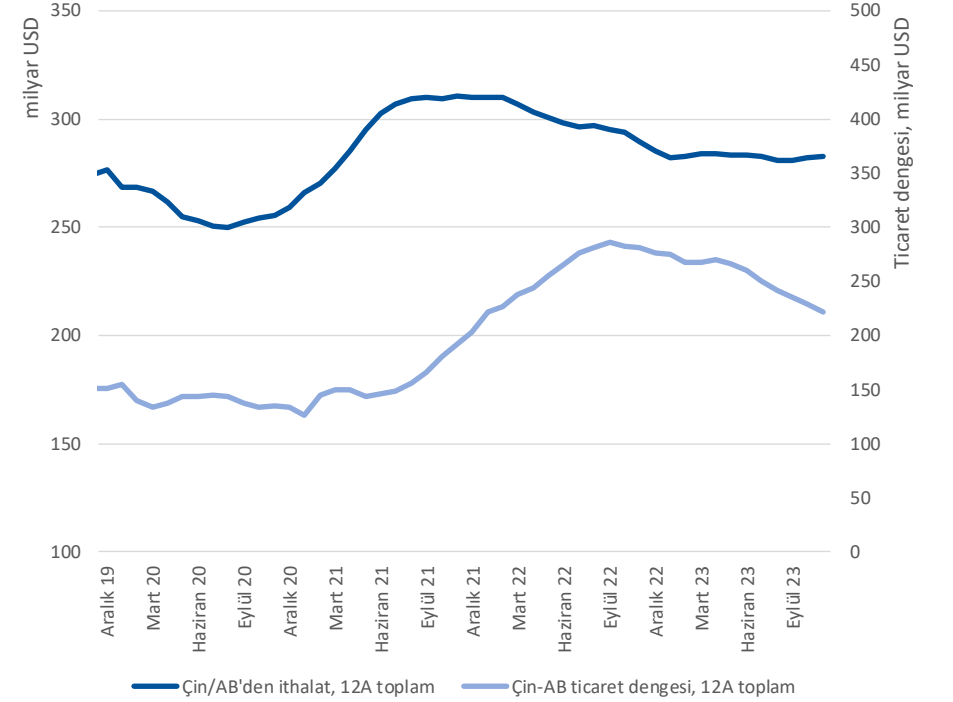
Çin-AB ticaretinin seyri.

Çin-AB, ihracat/ithalat



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin-AB, ihracat/ithalat/ticaret dengesi

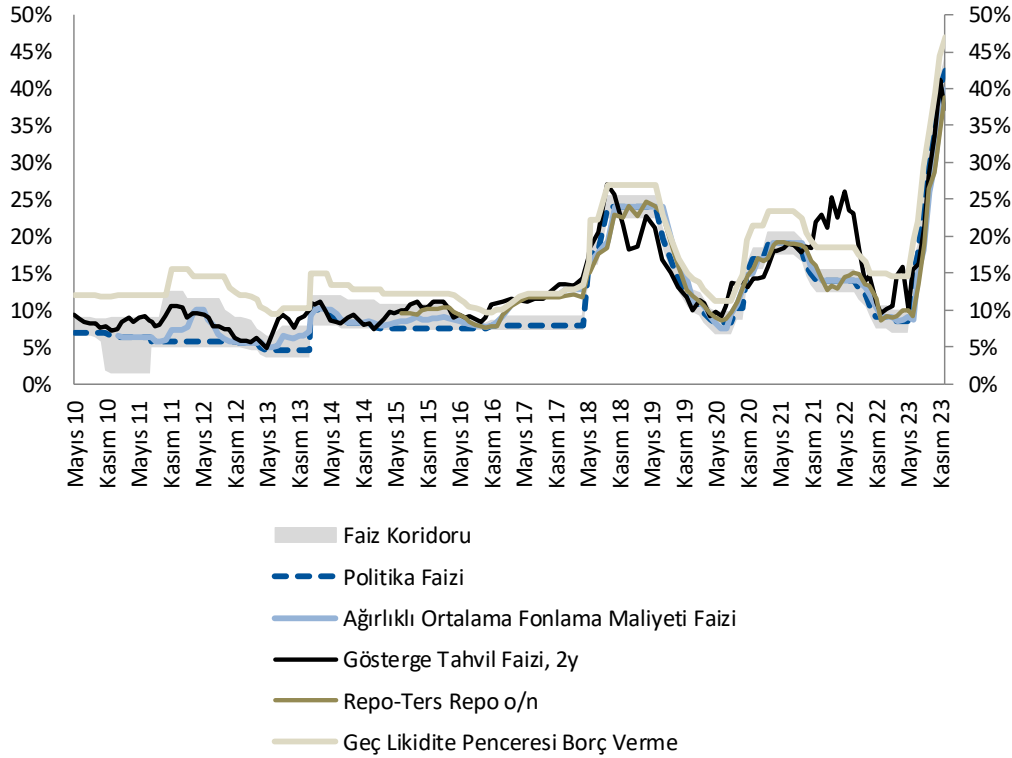


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye

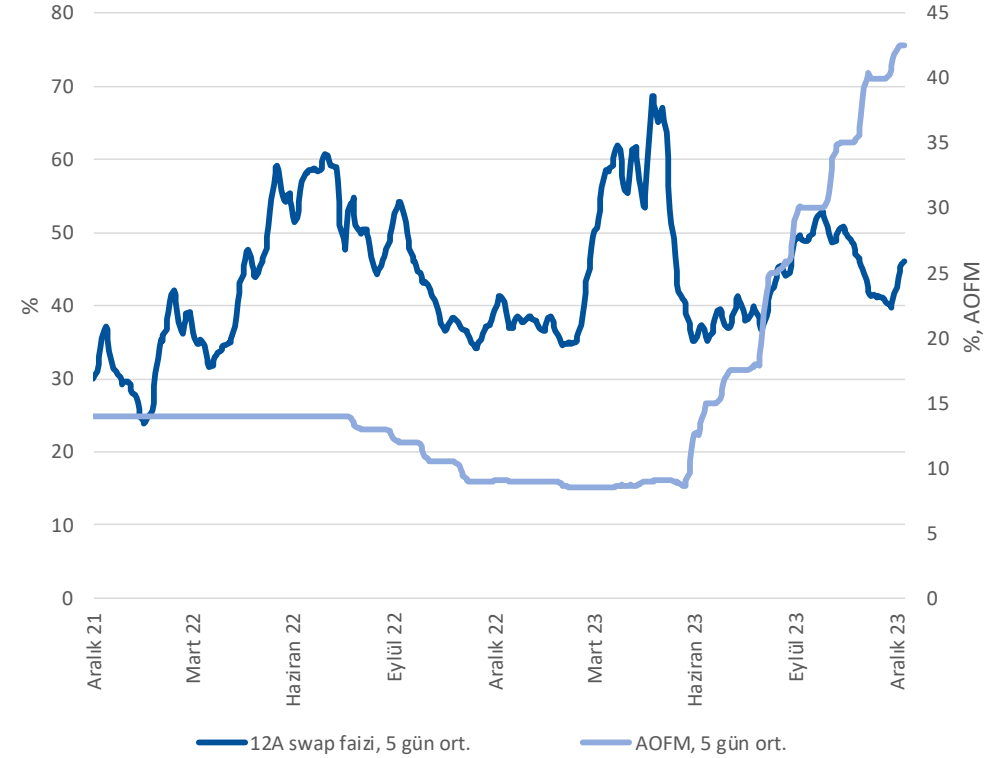
Politika faizi yeniden para politikasının en kritik aracı konumunda. Londra faizleri ile açılan makas kapanırken, politika faizi etrafında para piyasası faizlerinin oluşumu ve referans olma pozisyonu söz konusu.

TCMB politika faizleri, AOFM



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

12A swap faizi & AOFM

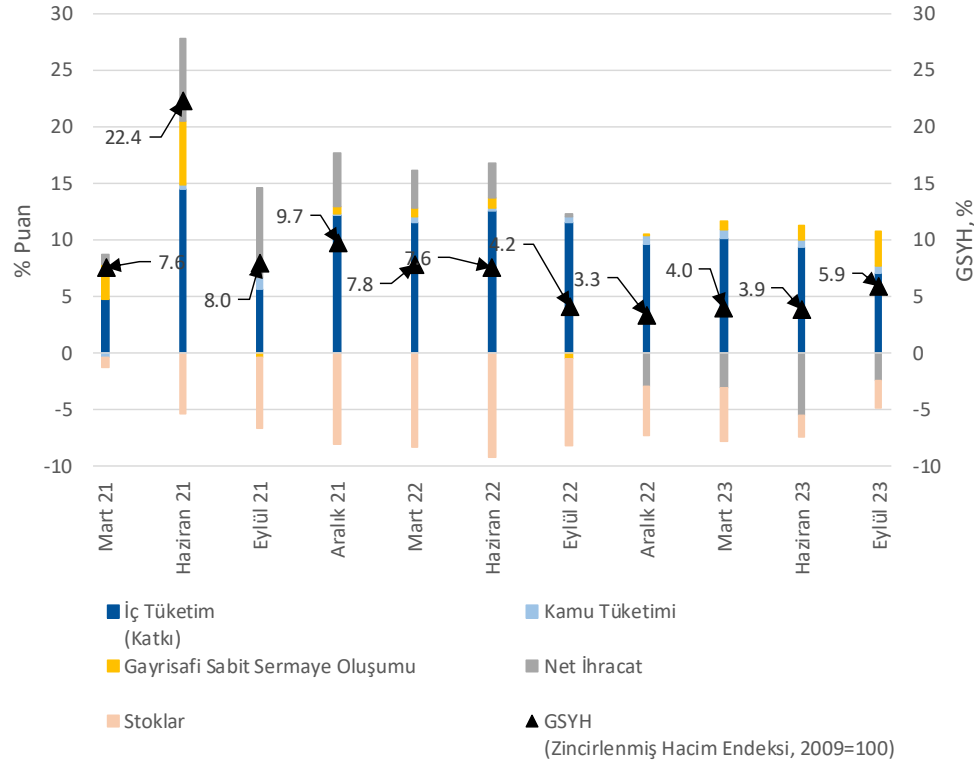


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Türkiye

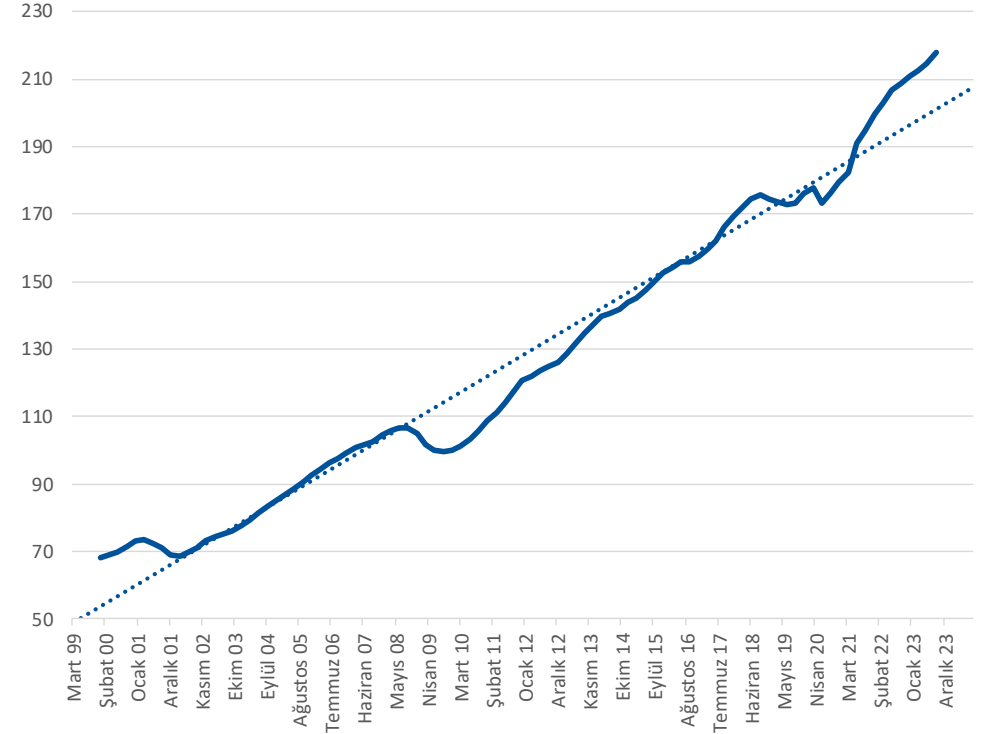
Para politikasının enflasyon karşısında gevşek tutulur pozisyonunun seçim sürecinde ağır basması ve büyüme odaklı politikalar iç tüketimin canlı kalmasına ve Türkiye ekonomisinin potansiyelinin üzerinde performans sergileyerek «ısınmasına» fazlasıyla zemin hazırladı. 2024'te Bakan Şimşek ve ekibinin «normalleşme süreci» kapsamında büyümede dengelenmeyi öne çıkarmasını konuşacağız.

GSYH kırılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

GSYH, endeks, zincirlenmiş hacim endeksi, 4 çeyrek ort.

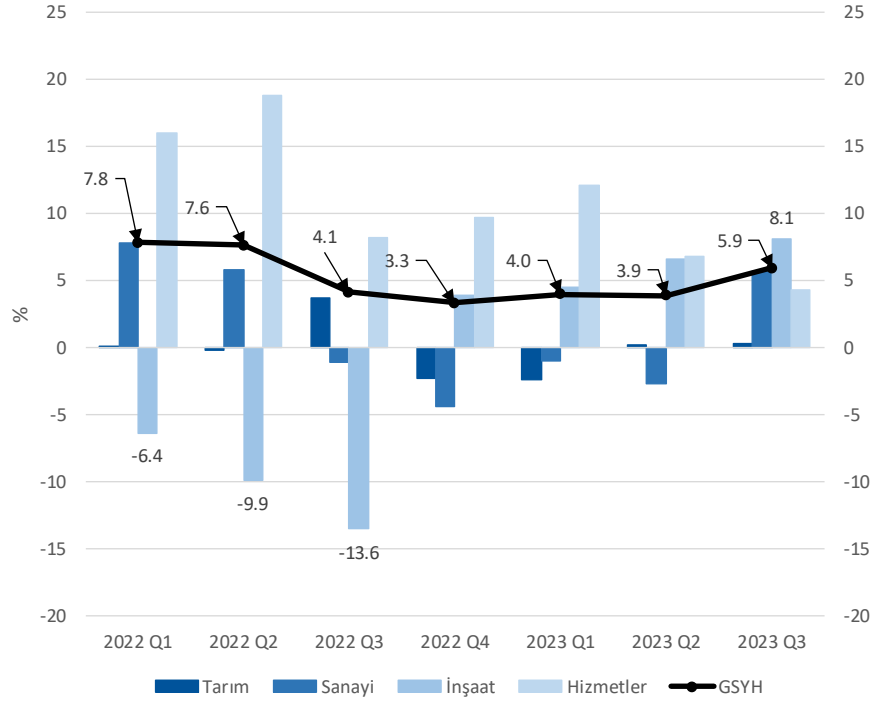


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK
Linear trend 12 çeyrek sonrasına gitmektedir.

Türkiye

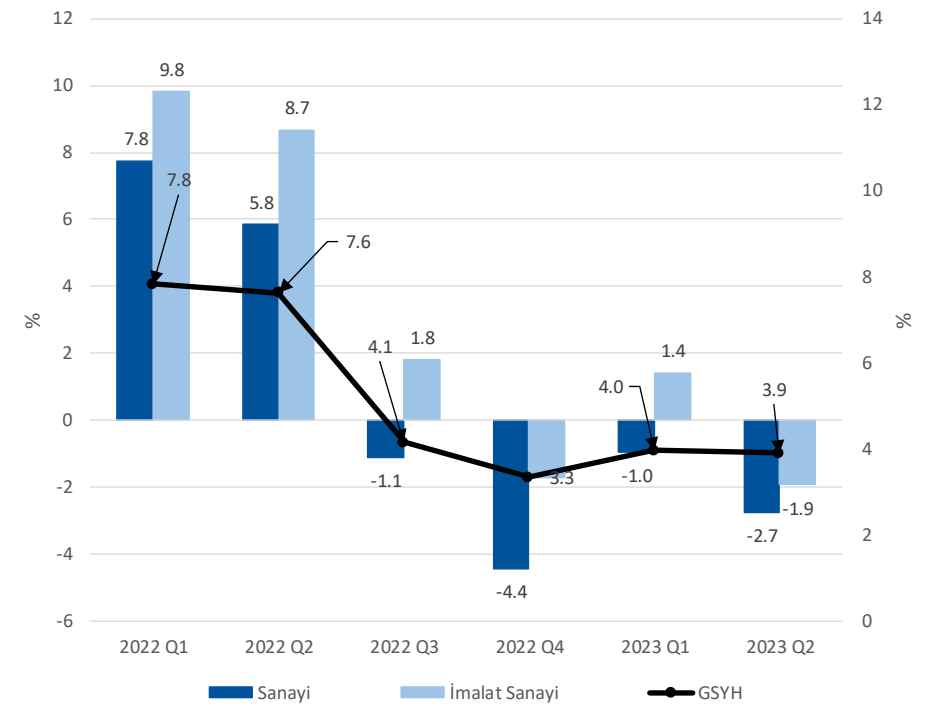
Hizmetler tarafı büyümede önemli rol üstleniyor ve enflasyonu da canlı tutuyor.

Seçilmiş iktisadi faaliyet kolları, GSYH performansı, zincirlenmiş hacim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Sanayi, imalat sanayi, GSYH performansı, zincirlenmiş hacim endeksi

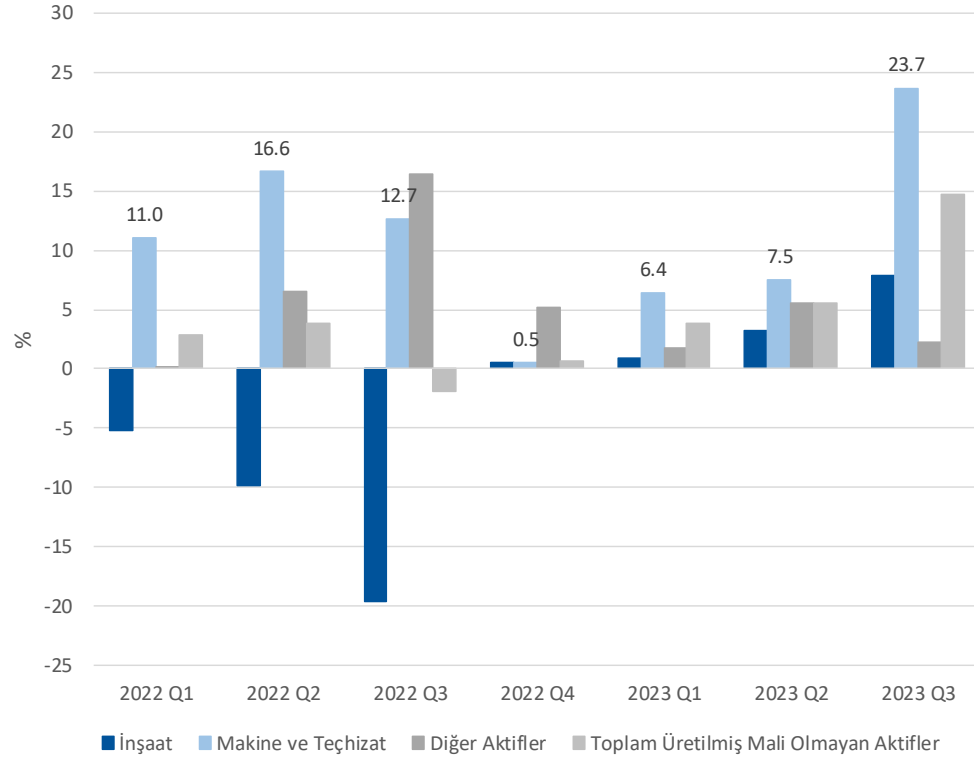


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Türkiye

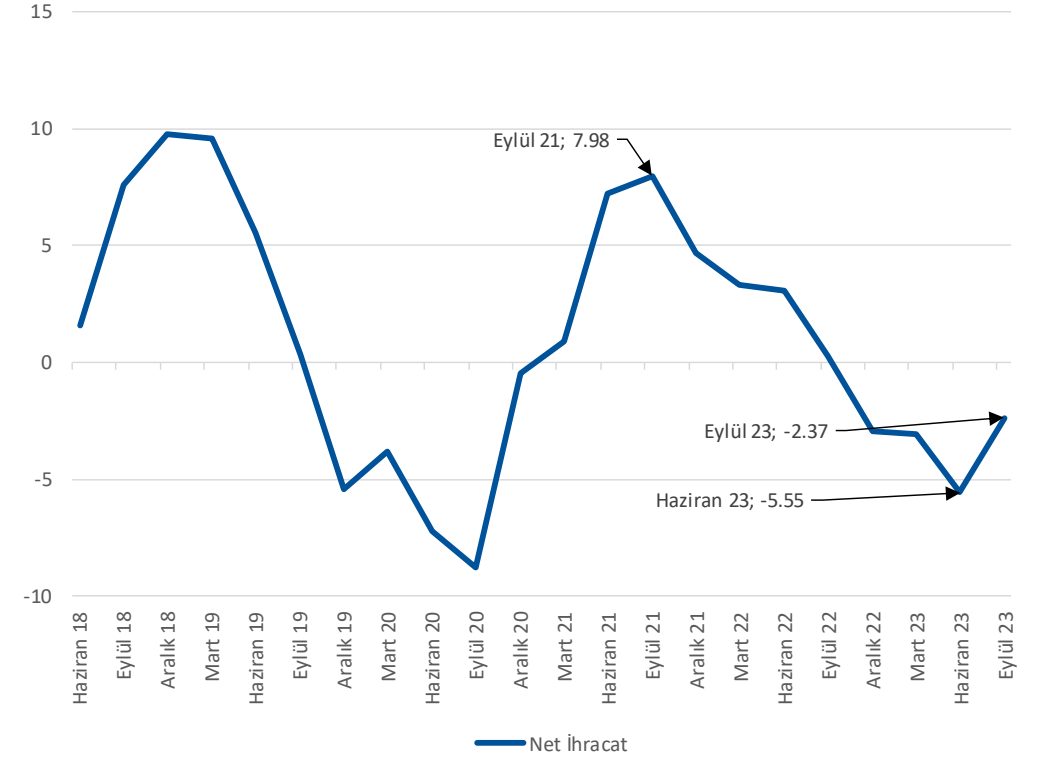
Yatırımlar ekonomiye destek olmaya devam ediyor. Negatif reel getiri ve bol likidite ortamı yatırımlar tarafına tercihi çevirirken, yüksek enflasyon ve artan belirsizlik net ihracatın büyümeye katkısını son 4 çeyrekte negatife çevirdi. 2024'te iç tüketimin azalmasını ve azalan belirsizlik, ülke risk primi ve artan güven ile birlikte dış finansmana erişimin kolaylaşmasını bekliyoruz.

Gayrisafi sabit sermaye oluşumu, zincirlenmiş hacim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

GSYH katkı, puan

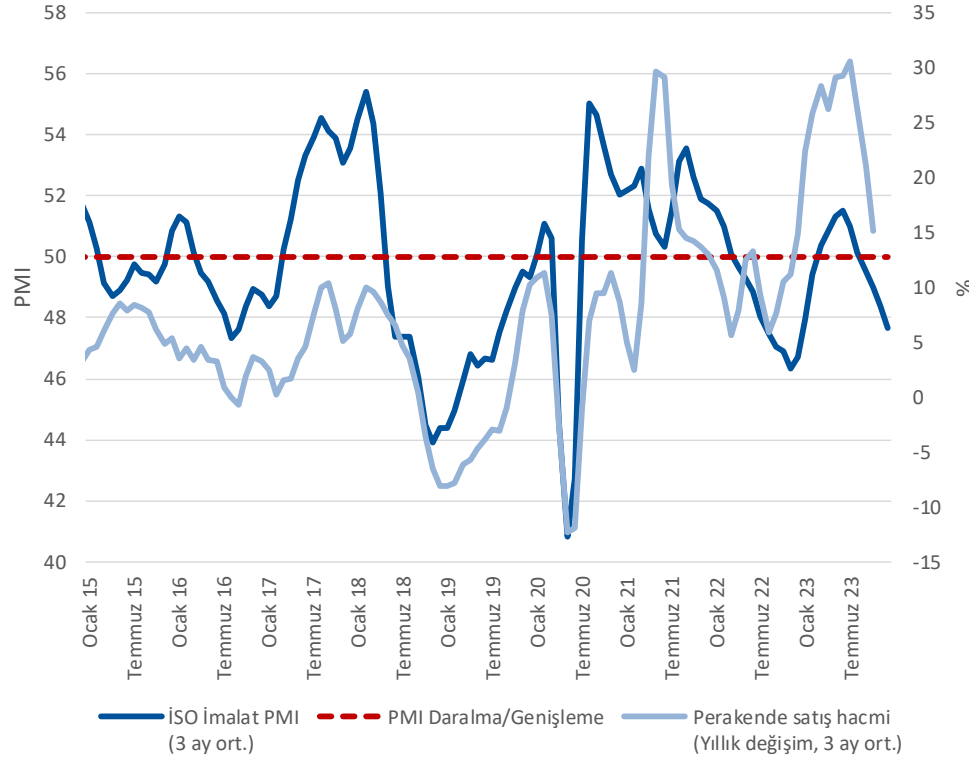


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

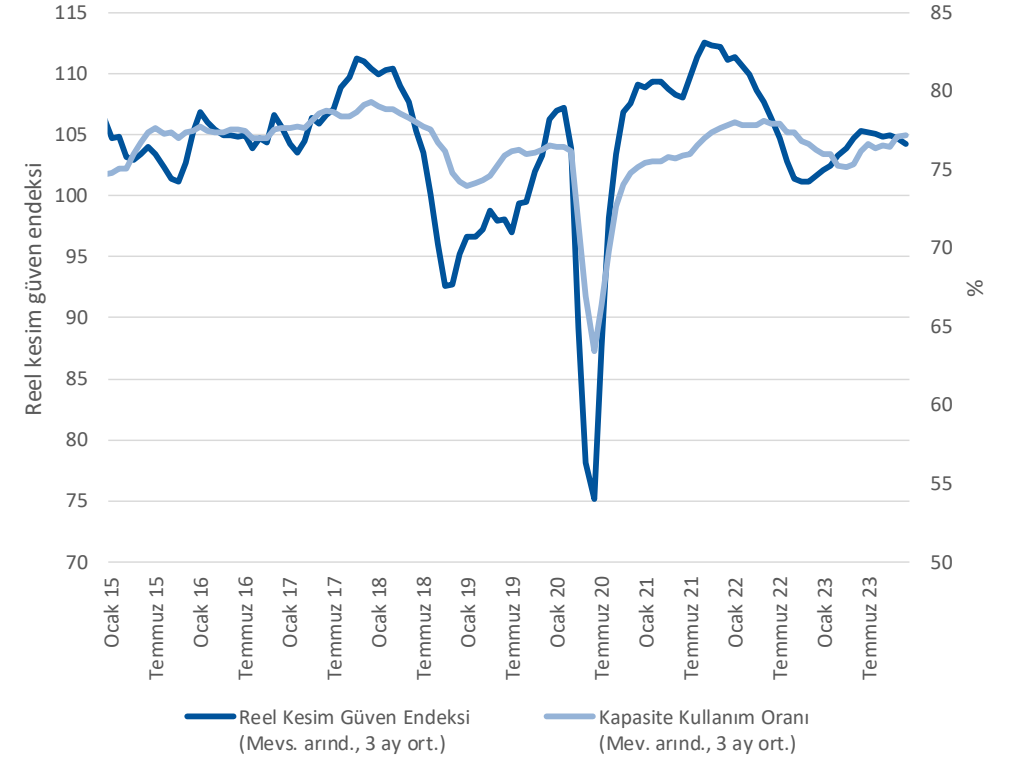
Öncü göstergeler ekonomide sınırlı düzeyde momentum kaybına işaret ederken, güven endeksleri ve kapasite kullanım oranlarında önemli bir değişiklik bulunmuyor. İmalat PMI, Temmuz 2023'ten bu yana eşik değerin gerisinde oluşurken, Avrupa'daki zayıflık, politika faizinin enflasyonla mücadele kapsamında olması gereken noktaya yükseltilmesi ve liradaki düşük volatilité göz ardı edilmemeli.

Türkiye özel sektör imalat PMI & Perakende satış hacmi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, İSO, TÜİK

Türkiye reel sektör güven endeksi & kapasite kullanım oranı

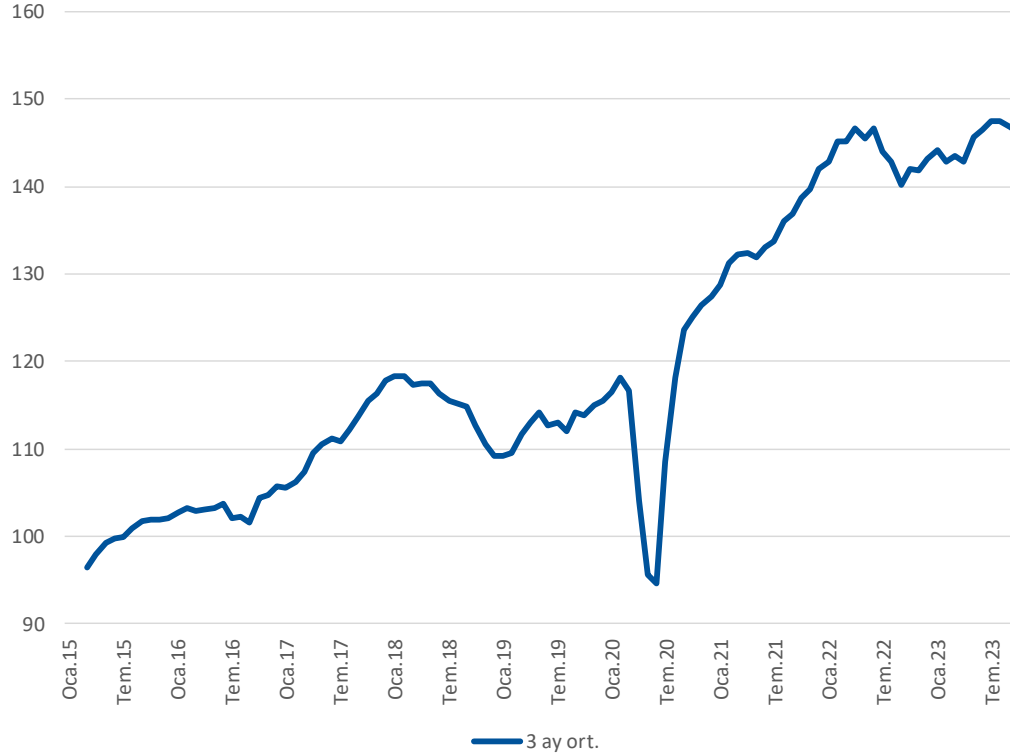


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, TCMB

Türkiye

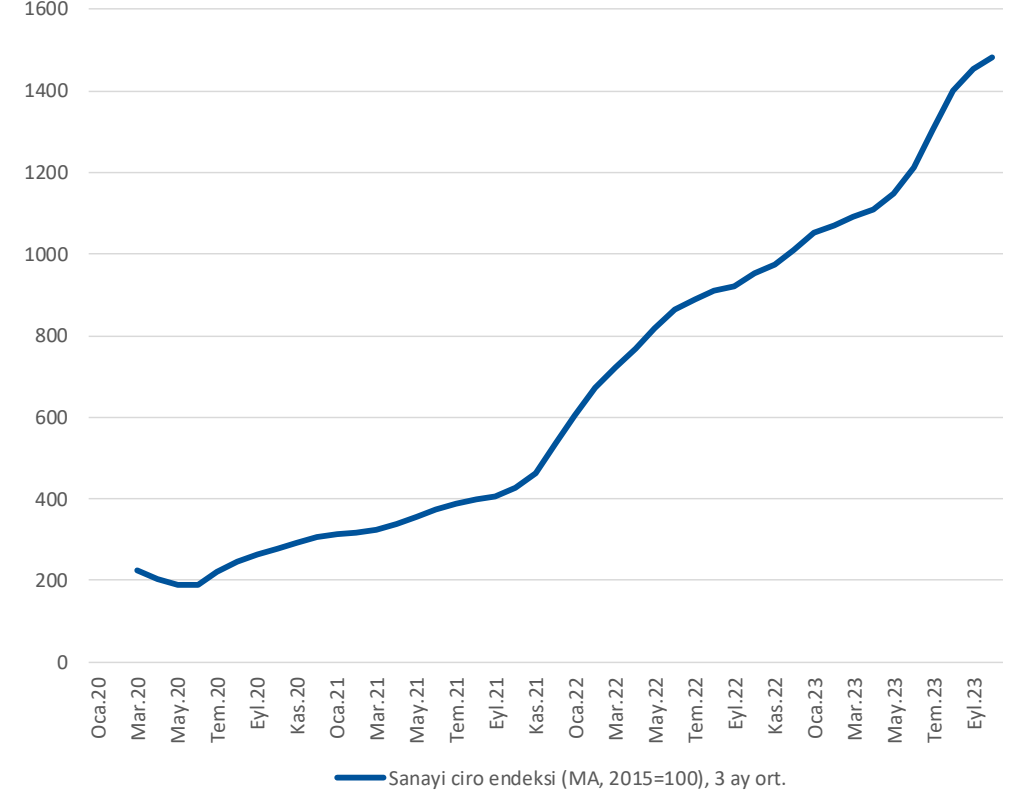
Yüksek çift haneli seviyelerdeki enflasyon, ciro tarafını desteklerken, üretimde son dönemde hız kesme söz konusu.

Sanayi üretim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesapları, TÜİK

Sanayi ciro endeksi

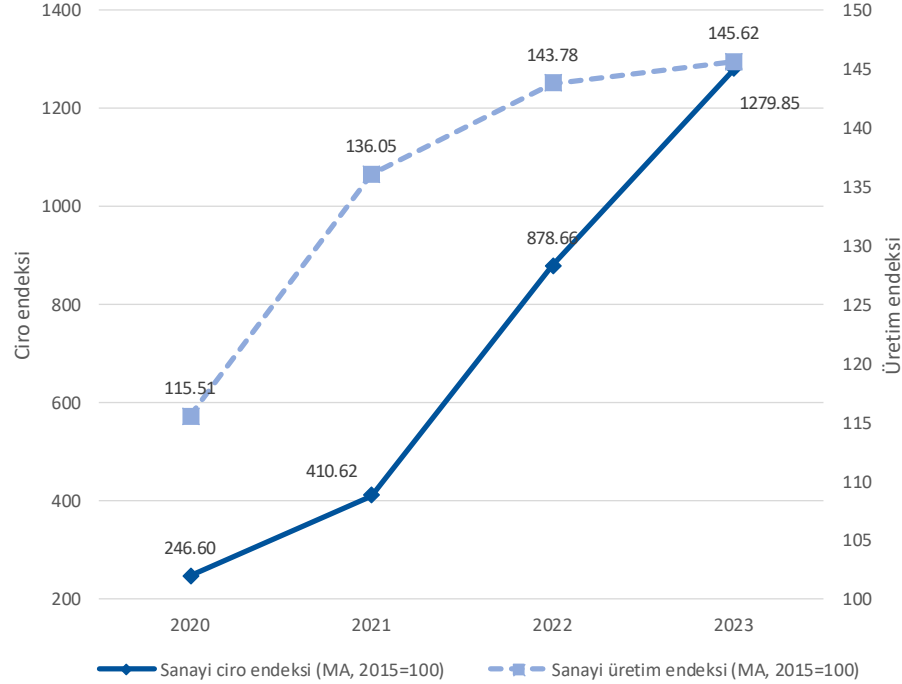


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

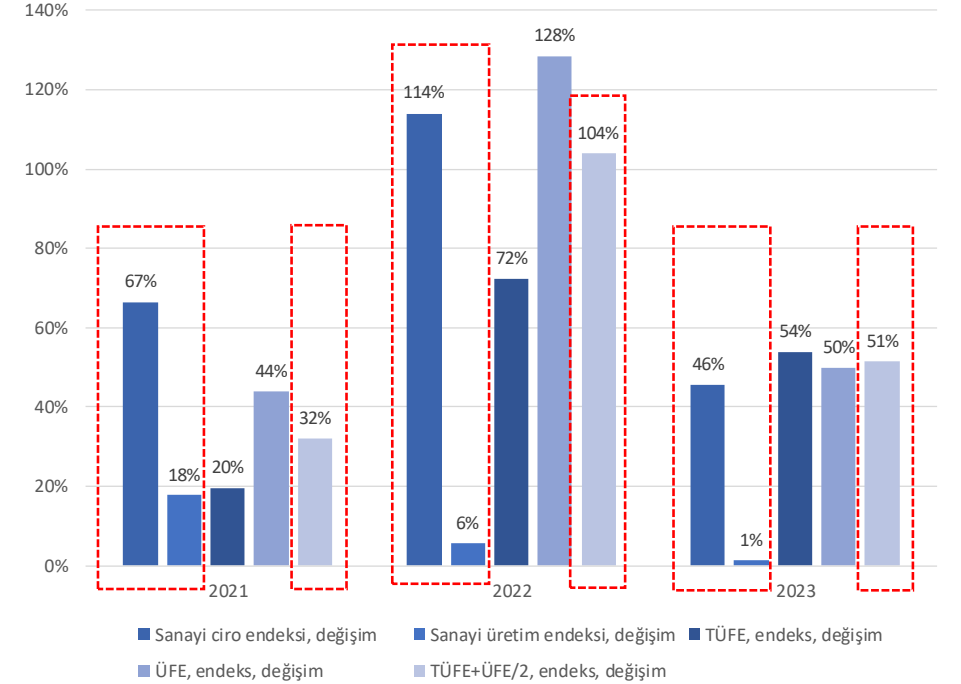
Hesaplamalarımız, ciro tarafında artışın (ortalama) genel olarak enflasyon ölçeğinde gerçekleştiğini gösterirken, üretim tarafı ise geride kalan 2-3 yıl ve özellikle seçim süreci politikalarından 2023'te baskı altında kaldı.

Sanayi ciro ve üretim endeksleri, yıl ortalamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Sanayi ciro, üretim, TÜFE, ÜFE endeksleri, yıl ortalamaları

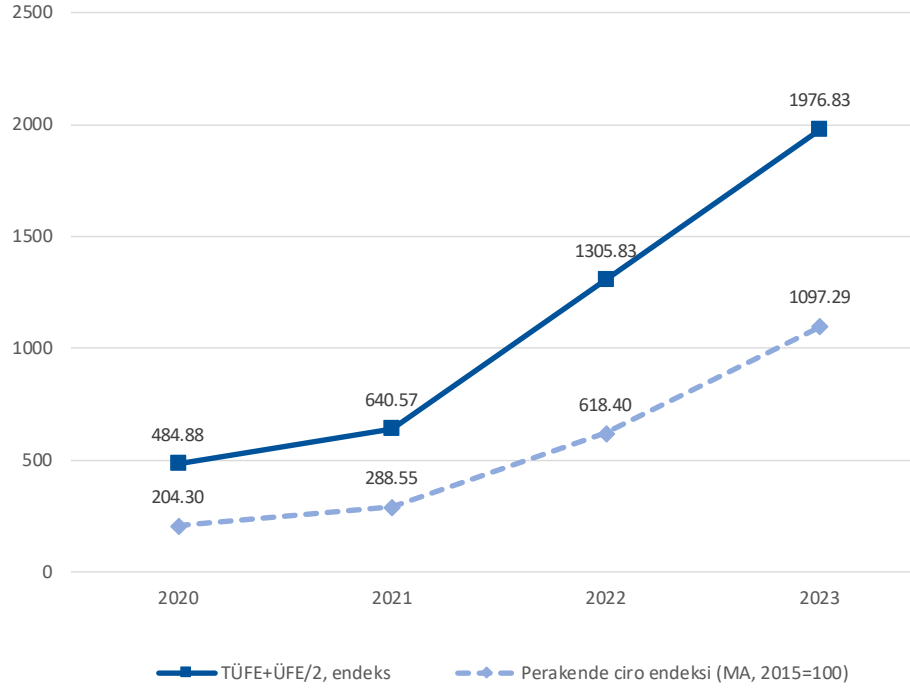


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

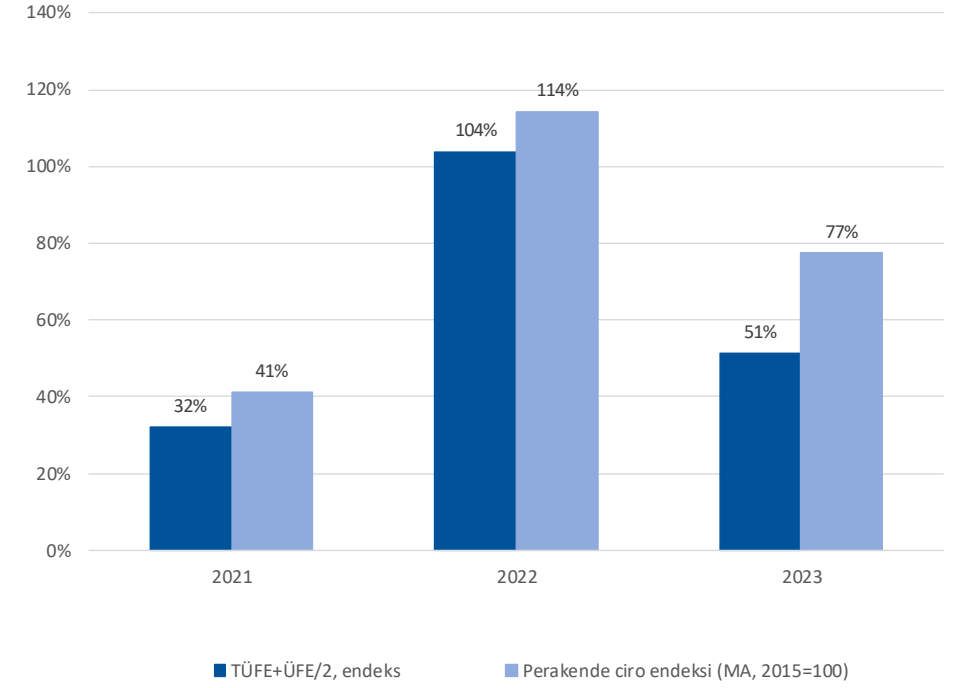
Perakende taraftaki ciro seyri ise (ortalama) enflasyon üzerinde gerçekleşiyor.

TÜFE & perakende ciro endeksleri, yıl ortalamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

TÜFE & perakende ciro endeksleri, yıl ortalamaları

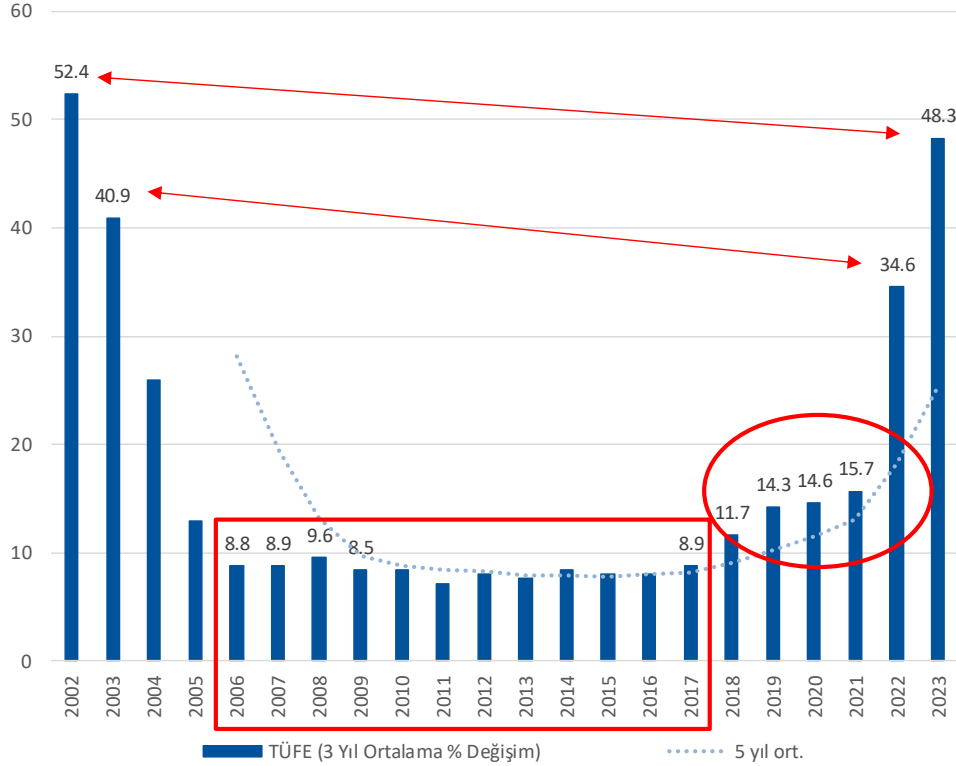


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

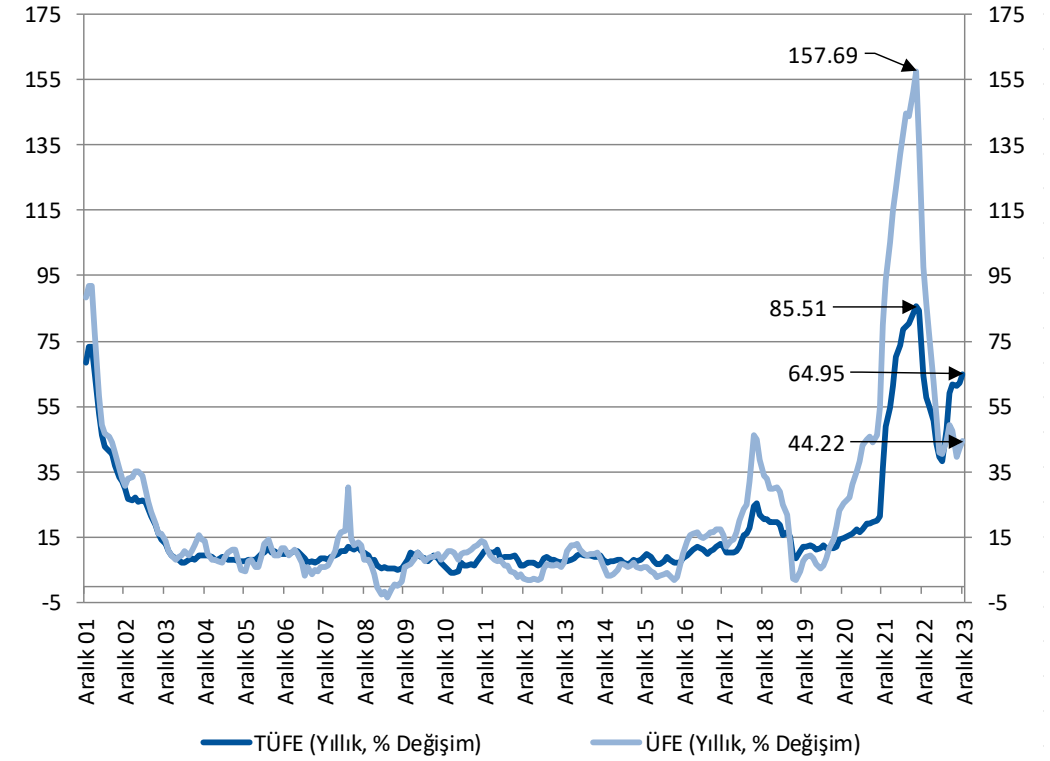
Türkiye ekonomisinde 7.yıl da çift hane enflasyon kapanışı ile gerçekleşti. TÜFE, 2023'te %64.95'te gerçekleşti ve 2022 kapanışına göre yatay kaldı. Son 3 yılın ortalama enflasyonu ise (TÜFE) %48.3'te oluştu. ÜFE-TÜFE makası 2022 sonunda 33.45 puanda yer alırken, yıl sonunda -20.73 puana geriledi. Ancak, enflasyonda yapısal değişim olmadı. Böylece talep enflasyonunun gücü yakından hissedildi.

Türkiye, TÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

TÜFE & ÜFE

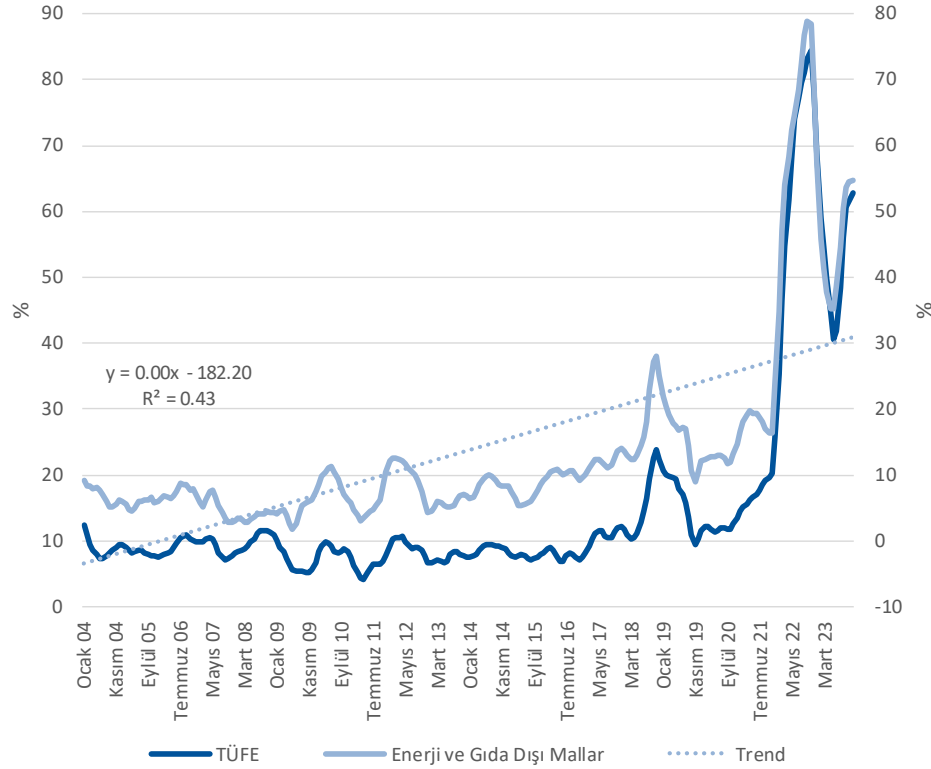


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Türkiye

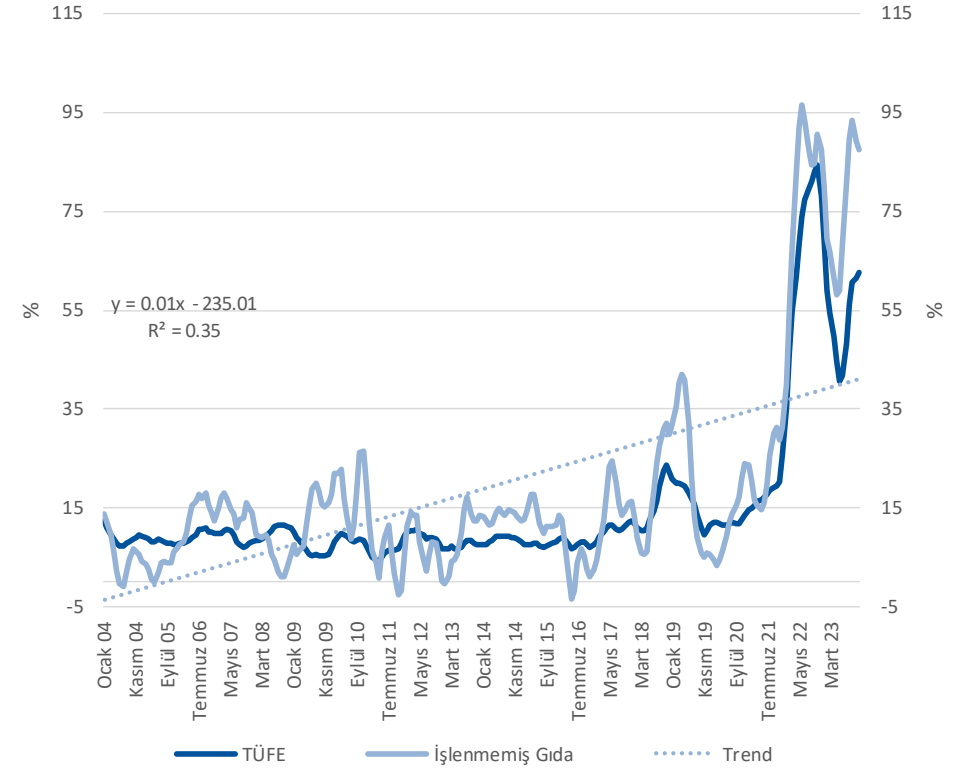
Çekirdek göstergeler yıl genelinde güçlü kalırken, gıda etkisi devam etti.

TÜFE & enerji ve gıda dışı mallar, 3 ay hareketli ortalama, yıllık değişim



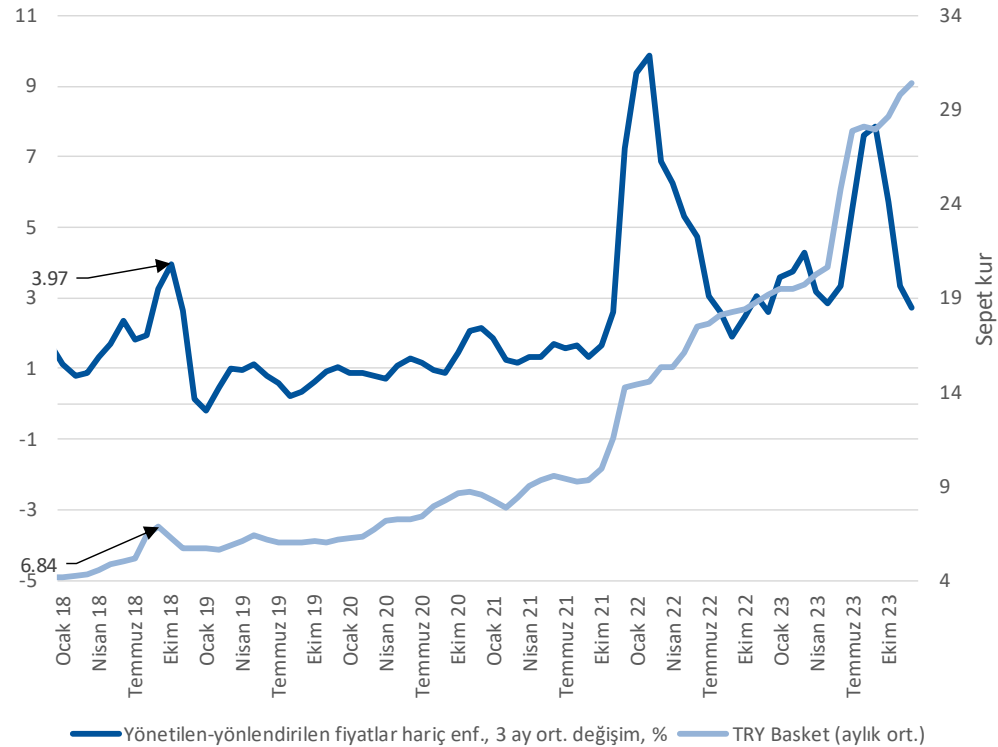
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

TÜFE & işlenmemiş gıda, 3 ay hareketli ortalama, yıllık değişim



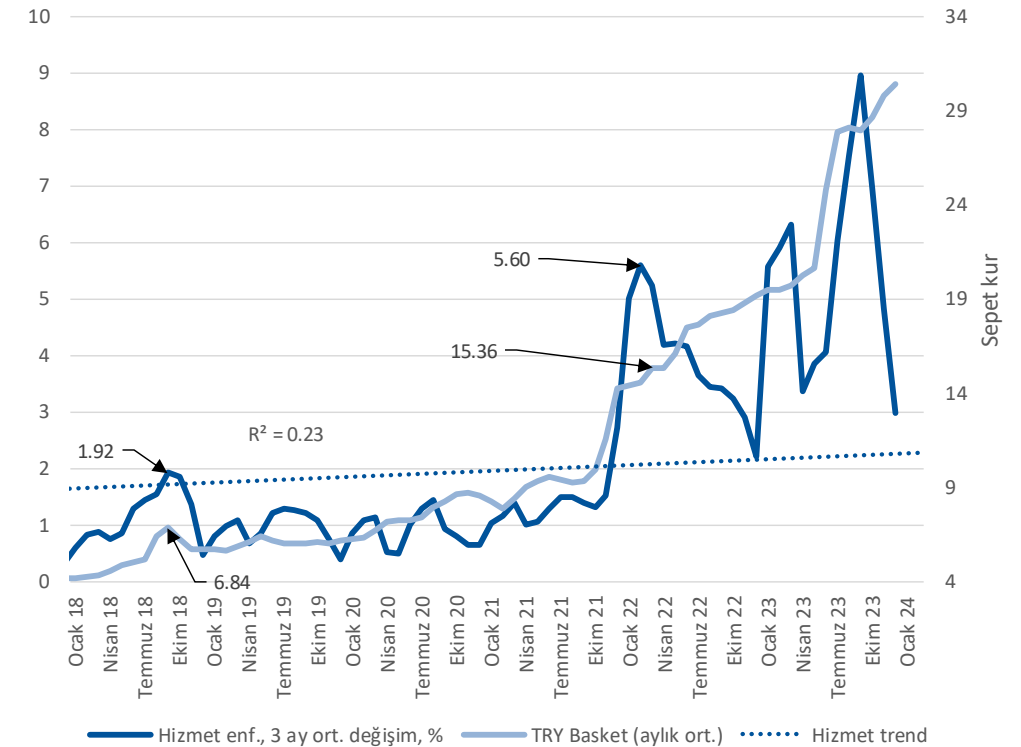
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TÜİK

2023 sonunda hizmet enflasyonu yıllık bazda %91 artış gösterdi. Yıl içerisindeki aylık değişim ortalaması ise %5.57 oldu. Uzun yıllar sonra, diğer enflasyon kalemlerine kıyasla daha yavaş ve geriden hareket eden hizmet enflasyonu konuşur durumdayız. Enflasyon beklentilerinin seçim öncesi dönemde kontrolden çıkmasının da payı yüksek. Devreye alınan politika seti ilk etapta yukarı yönlü erozyonu durdu.

Yönetilen-yönlendirilen fiyatlar hariç enf. & sepet kur

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Hizmet enflasyonu & sepet kur

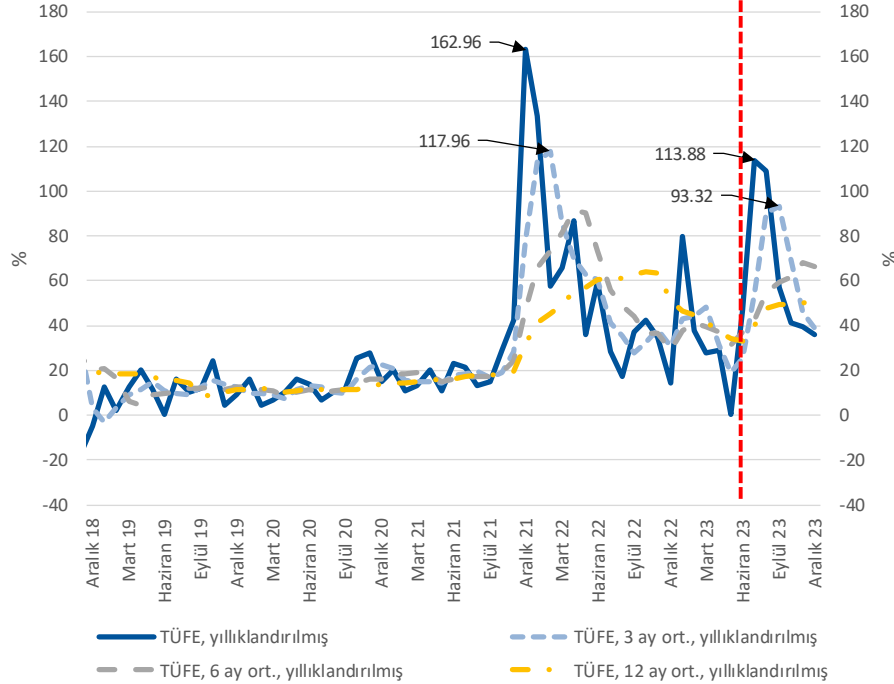


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

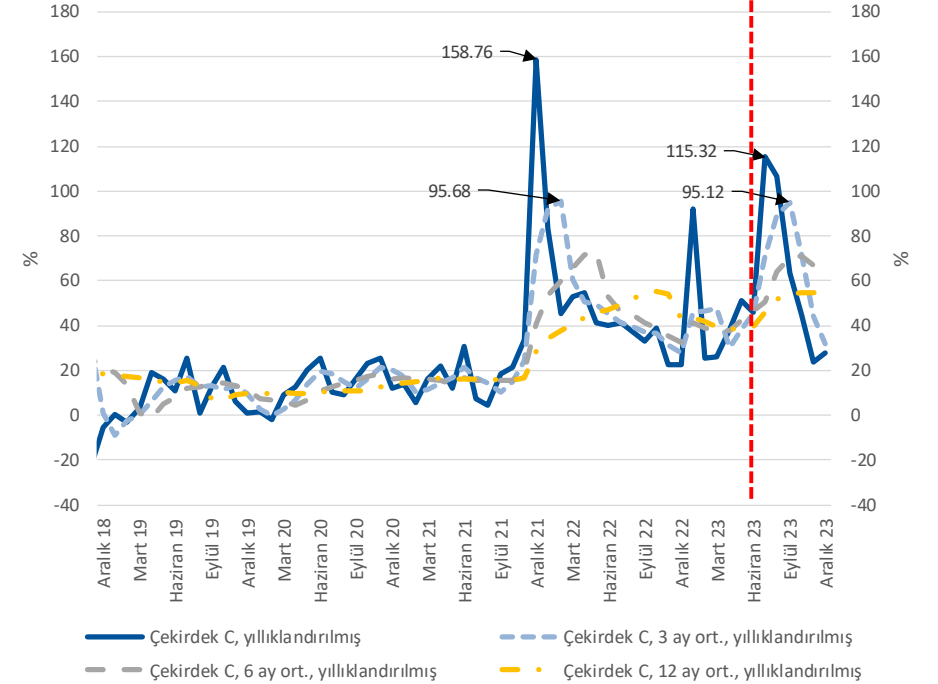
Yeni ekonomi yönetiminin enflasyon, beklentileri ve politika seti üçgeninde devreye aldığı uygulamalar ve değişen söylem yakın dönem enflasyon trendinde kısmen düzelme sağladı. Ancak, yeni yıl ile birlikte devreye giren zamlar kısa vadede yukarı yönlü baskıya neden olacak. Çekirdek C endeksinde trend (3 ay ort.-yıllıklandırılmış) %30'lara gerilerken, uzun vade (12 ay) TÜFE civarında.

Farklı hesaplamalar ile yıllıklandırılmış TÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Farklı hesaplamalar ile yıllıklandırılmış çekirdek C endeksi

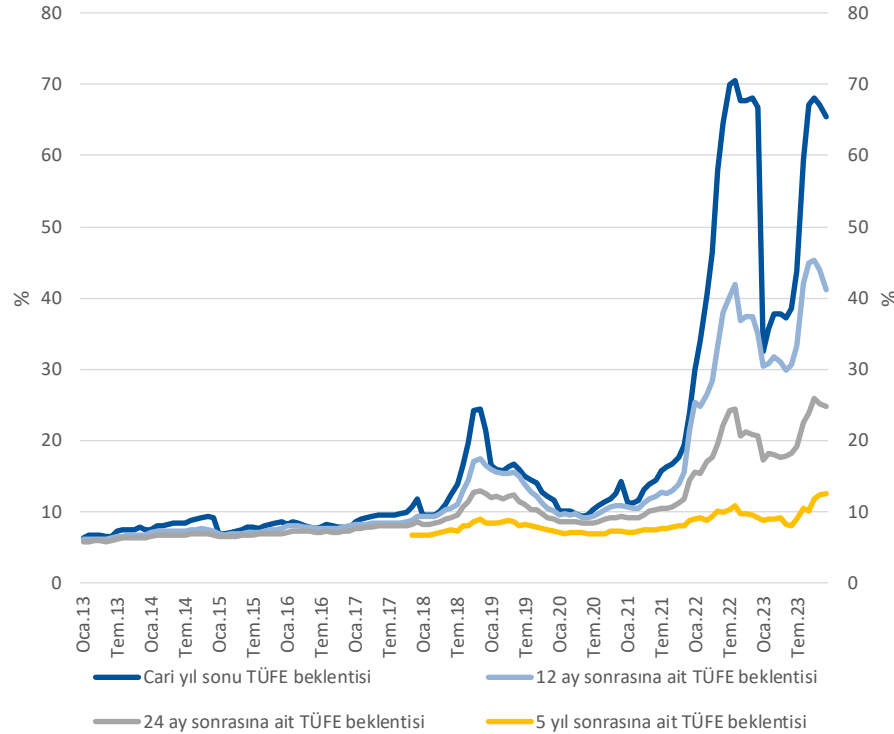


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Türkiye

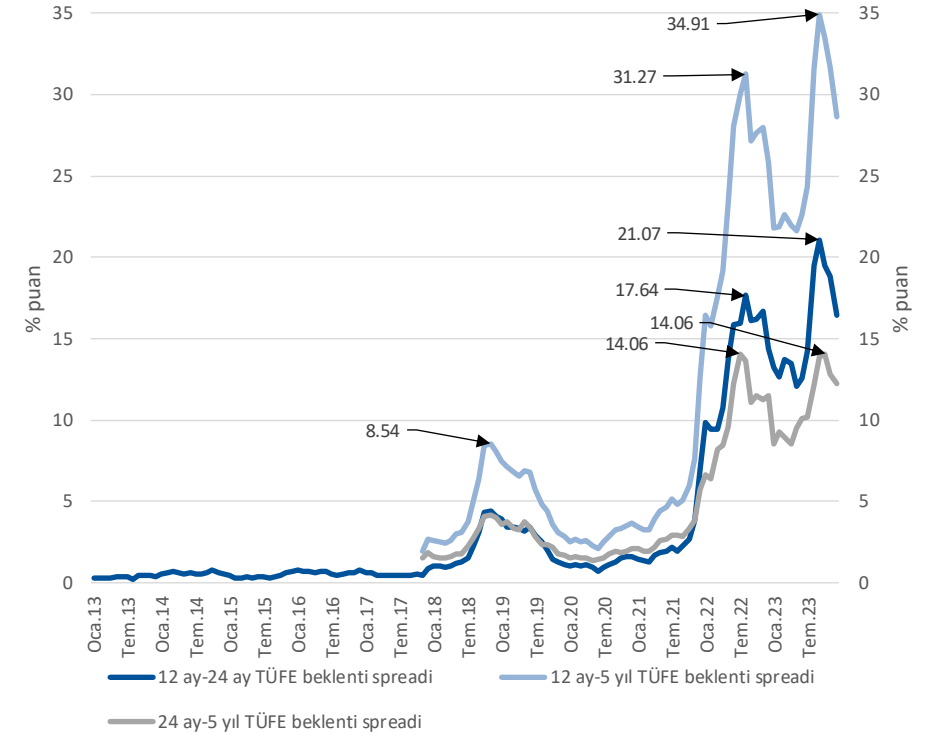
Enflasyon beklentileri zirve noktalarından geri dönüş yapar durumda. 2024'ün ilk yarısında beklenen enflasyonist baskı ve yılın ikinci yarısındaki olası sınırlı-faiz indirimi senaryosuna karşı paydaşlar ile kurulacak iletişim kritik rolde olacak. İç talebin sert daraldığı senaryo da yine beklentilerin toparlanmasına katkı sunacak bir diğer gelişme olacaktır.

Enflasyon beklentileri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Enflasyon beklentileri

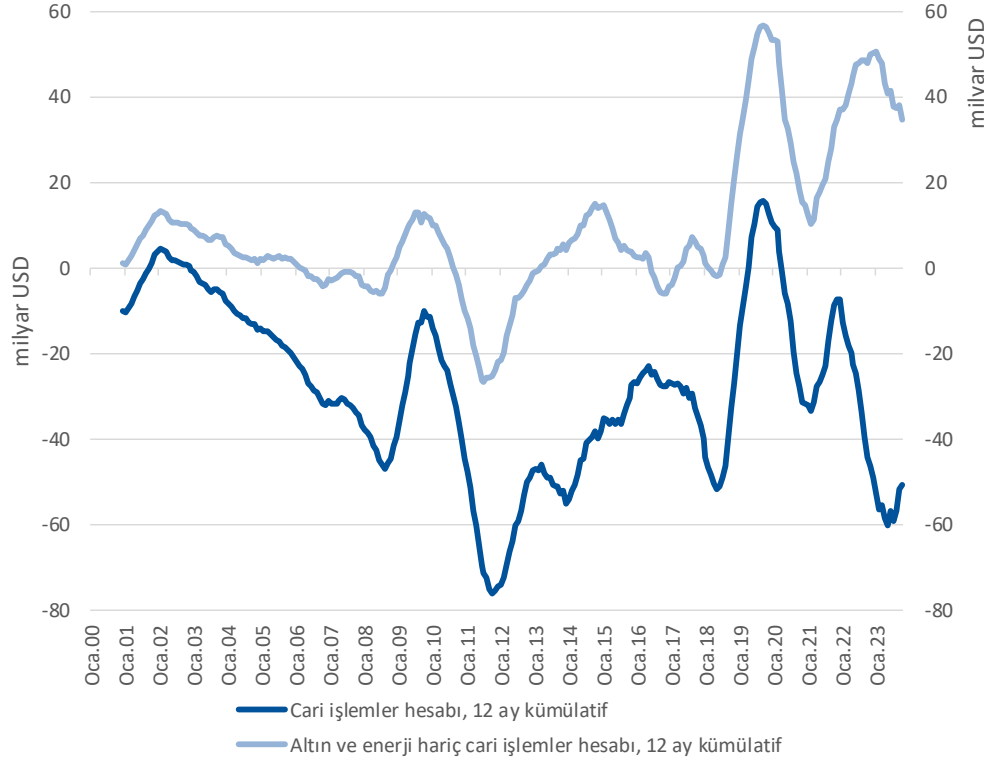


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

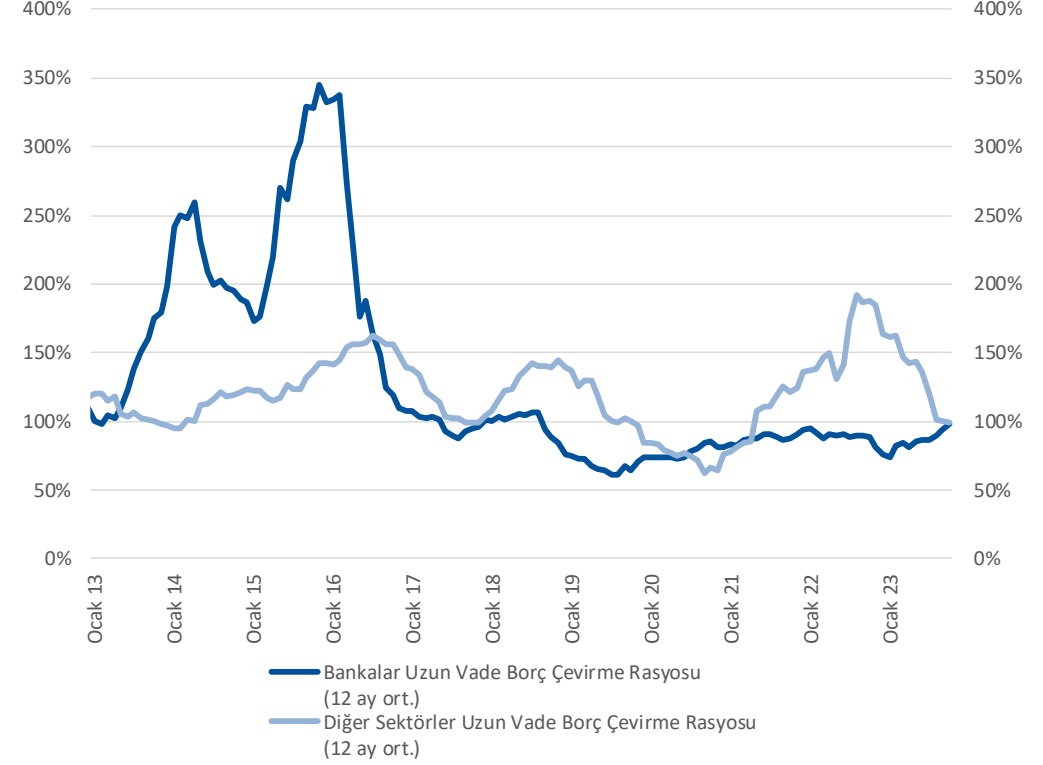
Yıl genelinde cari dengenin finansmanı sıklıkla tartışma konusu oldu. Ancak, yılın ikinci yarısında ekonomi yönetimindeki değişimin getirdiği ülke risk primi azalışı dış finansmana erişime dair soru işaretlerini ortadan kaldırdı. 2024'te özel sektörün yurt dışı piyasalardaki borçlanmalarında artış olmasını bekliyoruz. CDS'teki seyrin yanında Fed ve ECB'nin para politikalarını gevşetme beklentileri de etkili olacak.

Cari işlemler & çekirdek cari işlemler hesapları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Bankalar ve diğer sektörler borç çevirme rasyoları, 12 ay ortalama

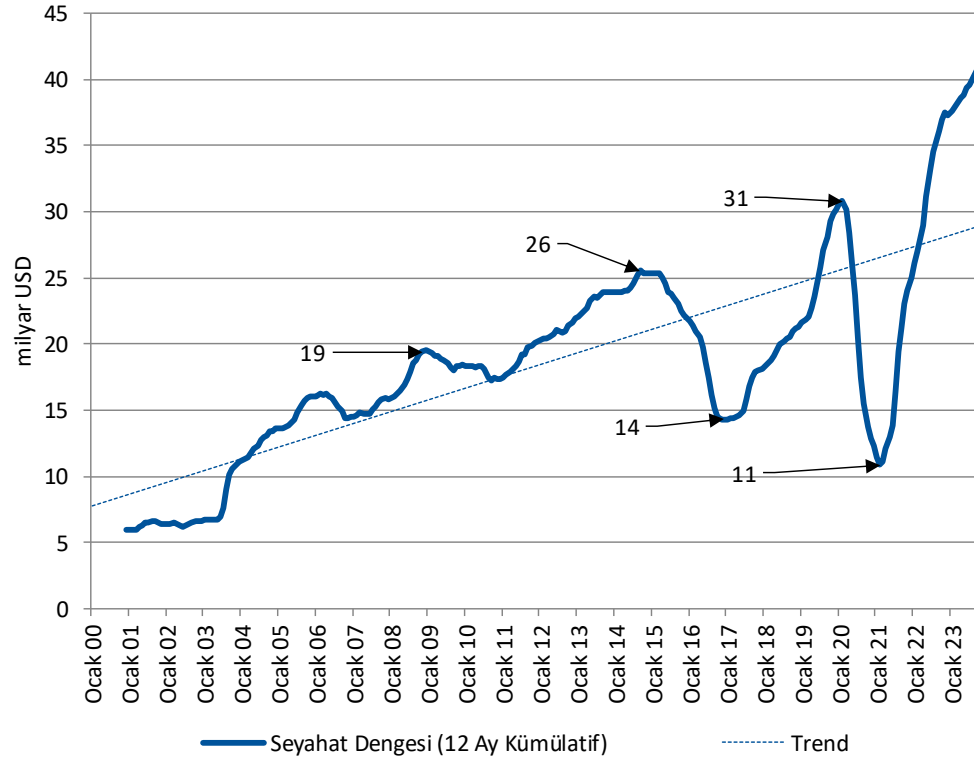


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

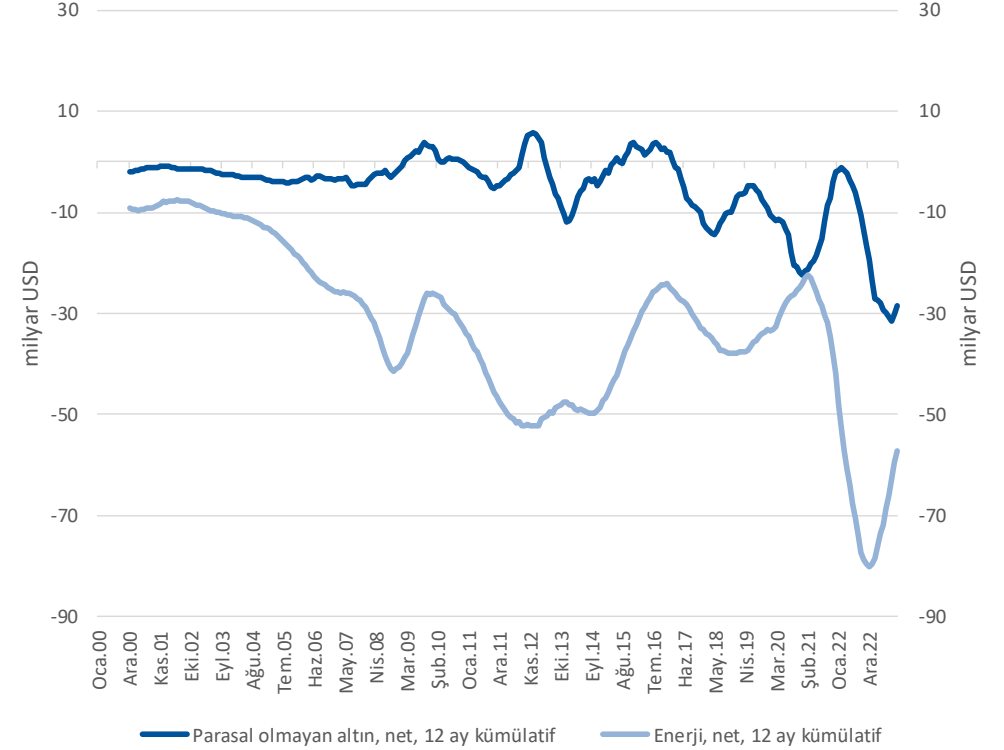
Geride kalan yılda seyahat dengesi (turizm kanalı) bir kez daha ödemeler dengesinin en kuvvetli destekçisi olurken, 2022'deki açık baskısının en önemli girdilerinden birisi olan enerji tarafı ise nispeten hafif seyretti. Uluslararası piyasalardaki aşağı yönlü baskı, bilhassa petrol fiyatları kaynaklı, en önemli gerekçe. Parasal olmayan altın kalemindeki açık ise alınan önlemlere rağmen devam ediyor.

Seyahat dengesi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Parasal olmayan altın net kalem & enerji ithalatı net kalem

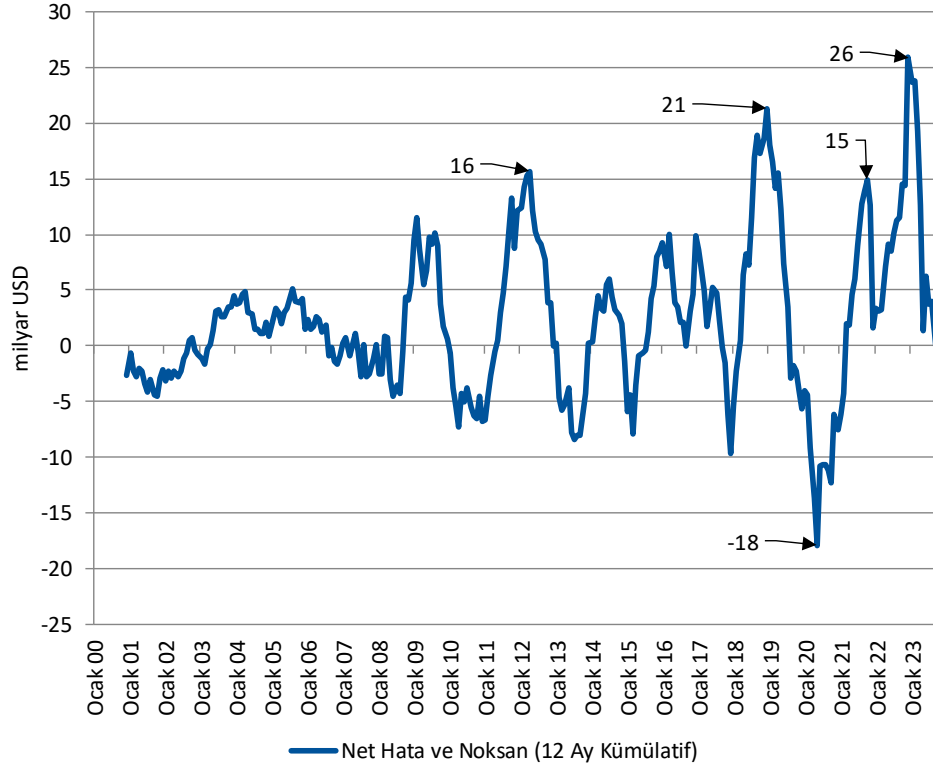


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

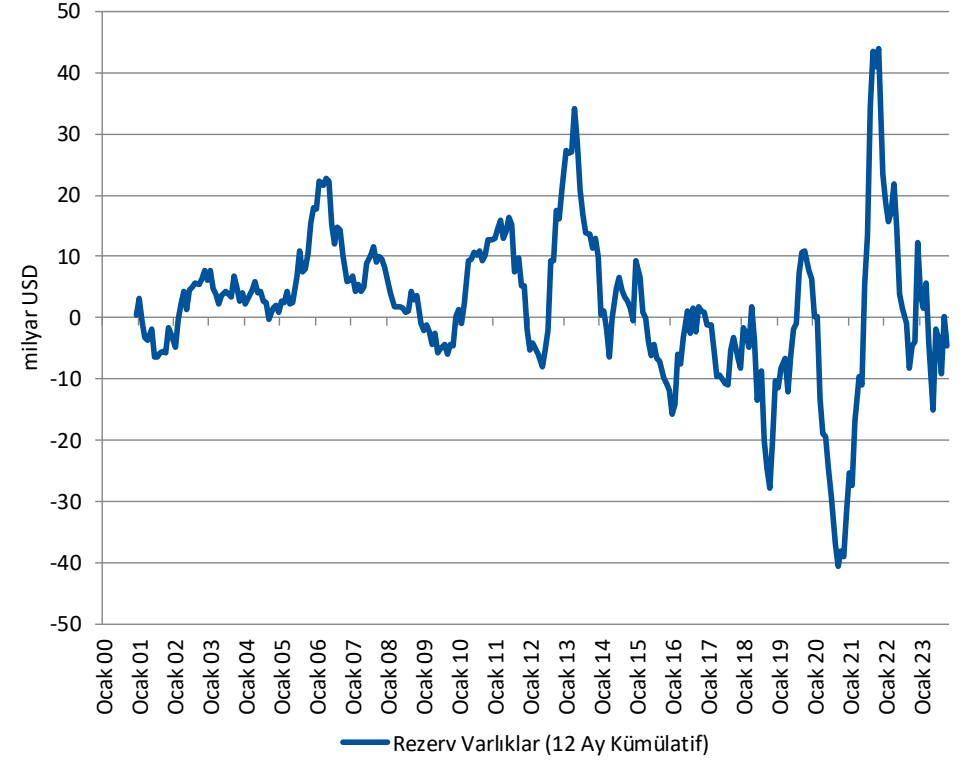
Yılın en ilginç makro gelişmelerinden birisi, ödemeler dengesi altındaki net hata ve noksan kaleminde, seçim sürecinde gerçekleşti. Mart-Mayıs döneminde -\$5.7 milyar çıkış olurken, Haziran-Ekim verilerinde ise +\$6.6 milyarlık eğilim gözlemlendi. Artan güven ve azalan risk algısının etkili olduğu kanaatindeyiz. Benzer durum rezervlerdeki toparlanma için de geçerli.

Net hata ve noksan hesabı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Rezerv varlıklar

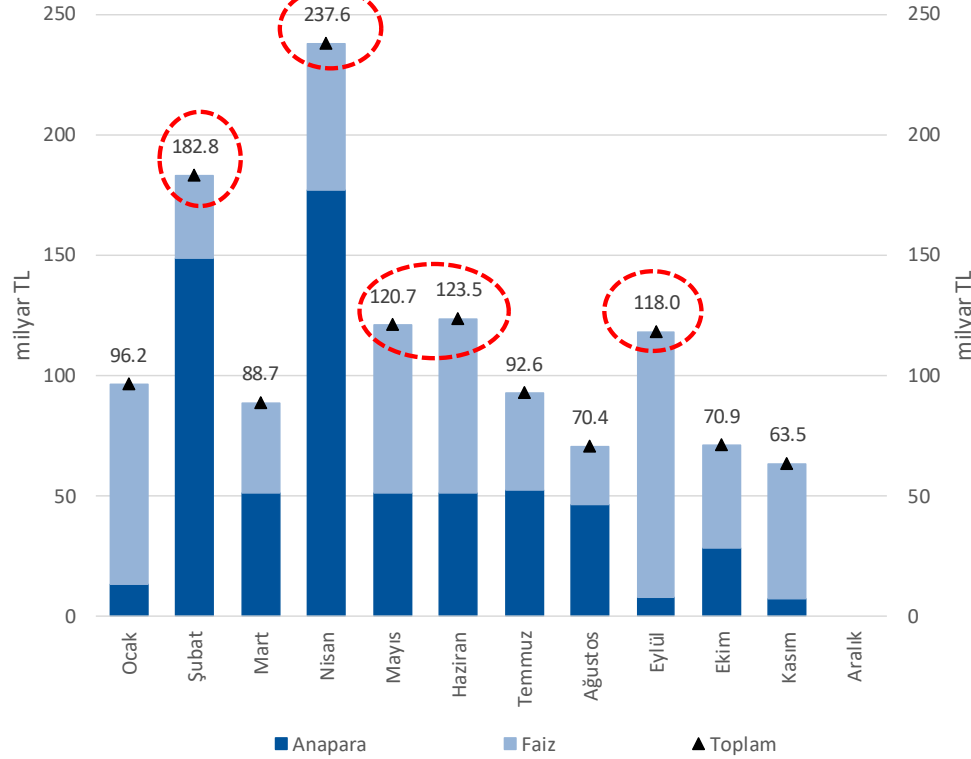


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye

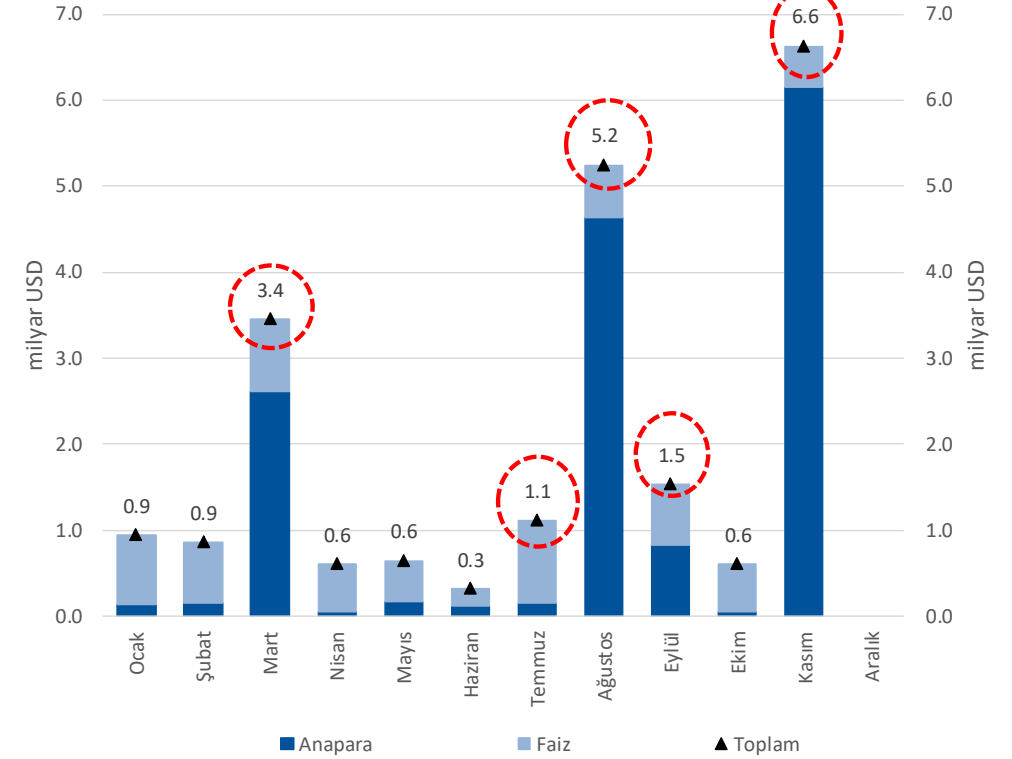
2024'te borç ödeme projeksiyonları iç ve dış piyasalar nezdinde yoğun olacak. Şubat ayındaki üzücü depremin finansmanı için iç borç ödeme rakamlarındaki artış yılın ilk yarısında kendisini gösterirken, dış tarafta ise Mart, Temmuz, Ağustos, Eylül ve Kasım ayları dikkat çekiyor. Özellikle yılın ikinci yarısı bu anlamda oldukça yoğun seyredecek.

Merkezi yönetim iç borç ödeme projeksiyonları, 2024



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları, 2024

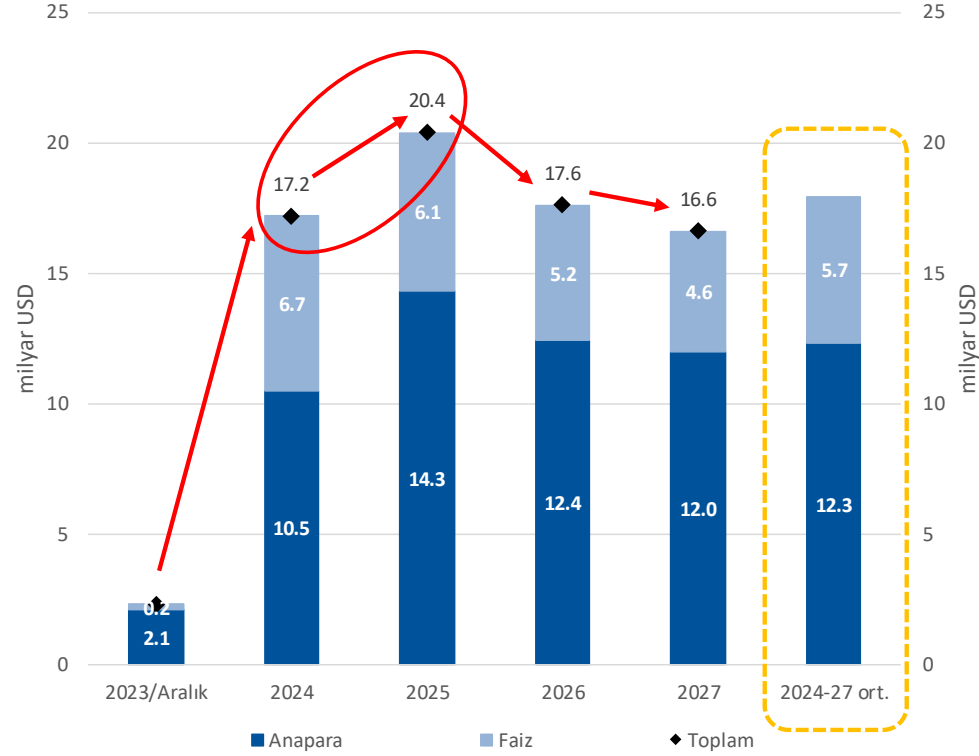


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye

Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden yaptığımız hesaplamalara göre, 2024-27 arası dönemdeki ortalama dış borç ödeme projeksiyonu \$12.3 milyar anapara ve \$5.7 milyar faiz şeklinde oluşuyor. En yoğun ödeme ise \$20.4 milyar ile 2025'te gerçekleşecek.

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları

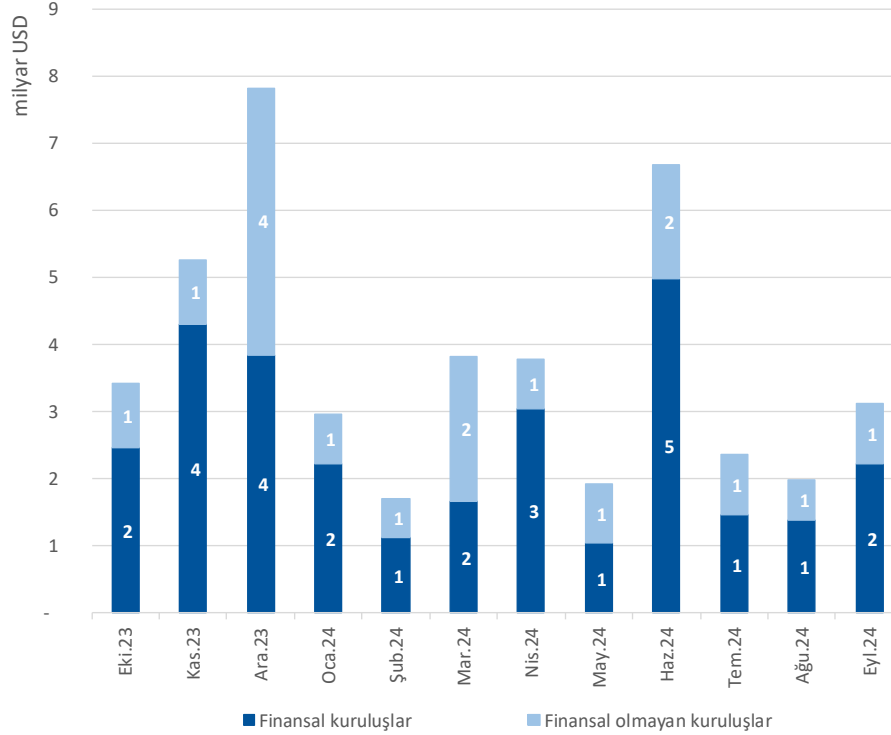


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Türkiye

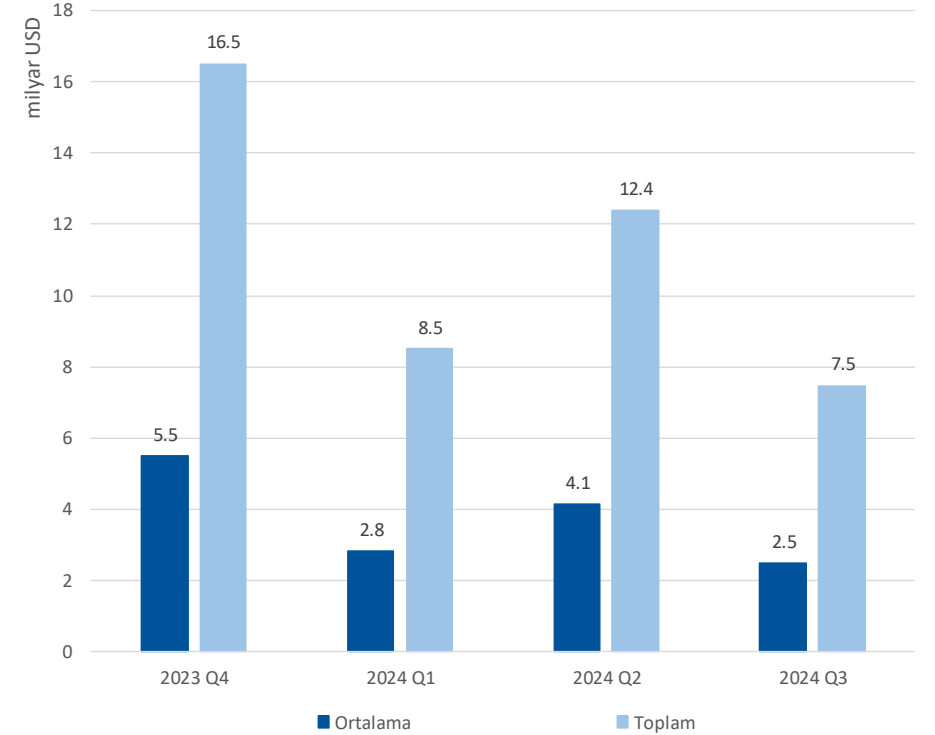
TCMB verilerinden, Ekim 23-Eylül 24 döneminde özel sektörün toplamda \$44.8 milyar kredi geri ödemesi gerçekleştireceğini görüyoruz. Finansal kuruluşlar açısından en yoğun dönem yılın ilk yarısı. Finansal olmayan kuruluşlarda ise \$12.4 milyar ile 2Ç karşımıza çıkıyor.

Özel sektör yurtdışı kredi ödeme dağılımı & takvim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Özel sektörün yurt dışından sağladığı kredi borcunun 1 yıla kadar olan vade dağılımı

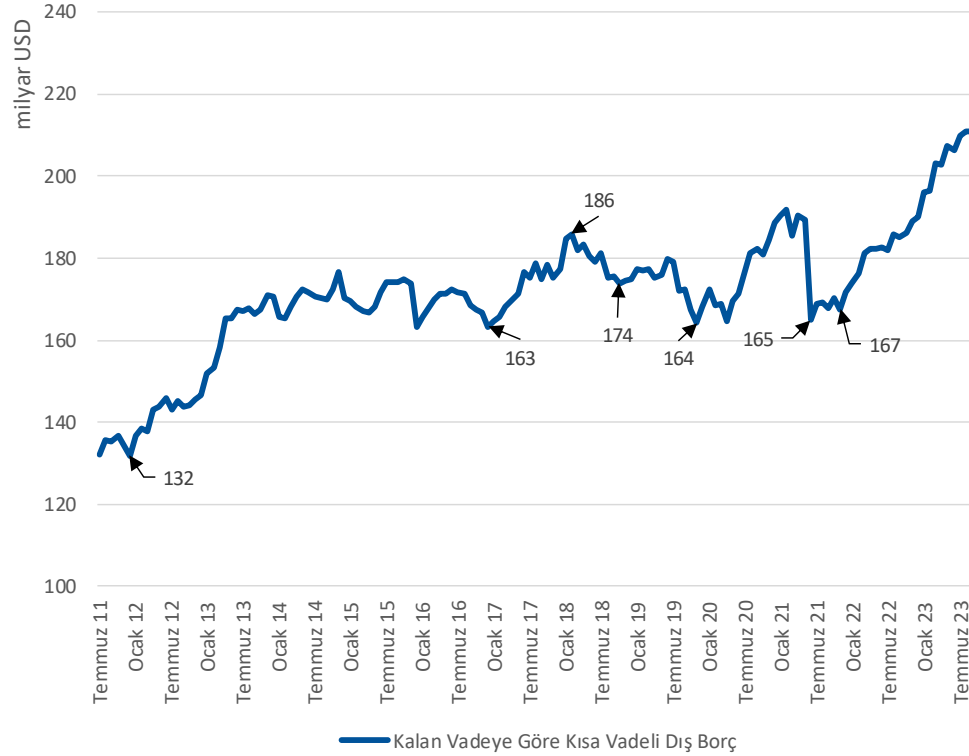


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Türkiye

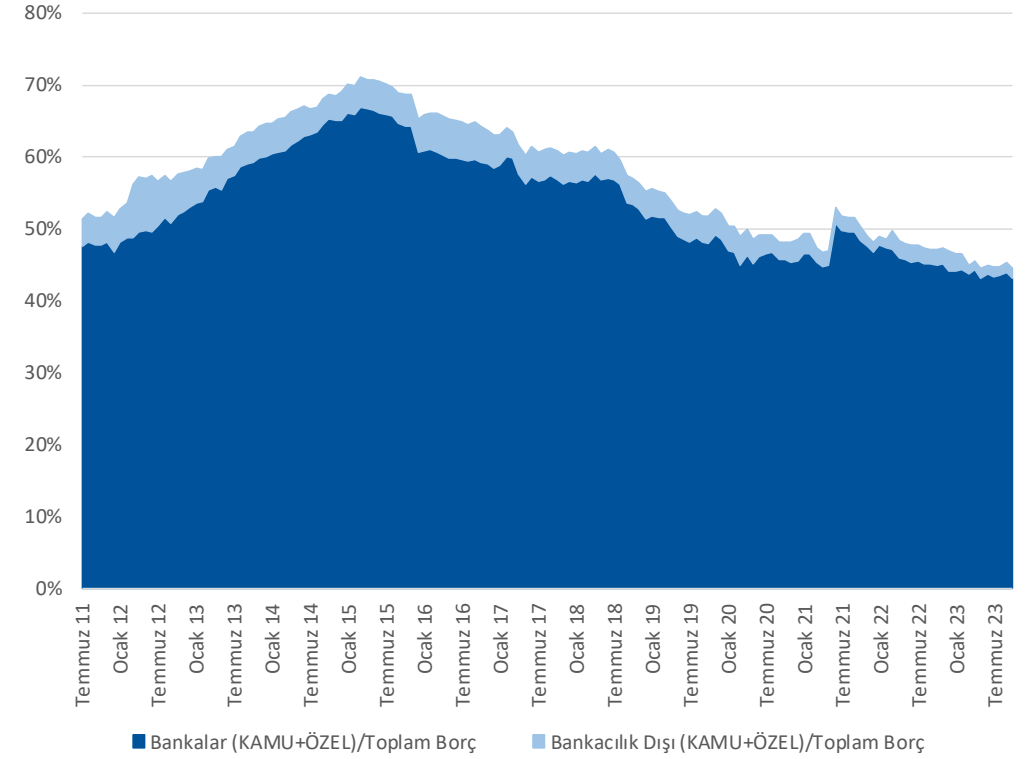
Ekim 2023 sonu itibarıyla, kalan vadesine göre toplam dış borç rakamı \$220 milyar. Bahse konu rakam, Eylül 2021’de \$168 milyar seviyesine dek gerilemişti. Dış finansman koşullarının düzelmesi, maliyetleri azalması ve ülke risk priminin geri çekilmesi borçlanmada dış piyasaların biraz daha yakından izlenmesine neden olabilir.

Kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Kalan vadeye göre kısa vadeli dış borç, bankalar & bankacılık dışı, pay



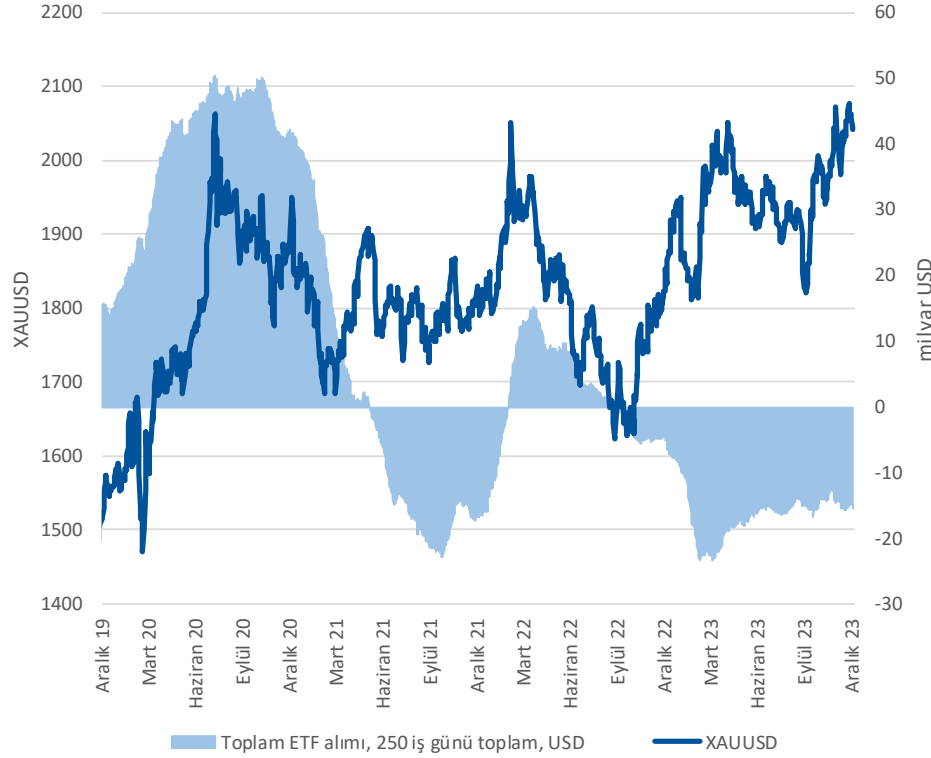
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ Fiyatlama performansları

Ons altın

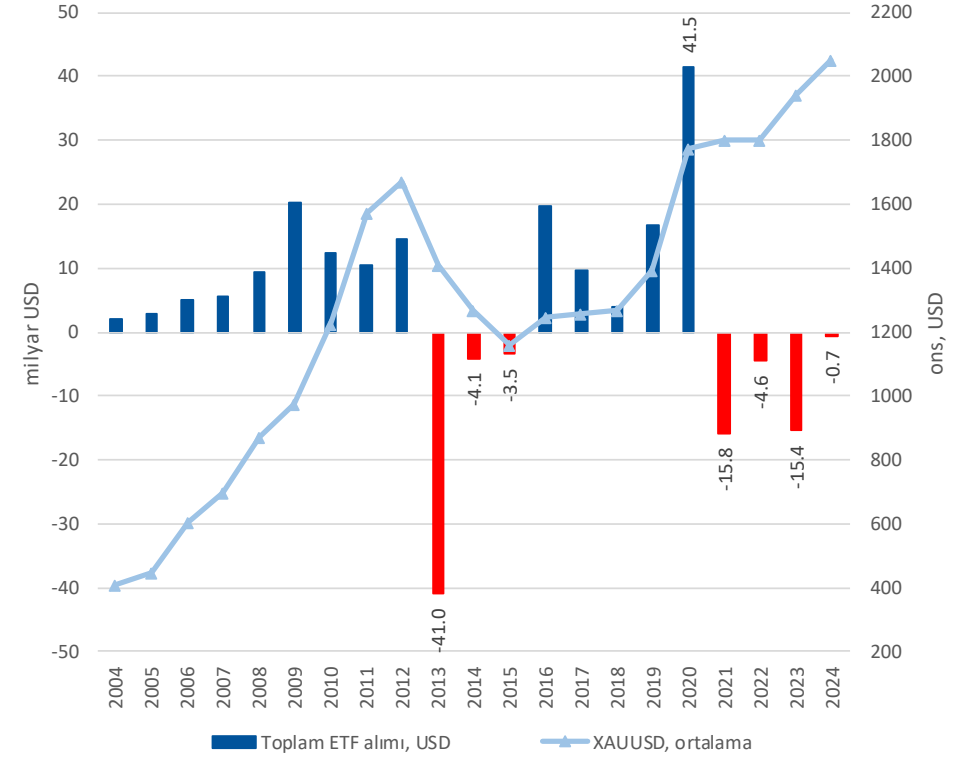
Değerli metaller denildiğinde ilk akla gelen üye olan XAUUSD 2023'ü reel faiz yükselişi ve Amerikan doları ile mücadelede geçirdi. Açıkçası, beklentilerimizden çok daha dirençli ve iyi performans da sergiledi. Ancak, yıl genelinde en ciddi darbe \$-15.4 milyar ile ETF cephesindeki çıkıştan geldi. 2024 ve sonrasında «uzun vadeli» yatırım fikrinin ons altın açısından en kritik destekleyici başlık olduğuna inanıyoruz.

Ons altın & toplam altın ETF, 250 gün değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Toplam ETF alımı & ons altın, ort.

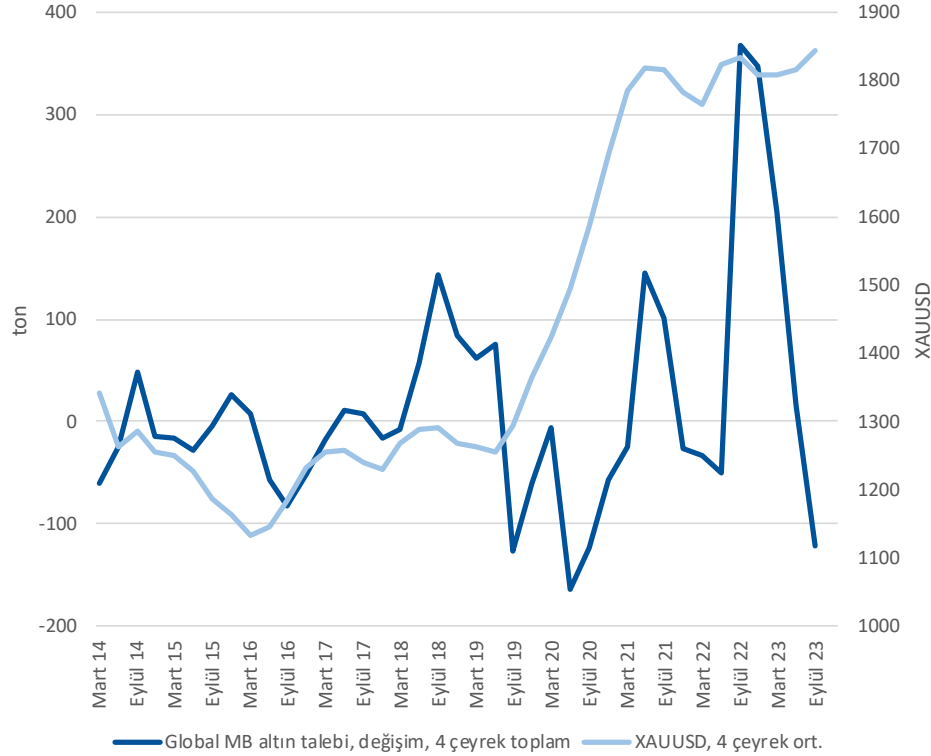


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Ons altın

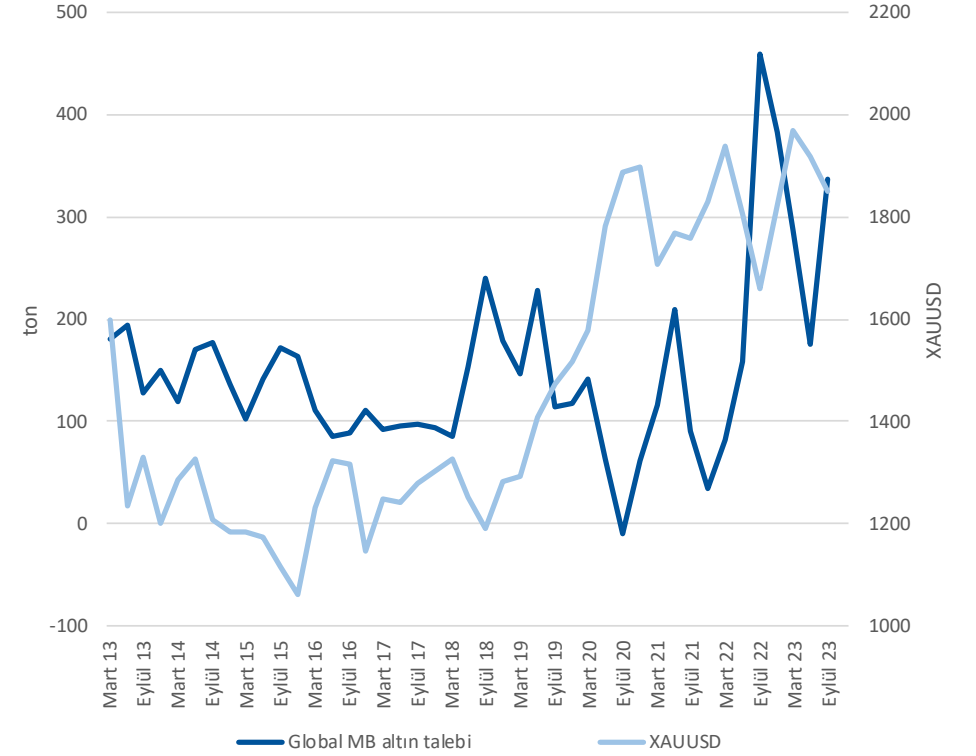
2022 2Ç'den bu yana merkez bankalarının talepleri ton bazında 3 haneli seviyelerde gerçekleşiyor. Hesaplamalarımız, 2023 3Ç'yı de kapsayan son 6 çeyrek dönem içerisinde merkez bankalarından gelen talebin 1799 ton seviyesinde oluştuğunu gösteriyor.

Çeyrek bazda global merkez bankalarının altın talepleri & XAUUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çeyrek bazda global merkez bankalarının altın talepleri & XAUUSD

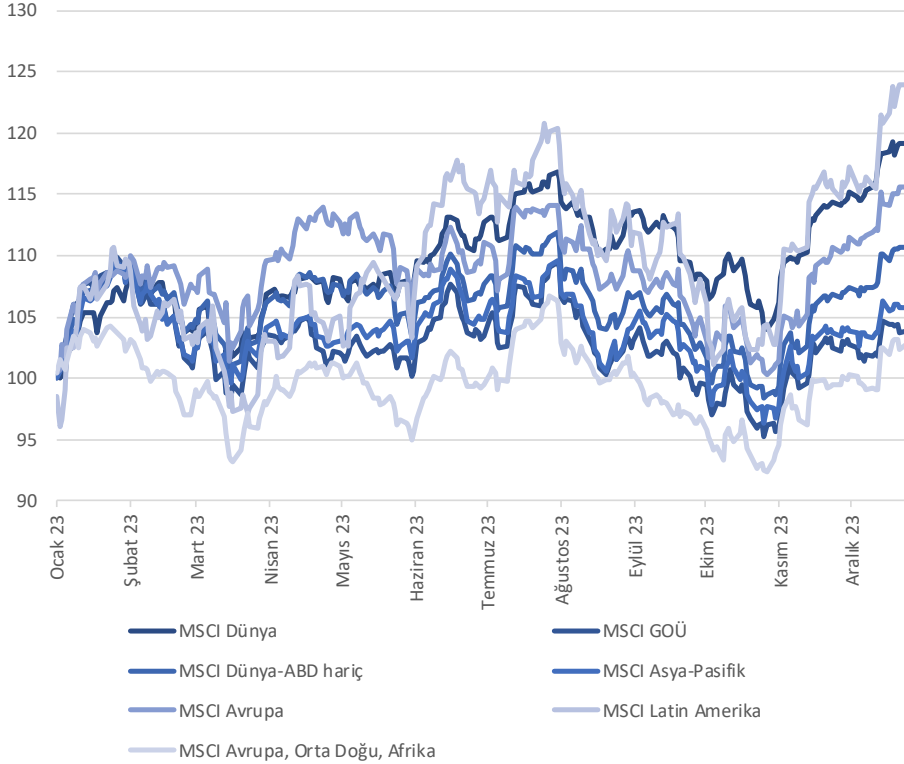


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri

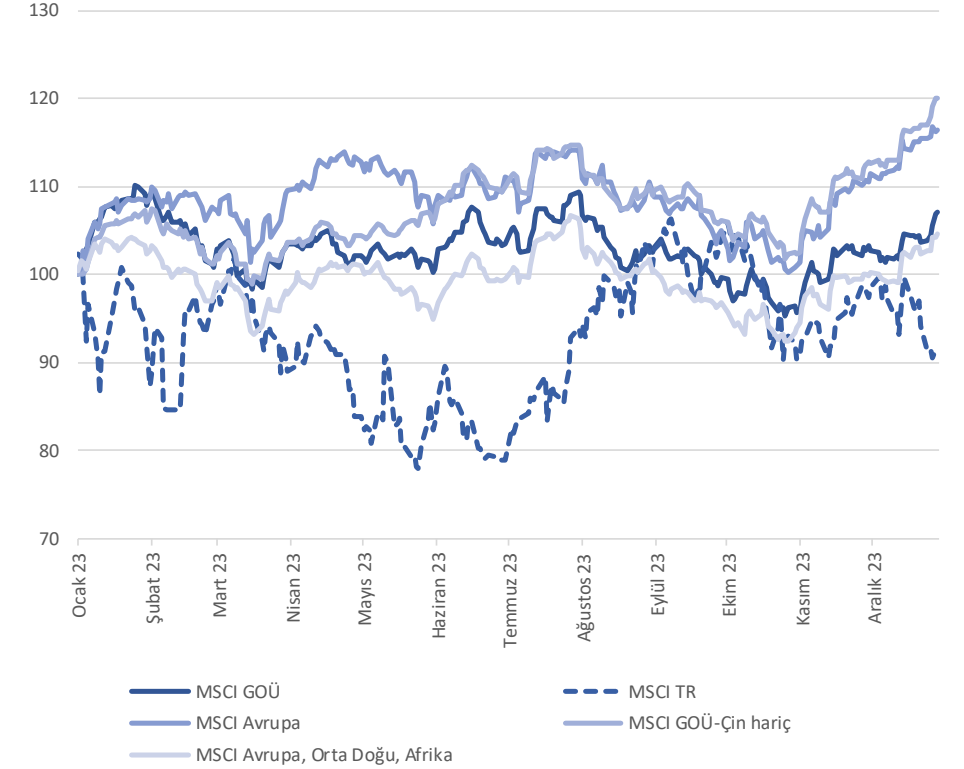
MSCI dünya endeksi 2023'te %20 yükselirken, ABD hariç sepet ise %13'te yılı tamamladı. Gelişmekte olan ülke varlıkları %7 ile sınırlı prim sergilerken, Çin hariç taraftaki %20'lik performans dikkat çekti.

Seçilmiş MSCI endeksleri, 2023 yılı performansları, USD, 30.12.2022=100



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş MSCI endeksleri, 2023 yılı performansları, USD, 30.12.2022=100

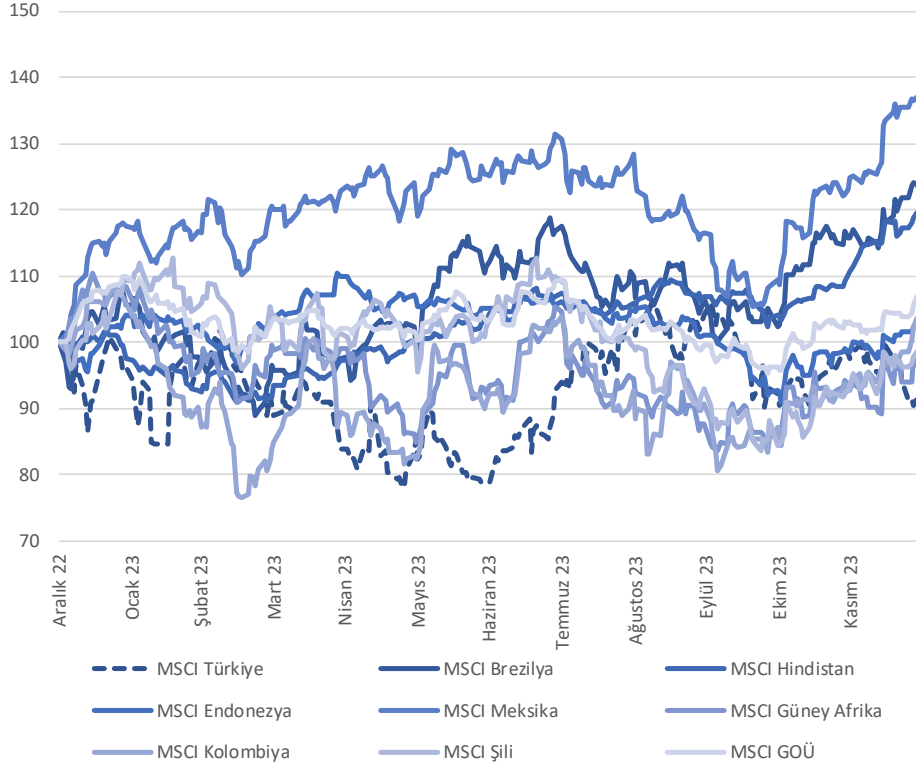


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-seçilmiş GOÜ

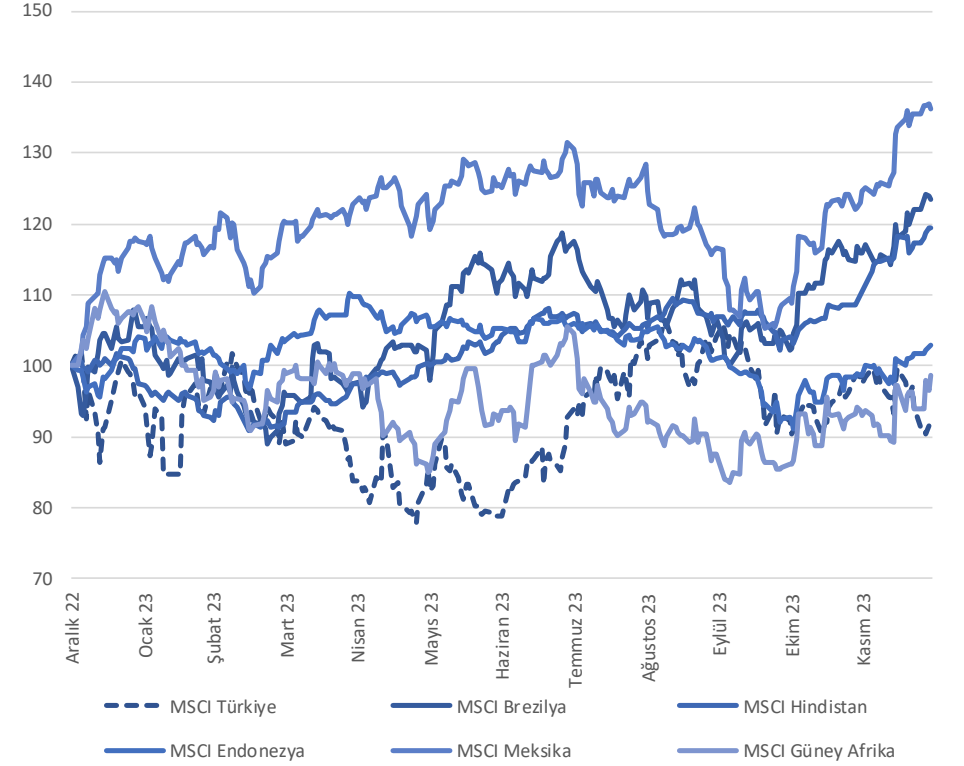
Gelişmekte olan ülke varlıkları arasında en ciddi hareketlilik Latin Amerika tarafında oldu. Meksika’da yıl kapanışı USD bazında %36’ya ulaşırken, Brezilya %23, Hindistan ise %19’da takip edildi. MSCI TR endeksi 2023’ta %9 değer kaybetti.

Seçilmiş MSCI endeksleri, 2023 yılı performansları, USD, 30.12.2022=100



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş MSCI endeksleri, 2023 yılı performansları, USD, 30.12.2022=100

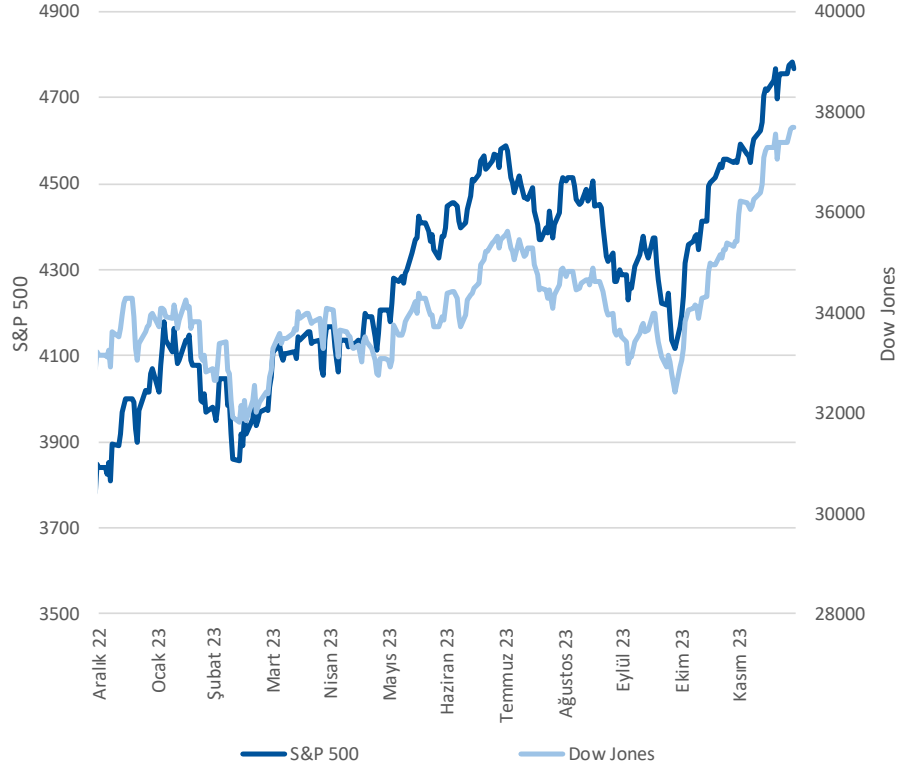


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-ABD

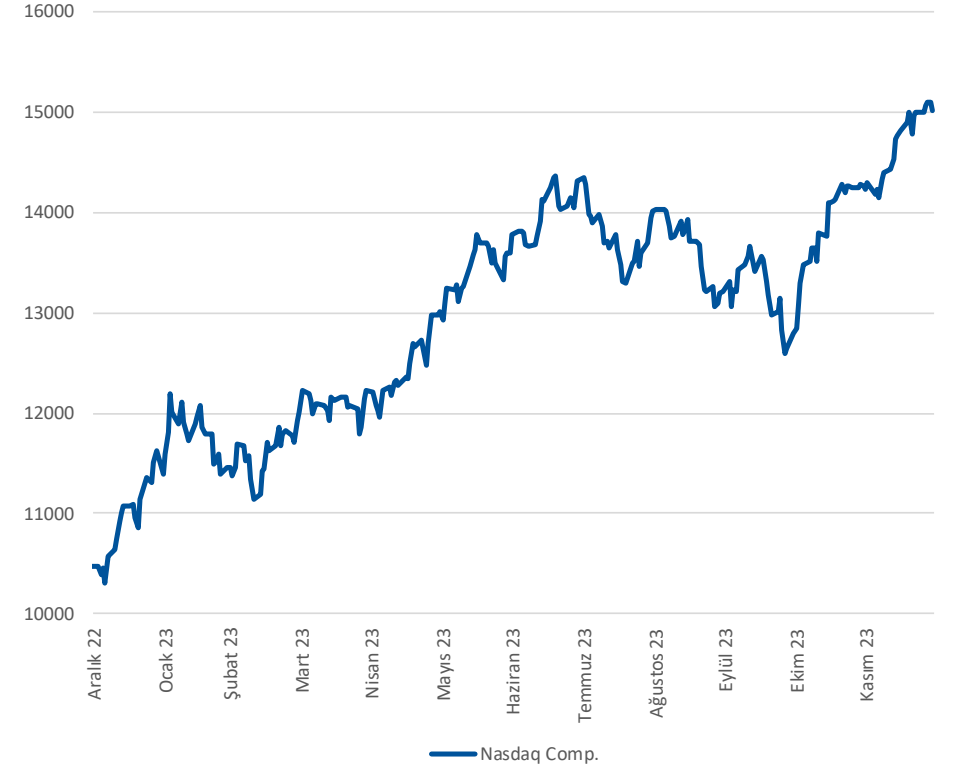
Fed'in tarihin en kuvvetli kümülatif parasal sıkılaştırmasına gittiği ve çıkış sinyallerini nihayet verdiği yılda Nasdaq bileşik endeksi %43 primle öne çıktı. Aynı dönemde S&P 500 endeksi %24, Dow Jones ise %14 yükseldi.

Seçilmiş ABD hisse senedi endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş ABD hisse senedi endeksleri

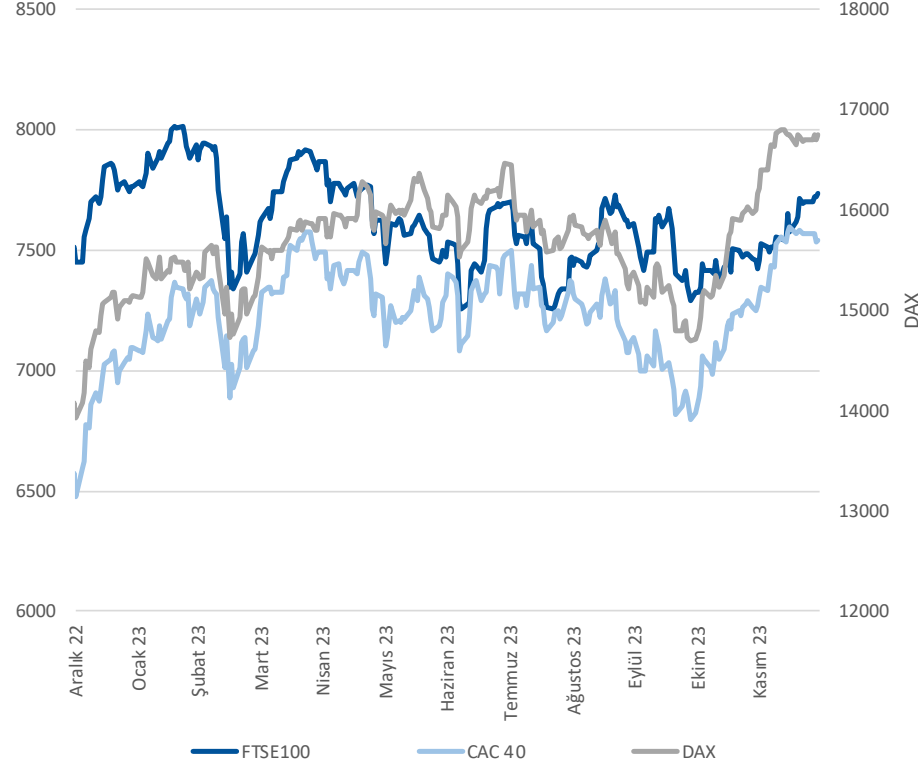


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-Avrupa & Asya

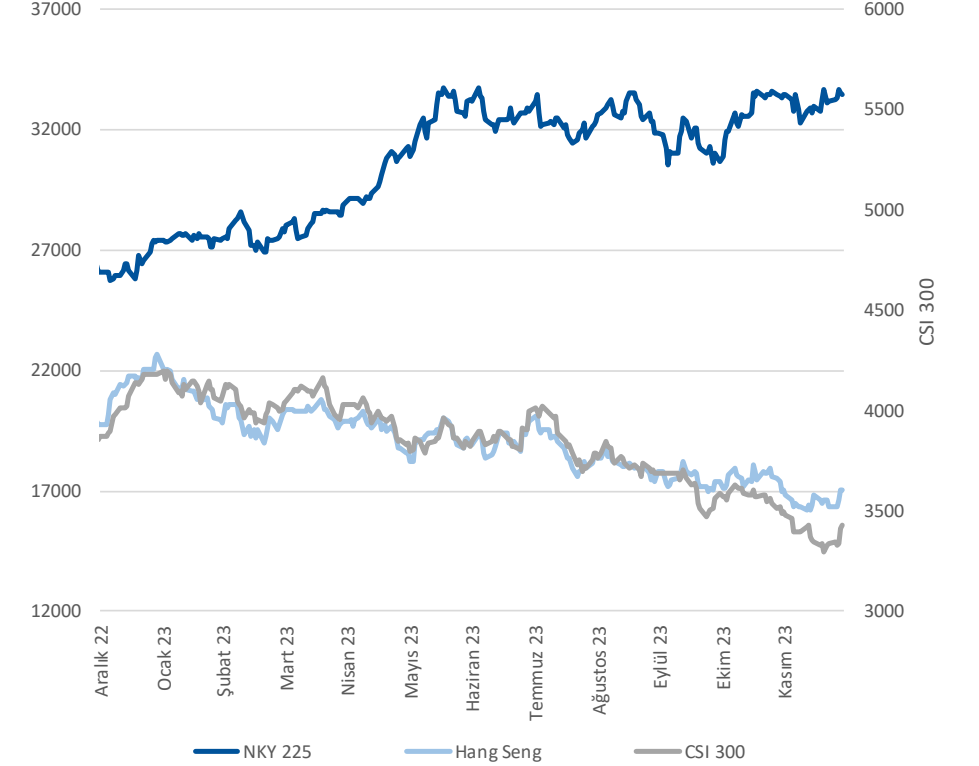
Avrupa tarafında Almanya ve Fransa, Asya'da ise tek başına Japonya hisse senetleri majör varlıklar arasında güçlü kalmayı başardılar. Almanya'da DAX endeksi %20, Fransa'da CAC40 ise %17 artı olurken, NKY 225 ise lokal bazda %28 yükseldi. Çin tarafı yılı eksi performanslarla kapattı.

Seçilmiş Avrupa hisse senedi endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş Asya hisse senedi endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş varlık sınıflarına ait performanslar

Çeyrek dönem ve yıl kapanışı nezdinde seçilmiş varlık sınıflarına ait performanslar

Varlık sınıfı	1Ç	2Ç	3Ç	4Ç	2023
MSCI Dünya	6.8%	5.6%	-3.8%	10.7%	20.1%
MSCI Dünya-ABD hariç	6.2%	1.4%	-4.4%	9.4%	12.6%
MSCI Avrupa	9.5%	1.4%	-5.5%	11.0%	16.4%
MSCI Asya Pasifik	4.1%	0.7%	-3.6%	7.7%	8.8%
MSCI Asya Pasifik-Japonya hariç	3.6%	-1.9%	-4.3%	7.5%	4.6%
MSCI GOÜ	3.5%	-0.1%	-3.7%	7.5%	7.0%
MSCI Türkiye	-11.1%	-11.3%	31.8%	-12.5%	-9.0%
DXY	-1.0%	0.4%	3.2%	-4.6%	-2.1%
EMFX	1.9%	-3.4%	-4.2%	2.4%	-3.5%
Bloomberg emtia endeksi	-6.5%	-3.8%	3.3%	-5.9%	-12.6%
Brent	-7.2%	-6.1%	27.3%	-19.2%	-10.3%
Ons altın	8.0%	-2.5%	-3.7%	11.6%	13.1%
US 2y (bp değişim)	 -40	 87	 15	 -80	 -18
US 5y	 -43	 58	 45	 -76	 -16
US 10y	 -41	 37	 73	 -69	 1
US 30y	 -31	 21	 84	 -67	 7

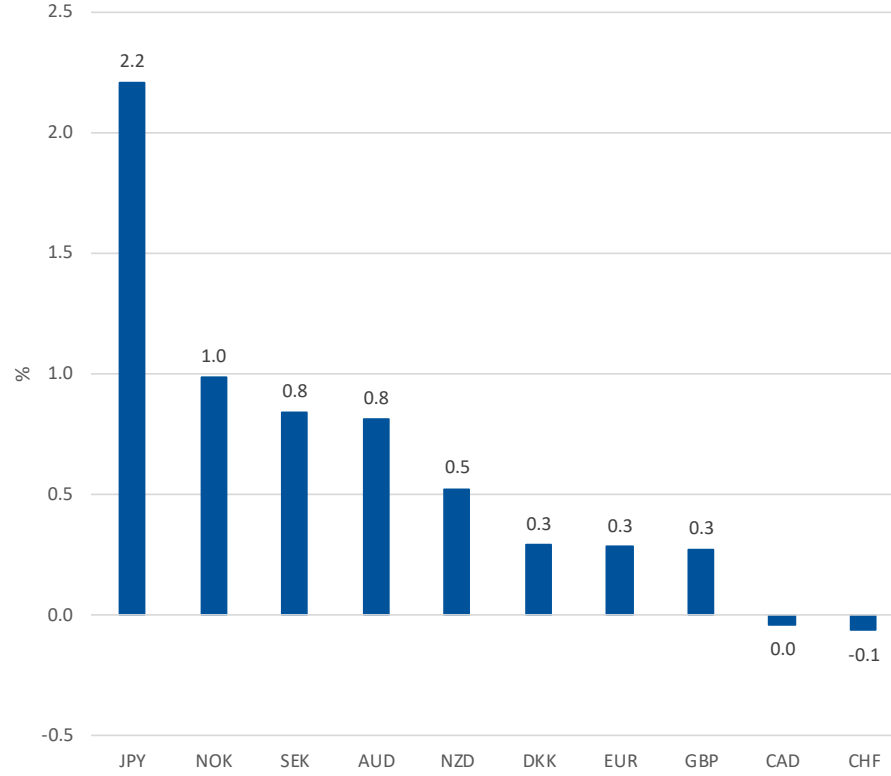
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hesaplamalar USD bazındadır.

Çapraz pariteler

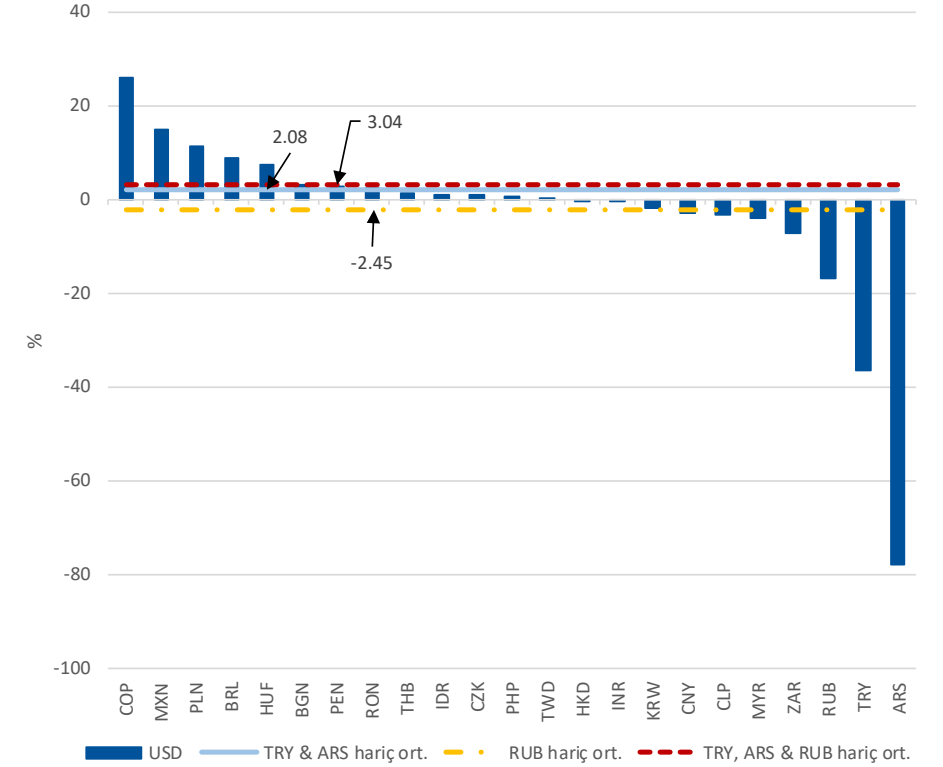
Türk lirası bir kez daha USD karşısında çift hanelerde değer kaybı ile yılı tamamlarken, son yıllardaki en yakın partneri olan ARS tablodaki konumunu muhafaza etti. Latin Amerika FX çaprazları ise kuvvetli duruşları ile artı tarafta yer aldılar.

G10 FX performansı, USD çapraz, 30/12/22-29/12/23



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

GOÜ FX performansı, USD çapraz, 30/12/22-26/12/23

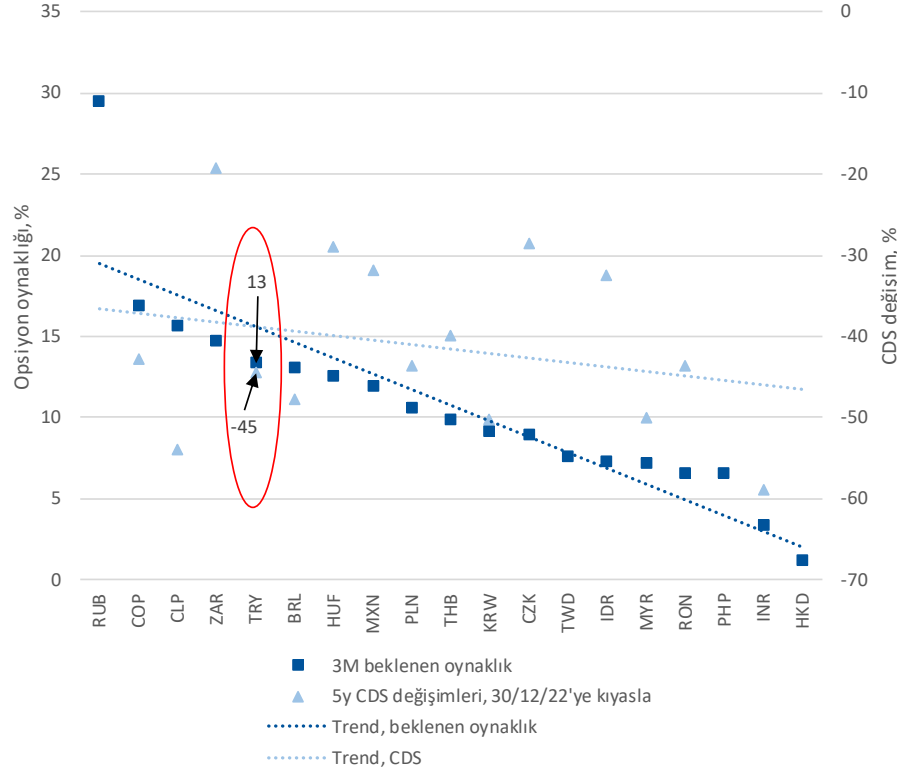


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Beklenen kur oynaklığı & CDS

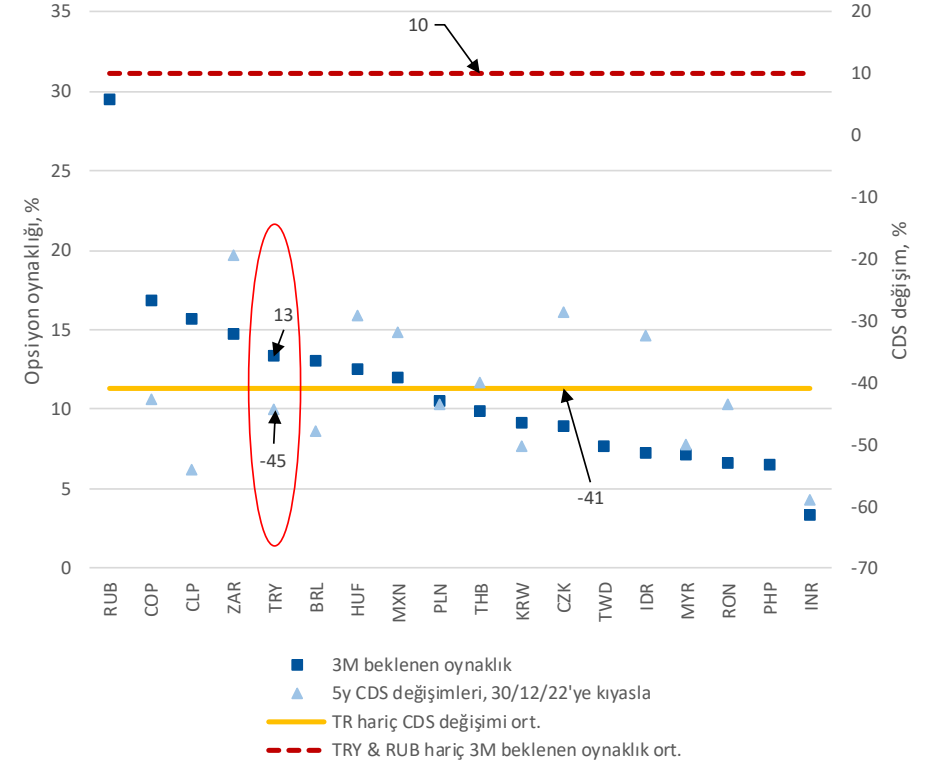
Seçimlerin ardından yılın ikinci yarısındaki risk primi azalışı Türk lirası cinsinden değerlendirilen varlıklara korunaklı alan sağlarken, beklenen oynaklık değerleri de gruptan ayrışma göstermedi.

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 29/12/23 kapanış



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

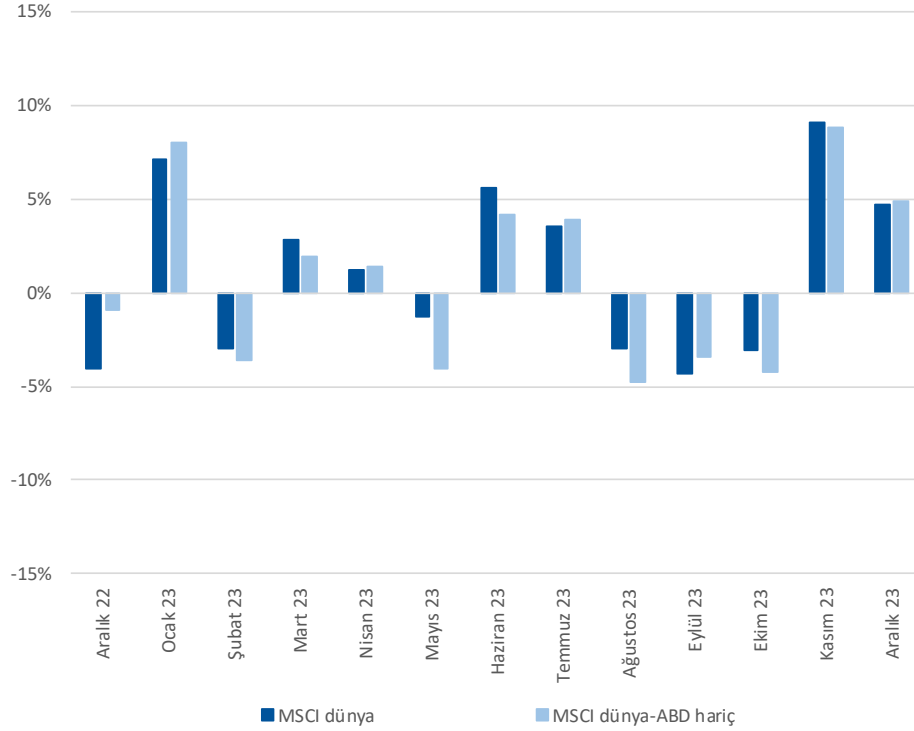
Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 29/12/23 kapanış



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

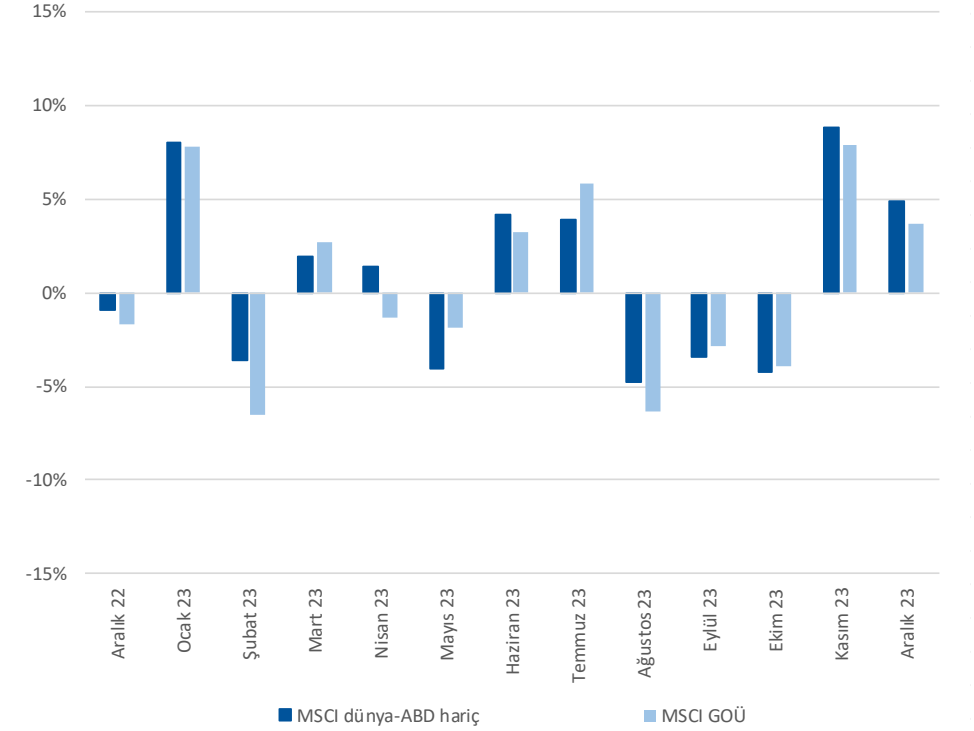
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

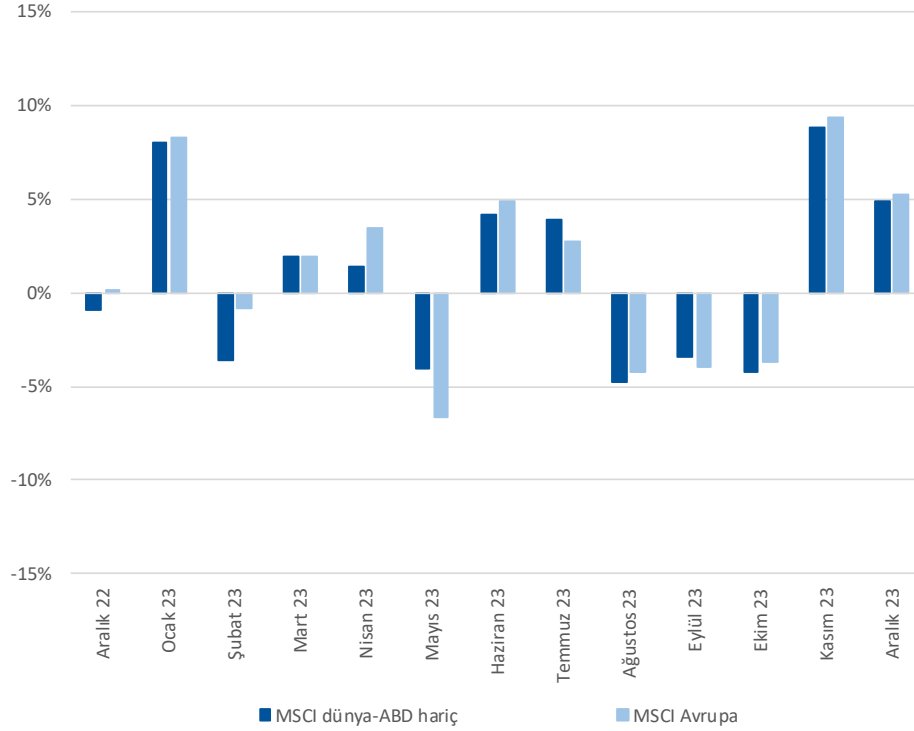
MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

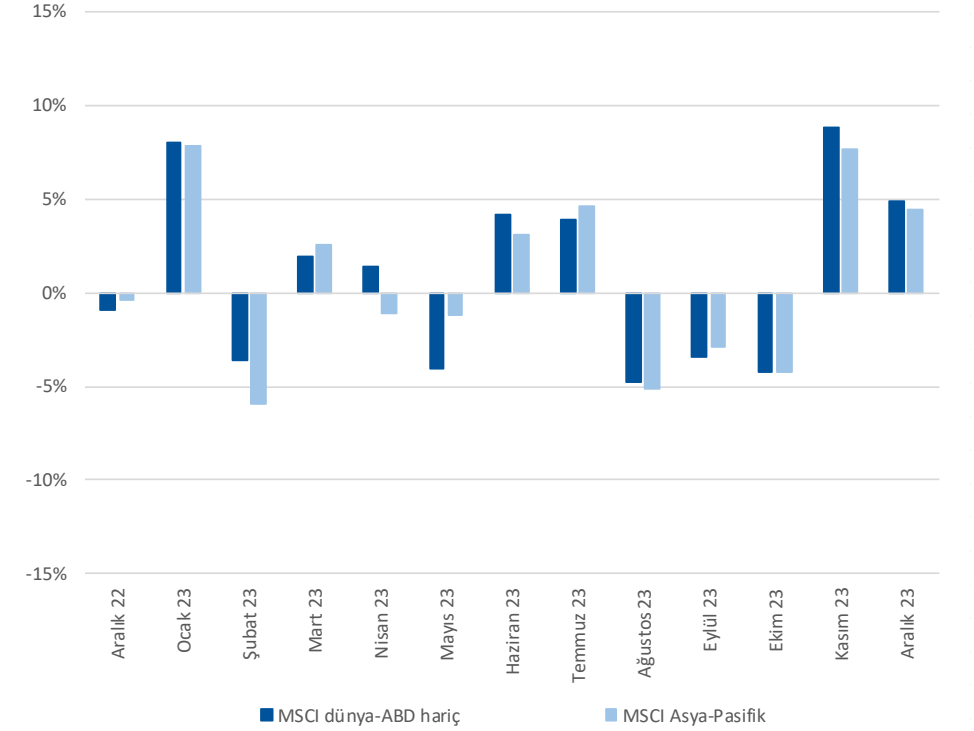
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

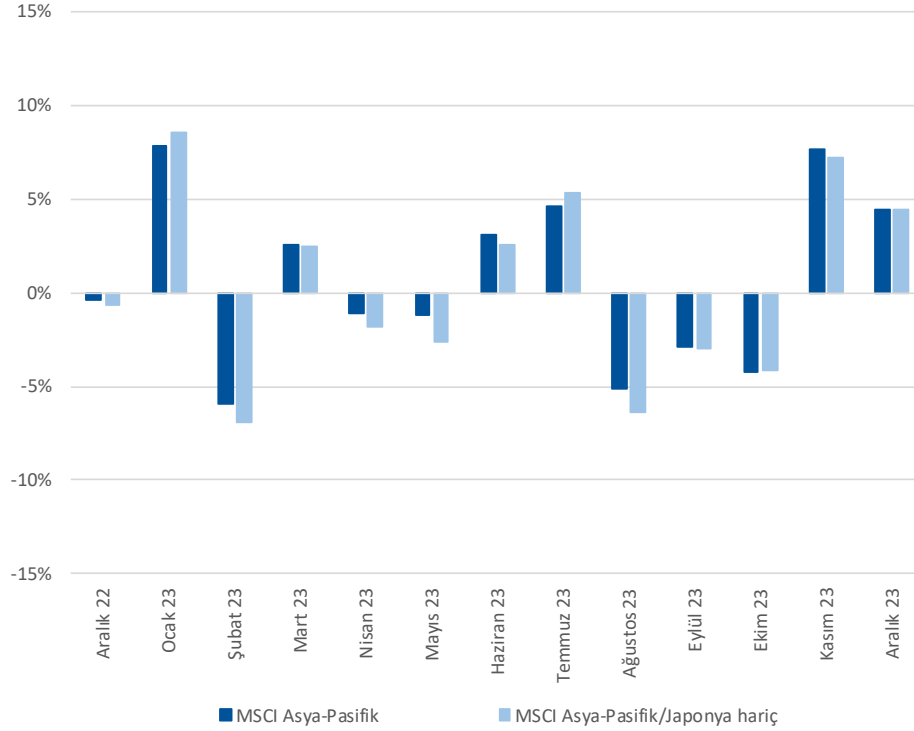
MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

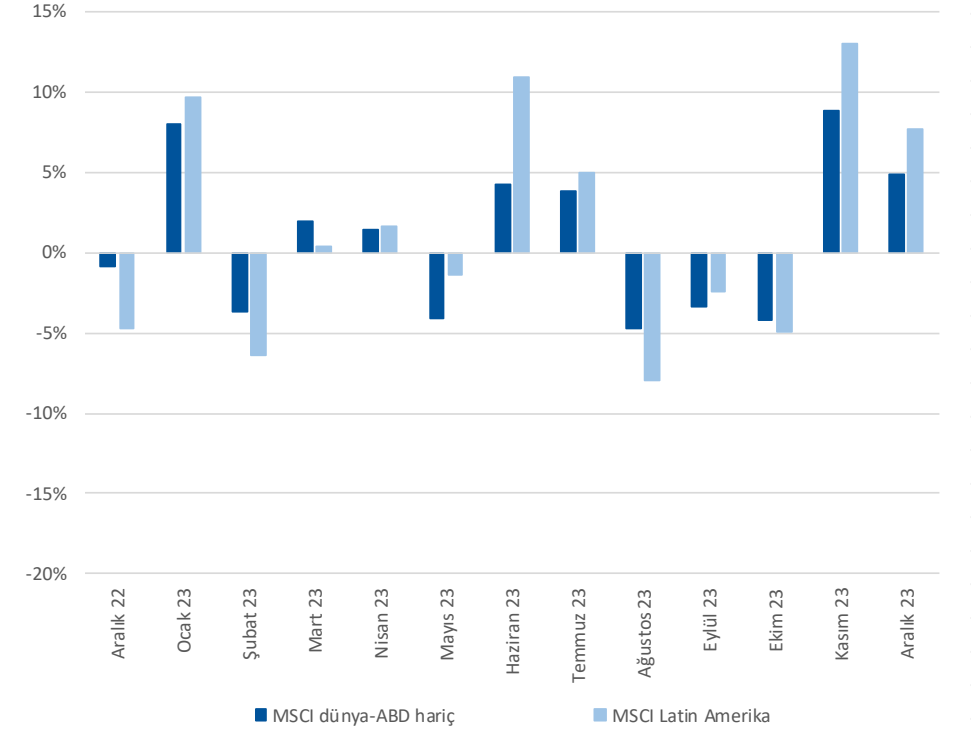
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

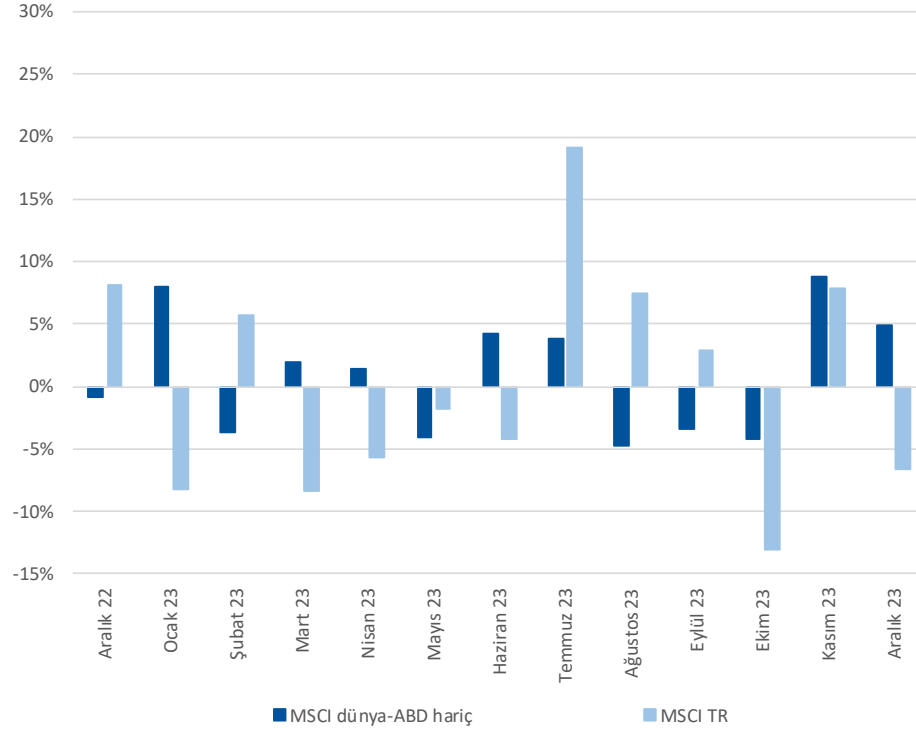
MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

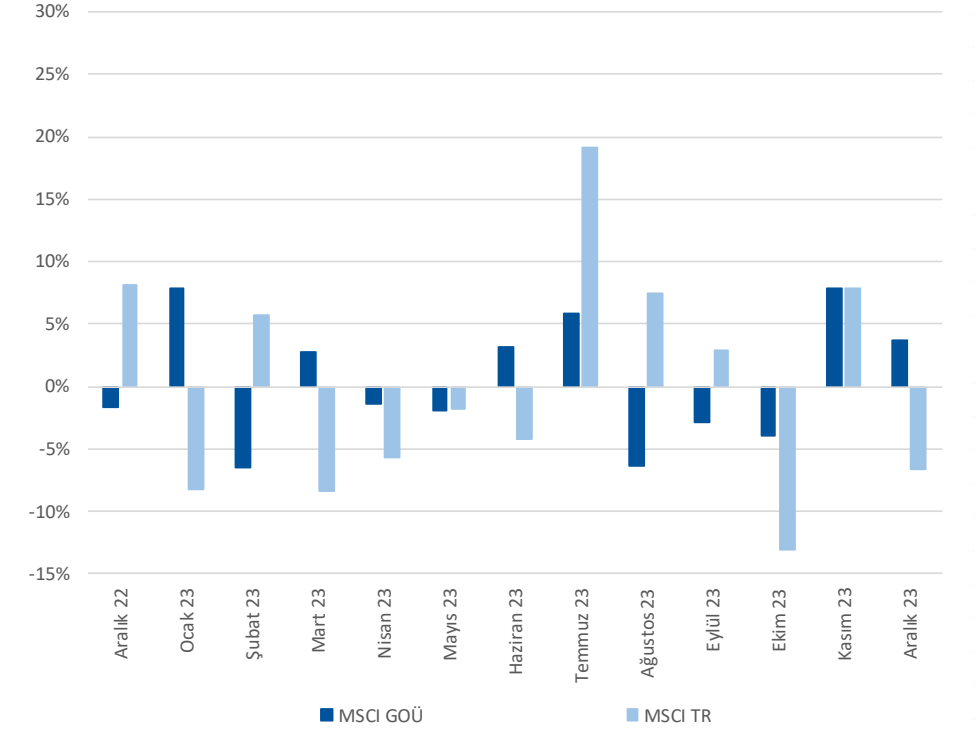
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

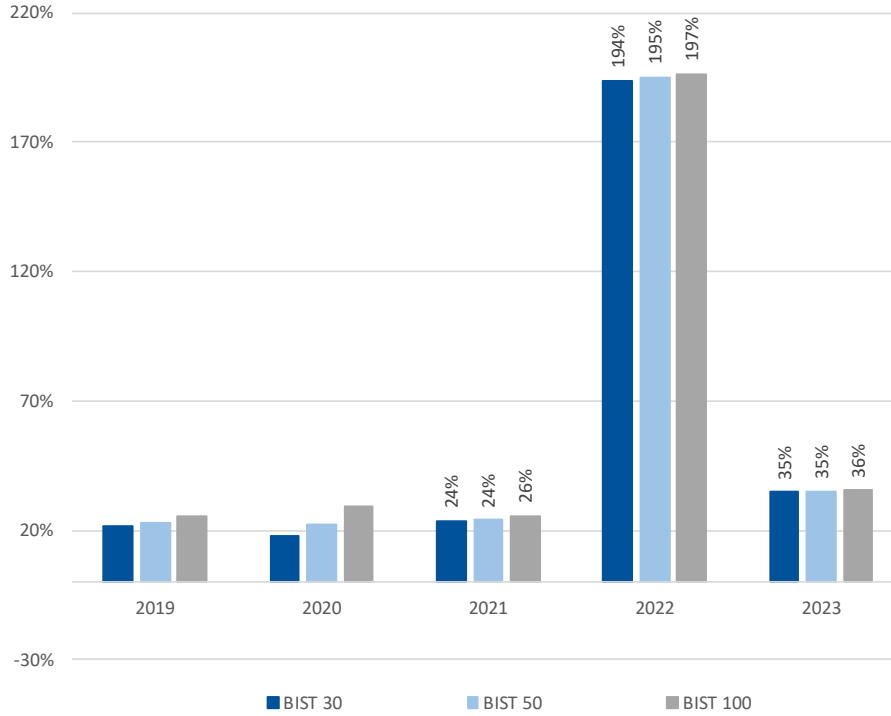
MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

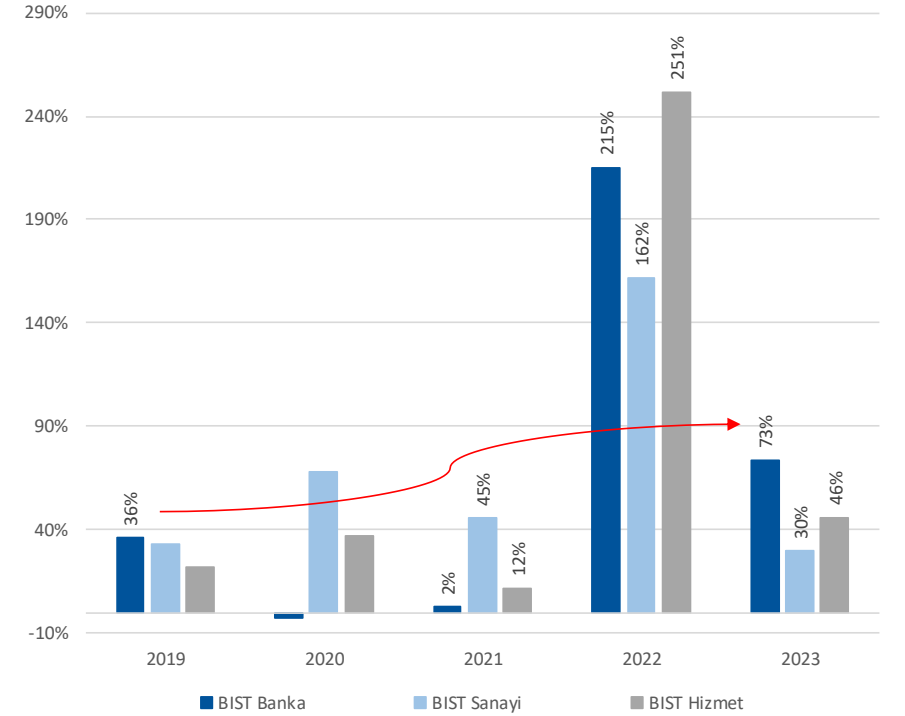
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık değişimler, TRY bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

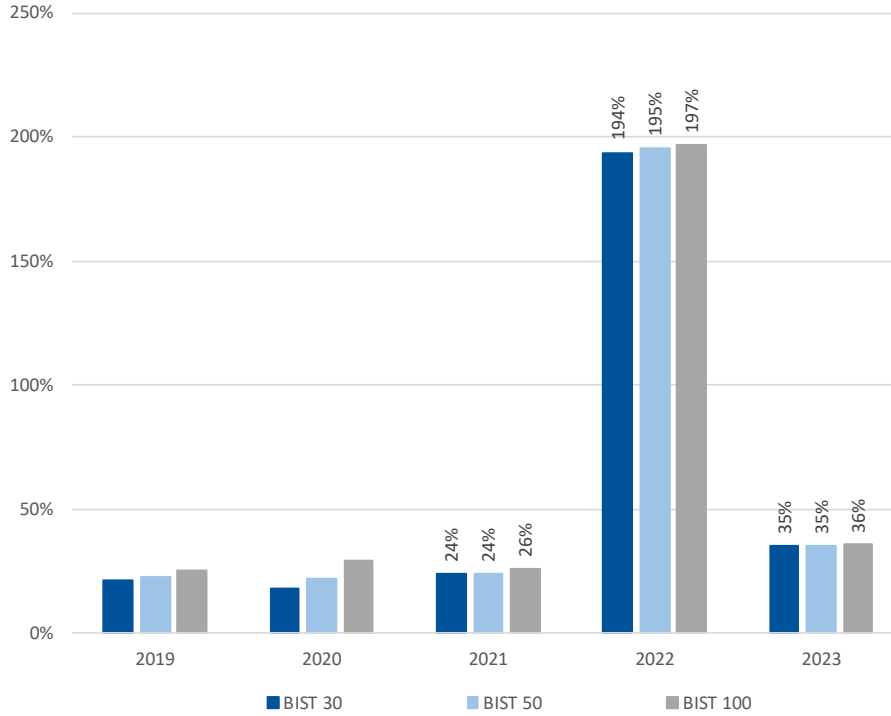
Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık değişimler, TRY bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

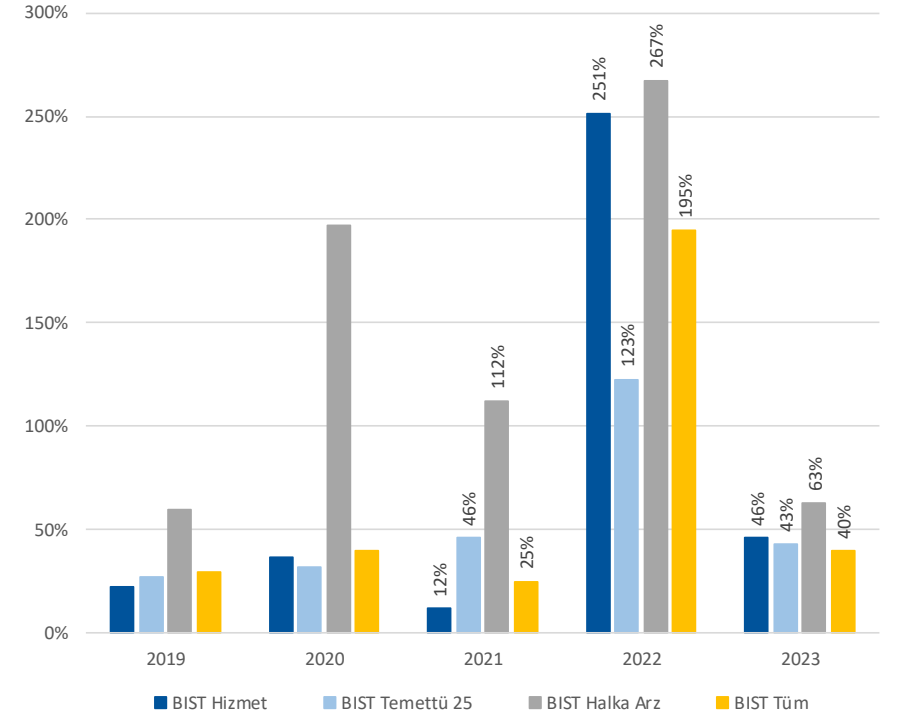
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık değişimler, TRY bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

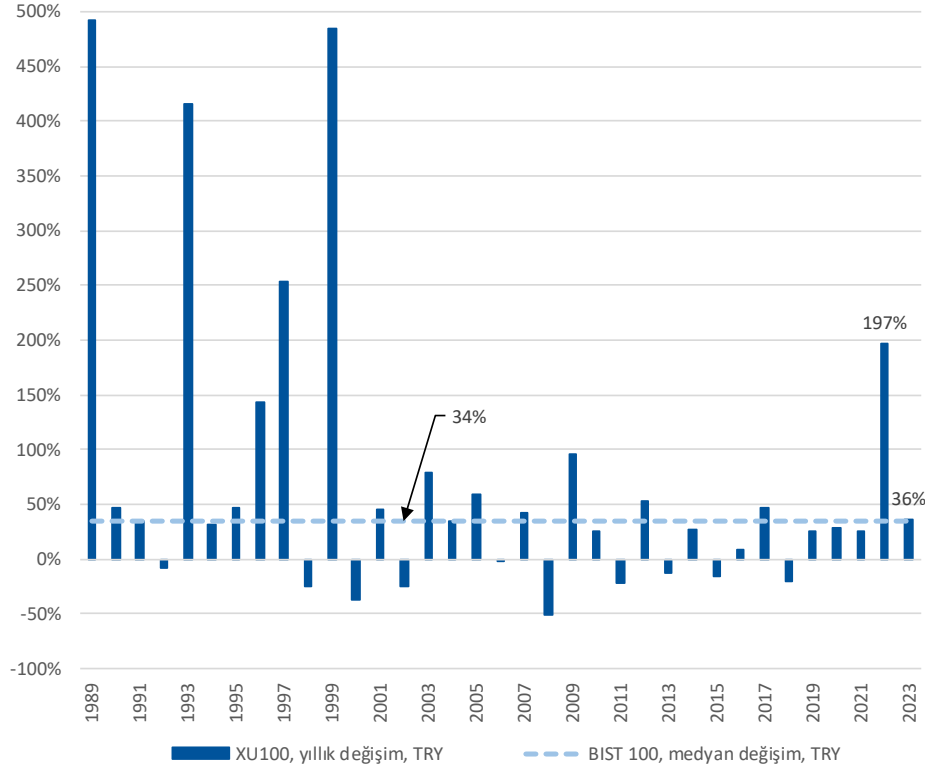
Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık değişimler, TRY bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

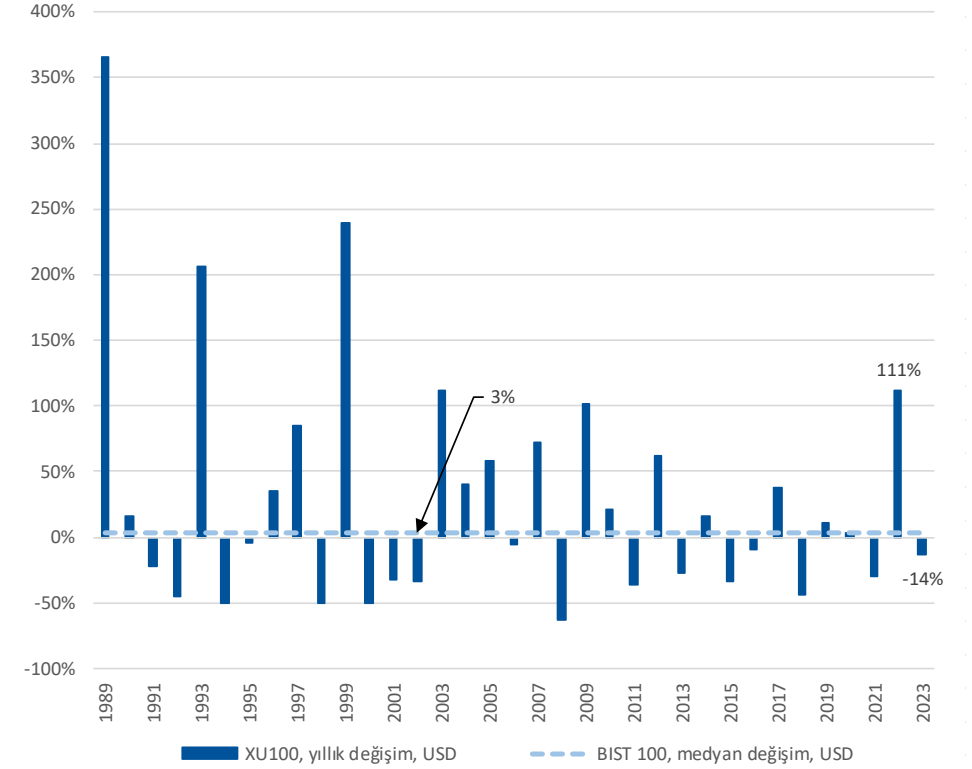
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BIST 100 endeksi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

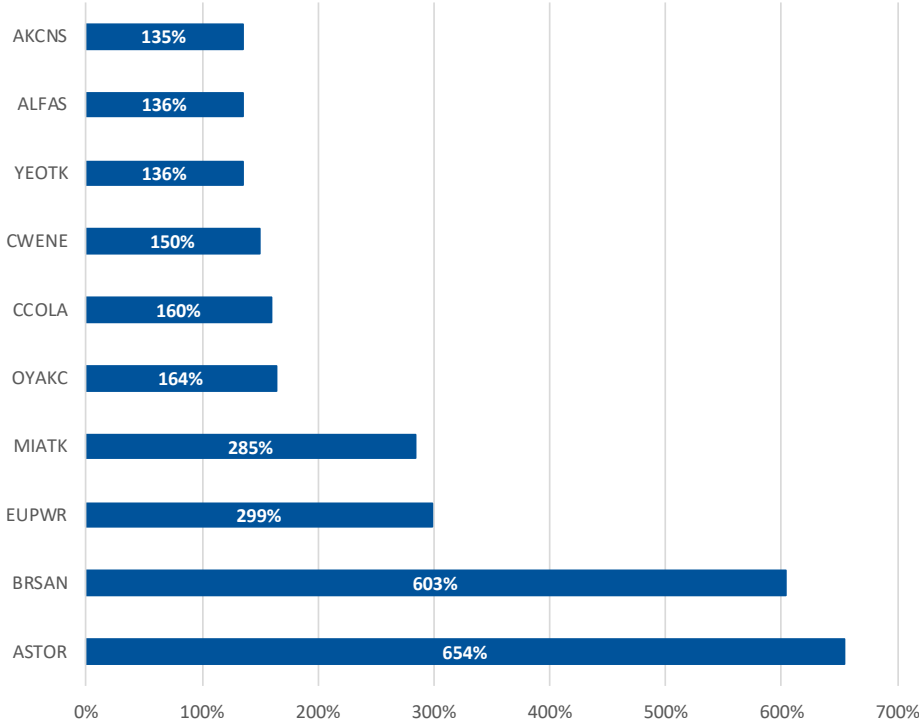
BIST 100 endeksi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

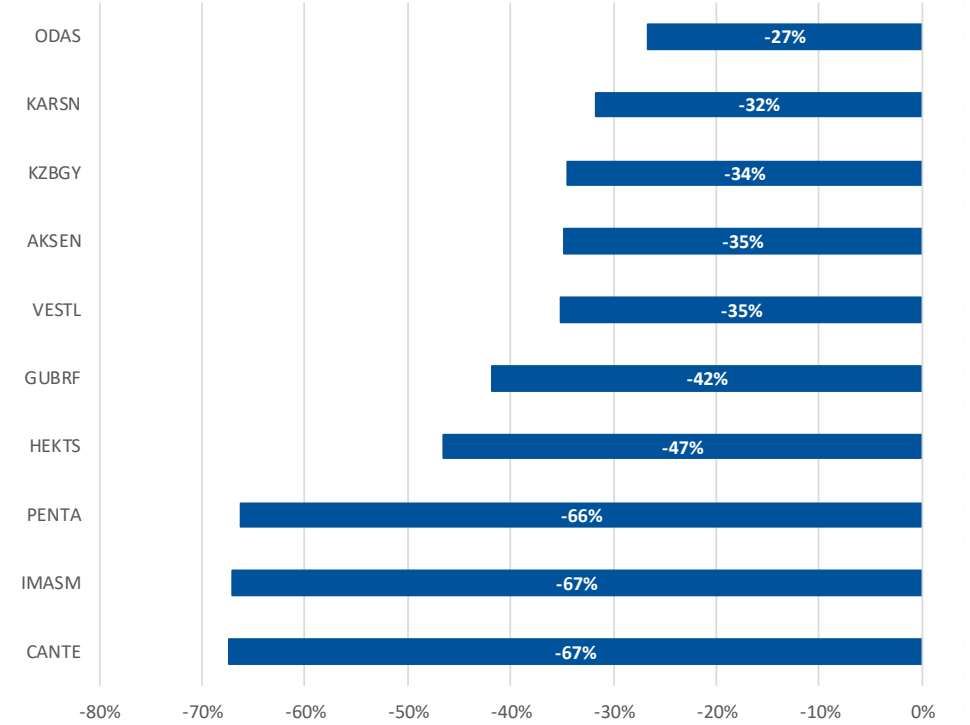
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BIST 100 endeksinde en iyi performansa sahip 10 hisse



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet Hesaplama için 29.12.2023 tarihindeki BIST 100 endeksi hisseleri baz alınmıştır. Halka arz hisseleri için halka arz fiyatları baz alınmıştır.

BIST 100 endeksinde en zayıf performansa sahip 10 hisse



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet Hesaplama için 29.12.2023 tarihindeki BIST 100 endeksi hisseleri baz alınmıştır. Halka arz hisseleri için halka arz fiyatları baz alınmıştır.

2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BIST endeks kodu	BIST endeks açılımı	Oca.23	Şub.23	Mar.23	Nis.23	May.23	Haz.23	Tem.23	Ağu.23	Eyl.23	Eki.23	Kas.23	Ara.23
XU030	Bist 30	-5%	2%	-7%	-6%	8%	17%	21%	9%	4%	-9%	7%	-6%
XU050	Bist 50	-6%	3%	-6%	-6%	8%	16%	22%	10%	5%	-9%	5%	-6%
XU100	Bist 100	-7%	3%	-7%	-6%	7%	16%	23%	12%	5%	-7%	3%	-6%
XBANK	Bist Banka	-17%	4%	4%	-8%	6%	19%	22%	19%	13%	-9%	6%	4%
XUSIN	Bist Sınai	-6%	5%	-9%	-7%	9%	13%	21%	13%	9%	-7%	2%	-10%
XUMAL	Bist Mali	-13%	3%	-1%	-7%	7%	16%	23%	16%	9%	-6%	2%	-3%
XUHIZ	Bist Hizmetler	-7%	-2%	-4%	0%	3%	20%	28%	14%	4%	-7%	5%	-8%
XUTUM	Bist Tüm	-9%	2%	-5%	-5%	7%	16%	24%	14%	8%	-7%	3%	-7%
XTUMY	Bist Tüm-100	-12%	0%	0%	-5%	4%	14%	28%	21%	16%	-3%	3%	-12%
XYUZO	Bist 100-30	-13%	4%	-6%	-4%	4%	14%	27%	18%	10%	-4%	-5%	-6%
XTM25	Bist Temettü 25	-7%	5%	-5%	-4%	4%	15%	23%	10%	2%	-6%	5%	-2%
XTMTU	Bist Temettü	-8%	4%	-5%	-5%	4%	15%	24%	10%	4%	-5%	5%	-3%
XBLSM	Bist Bilişim	-18%	-4%	-5%	-7%	0%	22%	29%	10%	28%	4%	6%	-13%
XELKT	Bist Elektrik	-18%	-6%	-5%	-6%	6%	12%	31%	17%	10%	-10%	-7%	-16%
XFINK	Bist Fin. Kir. Faktoring	-24%	-8%	2%	0%	4%	23%	47%	31%	-6%	-5%	8%	-16%
XGIDA	Bist Gıda, İçecek	-15%	-3%	6%	-4%	-1%	10%	32%	29%	4%	-9%	5%	5%
XGMYO	Bist Gayrimenkul Y.O.	-12%	-3%	-9%	-8%	11%	9%	24%	11%	12%	-7%	5%	-11%
XHARZ	Bist Halka Arz	-9%	-1%	6%	-4%	1%	10%	39%	32%	11%	-3%	-6%	-14%
XHOLD	Bist Holding Ve Yatırım	-11%	5%	-3%	-7%	6%	17%	22%	10%	5%	-6%	1%	-7%
XILTM	Bist İletişim	-3%	-16%	-1%	2%	4%	8%	36%	14%	-9%	-8%	17%	-2%
XINSA	Bist İnşaat	-11%	8%	-6%	-2%	-5%	12%	21%	8%	15%	-11%	6%	-11%
XKAGT	Bist Orman, Kağıt, Basım	-17%	-1%	-7%	-7%	0%	13%	20%	13%	16%	-11%	5%	-14%
XKMYA	Bist Kimya,Petrol,Plastik	-3%	0%	-11%	-7%	11%	10%	16%	12%	8%	-9%	7%	-15%
XKOBI	Bist Kobi Sanayi	-11%	1%	-1%	-4%	5%	11%	47%	16%	15%	6%	16%	-9%
XKURY	Bist Kurumsal Yönetim	-8%	4%	-7%	-8%	6%	14%	22%	14%	7%	-8%	4%	-4%
XMADN	Bist Madencilik	-2%	-10%	-15%	-6%	13%	16%	20%	0%	8%	-17%	-1%	-18%
XMANA	Bist Metal Ana	-8%	15%	-15%	-10%	8%	12%	8%	17%	9%	-8%	-3%	-5%
XMESY	Bist Metal Eşya, Makina	-3%	2%	3%	-6%	7%	22%	30%	6%	6%	-5%	-2%	-10%
XTAST	Bist Taş, Toprak	-14%	52%	-19%	-6%	17%	5%	29%	23%	26%	-2%	-3%	-15%
XTCRT	Bist Ticaret	-8%	2%	4%	3%	-5%	21%	29%	20%	6%	-2%	5%	-2%
XTEKS	Bist Tekstil, Deri	-18%	3%	-2%	-9%	-2%	10%	19%	6%	12%	-12%	-3%	-9%
XTRZM	Bist Turizm	-24%	-4%	-2%	-6%	2%	14%	22%	23%	1%	12%	-2%	-16%
XULAS	Bist Ulaştırma	2%	-1%	-13%	3%	14%	31%	25%	6%	-2%	-10%	11%	-9%
XUSRD	Bist Sürdürülebilirlik	-7%	3%	-5%	-5%	5%	19%	24%	13%	6%	-7%	5%	-3%
XUTEK	Bist Teknoloji	-9%	-6%	-4%	-12%	6%	15%	35%	8%	15%	3%	10%	-11%
XYLDZ	Bist Yıldız	-8%	3%	-6%	-6%	7%	16%	23%	14%	8%	-7%	3%	-7%
XYORT	Bist Menkul Kıym.Y.O.	-9%	-3%	-3%	-4%	6%	37%	50%	7%	18%	-8%	5%	-11%
XAKUR	Bist Aracı Kurumlar	-14%	-3%	-7%	2%	6%	24%	29%	57%	2%	3%	-24%	-2%
XUGRA	Bist Geri Alım Endeksi									4%	-10%	6%	-6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BIST endeks kodu	BIST endeks açılımı	Oca.23	Şub.23	Mar.23	Nis.23	May.23	Haz.23	Tem.23	Ağu.23	Eyl.23	Eki.23	Kas.23	Ara.23
XU030	Bist 30	-6%	2%	-8%	-7%	3%	-8%	16%	11%	1%	-12%	4%	-8%
XU050	Bist 50	-7%	3%	-8%	-7%	3%	-8%	17%	12%	2%	-11%	3%	-8%
XU100	Bist 100	-8%	2%	-8%	-7%	3%	-9%	18%	13%	2%	-10%	1%	-8%
XBANK	Bist Banka	-17%	3%	3%	-10%	2%	-7%	17%	21%	10%	-11%	4%	2%
XUSIN	Bist Sınai	-6%	5%	-10%	-8%	4%	-11%	16%	15%	6%	-10%	0%	-12%
XUMAL	Bist Mali	-14%	2%	-3%	-8%	2%	-9%	18%	17%	6%	-9%	0%	-5%
XUHIZ	Bist Hizmetler	-7%	-2%	-6%	-2%	-1%	-6%	23%	15%	1%	-9%	2%	-10%
XUTUM	Bist Tüm	-9%	2%	-7%	-7%	2%	-9%	19%	15%	5%	-9%	1%	-9%
XTUMY	Bist Tüm-100	-13%	-1%	-2%	-6%	-1%	-11%	23%	23%	13%	-6%	1%	-14%
XYUZO	Bist 100-30	-14%	3%	-8%	-6%	0%	-10%	22%	20%	7%	-7%	-7%	-8%
XTM25	Bist Temettü 25	-7%	5%	-6%	-6%	0%	-9%	18%	11%	-1%	-9%	3%	-4%
XTMTU	Bist Temettü	-8%	4%	-6%	-7%	0%	-10%	19%	12%	1%	-8%	3%	-5%
XBLSM	Bist Bilişim	-19%	-4%	-6%	-8%	-5%	-4%	23%	11%	24%	1%	4%	-15%
XELKT	Bist Elektrik	-18%	-6%	-7%	-8%	2%	-12%	26%	19%	7%	-12%	-9%	-18%
XFINK	Bist Fin. Kir. Faktoring	-25%	-9%	0%	-1%	-1%	-3%	41%	33%	-9%	-7%	6%	-18%
XGIDA	Bist Gıda, İçecek	-16%	-3%	4%	-6%	-6%	-13%	26%	30%	1%	-12%	3%	3%
XGMYO	Bist Gayrimenkul Y.O.	-12%	-3%	-10%	-9%	7%	-15%	19%	13%	9%	-10%	3%	-13%
XHARZ	Bist Halka Arz	-9%	-2%	4%	-6%	-4%	-14%	33%	34%	8%	-6%	-8%	-15%
XHOLD	Bist Holding Ve Yatırım	-12%	5%	-4%	-8%	2%	-8%	17%	12%	2%	-9%	-1%	-8%
XILTM	Bist İletişim	-3%	-16%	-2%	1%	0%	-15%	31%	15%	-12%	-10%	14%	-4%
XINSA	Bist İnşaat	-11%	7%	-8%	-4%	-9%	-12%	16%	9%	11%	-14%	4%	-13%
XKAGT	Bist Orman, Kağıt, Basım	-18%	-2%	-8%	-8%	-4%	-11%	15%	15%	12%	-13%	3%	-16%
XKMYA	Bist Kimya,Petrol,Plastik	-3%	0%	-13%	-8%	6%	-14%	11%	13%	5%	-11%	5%	-16%
XKOBI	Bist Kobi Sanayi	-11%	0%	-2%	-6%	1%	-12%	41%	18%	12%	3%	13%	-11%
XKURY	Bist Kurumsal Yönetim	-8%	4%	-8%	-9%	1%	-11%	17%	16%	4%	-11%	2%	-6%
XMADN	Bist Madencilik	-2%	-11%	-16%	-7%	8%	-9%	15%	2%	4%	-20%	-3%	-20%
XMANA	Bist Metal Ana	-8%	15%	-16%	-11%	3%	-12%	4%	19%	6%	-11%	-5%	-7%
XMESY	Bist Metal Eşya, Makina	-3%	1%	1%	-8%	3%	-4%	24%	7%	3%	-8%	-4%	-12%
XTAST	Bist Taş, Toprak	-14%	51%	-20%	-7%	12%	-18%	23%	25%	22%	-5%	-5%	-17%
XTCRT	Bist Ticaret	-9%	2%	2%	2%	-9%	-5%	23%	21%	3%	-5%	2%	-4%
XTEKS	Bist Tekstil, Deri	-18%	3%	-3%	-10%	-6%	-13%	14%	8%	9%	-14%	-5%	-11%
XTRZM	Bist Turizm	-25%	-4%	-4%	-7%	-2%	-10%	17%	25%	-2%	8%	-4%	-18%
XULAS	Bist Ulaştırma	2%	-1%	-15%	1%	9%	3%	20%	7%	-5%	-13%	9%	-11%
XUSRD	Bist Sürdürülebilirlik	-8%	2%	-6%	-7%	1%	-7%	19%	15%	3%	-10%	3%	-5%
XUTEK	Bist Teknoloji	-10%	-6%	-5%	-13%	1%	-9%	29%	9%	12%	0%	8%	-12%
XYLDZ	Bist Yıldız	-9%	2%	-7%	-7%	2%	-9%	18%	15%	4%	-10%	0%	-9%
XYORT	Bist Menkul Kıym.Y.O.	-10%	-3%	-4%	-5%	1%	8%	44%	8%	14%	-11%	2%	-13%
XAKUR	Bist Aracı Kurumlar	-14%	-3%	-8%	0%	1%	-2%	24%	60%	-1%	0%	-26%	-4%
XUGRA	Bist Geri Alım Endeksi									1%	-13%	4%	-8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

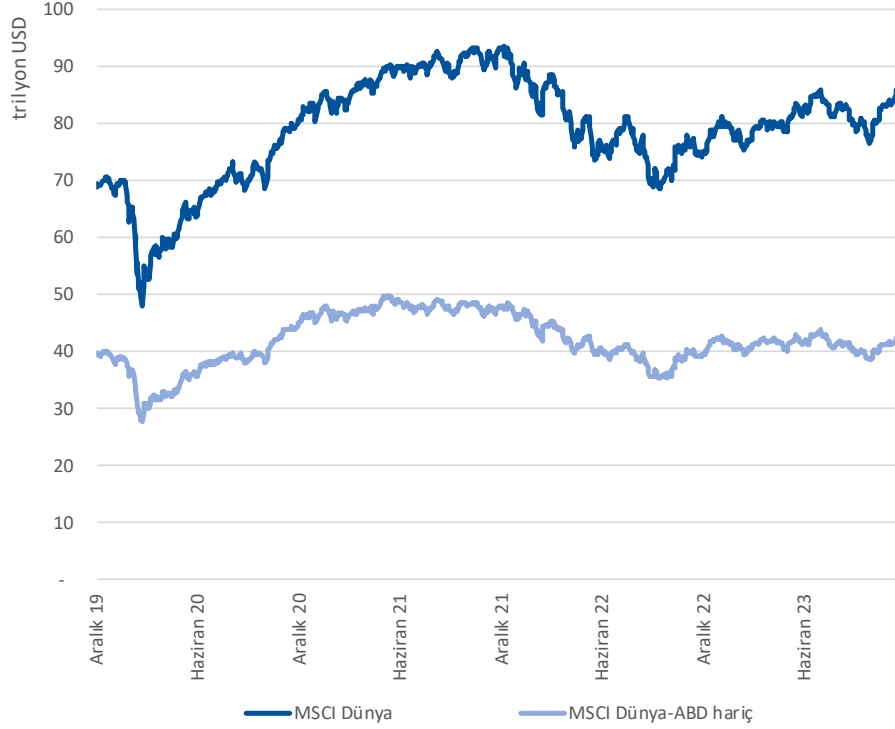
Finansal araçların TÜFE bazlı yıllık reel getirileri (%)

Tarih	Mevduat faizi	BIST 100	USD	EUR	Külçe altın	DİBS
Oca.22	-22.75	-11.67	23.08	14.45	19.70	-32.69
Şub.22	-25.50	-15.28	24.86	17.02	28.13	-33.37
Mar.22	-27.73	-12.50	18.14	9.40	33.59	-35.98
Nis.22	-31.42	2.59	6.04	-3.98	17.31	-34.68
May.22	-32.86	-2.17	8.31	-5.60	8.76	-37.08
Haz.22	-35.02	0.21	10.46	-3.09	10.40	-36.34
Tem.22	-35.26	0.52	13.06	-2.45	9.11	-34.81
Ağu.22	-35.49	12.45	17.97	1.56	16.96	-30.31
Eyl.22	-36.62	27.06	16.82	-1.67	11.57	-24.85
Eki.22	-37.78	40.40	9.34	-7.37	2.99	-24.28
Kas.22	-38.11	46.71	-5.59	-15.58	-10.42	-22.97
Ara.22	-29.28	61.81	-16.23	-21.52	-15.99	-4.69
Oca.23	-25.55	65.84	-12.01	-16.26	-7.29	0.78
Şub.23	-25.03	59.76	-11.07	-15.95	-10.36	-2.18
Mar.23	-22.80	62.41	-13.62	-16.07	-14.23	1.89
Nis.23	-19.18	42.20	-8.50	-7.31	-1.82	-6.78
May.23	-16.89	34.96	-9.99	-7.60	3.27	-0.70
Haz.23	-15.96	54.56	-1.14	1.19	5.62	-8.88
Tem.23	-21.27	77.43	2.53	11.03	15.25	-20.54
Ağu.23	-26.74	63.71	-5.88	1.37	3.56	-35.81
Eyl.23	-28.42	51.04	-8.73	-1.57	4.02	-48.24
Eki.23	-28.72	33.16	-7.09	-0.12	8.92	-51.34
Kas.23	-29.19	6.40	-4.99	0.67	10.19	-53.88
Ara.23	-30.24	-10.46	-5.41	-2.49	9.22	-53.35

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

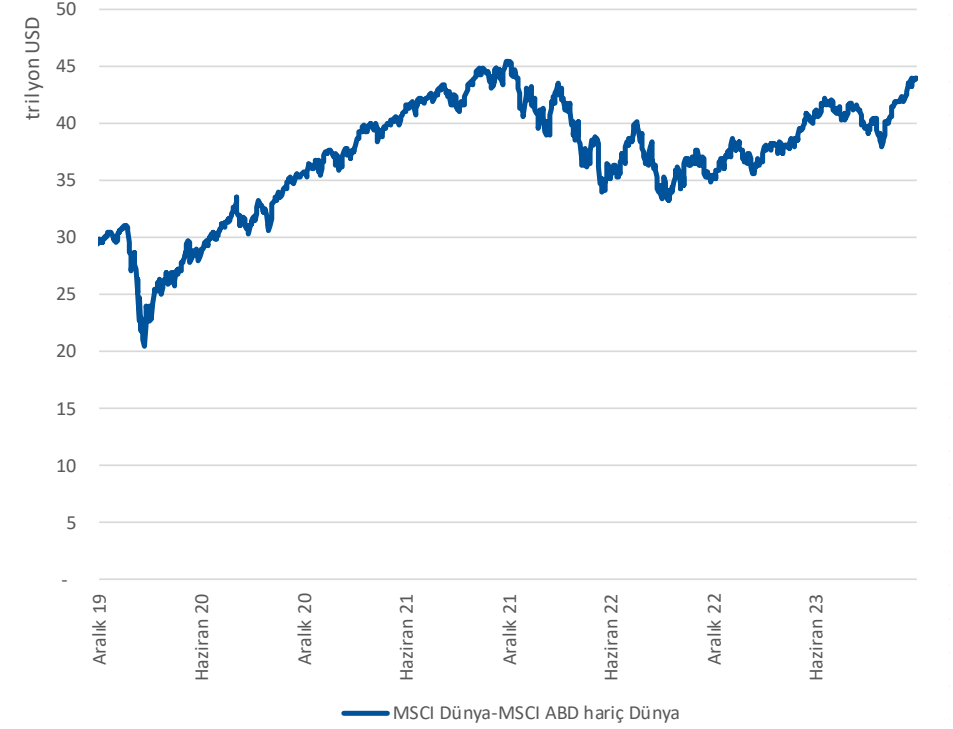
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

Seçilmiş MSCI endekslerine ait piyasa değerleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş MSCI endekslerine ait piyasa değerleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

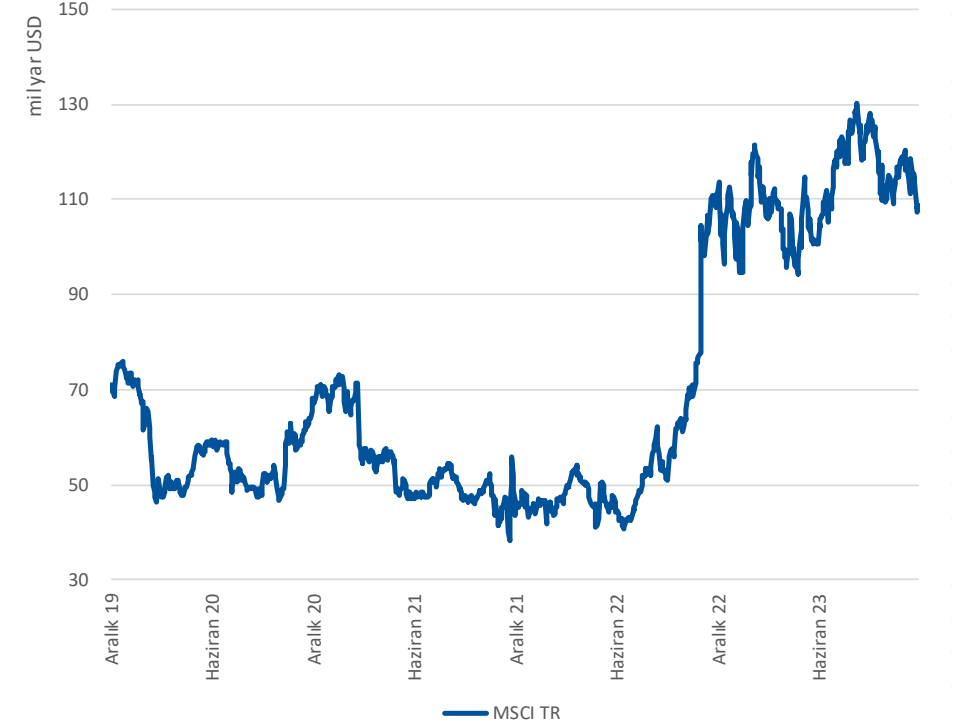
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

Seçilmiş MSCI endekslerine ait piyasa değerleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

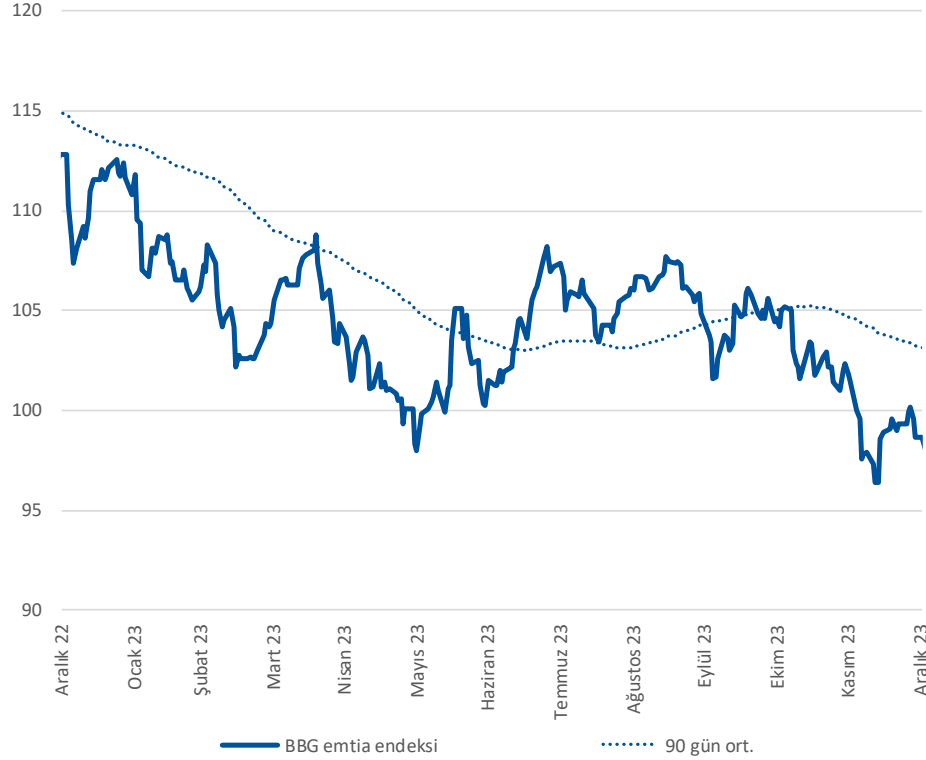
Seçilmiş MSCI endekslerine ait piyasa değerleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

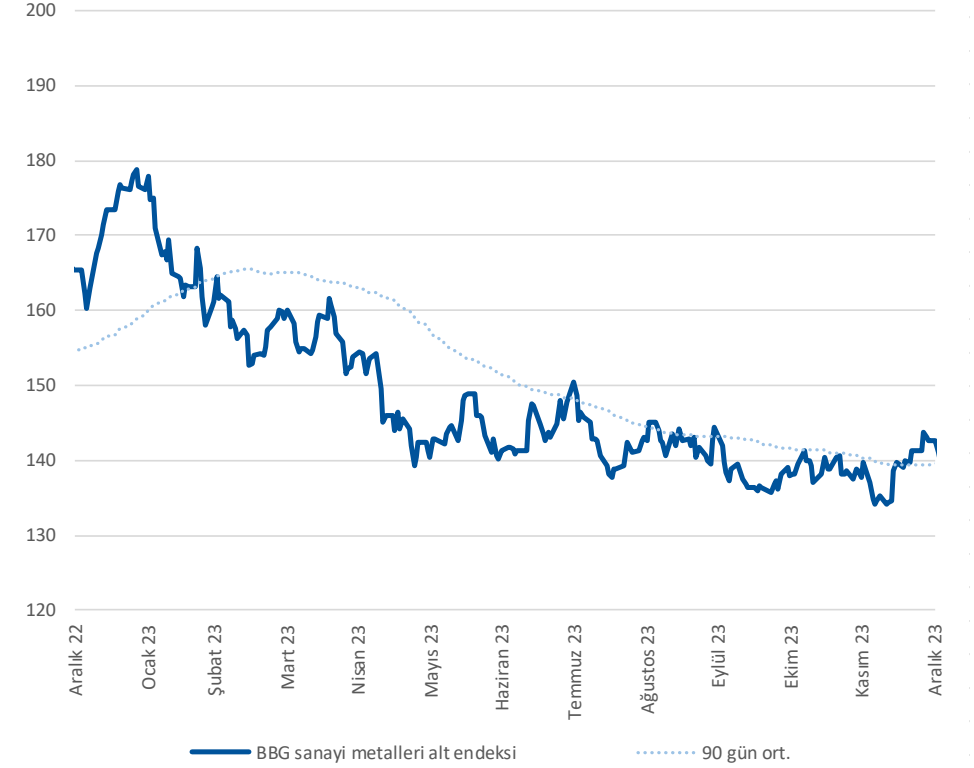
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BBG emtia endeksi, 2023



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

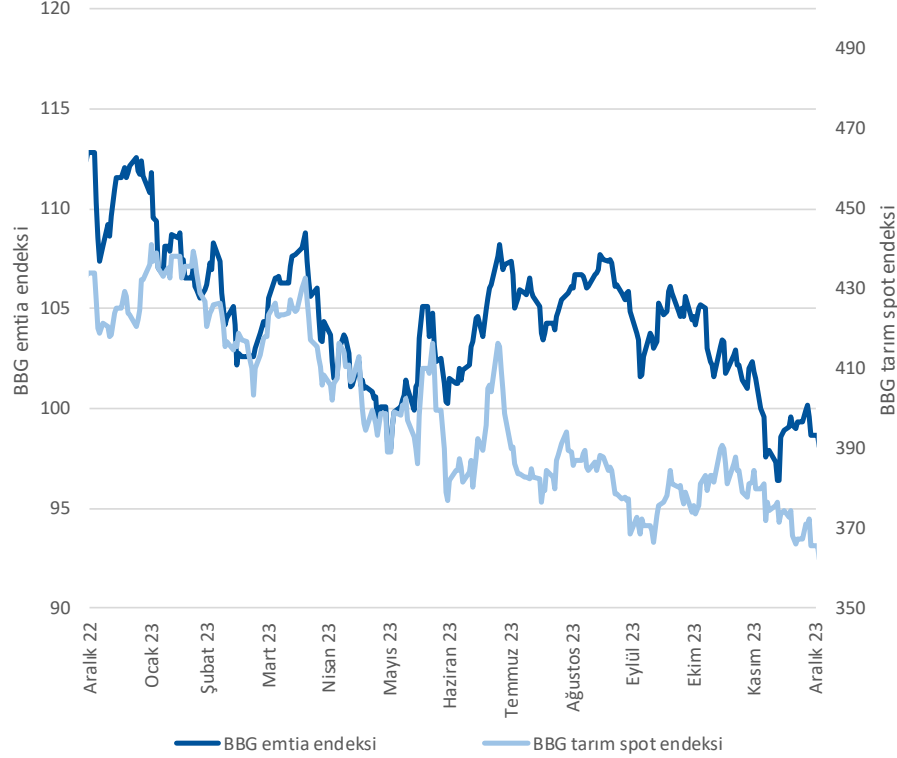
Seçilmiş gösterge emtia endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

Seçilmiş gösterge emtia endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

LMEX metal endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

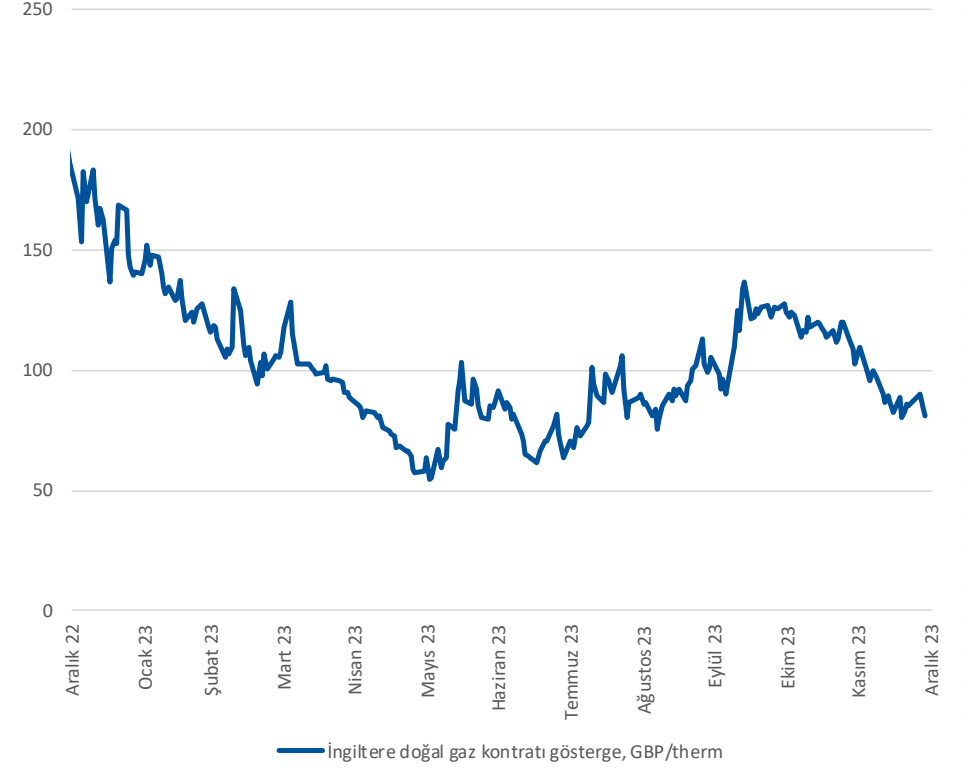
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

Doğal gaz fiyatları: Hollanda kontratı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

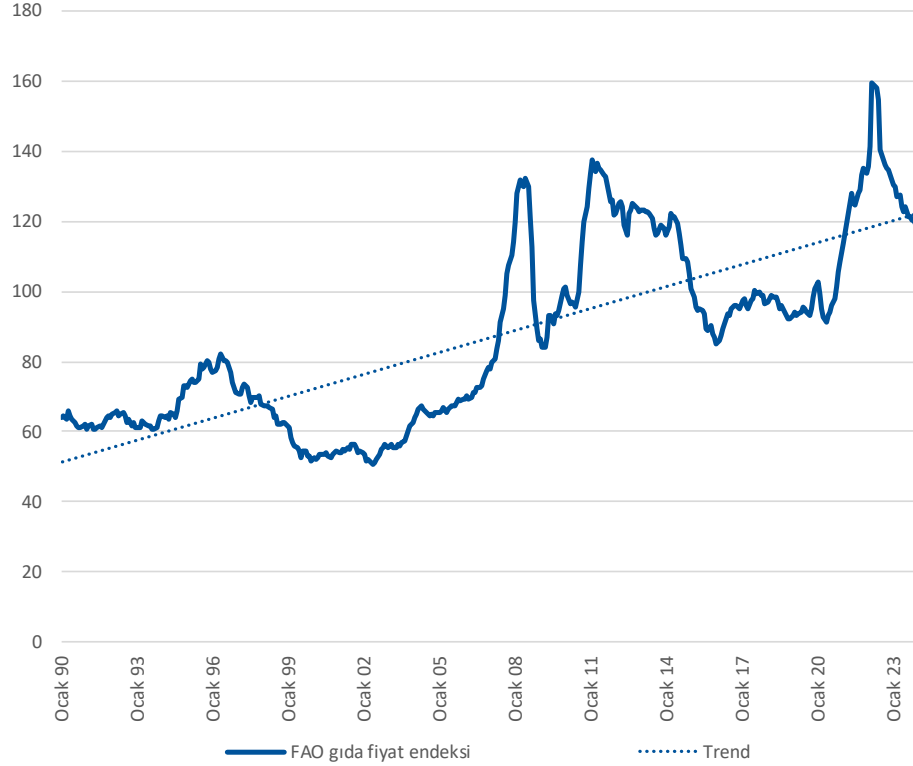
Doğal gaz fiyatları: İngiltere kontratı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

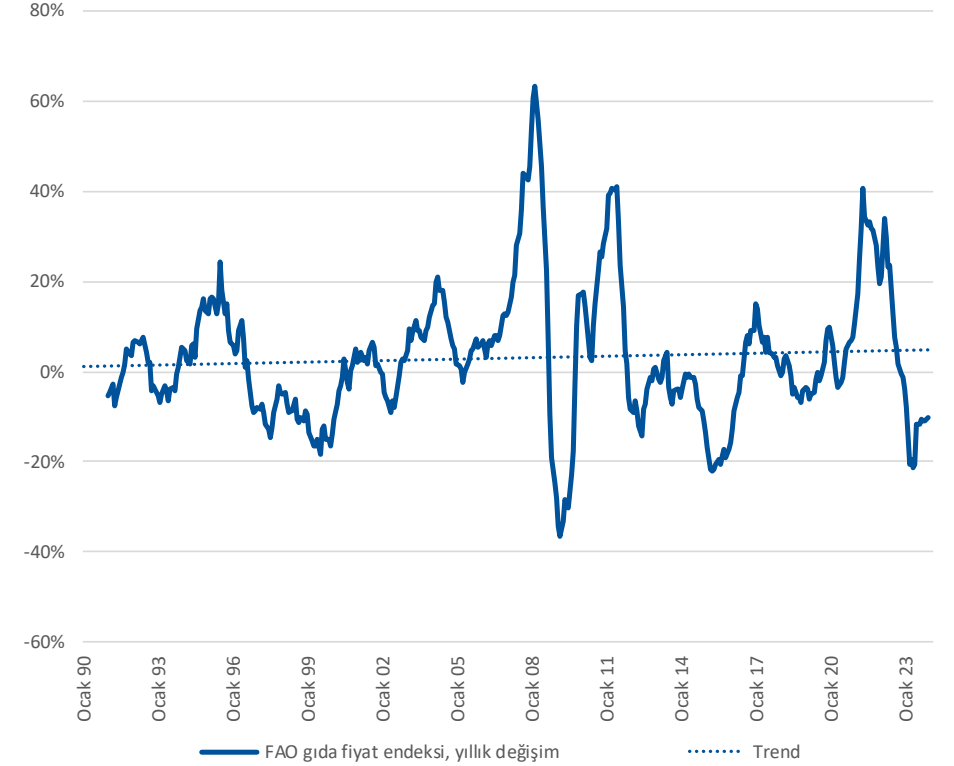
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BM FAO dünya gıda fiyat endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

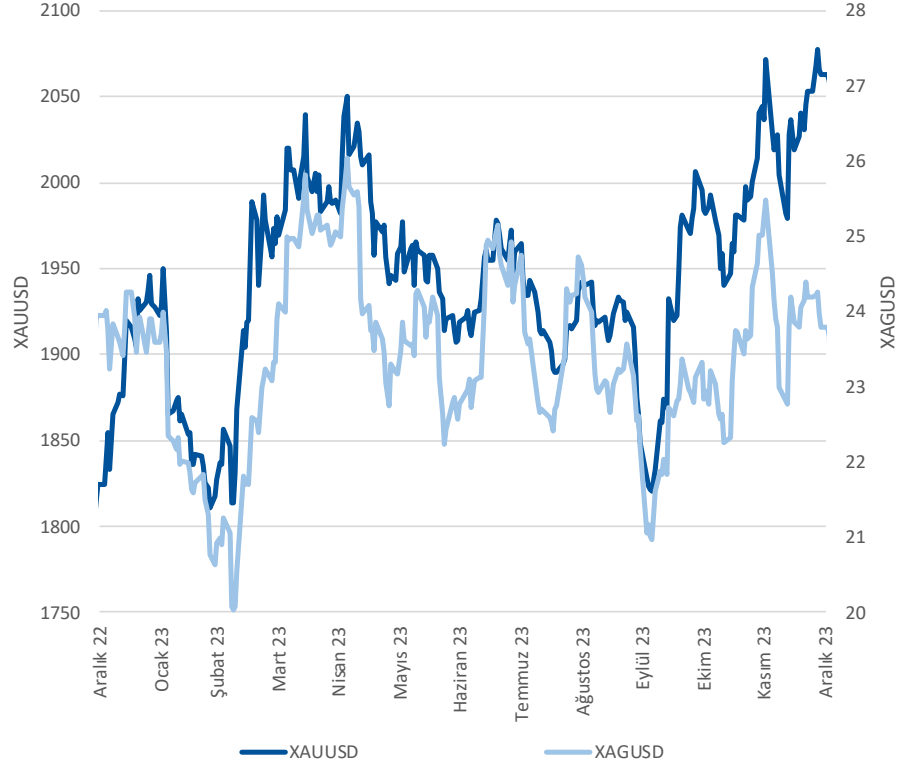
BM FAO dünya gıda fiyat endeksi, yıllık değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

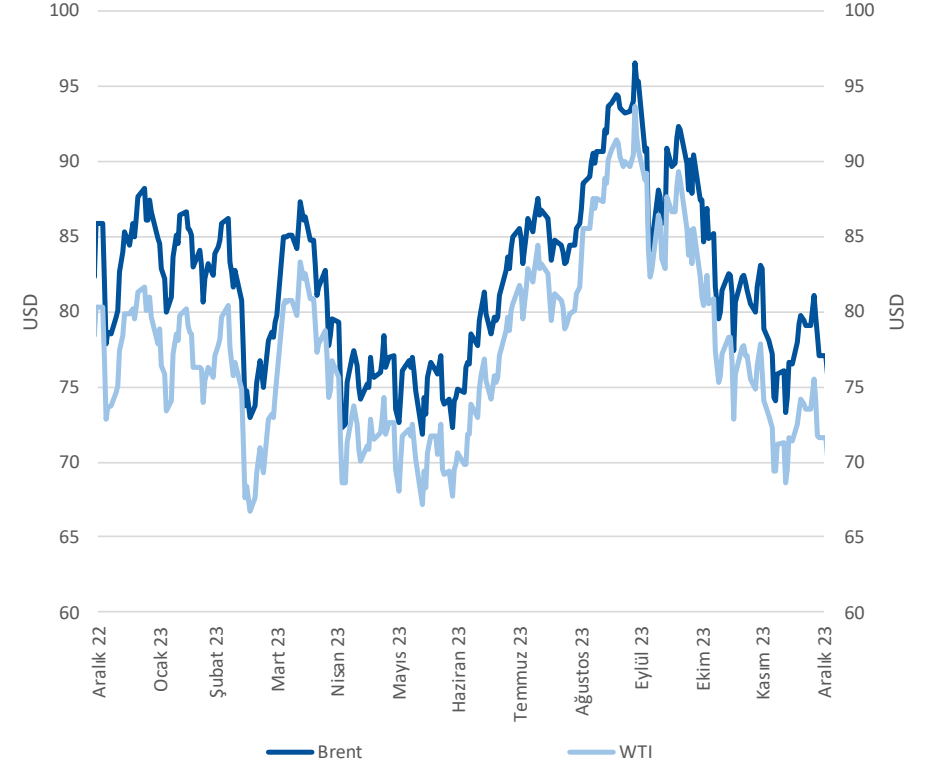
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

Seçilmiş değerli metaller



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Seçilmiş petrol kontratları



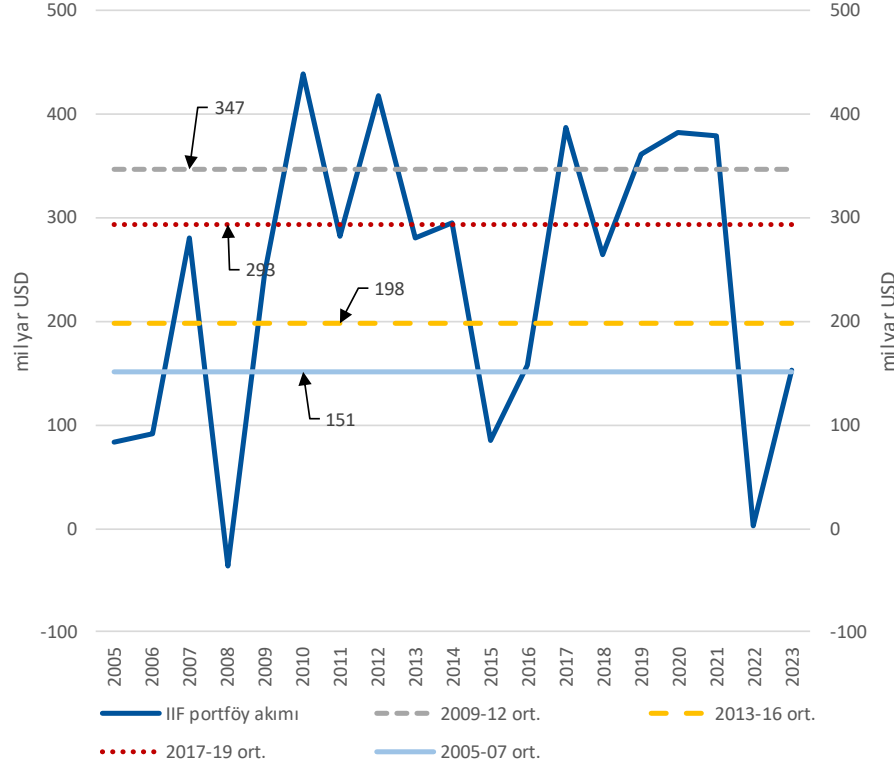
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

■ Fon akımları & Türk varlıkları değerlemeleri

GOÜ portföy akımı

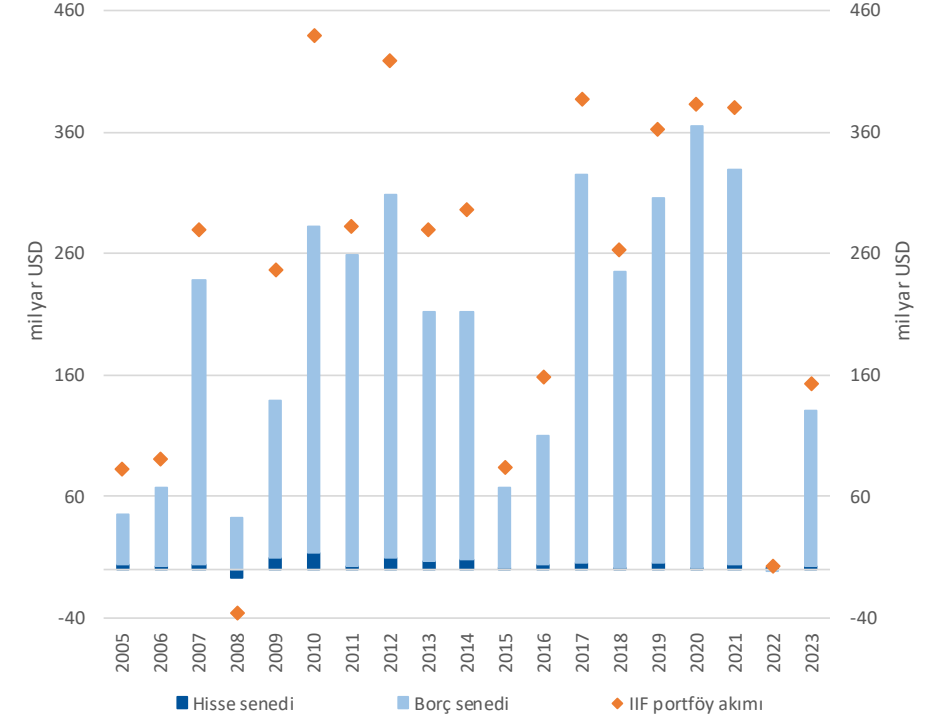
2022'de \$3 milyara kadar gerileyen GOÜ fon akımları, Ocak-Kasım döneminde +\$152 milyar oldu. Söz konusu gelişmede +\$129 milyar ile borç senetleri ana belirleyici pozisyonda yer aldı. 2024'te global cephede beklenen faiz indirimleri ile birlikte *–realize olması durumunda–* tahvillere girişin devam etmesini bekleriz.

IIF portföy akımı, gelişmekte olan ülkeler, dönem karşılaştırması



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, IIF

IIF portföy akımı, gelişmekte olan ülkeler

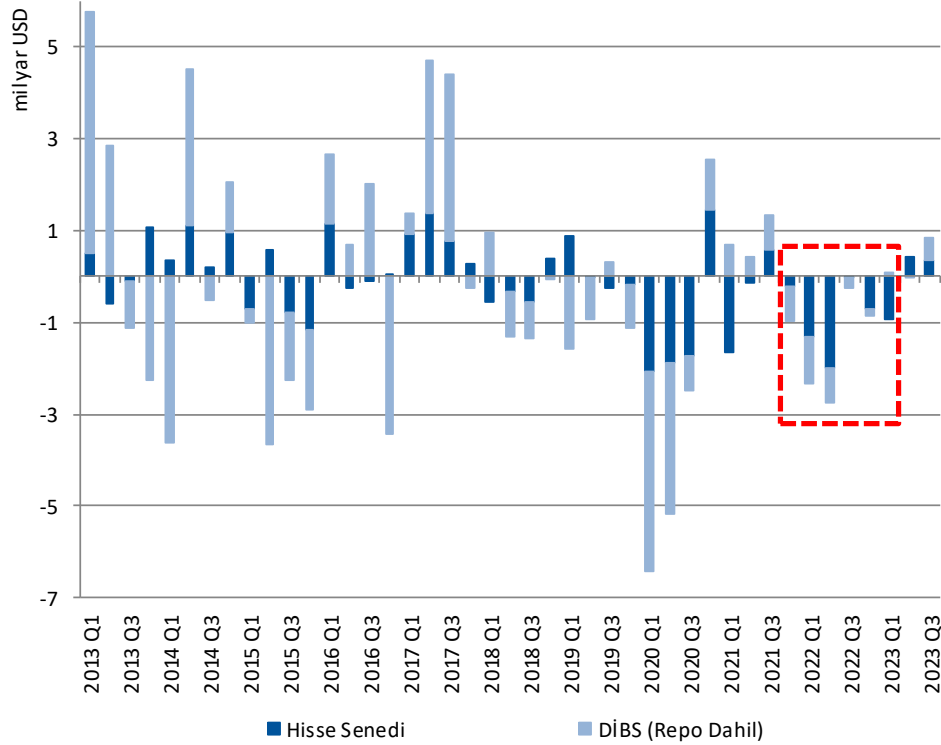


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, IIF

TR portföy akımı

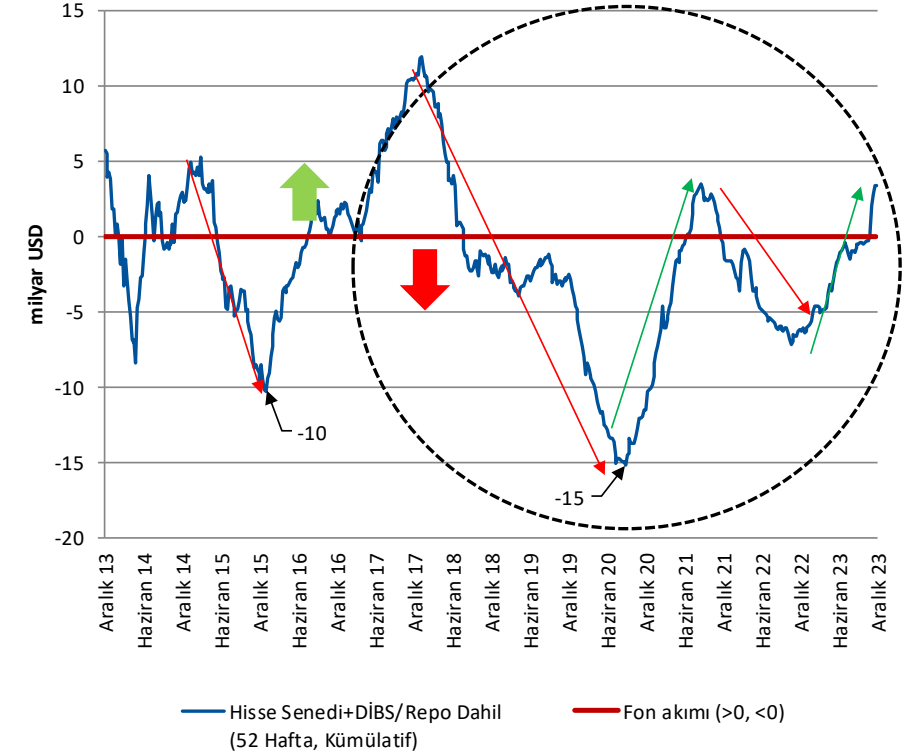
Türk varlıklarına 2017’den bu yana ilk kez iki çeyrek üst üste yurt dışı yerleşikler nezdinde para girişi olan bir dönemden geçiyoruz. TCMB verileri 3Ç ve 4Ç’de toplamda \$3.8 milyar girişe işaret ederken, son 52 hafta toplamında ise \$3.3 milyar ile 2021’den bu yana fon girişleri artıya dönmüş durumda. Söz konusu eğilimin 2024’te devamını bekliyoruz.

TCMB yurt dışı yerleşik, hisse senedi & DİBS, çeyrek dönem kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri, hisse & DİBS (repo dahil), 52 hafta kümülatif

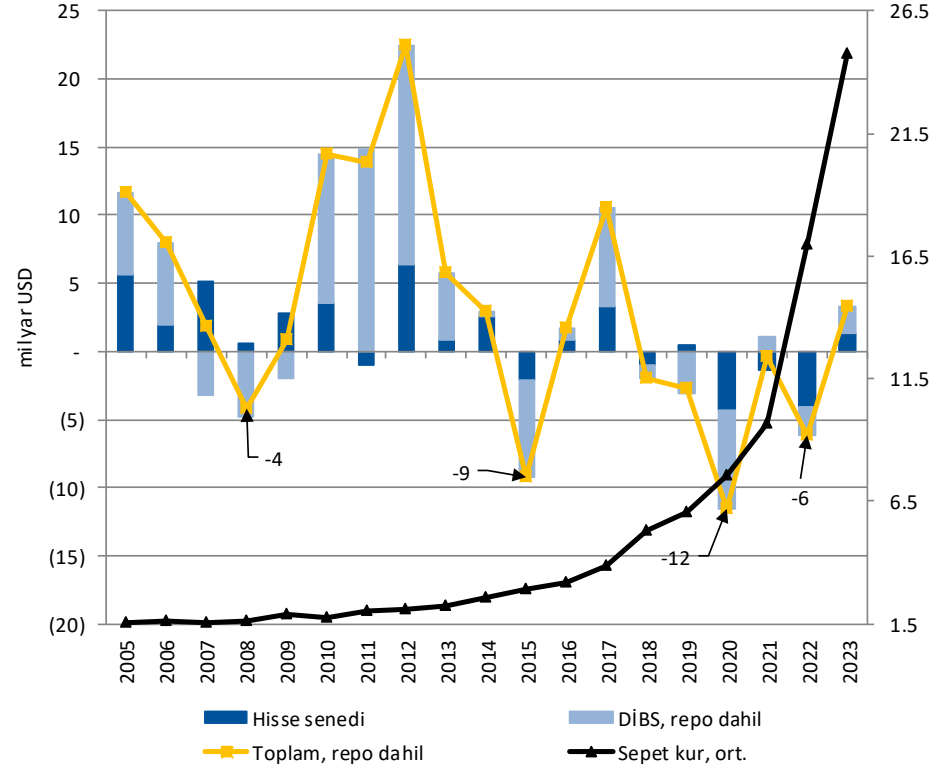


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

TCMB'nin kur etkisinden arındırdığı rakamlar yıllık bazda hisse+DİBS (repo dahil) \$3.3 milyar para girişini gösteriyor. Bu, 2017'den bu yana bir ilk. Hatırlatmak gerekirse, 2018-22 döneminde toplam fon çıkışı -\$23 milyar seviyesinde gerçekleşmişti.

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri & ortalama sepet kur

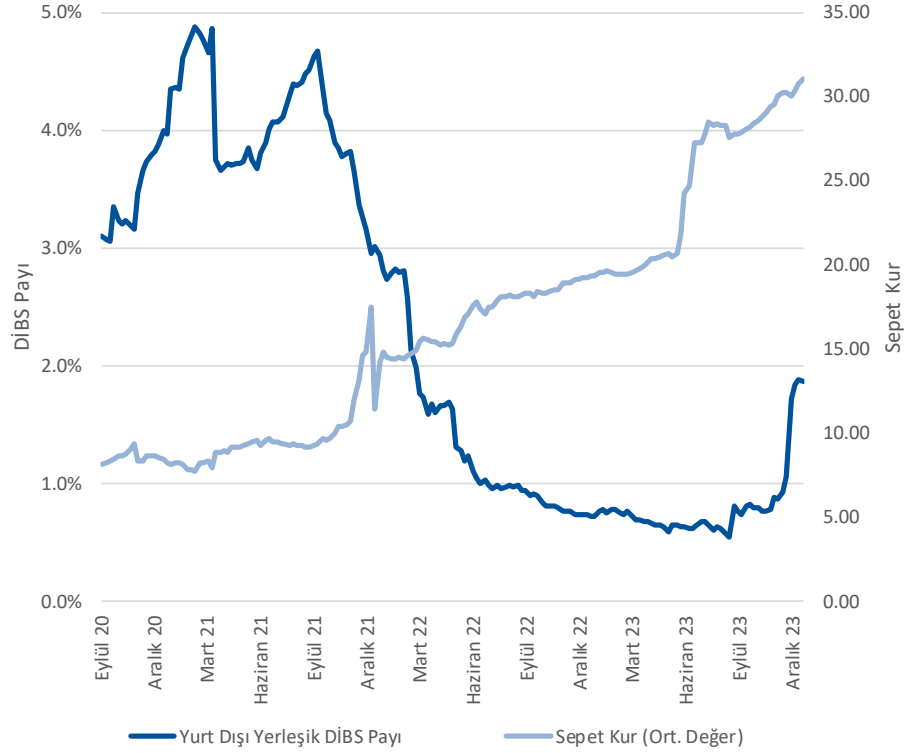


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

DİBS tarafında %30 sınırından %0.5'lere dek gerileyen yabancı payı Hazine ihalelerine olan ilgi paralelinde uzun yıllar sonra yeniden toparlandı ve %2'ye yükseldi.

Yurt dışı yerleşik DİBS payı, sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

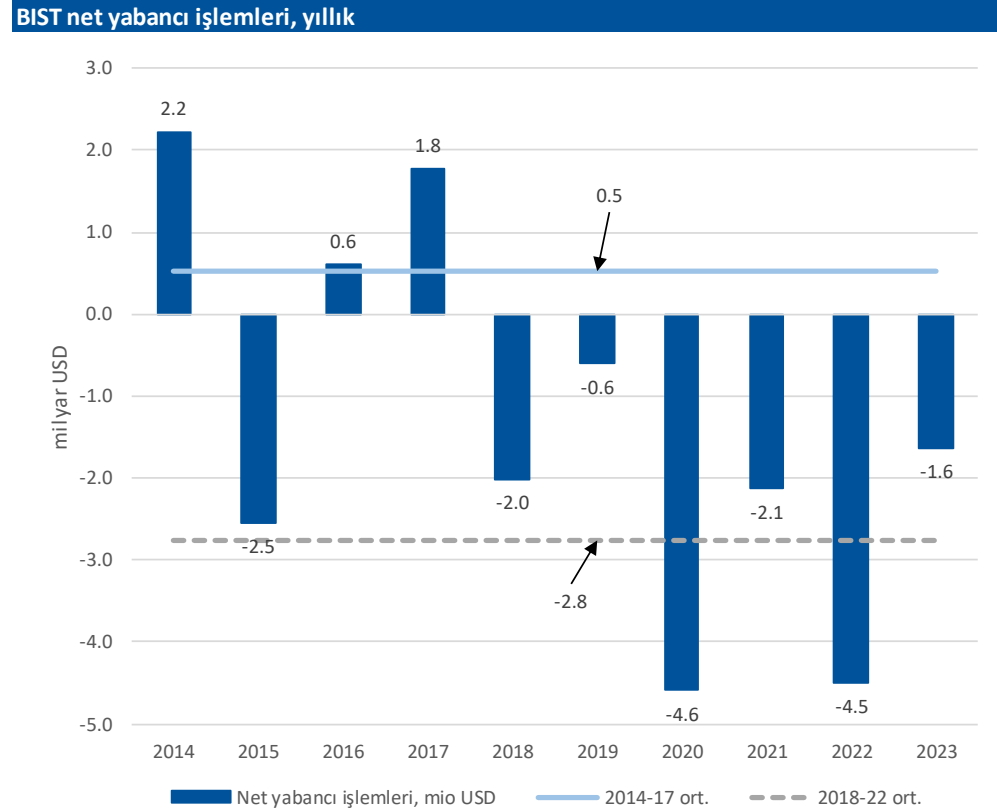
Yurt dışı yerleşik DİBS payı, TR 10y



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB, Bloomberg

TR portföy akımı

BIST tarafından açıklanan verilere göre, net yabancı işlemleri 2018-22 yılları arasında toplamda -\$14 milyar ile şekillenirken, Kasım sonu itibarıyla 2023 rakamı -\$1.6 milyarda bulunuyor. Söz konusu rakamın içerisinde Aralık verisi bulunmuyor ve TCMB'den ayrışıyor. Ancak, aylık bazda sektör-şirket eğilimlerini izlemek adına önemli sinyaller veriyor.

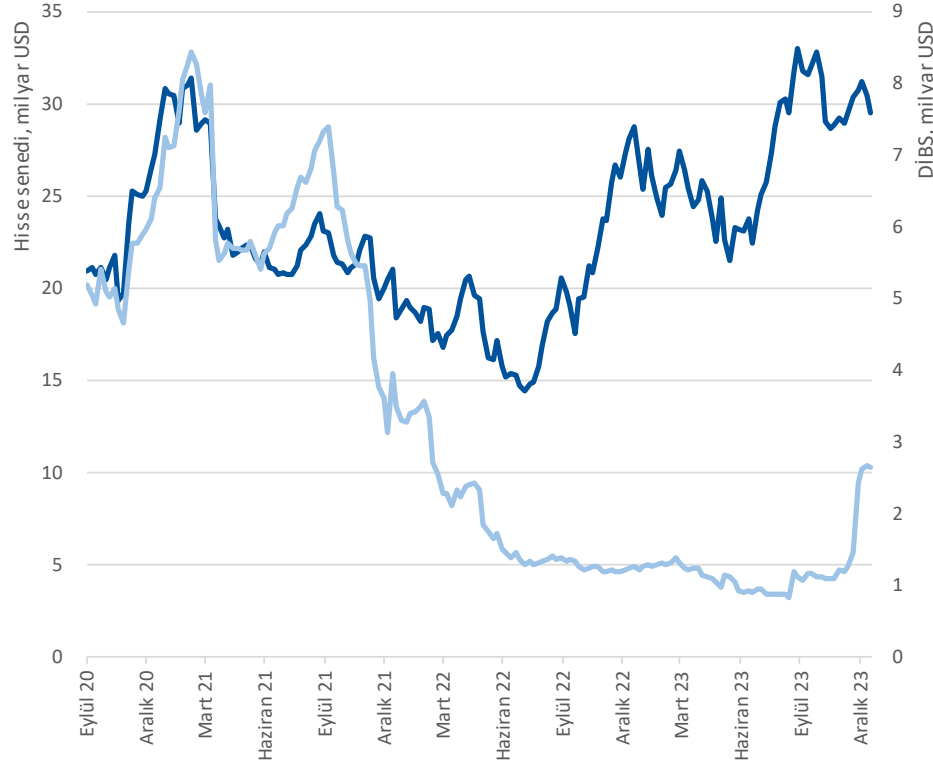


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST

TR portföy akımı

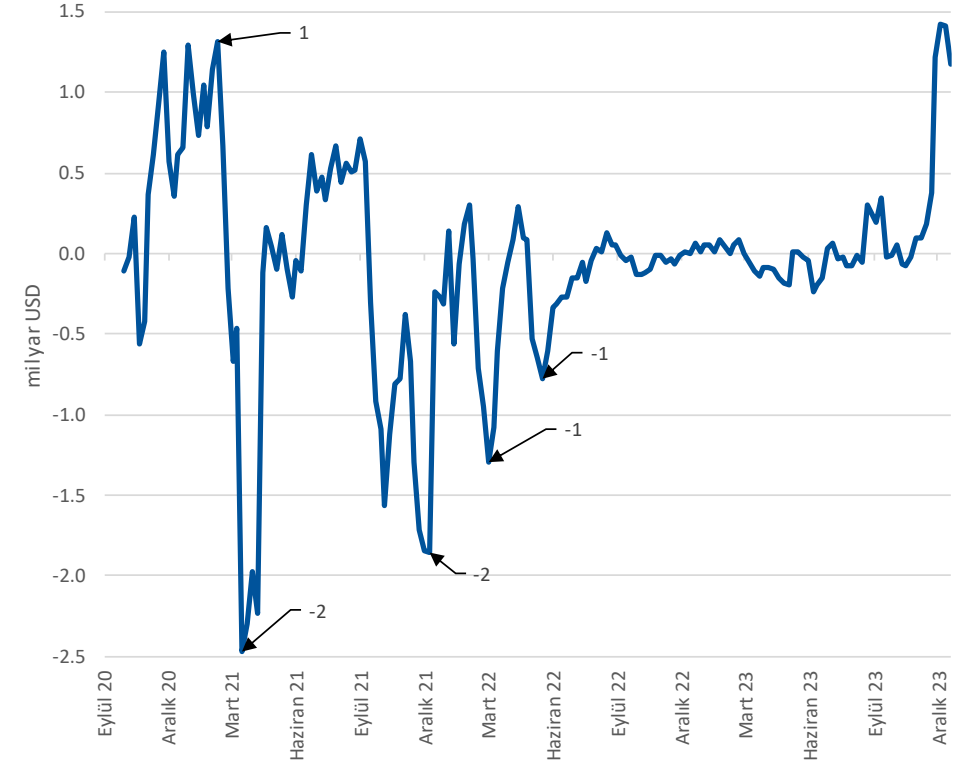
2023'te hisse senedi ve DİBS stokları yurt dışı yerleşikler nezdinde artış gösterirken, özellikle borçlanma senetleri tarafı yılın son diliminde dikkat çekti. Son 4 hafta DİBS'teki değişim \$1.5 milyara yakın.

Yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi & DİBS stok rakamları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, TCMB

Yurt dışı yerleşiklerin DİBS stok işlemleri, 4 hafta toplam değişim

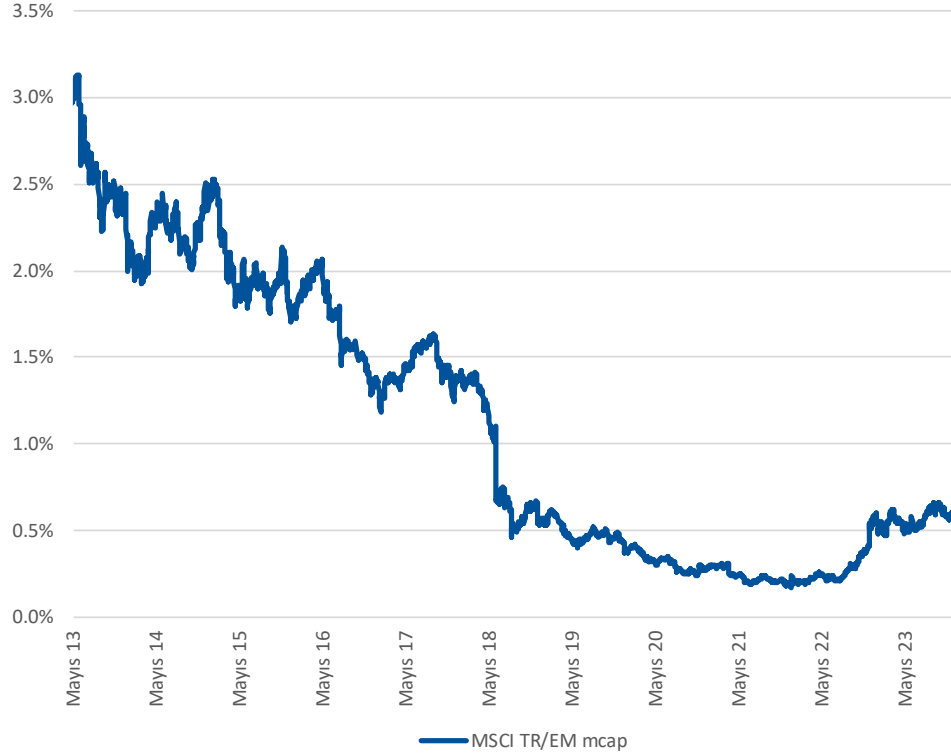


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

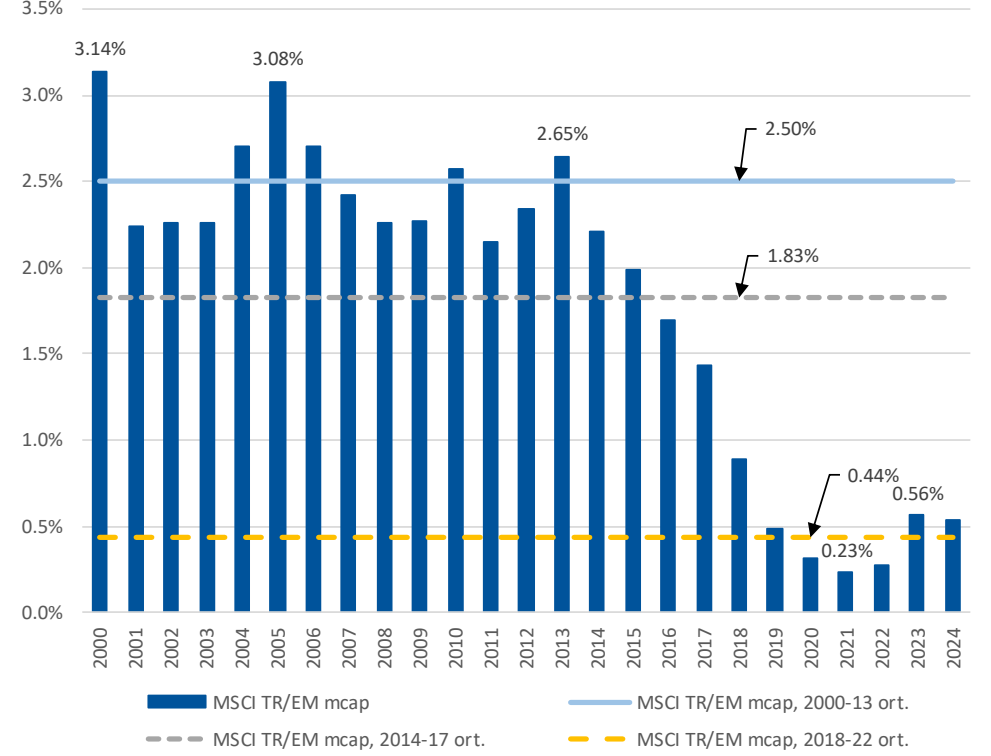
Mayıs 2013'te >%3 olan ve devam eden süreçte yürürlüğe konulan politikalar ve konjoktüre paralel %0.20'nin aşağısına dek gelen Türk varlıklarının GOÜ içerisindeki payı 2023'te %0.50'nin üzerine gelmeyi başardı. Hali hazırda uzun dönem ortalamalarımızın gerisindeki tablonun yakın vadede kayda değer toparlanma göstermesi genel GOÜ bakış açısı ile birlikte zor; ancak, olmaz değil.

MSCI TR/EM mcap, USD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

MSCI TR/EM yıllık ortalama mcap

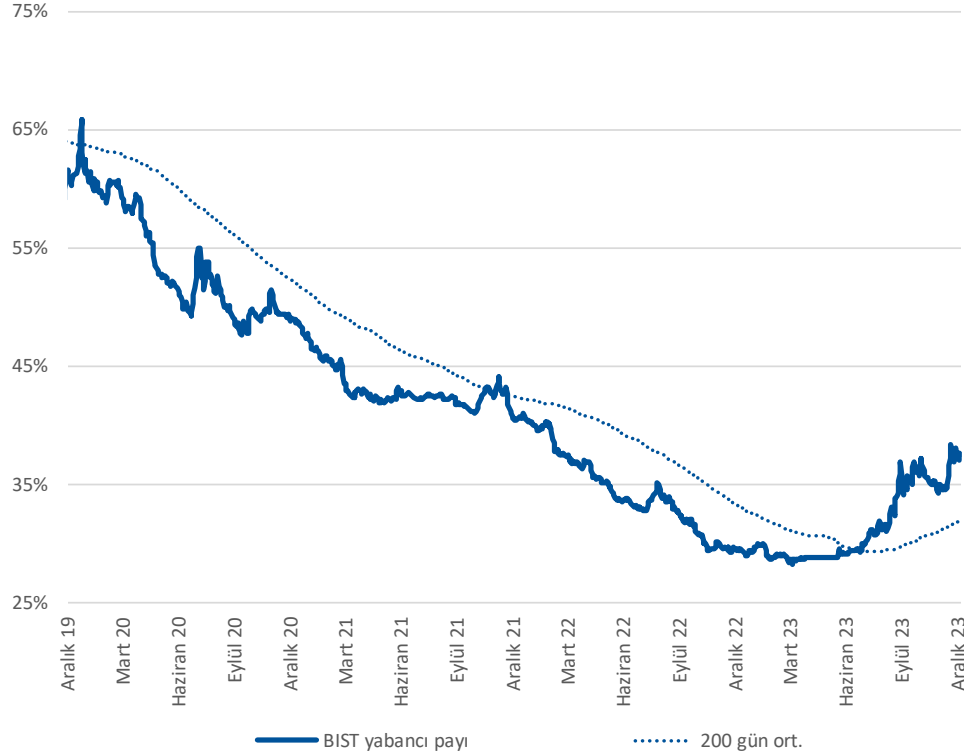


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Yabancı payı

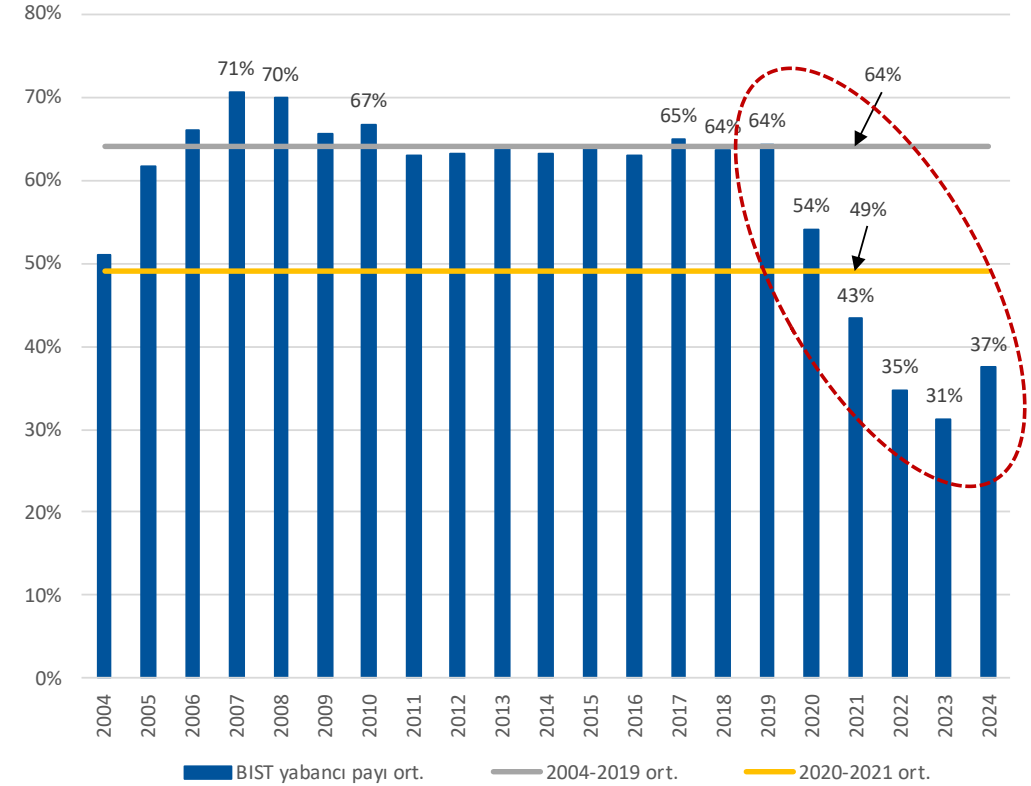
Yabancı payı %37'ye yükselmiş gibi görünse de datayı ayırtırmak önem arz ediyor. Fiili dolaşım oranı düşük, ancak işlem görülebilir nitelikte olan kısmı yüksek ve çoğunluğu yabancı sahiplikte olan şirketleri ayırtarak bakmak çok daha sağlıklı oluyor. Biz, yine de her iki veriye de raporumuzda yer vererek değerlendirmeyi karşı tarafa bırakmak istedik.

BIST yabancı payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks

BIST yabancı payı ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks

Yabancı payı

Farklı kanallardan sağladığımız datalardan yaptığımız «arındırılmış yabancı payı» hesaplamaları %28-29 civarında bir orana işaret ediyor. Söz konusu rakam, seçim sürecinde %27 civarında seyrederken, yaz aylarında %25 bölgesine doğru geri çekilmişti. Paydaki sınırlı yükselişin, son çeyrekteki yabancı girişini de teyit ettiğine inanıyoruz.

QNB hariç BIST yabancı oranı, 5 gün ort.

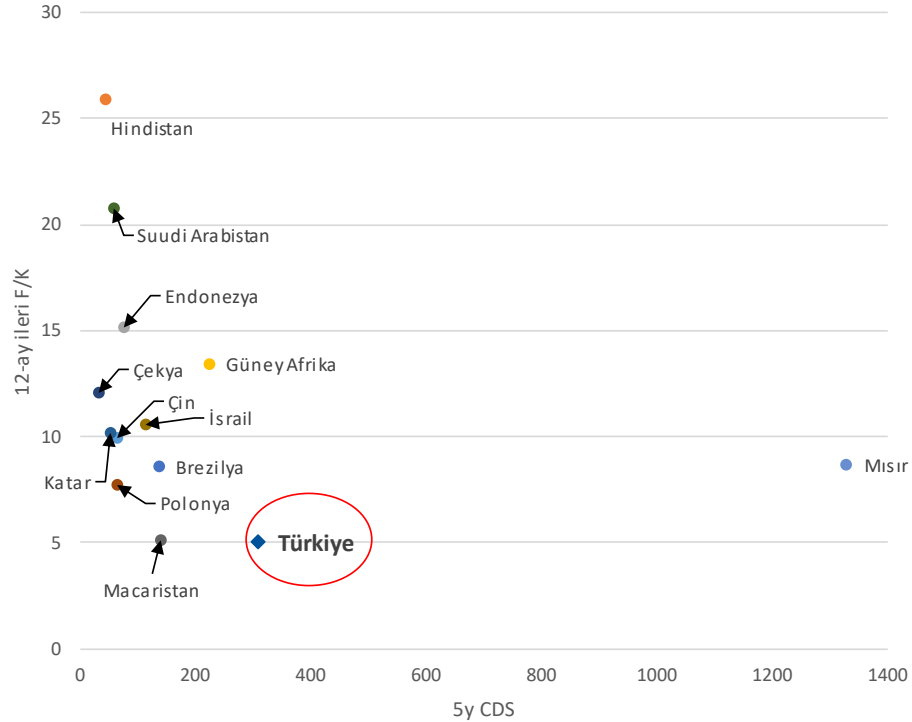


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks, MKK

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

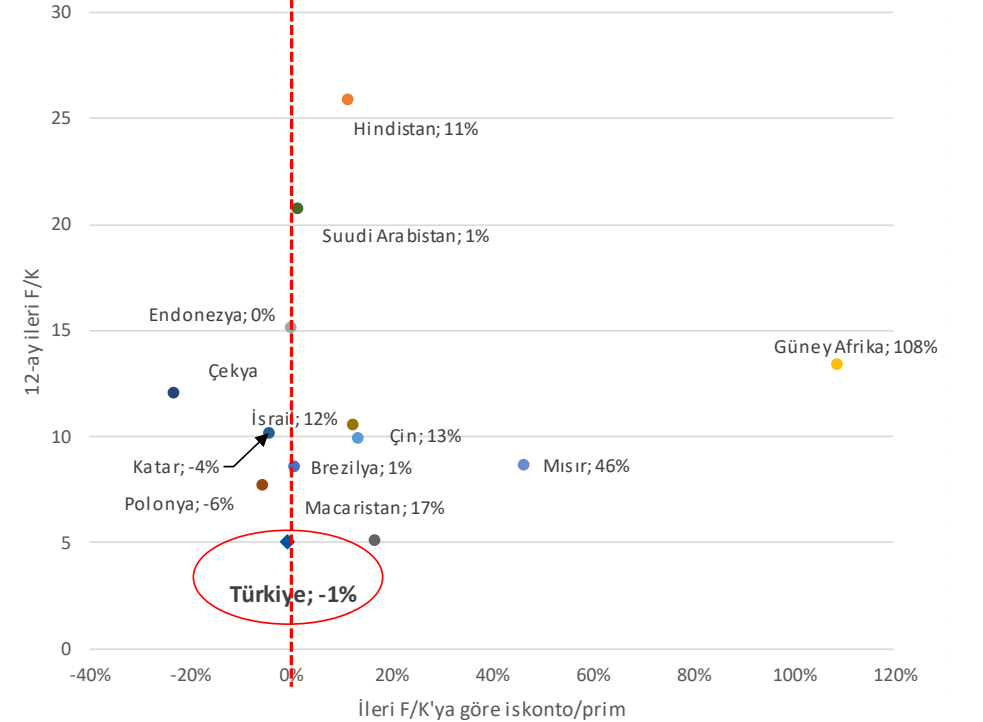
12-ay ileriye dönük F/K seviyesi açısından Türk varlıkları iskonto barındırıyor. Ancak, Çekya ve Polonya bu değerlemeyi zorlamaya iki önemli aday. Ülke risk primindeki azalışın devam etmesi ve emsallerimize yakınsama göstermesi senaryosu varlıkların barındırdığı alım potansiyeli açısından da kritik.

Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler için CDS ve 12-ay ileri F/K değerleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler için 12-ay ileri F/K ve cari değere göre iskonto/prim değerler

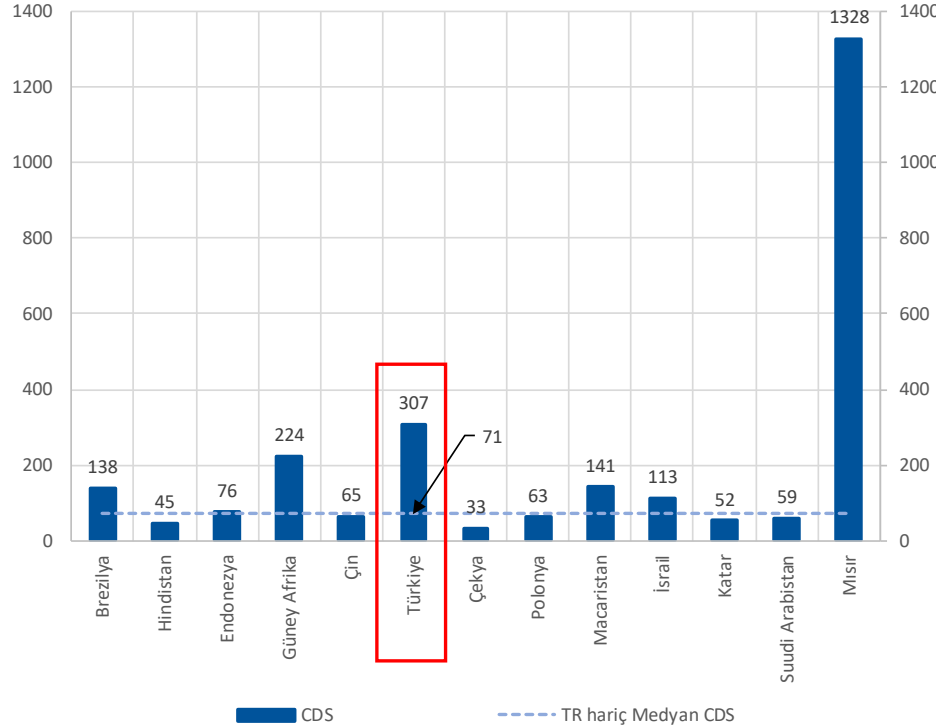


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

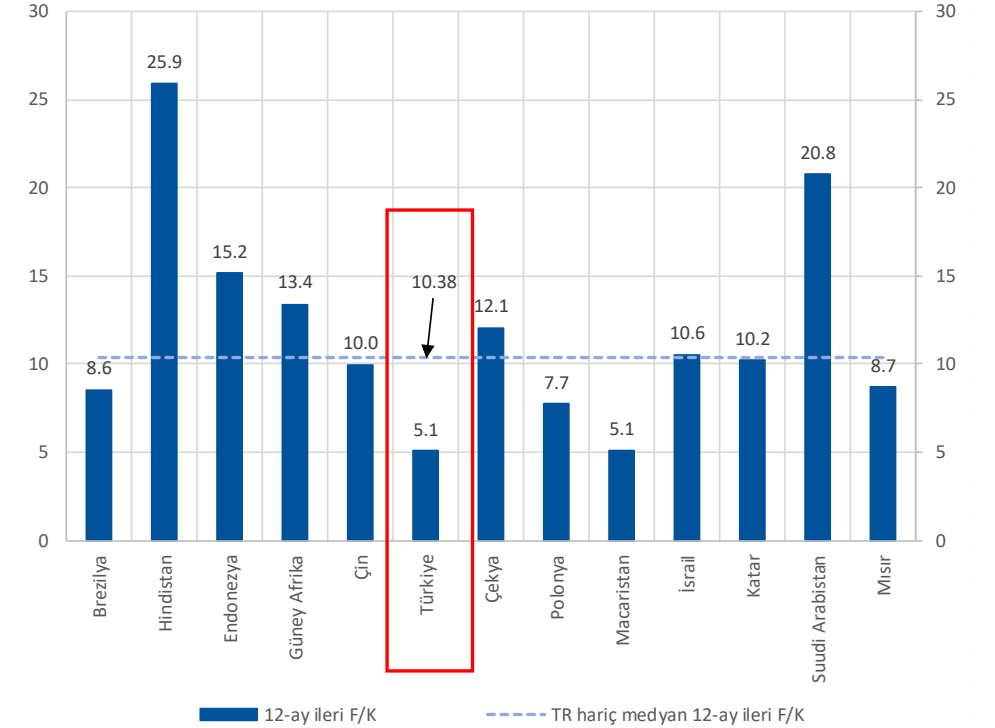
12-ay ileriye dönük F/K seviyesi açısından Türk varlıkları, son yıllarda olduğu üzere, seçilmiş emsallerine kıyasla ciddi iskonto barındırıyor. Genel endeks seviyesi ve özellikle majör hisse senetlerindeki fiyatlamalar yabancı yatırımcı açısından «ekonomik konjonktürdeki değişime ikna süreci tamamlandığında» lira cinsi varlıklardaki pozisyonlarının artırımına imkan tanıyabilir.

Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler için CDS



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş gelişmekte olan ülkeler için 12-ay ileri F/K

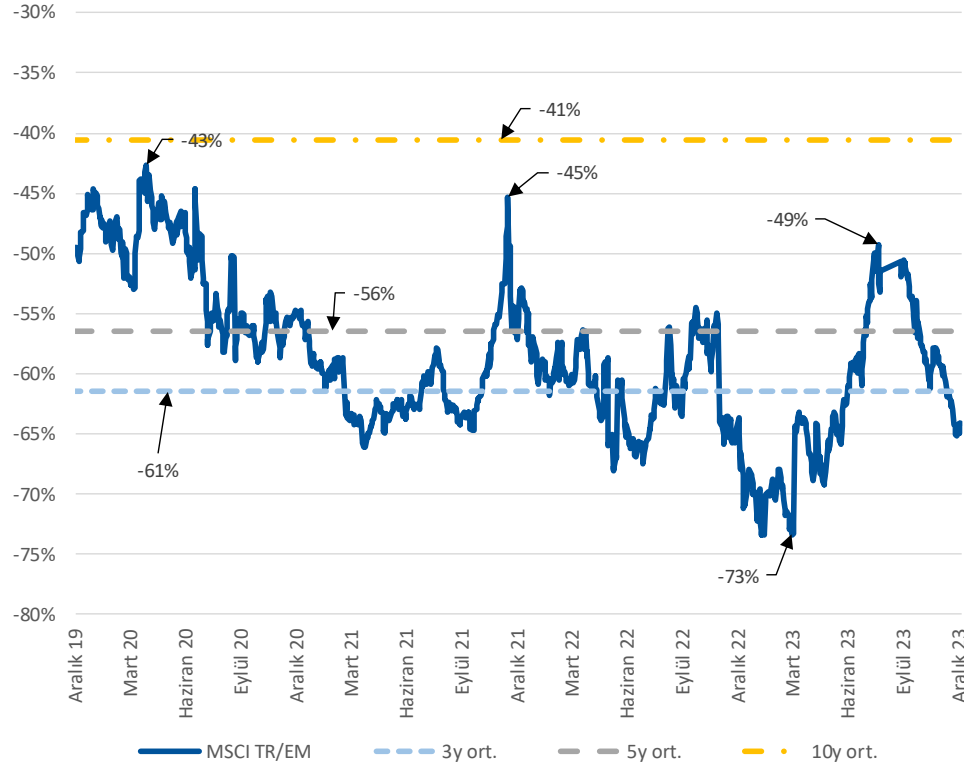


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

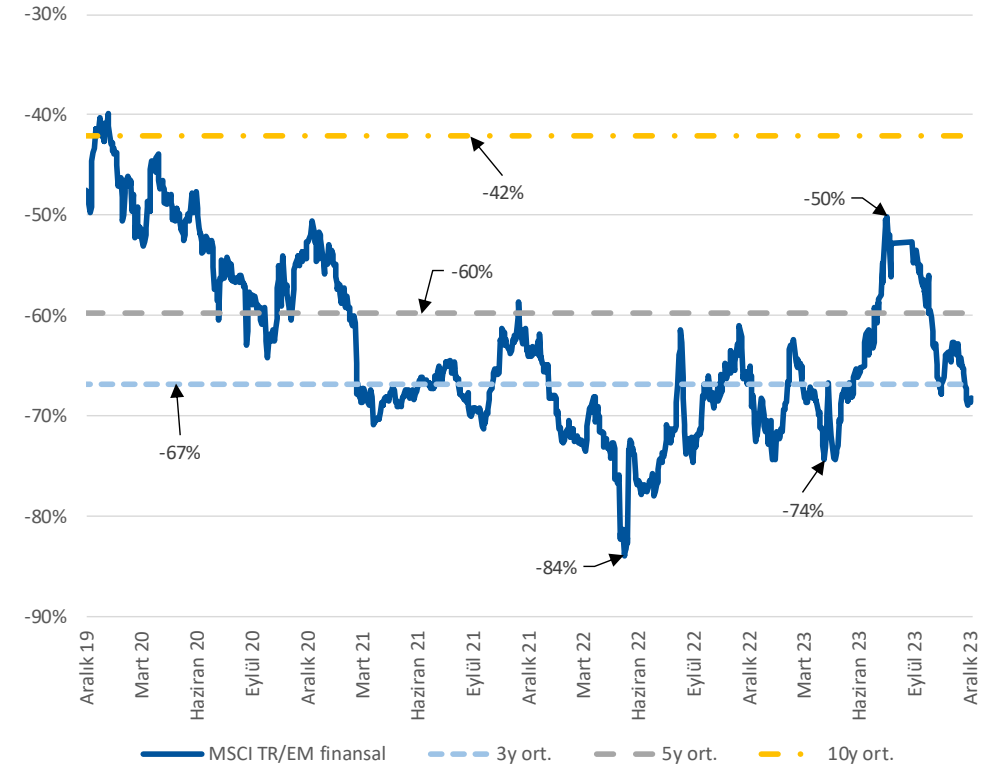
2023'te Türk varlıklarına yabancı bakışı ve fiyatlaması olarak dikkatimizi çeken birkaç önemli unsur oldu: i) genel endeks olarak belirli iskonto oranlarını geçmekte zorlandık (%-50) ii) piyasa henüz iskontonun ciddi anlamda kapatılmasına inanabilmiş değil iii) ancak, algıdaki toparlanma en önemli değişken iv) finansal hisseler –özellikle bankalar- genel endekse bakışta pozitif ayrışma riski (%-70 civarı) taşıyor

MSCI TR & MSCI EM, F/K



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

MSCI TR & MSCI EM, finansal, F/K

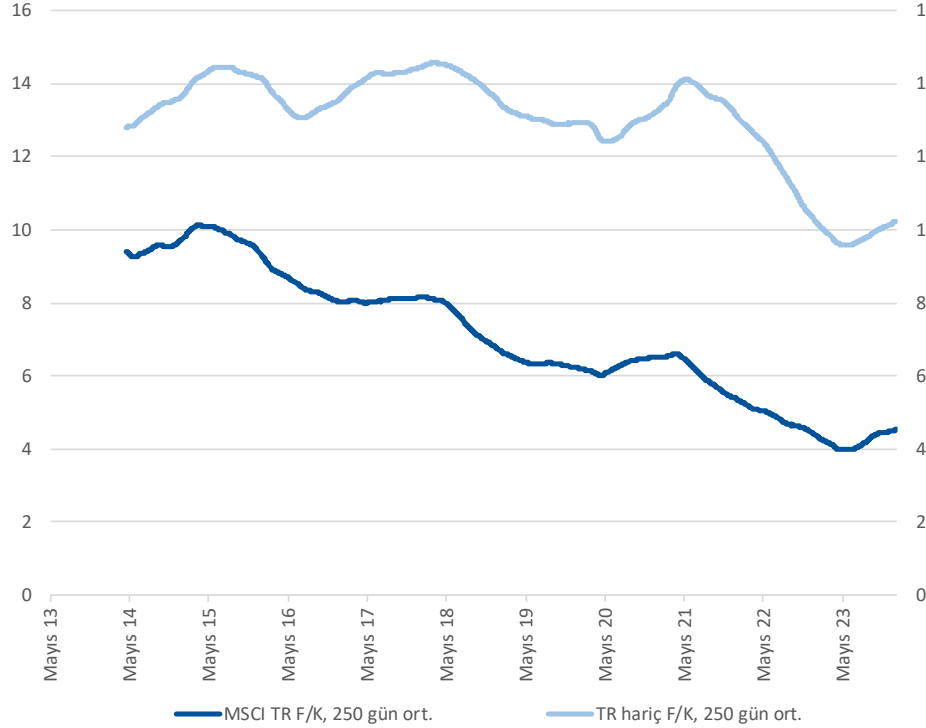


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

Seçimler sonrasında kapanmaya başlayan ülke iskontosu artık sektörler arası değişim şeklinde ilerliyor. 2024'te bu durumun devam etmesini bekliyoruz.

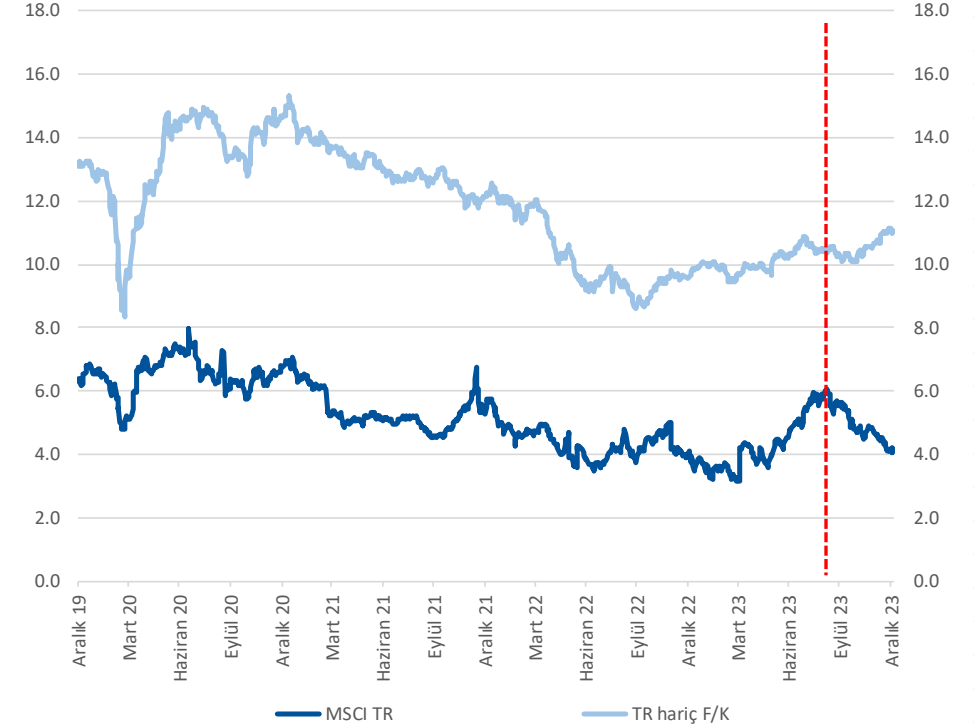
MSCI TR endeksinin seçilmiş GOÜ ülkeleriyle F/K karşılaştırması, Mayıs 2013-



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş ülkeler: Güney Afrika, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Şili, Kolombiya, Polonya, Çekya, Romanya, Meksika

MSCI TR & seçilmiş emsal ülkeler F/K karşılaştırması, Aralık 2019



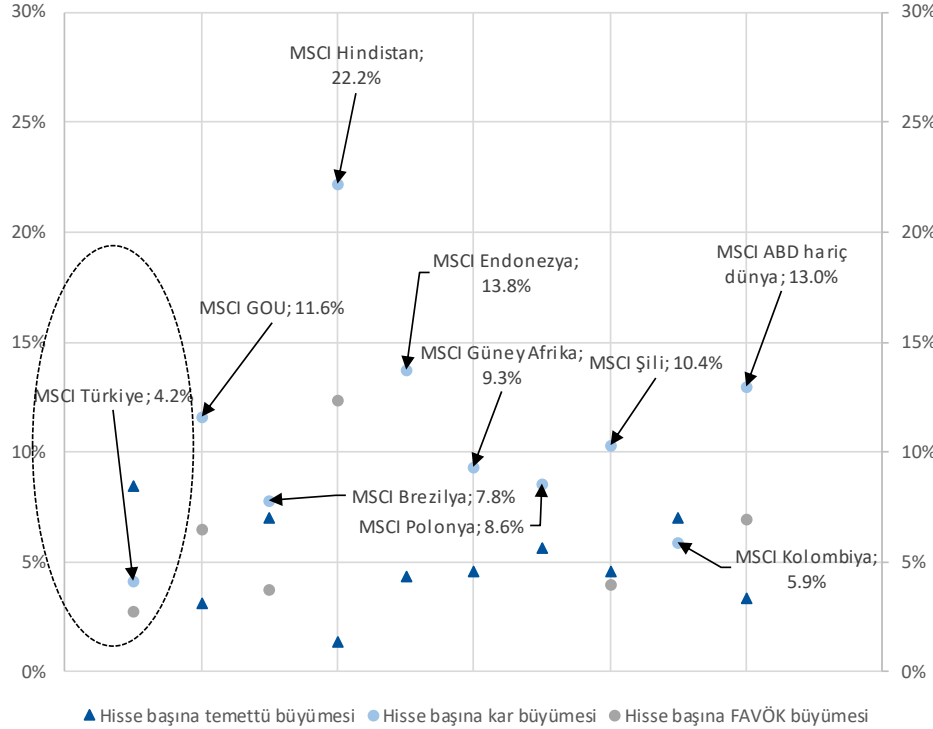
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş ülkeler: Güney Afrika, Brezilya, Hindistan, Endonezya, Şili, Kolombiya, Polonya, Çekya, Romanya, Meksika

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

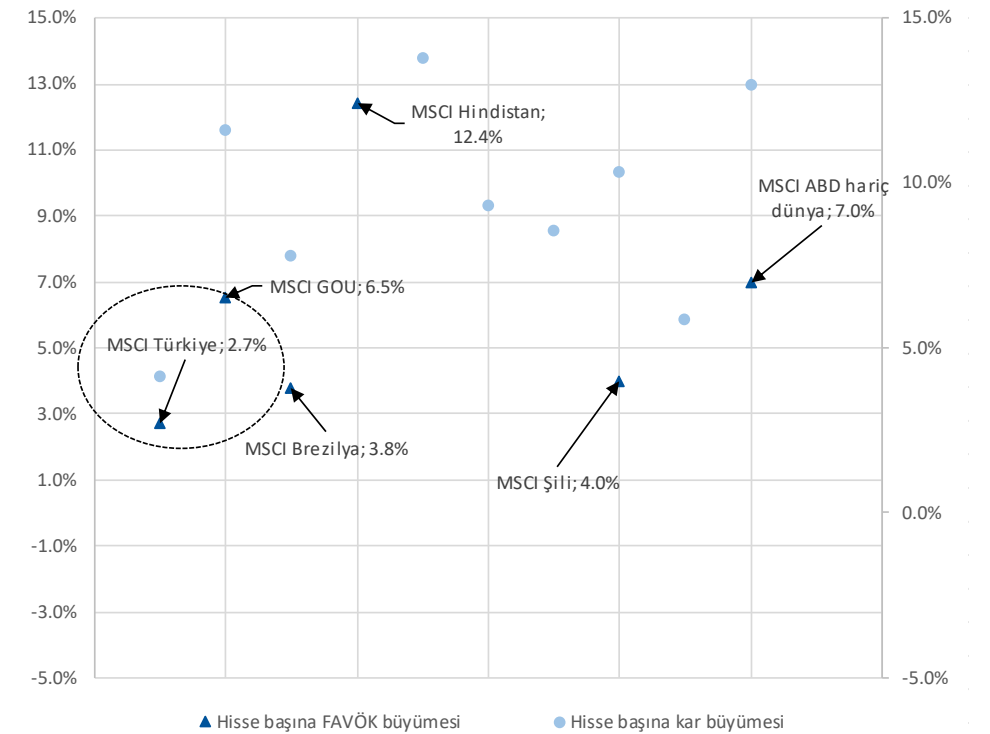
Konsensüs fiyatlamalara gelecek dönem için (12 ay ileriye dönük) baktığımızda hisse başı kar (HBK) büyümesinde emsallerimizin sunduğu avantajlı alan bize göre daha fazla. Aynı durum FAVÖK tarafı için de geçerli. Seçimler sonrası oluşan «yeni hikaye» buradaki makası kapatmamıza yardımcı olabilir. Kritik nokta: ikna.

Seçilmiş MSCI endekslerine ait konsensüs büyüme beklentileri (12 ay ileriye dönük)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg
Tamamı için USD cinsinden, 5 Ocak 2024 kapanışı itibarıyla.

Seçilmiş MSCI endekslerine ait konsensüs büyüme beklentileri (12 ay ileriye dönük)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg
Tamamı için USD cinsinden, 5 Ocak 2024 kapanışı itibarıyla.

■ Kredi notu & CDS | TR-GOÜ

Kredi notu & CDS

Mayıs seçimlerinin ardından paylaştığımız «2023'te önce görünüm değişikliği, devamında kredi notu artışları» düşüncemizin bir kısmı gerçekleşti. 2024'te ülke kredi notlarında artış beklentisine sahibiz. Yatırım yapılabilir ülke notu düzeyine ulaşmamız için gidilecek yol şu aşamada uzun ve meşakkatli; ancak, bitmez değil.

Kredi notu değerlendirme sınıfları-uzun dönem (Long Term)

	Not seviyesinin tanımlaması	S&P Pozitif	Moody's Durağan	Fitch Durağan
Yatırım yapılabilir (Investment Grade)	En yüksek derece (Prime)	AAA	Aaa	AAA
	Yüksek derece (High Grade)	AA+	Aa1	AA+
		AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
	Orta yüksek derece (Upper medium Grade)	A+	A1	A+
		A	A2	A
		A-	A3	A-
	Orta düşük derece (Lower Medium Grade)	BBB+	Baa1	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
		BBB-	Baa3	BBB-
Önemsiz (Junk)	Yatırım yapılamaz-spekülatif (Non investment Grade Speculative)	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
		BB-	Ba3	BB-
	Yüksek spekülatif (Highly Speculative)	B+	B1	B+
		B	B2	B
		B-	B3	B-
	Yüksek riskli (Very High Risk)	CCC+	Caa1	CCC
		CCC	Caa2	
		CCC-	Caa3	
	İflasa yakın (Very near to default)	CC	Ca	CC
		C		C
		C		C
	İflas (In default)	SD/D	C	RD/D

Türkiye'nin kredi notu seviyesini ifade etmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kurumlar

İflas seviyeleri kurumlar arasında tanımlamada ve karşılıklı denk gelmede farklılık gösterebilmektedir. (C sınıfı notlarda)

Kredi notu & CDS

Türkiye ve seçilmiş GOÜ üyelerine ait kredi notu, CDS kapanışları ve değişimler

Seçilmiş Ülkeler	S&P	Moody's	Fitch	CDS (5Y, USD, bp)	CDS, 30.12.2022	Değişim
Türkiye	B	B3	B	283	510	-227
Güney Afrika	BB-	Ba2	BB-	202	250	-48
Brezilya	BB	Ba2	BB	133	254	-121
Hindistan	BBB-	Baa3	BBB-	44	108	-64
Endonezya	BBB	Baa2	BBB	70	104	-34

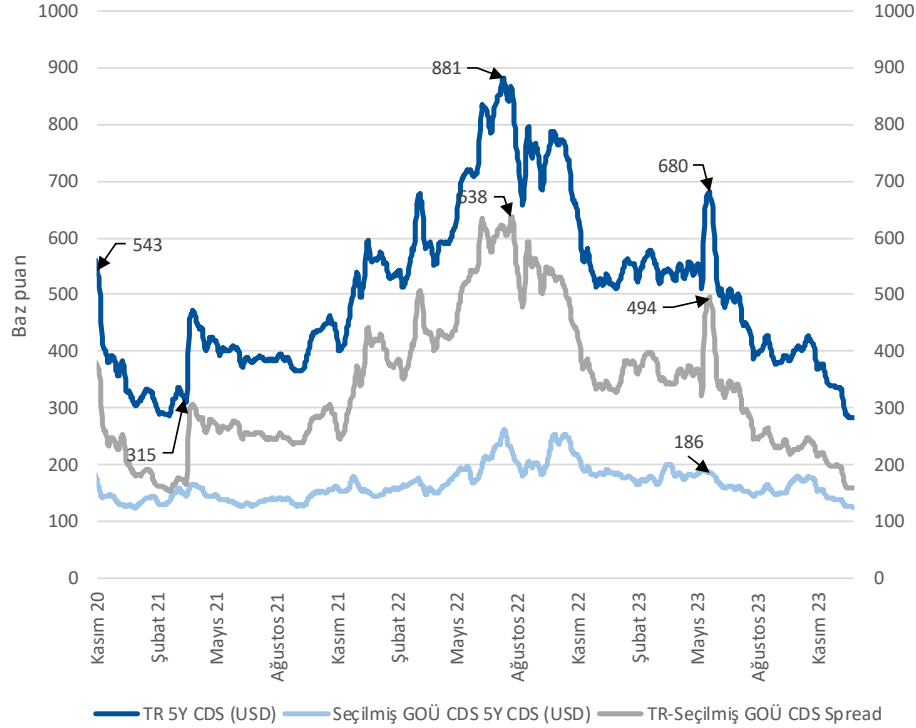
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

CDS değerleri 29.12.2023 kapanışlarına aittir.

CDS

Türkiye risk primindeki geri çekilmekten son derece mutlu ve gelecek açısından da umutluyuz. Mevcut politika uygulamaları ve tercih edilen iletişimin kalıcı hale geldiği düşüncesinin yabancı yatırımcıda ikna mekanizmasını güçlendirmesi durumunda 2024'te <200bp eğilimi olasılığını göz ardı etmiyoruz. Bu, aynı zamanda, en azından risk primi açısından normalleşmenin de tamamlanması anlamına gelecek.

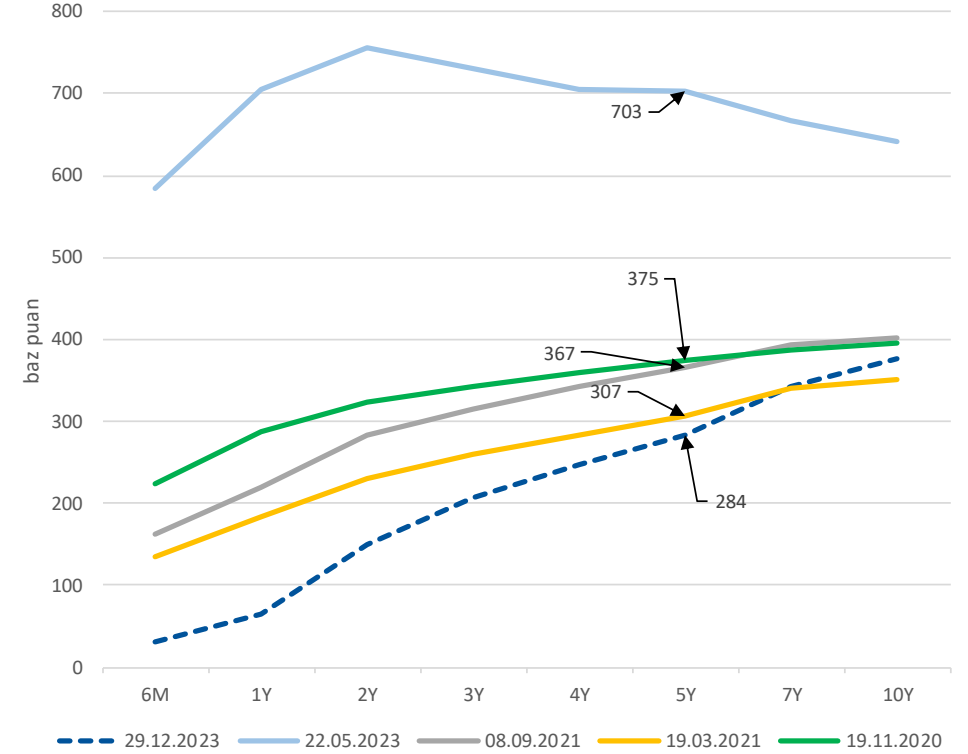
Türkiye & Seçilmiş GOÜ CDS, 5y, 5 gün ort., USD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ: Brezilya, Meksika, Endonezya, Güney Afrika

TR CDS eğrisi, seçilmiş vadeler



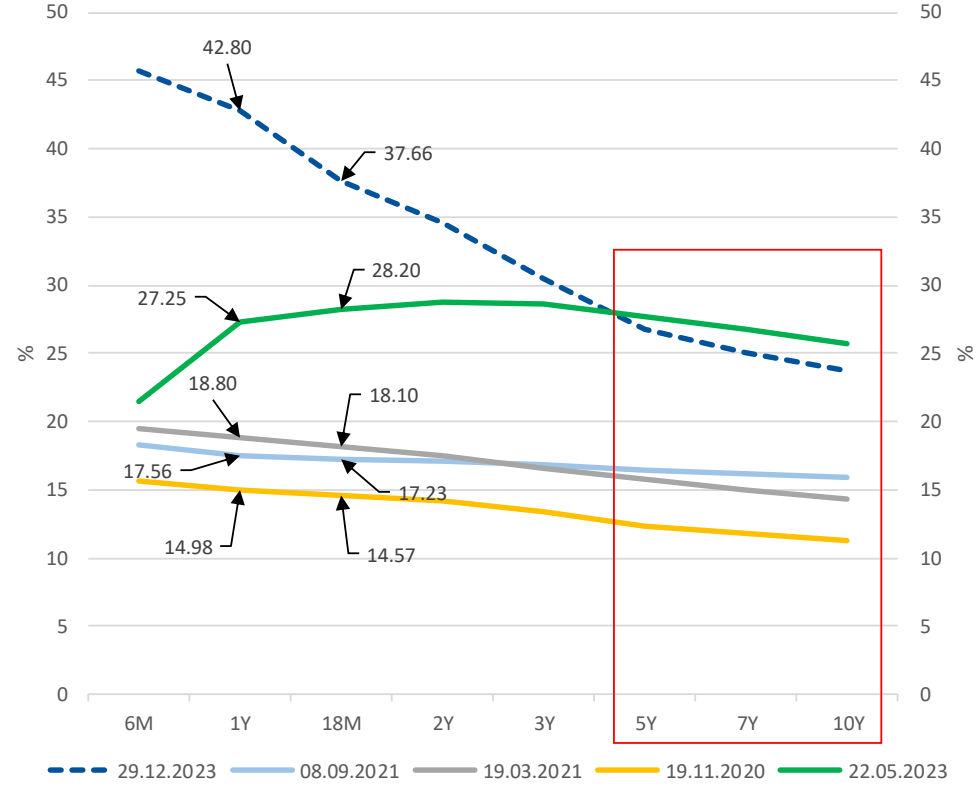
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

■ Faiz

Faiz

Para politikasının normalleşmesi OIS işlemlerinde eğrinin kısa vadede yukarı, uzun dönemde ise aşağı yönde hareketine imkan tanıdı. 1y vadeli beklentiler politika faizi etrafında şekillenirken, yıl kapanışı itibarıyla gelecek 18 ay vadede faizin <%40 olacağı senaryosu ağır basıyor.

TRY OIS eğrisi, seçilmiş vadeler

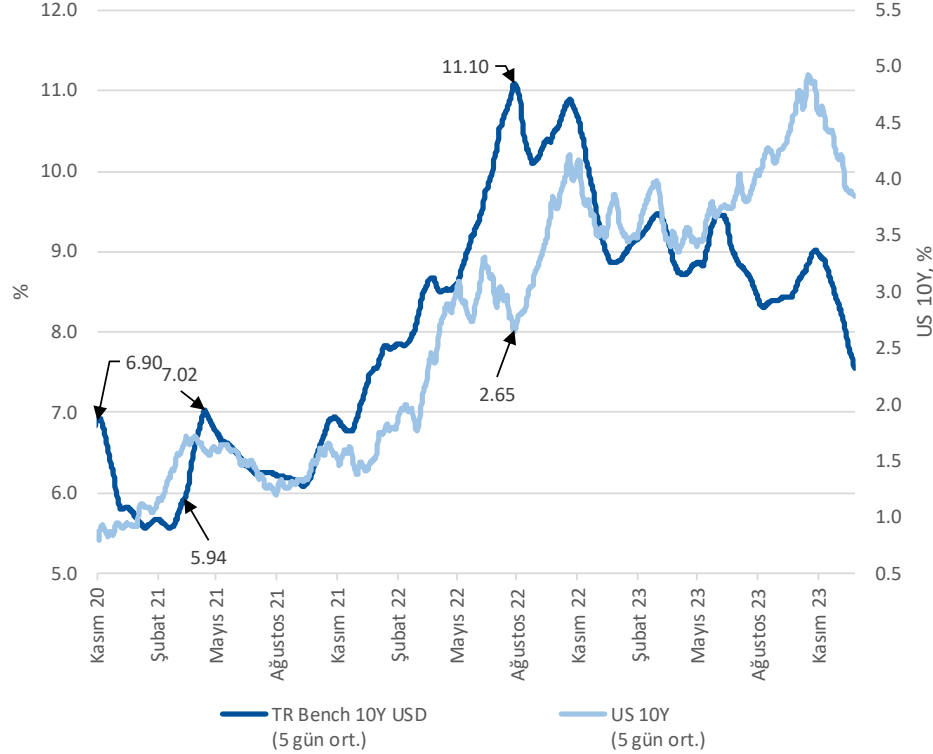


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

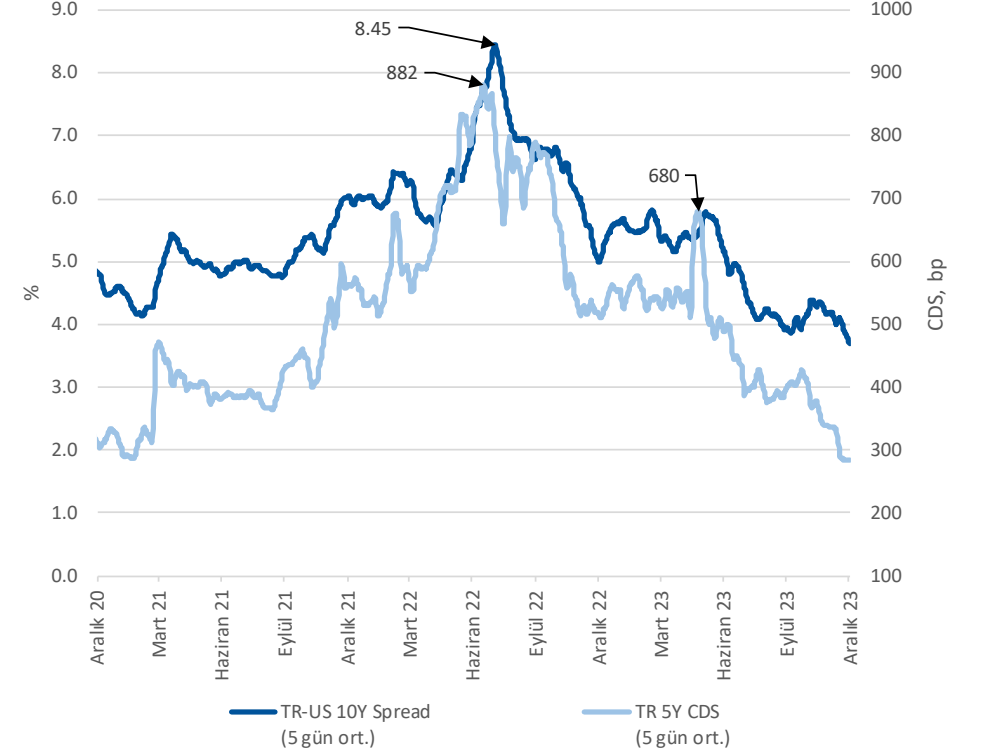
CDS'in eğrinin tüm vadelerinde geri çekilmesi eurobond tarafında ciddi primler yazılmasına olanak tanıdı. 2024'te 5-10y vadeli Türk eurobondlarının portföylerde yer almaya devam etmesini öneriyoruz.

TR & US 10Y



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TR-US 10Y Spread & TR CDS

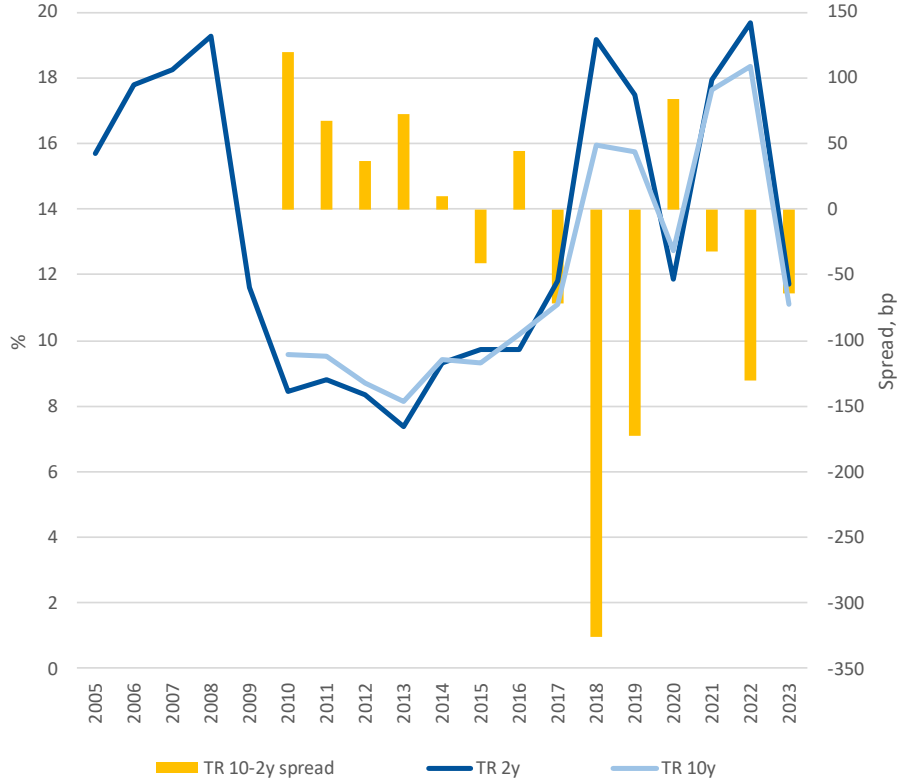


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

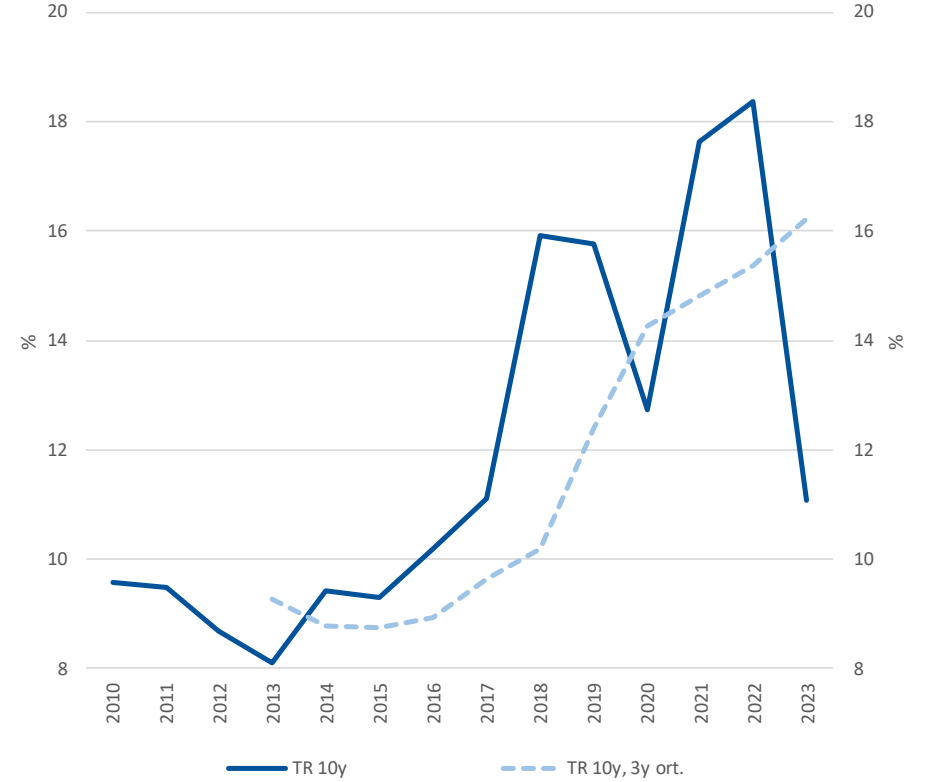
Faiz politikasının değişmesi esas normalleşmeyi Türk tahvil faizlerinde gerçekleştirdi ve 10y tahvilde %30 civarına hareket edilmesine imkan tanıdı. 2y vadeli gösterge ise %40 bölgesine evrildi. Likiditenin son yıllarda ciddi anlamda azaldığı Türk tahvil piyasası işlemlerinde Kasım-Aralık döneminde ihalelerde uzun bir aranın ardından yabancı ilgisi olurken, faizler kısmen geri çekildi.

TR benchmark spreadler, yıl ortalamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

TR 10y benchmark & 3y ort.

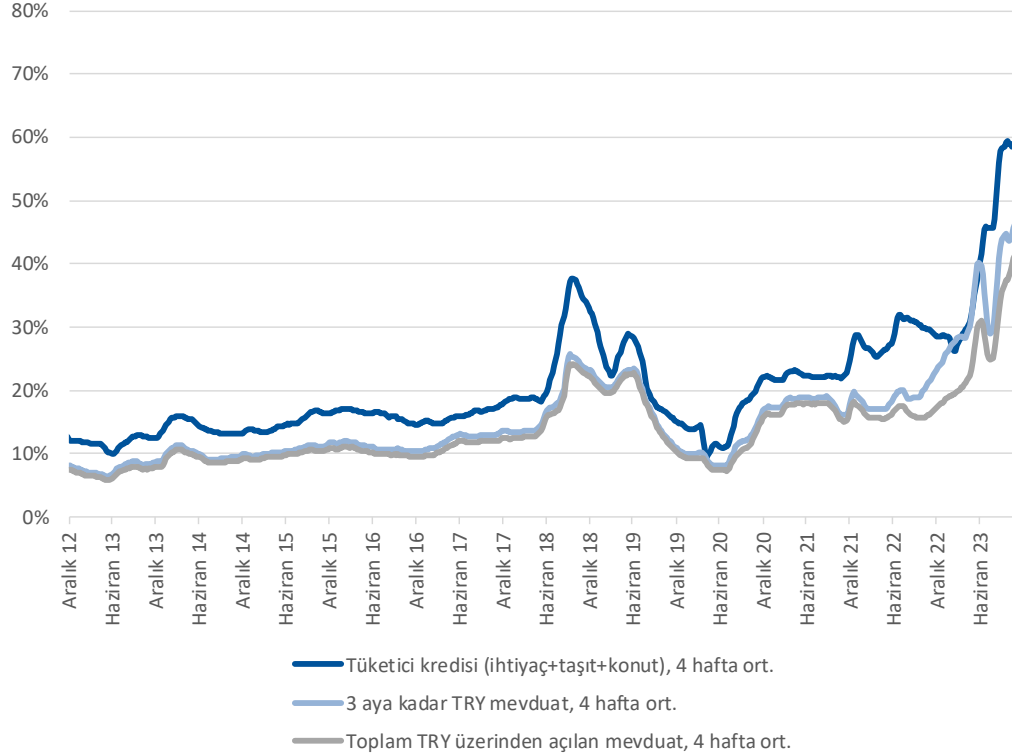


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

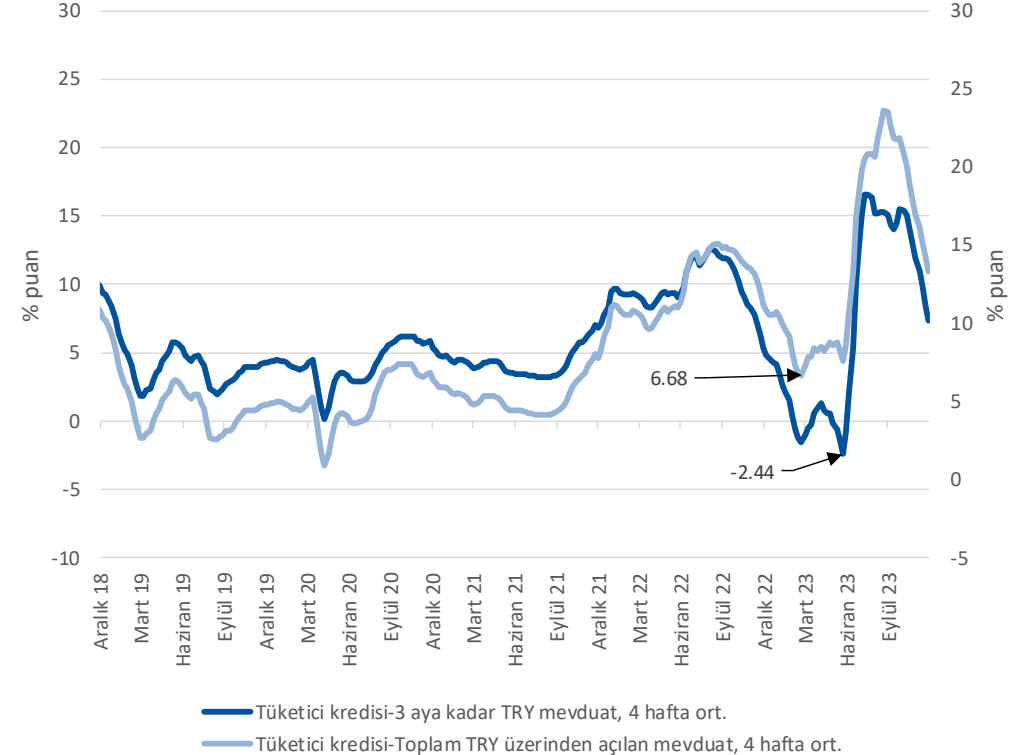
Eylül ayında paylaştığımız Strateji Güncelleme Raporumuzda devreye alınan regülasyonların mevduat faizlerinde artışa neden olacağına değinmiştik. Süreç, beklentilerimiz paralelinde işlerken, son 1 ay içerisinde %45-50 aralığında yataylaşma gözlemledik. Burada TCMB'nin faiz artırımlarını sonlandıracağı şeklindeki iletişimi etkili. Ancak, kredi-mevduat makasında (tüketici) artan mevduat faizi ile daralma var.

Tüketici kredisi & mevduat faizleri seyri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Tüketici kredisi & mevduat faizleri farkı

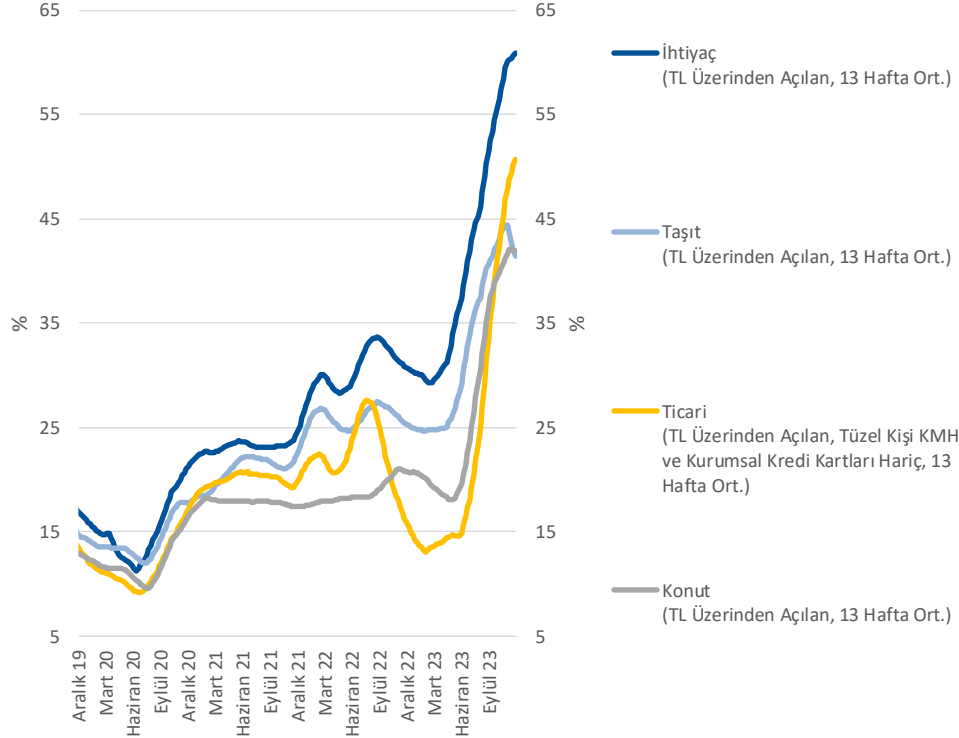


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Faiz

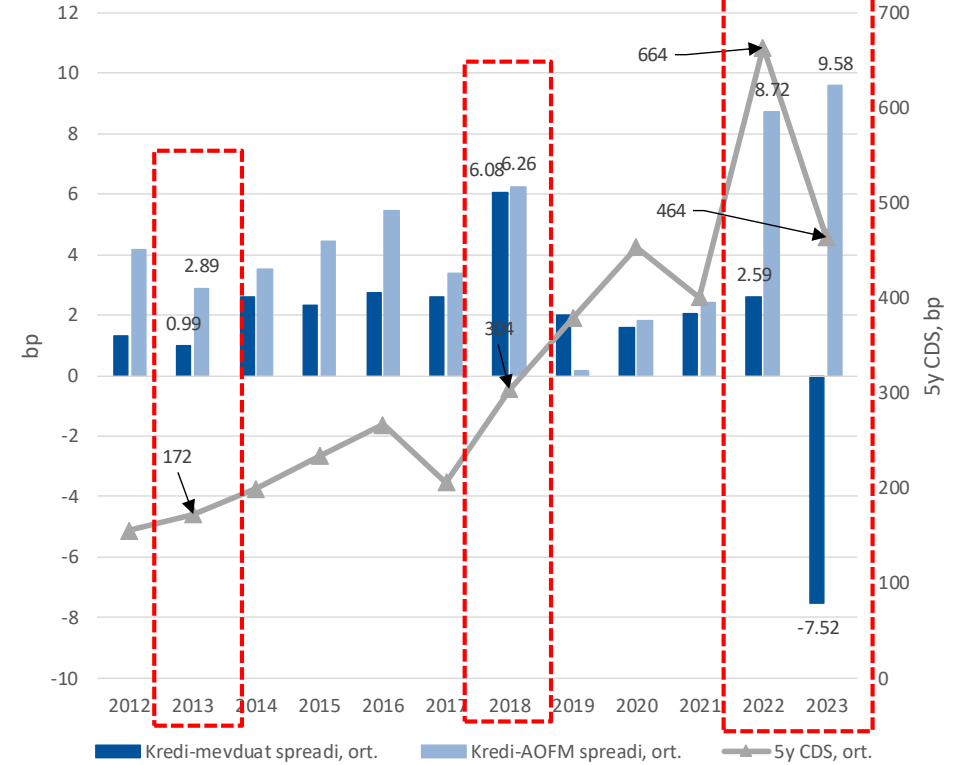
2023'te Türk bankaları faiz marjı baskısı altında kaldılar. Özellikle yılın ilk yarısındaki uygulamalar bankaları baskıladı. Hesaplamalarımız, kredi-mevduat spreadinin ortalamada -7.52 puan seviyesinde gerçekleştiğini gösteriyor. Diğer yandan «ortalama fonlama maliyeti» genel tabloda spreadin dengelenmesine olanak tanıdı.

Kredi faizleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Kredi-mevduat, kredi-AOFM spread ortalamaları & CDS, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Spread hesaplaması için 3 aya kadar TRY mevduat faizi ile TL üzerinden açılan, tüzel kişi KMH ve kurumsal kredi kartları harç ticari faizlerin 4 haftalık ortalamaları üzerinden gidilmiştir.

■ Reel faiz

Reel faiz

Yıllık ortalamalar üzerinden yaptığımız «reel faiz» hesaplamalarımız 2023'te de «yılın ikinci yarısındaki normalleşmeye rağmen» Türkiye'de reel faizin negatif bölgede kaldığını göstermeye devam etti. Öte yandan pandemi sürecinde 2008-09 krizinin aksine gelişmişlerden önce sıkılaşmaya giden seçilmiş GOÜ ülkeleri para politikalarını gevşetme lüksünü elde ettiler.

Reel faiz (%)	Türkiye	Güney Afrika	Brezilya	Hindistan	Endonezya	Rusya	TR hariç grup ortalaması	Türkiye-grup ortalaması
2014-2017 ort.	0.41	0.72	5.29	2.00	1.37	1.59	2.19	-1.78
2018 ort.	1.52	1.99	2.88	2.29	1.85	4.50	2.70	-1.18
2019 ort.	5.16	2.54	2.33	1.92	2.63	2.72	2.43	2.73
2020 ort.	-1.75	1.08	-0.33	-2.37	2.21	1.50	0.42	-2.17
2021 ort.	-1.61	-1.07	-3.76	-1.10	1.92	-0.64	-0.93	-0.68
2022 ort.	-59.02	-1.75	3.22	-1.72	-0.21	-1.80	-0.11	-58.91
2023 ort.	-35.12	1.91	8.69	0.80	2.01	4.70	3.20	-38.32
Uzun dönem ort.	-12.92	0.77	2.62	0.26	1.68	1.80	1.41	-14.33

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Reel faiz hesaplaması için ülkelerin resmi politika faizlerinden tüketici fiyatı seviyeleri çıkarılmıştır.

Türkiye için politika faizi ortalaması olarak AOFG kullanılmıştır.

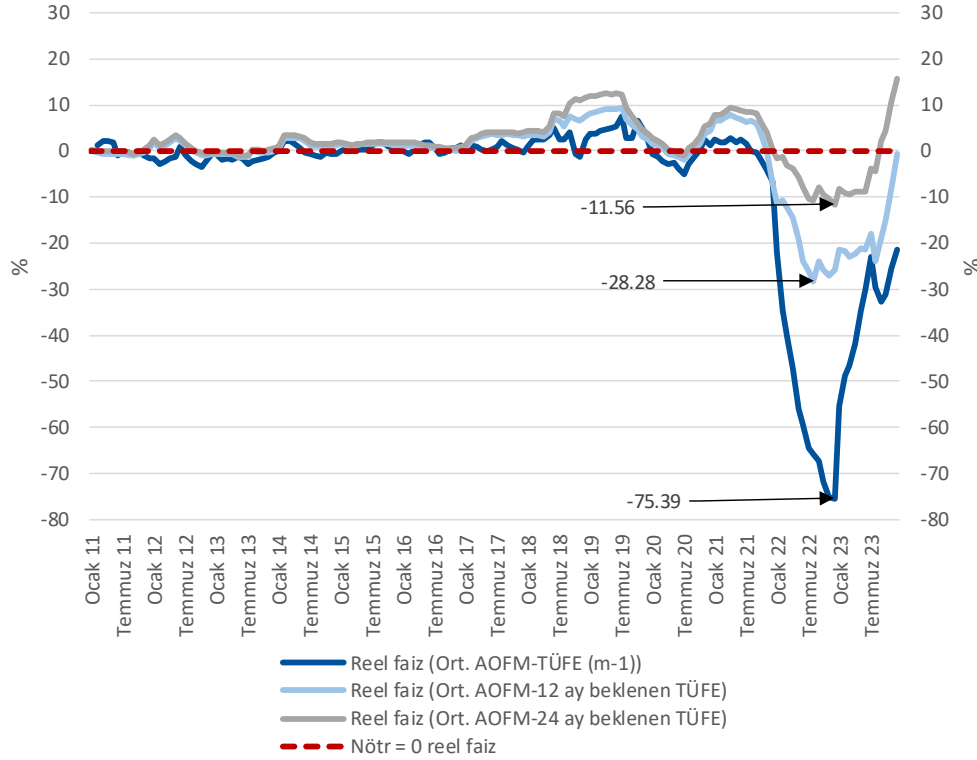
2022-23 yılı grup ortalaması analizlerinden Rusya çıkarılmış, bilgi amaçlı tabloda gösterilmiştir.

Tabloda, TR hariç (Aralık) ülkelere ait Kasım ayı enflasyon verileri üzerinden ilerlenmiştir. Aralık ayı rakamları tüm ülkeler için açıklanmadığından eşitlik bu şekilde sağlanmıştır. Ülkelerde ortalama politika faizi düzeyleri baz alınmıştır. Türkiye özelinde, yukarıda da belirtildiği üzere, AOFG üzerinden gidilmiştir.

Reel faiz

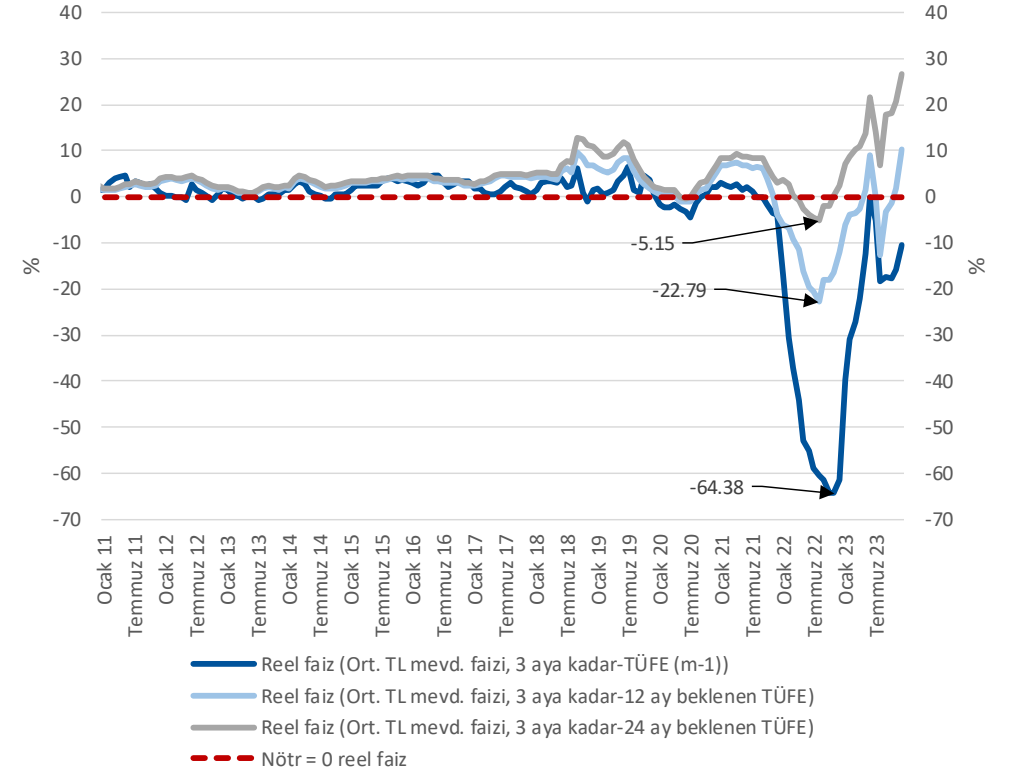
Politika faizindeki artışın KKM'den çıkış süreci ile devreye alınan önlemlere paralel mevduat faizlerini yukarı yönde itmesi reel faizlerin kısmen toparlanmasını sağladı. Ortalama fonlama maliyetine göre gelecek 24 ay vadede, mevduat faizine göre ise 12 ve 24 ay vadelerde birlikte reel faiz pozitif alana geçti. Yılın ilk yarısında %70'lere yükselecek TÜFE karşısındaki seyir yakından izlenecek.

Türkiye, reel faiz, AOFM'ye göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye, reel faiz, 3 aya kadar mevduat faizine göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ 2024 takvimi

2024 yılı seçilmiş merkez bankalarına ait toplantı tarihleri						
Dönem	TCMB	FED	ECB	BOJ	BOE	PPK-dipnot
Ocak	25	31	25	23		FOMC öncesi
Şubat	22				1	FOMC toplantısı yok
Mart	21	20	7		21	FOMC sonrası
Nisan	25		11	26		FOMC toplantısı yok
Mayıs	23	1			9	FOMC sonrası
Haziran	27	12	6		20	FOMC sonrası
Temmuz	25	31	18	31		FOMC öncesi
Ağustos	22				1	FOMC toplantısı yok
Eylül	19	18	12		19	FOMC sonrası
Ekim	17		17	31		FOMC toplantısı yok
Kasım	21	7			7	FOMC sonrası
Aralık	26	18	12		19	FOMC sonrası
Toplantı sayısı	12	8	8	4	8	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili merkez bankaları

2024 yılı TCMB açısından önemli rapor tarihleri		
Dönem	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
Ocak		
Şubat	8	
Mart		
Nisan		
Mayıs	9	31
Haziran		
Temmuz		
Ağustos	8	
Eylül		
Ekim	31	
Kasım		29
Aralık		

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Türkiye Kredi Notu Değerlendirme Tarihleri			
Dönem	Moody's	Fitch	Standard and Poor's
Ocak	12		
Şubat			
Mart		8	
Nisan			
Mayıs			3
Haziran			
Temmuz	19		
Ağustos			
Eylül		6	
Ekim			
Kasım			1
Aralık			

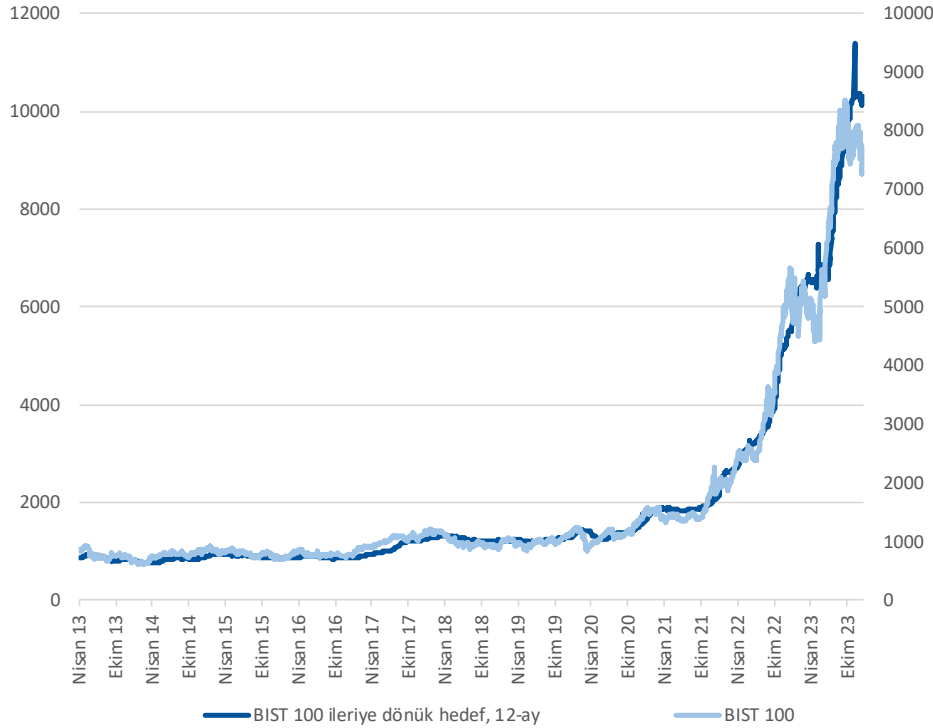
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kuruluşlar, Foreks Türkiye

■ BIST

BIST

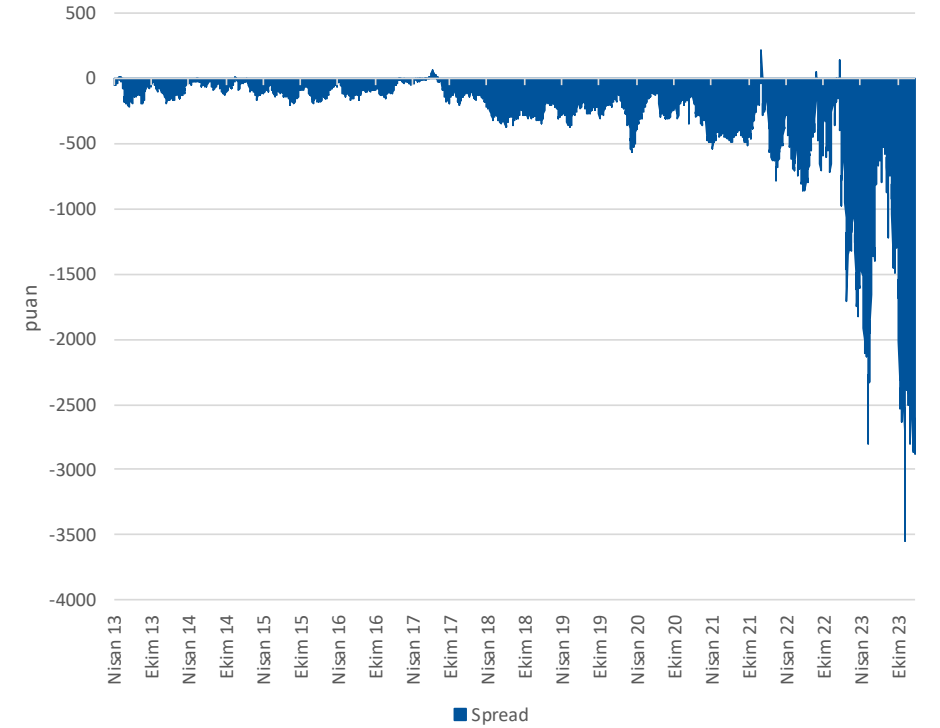
Borsa İstanbul'a yönelik ileri vade beklentiler Ekim ayından bu yana ortalamada 10 bin puan seviyesi etrafında şekilleniyor.

BIST 100 ileriye dönük hedef, 12-ay & BIST 100



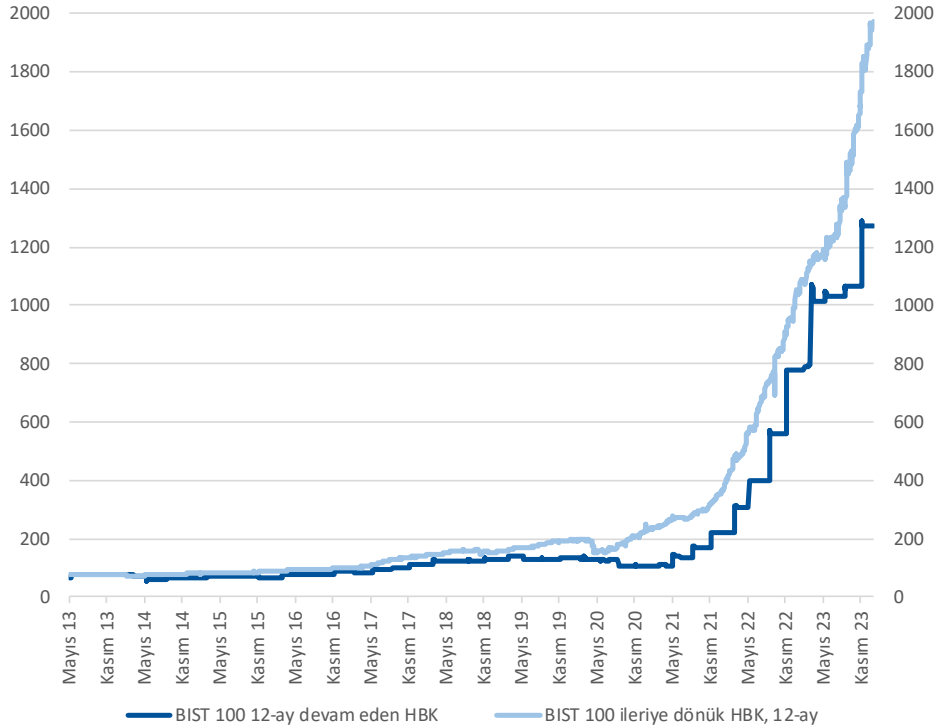
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

BIST 100 & BIST 100 ileriye dönük hedef, 12-ay arasındaki spread



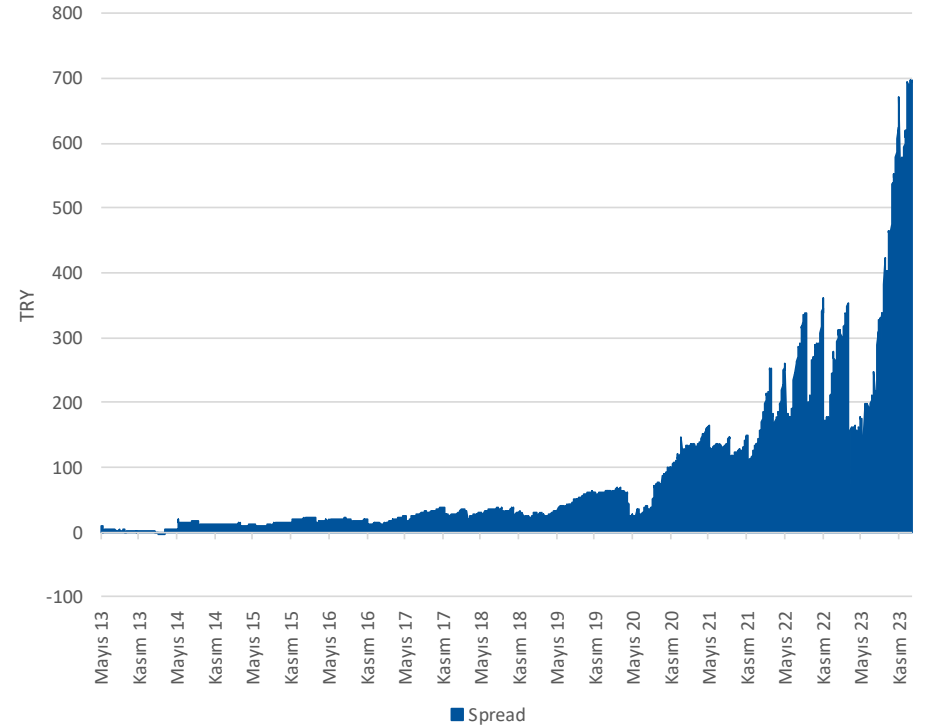
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

BIST 100 12-ay devam eden HBK & ileriye dönük HBK, 12-ay



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

BIST 100 12-ay devam eden HBK ve ileriye dönük HBK, 12-ay arasındaki spread

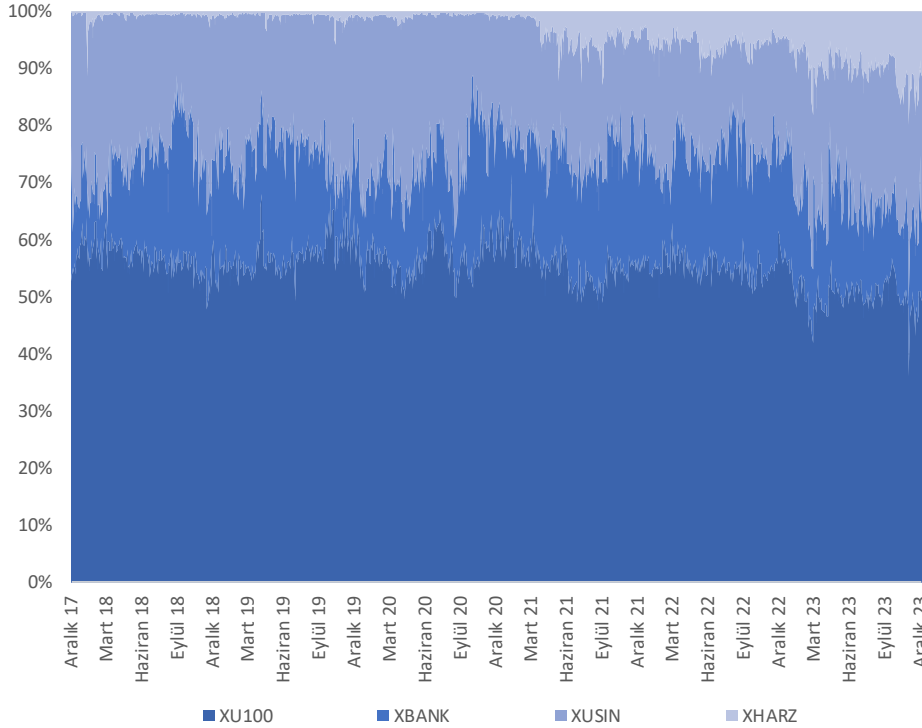


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

BIST

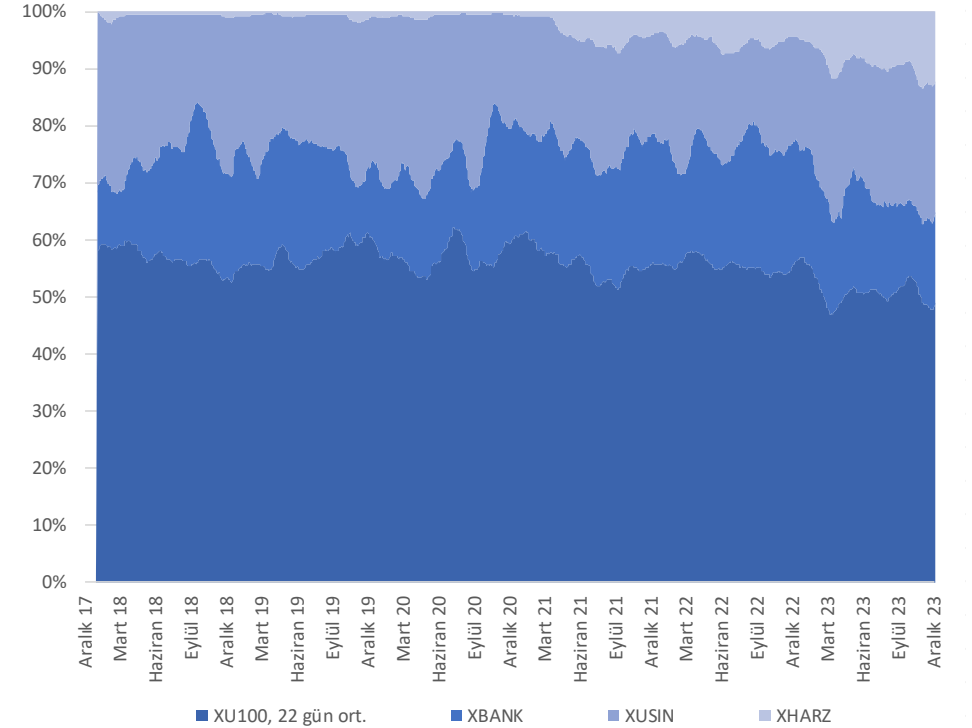
Aralık ayında hızla devam eden halka arz süreci, uzun yıllardır sorunlu konumda olan düşük likidite, artan alternatif getiri oranları, yabancı yatırımcı girişinin son yıllara kıyasla artış göstermesine rağmen lokal tradelerin gerisinde kalması, realize edilen pozisyonlar, fonlardan çıkış ve portföyler arası geçişin hızlanması BIST'in işlem hacimlerinde aşağı yönde baskı yaratıyor.

Seçilmiş endeksler bazında işlem miktarları dağılımı, günlük



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Seçilmiş endeksler bazında işlem miktarları dağılımı, 22 günlük ortalamalarına göre

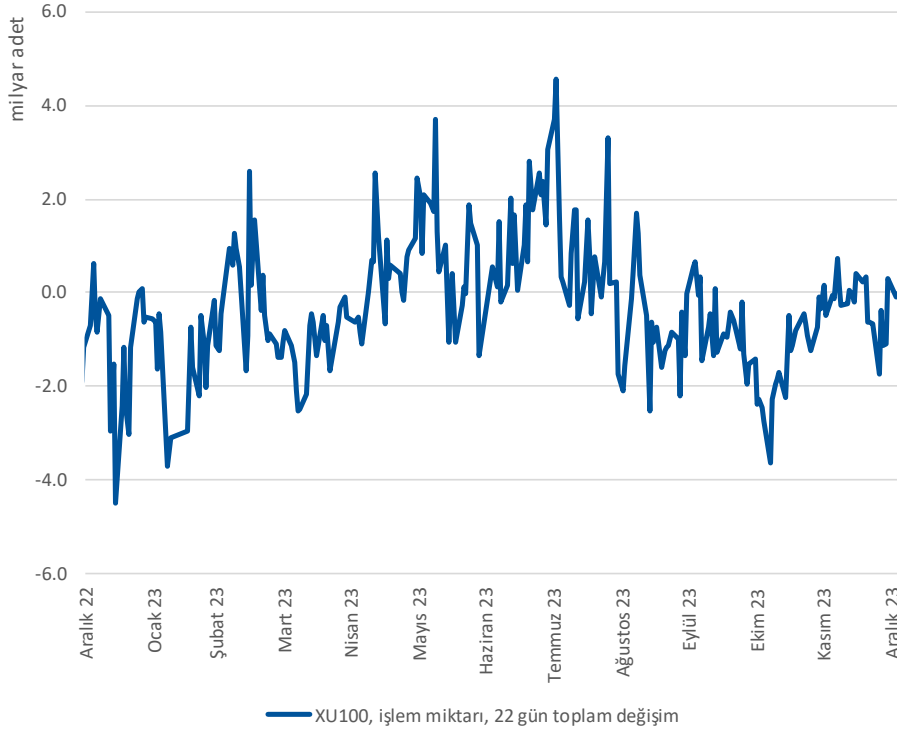


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

BIST

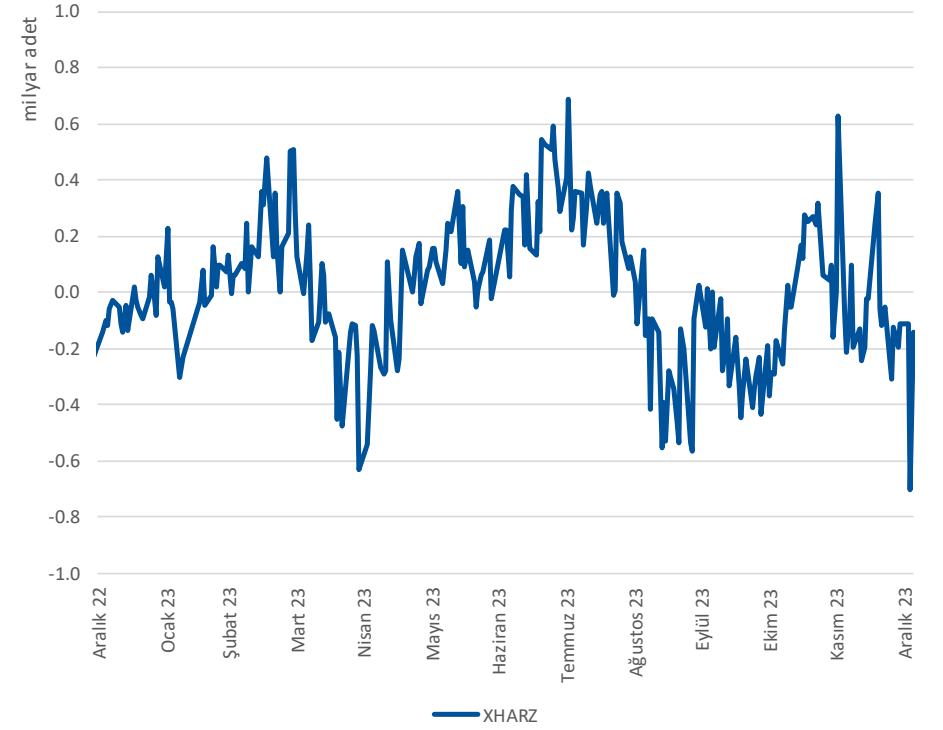
Halka arz şirketlerindeki fiyat dalgalanmaları BIST genelindeki işlemlerde etkili olabiliyor. Düşük likidite en ciddi sorunumuz olmaya devam ediyor.

Seçilmiş endeksler bazında işlem miktarları değişimi, 22 gün toplam



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Seçilmiş endeksler bazında işlem miktarları değişimi, 22 gün toplam

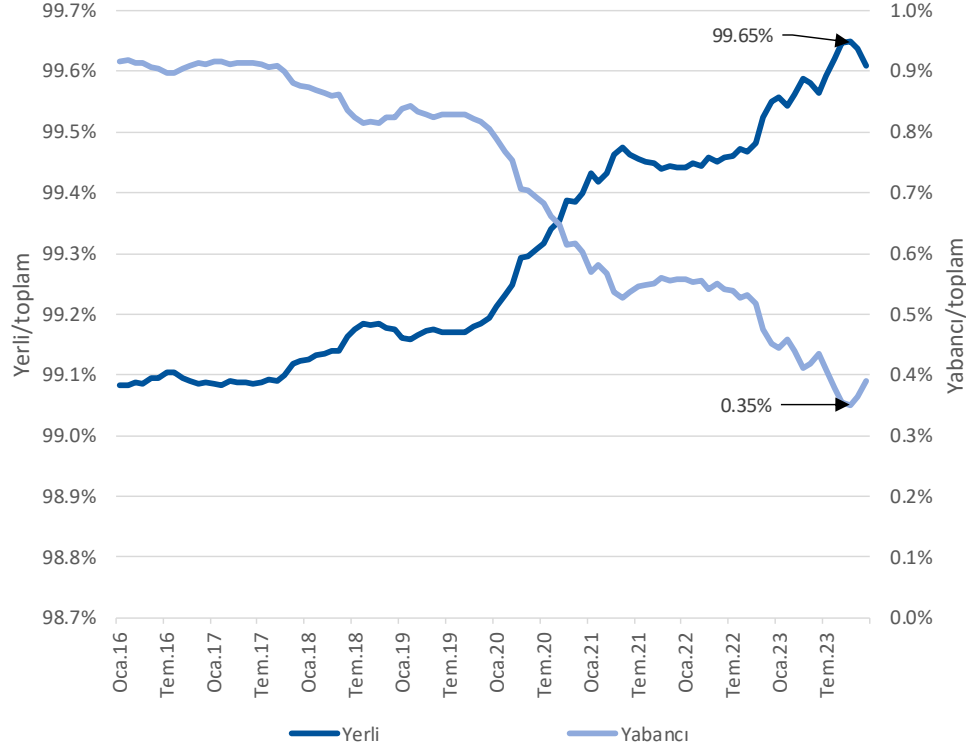


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

BIST

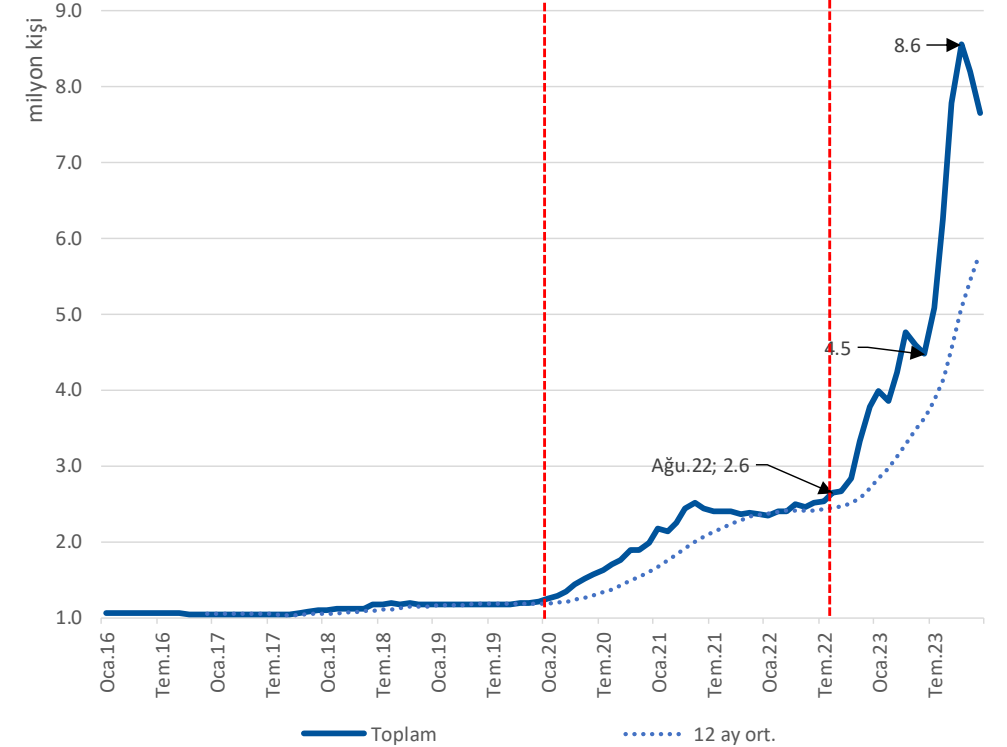
Son 3-4 yılda olması gerekenden düşük seyreden finansal koşullar, negatif reel getiri ortamı, kredi politikasının destekleyici pozisyonda yer alması, alternatif getirilerdeki düşüş, halka arz sürecinin momentum kazanması ve yabancı yatırımcı çıkışı ile lokallerin yönetiminde hareket eder konuma geçen hisse senedi piyasasında «nominal yatırımcı sayısı artışı» ciddi seviyelere ulaştı. Ancak, 2024, faiz kaynaklı farklı olabilir.

Yerli/yabancı yatırımcı sayısı rasyoları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK

Toplam yatırımcı sayısı (yerli+yabancı)

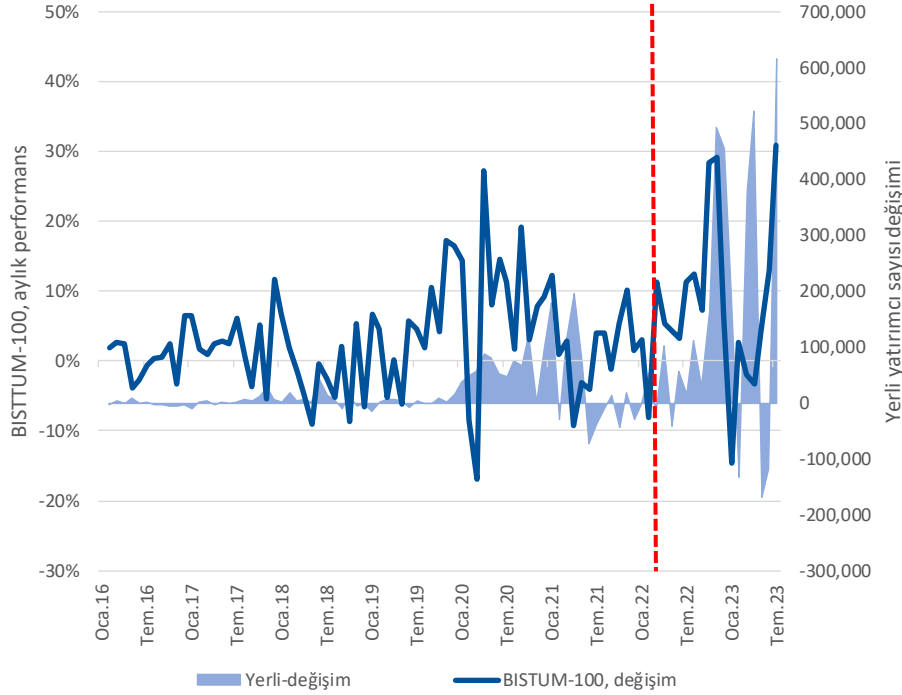


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, MKK

BIST

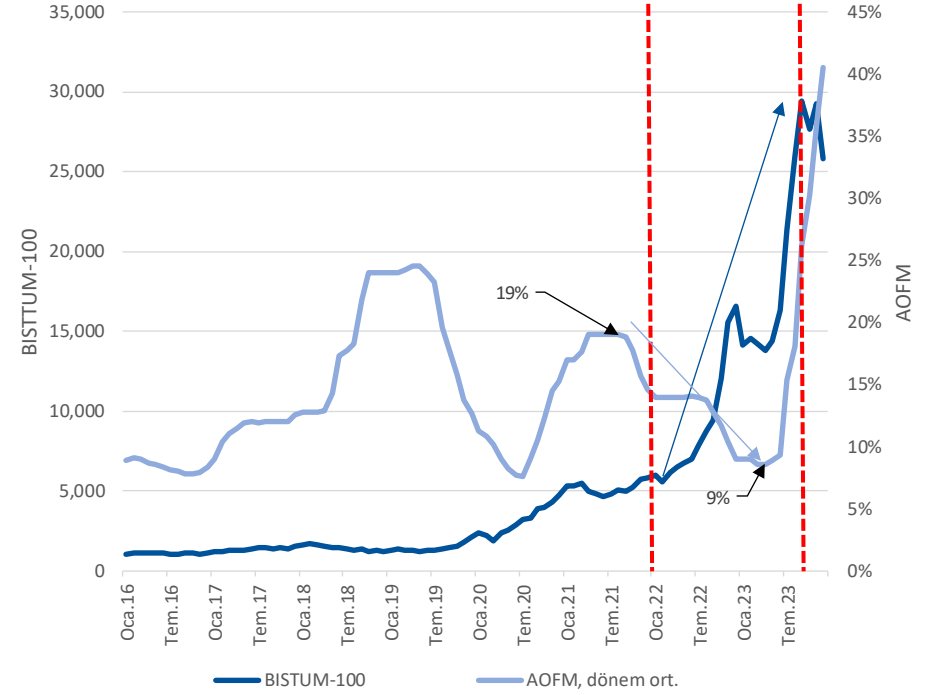
Alternatif getirilerdeki artış ve faizin uzun yıllar sonra yeniden «önemli bir oyuncu» olarak geri dönüşe başlaması «profesyonel hisse senedi yatırımının vazgeçilmez olduğu» fikrini yeniden güçlendirebilir.

Yerli yatırımcı sayısı değişimi ve BISTUM-100 endeksi performansı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK, Rasyonet

BISTUM-100 & AOFM

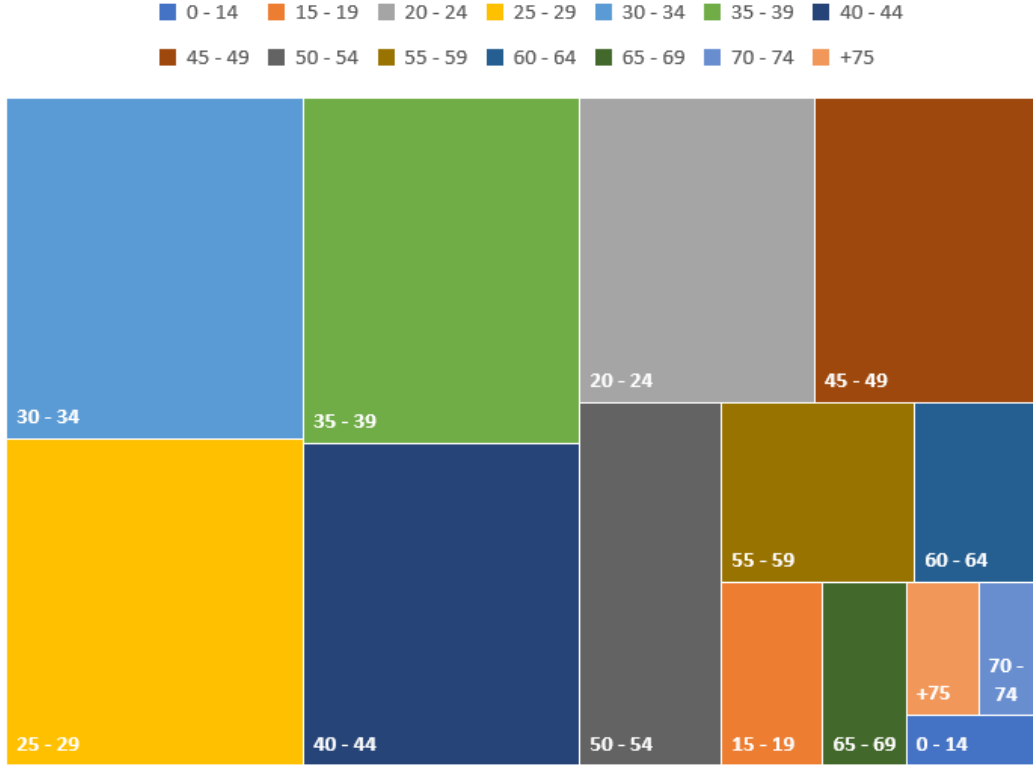


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK, Bloomberg
AOFM: TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti

BIST

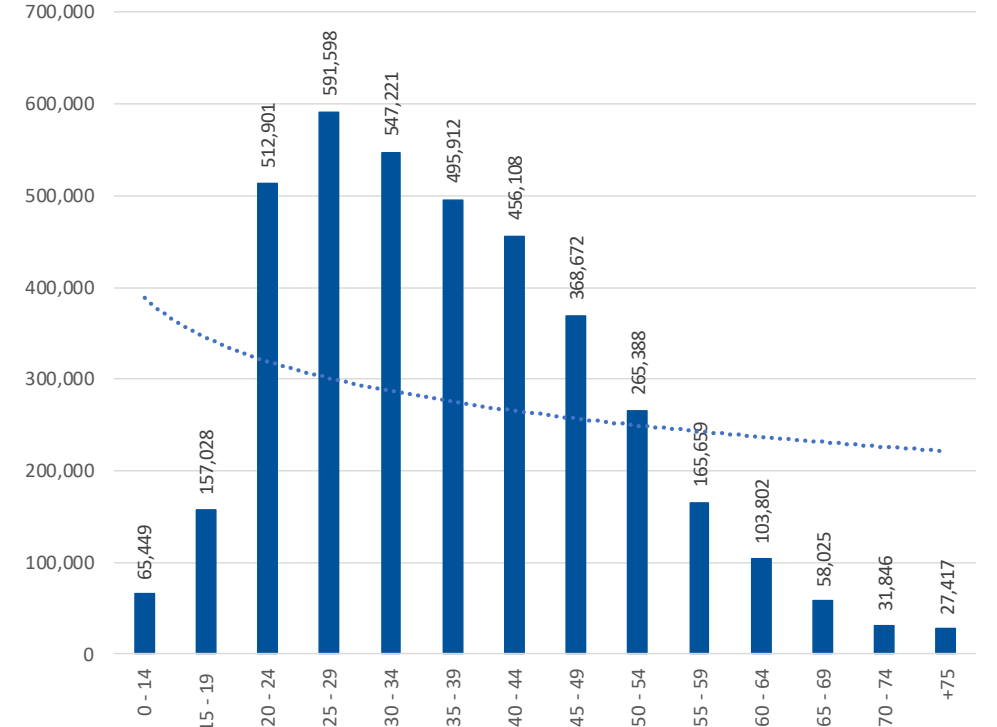
«Yerli yatırımcı» grubu içerisinde «yaş» gençleşirken; piyasa deneyimi, kriz ve stres yönetimi, karar alma süreçleri, yatırım tercihleri gibi önemli başlıklar da farklılaşıyor. Doğal olarak «yüksek volatilité ortamı» hali hazırda «uzun yılların likidite problemi» devam ederken hisse senedi işlemlerinde dönemsel bazda ciddi baskılanmalar yaşanmasına neden oluyor.

Yaş gruplarına göre yatırımcı sayıları, yerli, Aralık 2023



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK

Yaş gruplarına göre yerli yatırımcı sayılarının Aralık 2023-Aralık 2022 değişimi

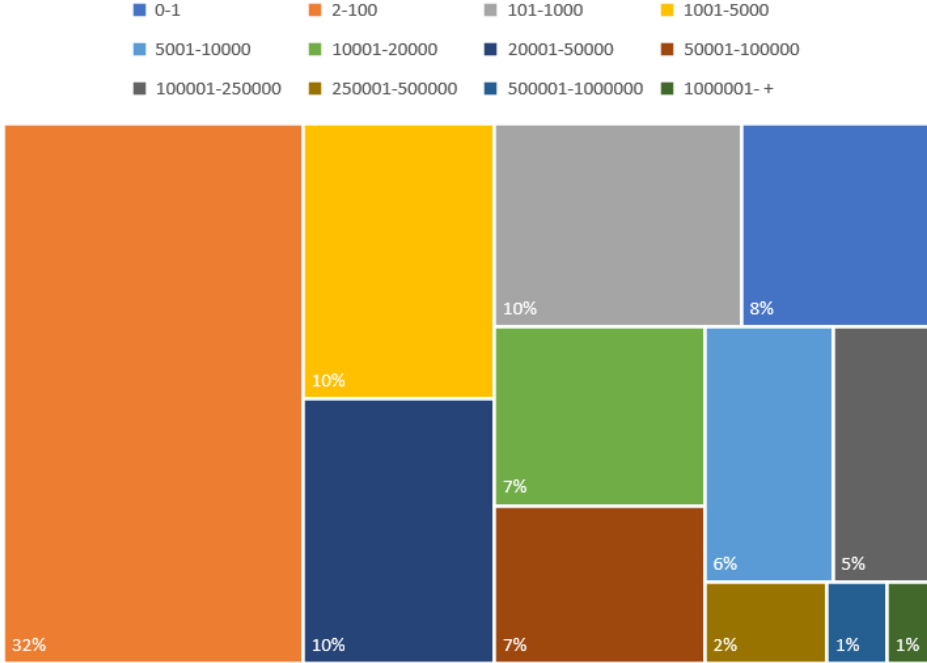


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK

BIST

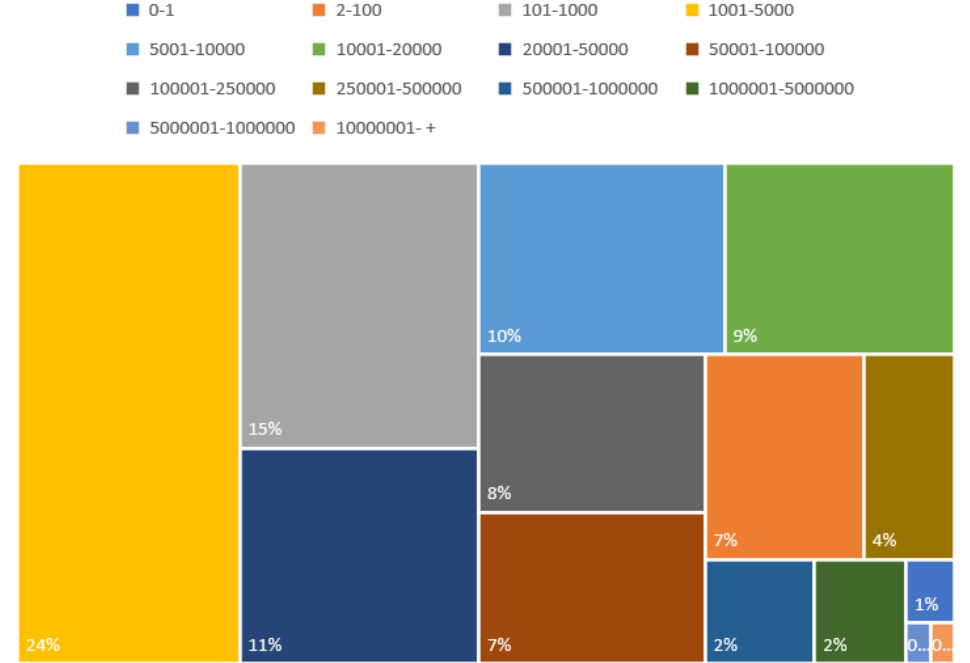
«Nominal yatırımcı sayısı» artmakla birlikte, BIST'teki portföylerin büyüklükleri ise nispeten küçük baremlerde oluşuyor. Aralık ayı itibarıyla MKK'nın ilk kez yayımladığı data setine göre, 5-10 mio arasındaki portföy dilimi 16.723 kişiden oluşurken, 10 mio+ grup ise 15.371 kişi ile temsil ediliyor. En geniş yatırımcı grubu %24 pay ile 1001-5000 kişi arasında şekilleniyor.

Portföy dilimine göre yerli yatırımcı payları, Aralık 2019



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK

Portföy dilimine göre yerli yatırımcı payları, Aralık 2023

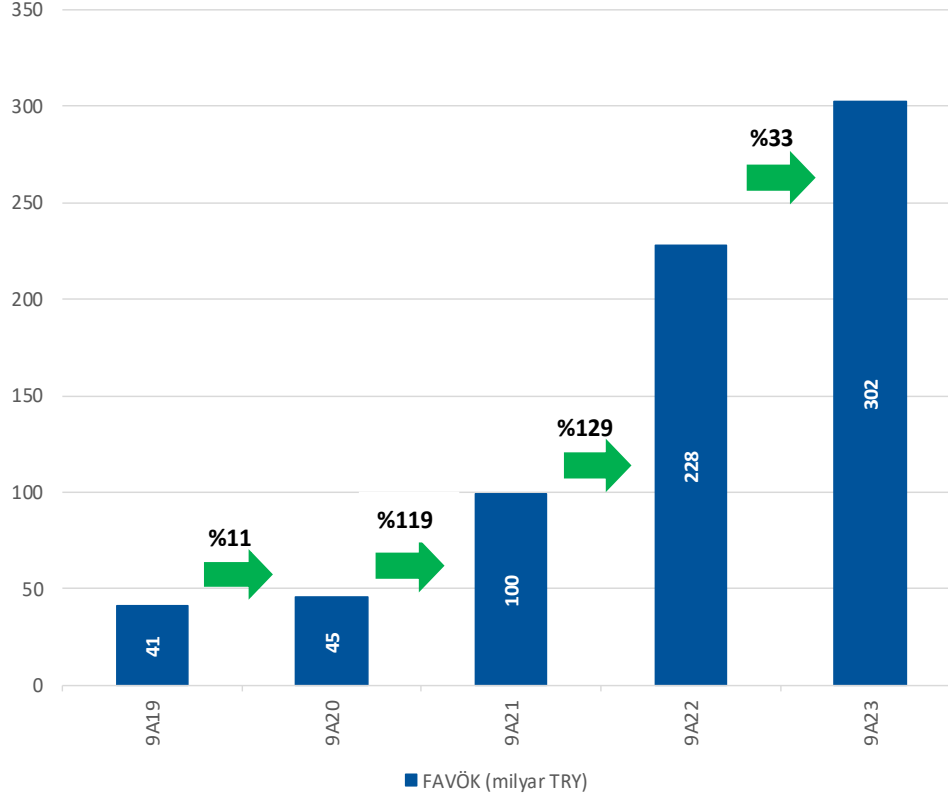


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK

BIST

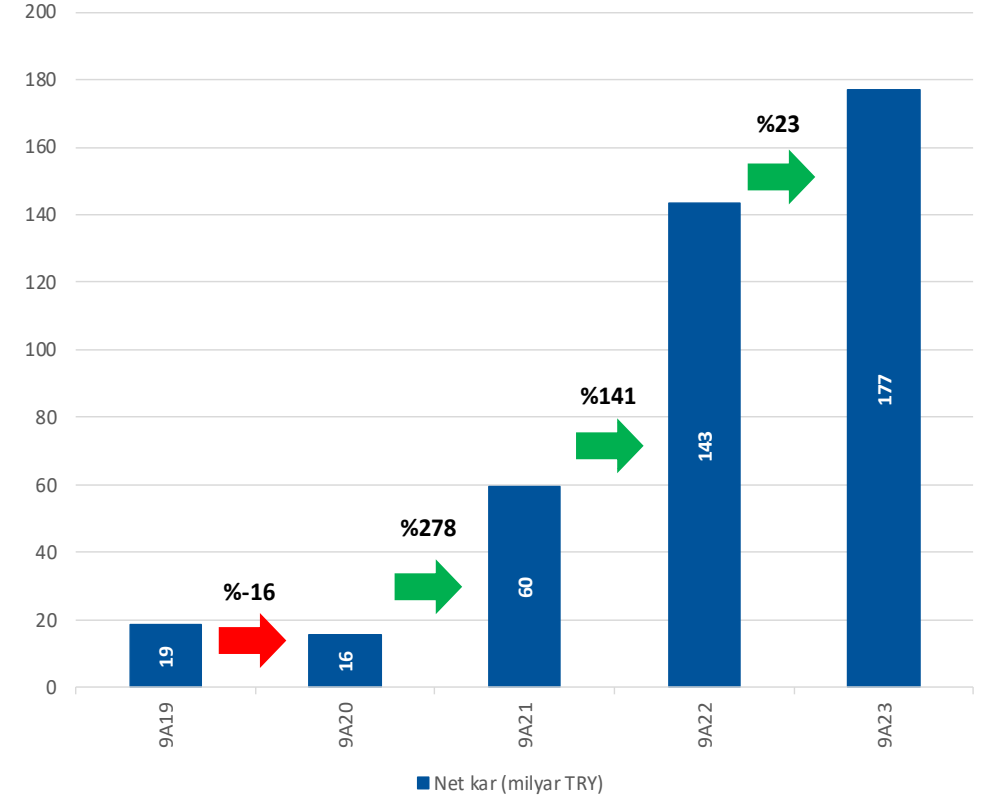
BIST sanayi endeksinde yer alan şirketler için yaptığımız çalışma, FAVÖK ve net kar tarafındaki 9 aylık dönemlere ait performanslarda gelişimin devam ettiğini gösteriyor. Ancak, 2Ç döneminden bu yana sektör-şirket bazında ayrışmalar ve endeksin geneli için baskılanma görmeye başladığımızı ifade etmekte fayda görüyoruz. Son çeyrek rakamları ve yılın özellikle ilk yarısı bu eğilimin marjlarda devamı olacak.

XUSIN endeksi 9 aylık bazda FAVÖK değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

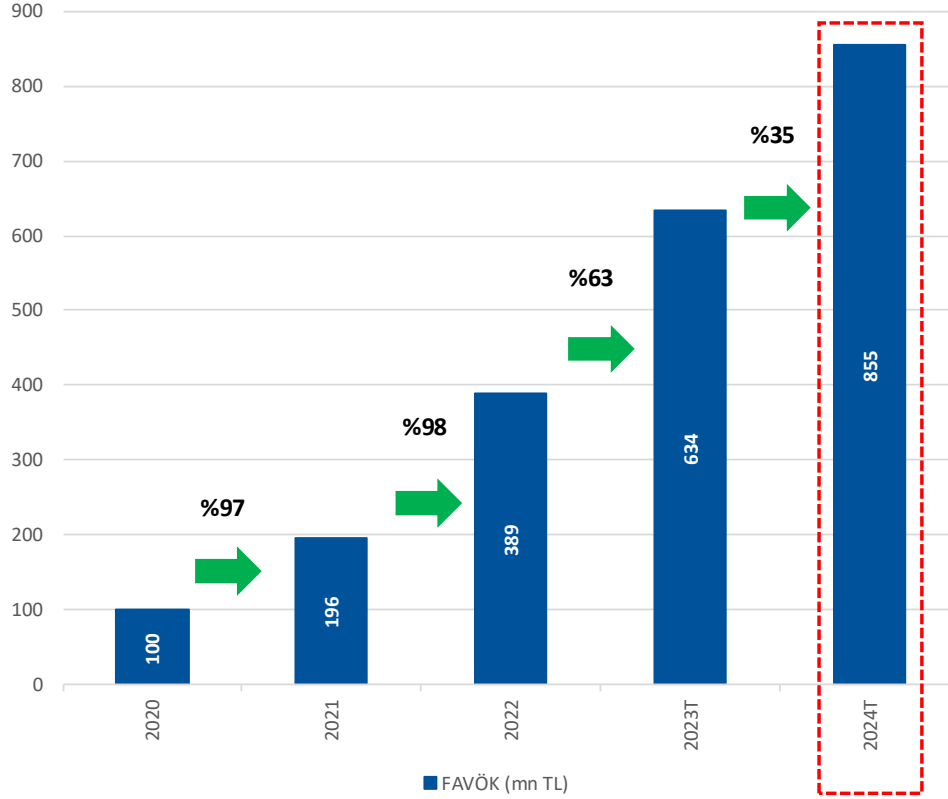
XUSIN endeksi 9 aylık bazda net kar değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

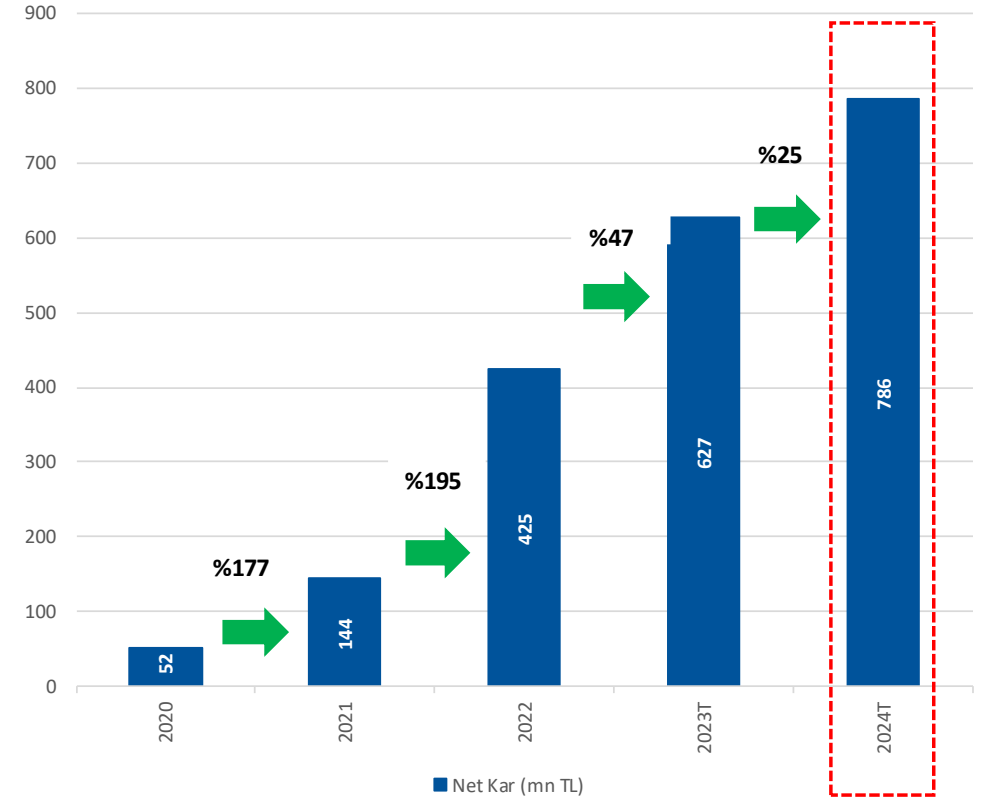
Araştırma kapsamımızda yer alan finans dışı şirketlerin FAVÖK değişimini 2024 yılının tamamı için 2023 yılına kıyasla %35, net kar değişimlerini ise %25 olarak hesaplıyoruz.

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin FAVÖK kalemi seyri



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin net kar kalemi seyri

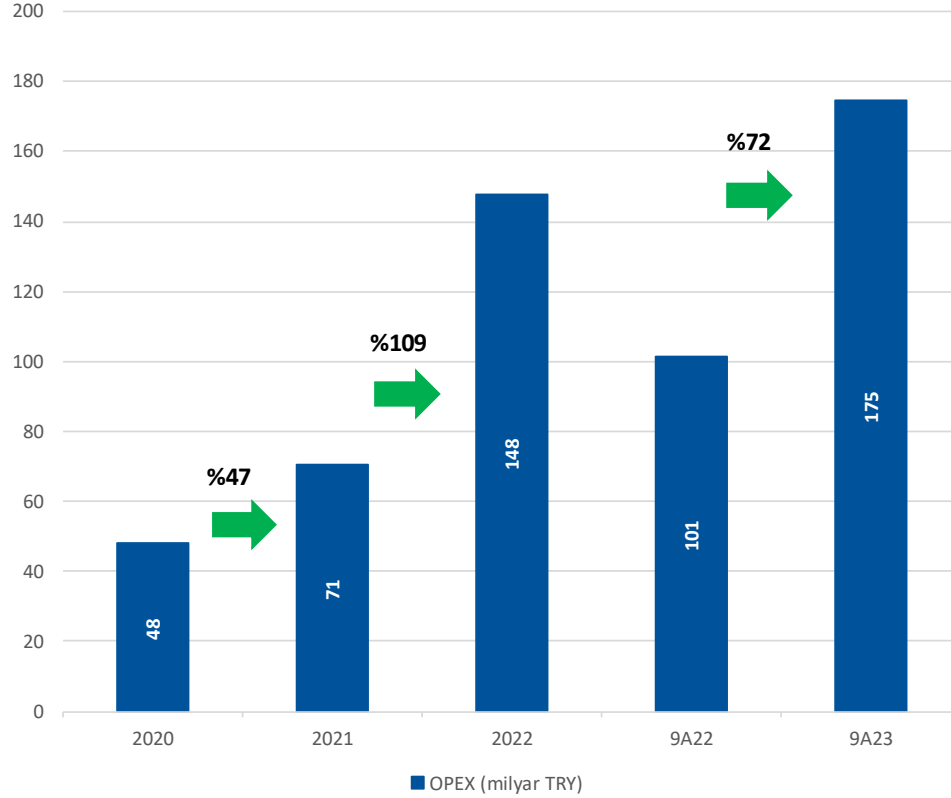


Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

BIST

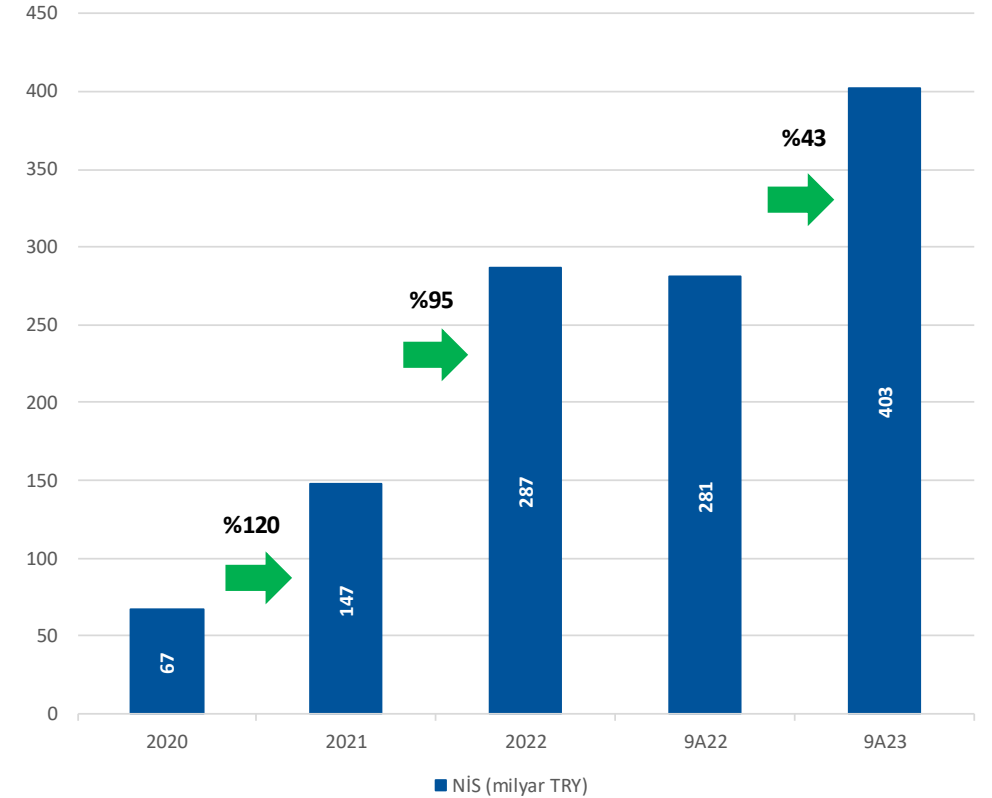
Yüksek enflasyon, girdi maliyetlerindeki artışı döngüsel şekilde beraberinde getirirken, zaten kronikleşmiş bir hal alan işletme sermayesi problemi de iyice belirginleşti. BIST sanayi endeksindeki şirketlerin toplam NİS değişimi 2022 3 çeyrek toplamına kıyasla %43 artarken, aynı dönemde operasyonel harcamalar ise %72 yükseldi. Benzer baskılanmanın 2024'te de devamını bekliyoruz.

XUSIN endeksi OPEX değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

XUSIN endeksi net işletme sermayesi (NİS) değişimi



Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Dönem	Hisse	Aktif karlılık-yıllık	Aktif karlılık/Ç-1	Özsermaye karlılığı-yıllık	Özsermaye karlılığı/Ç-1	Yatırım karlılığı	Yatırım karlılığı/Ç-1
2023/9M	AKBNK	5.8%	-0.4 puan	46.2%	-3.3 puan		
2023/9M	ALARK	47.0%	-11.8 puan	74.9%	-19.7 puan	65.4%	-16.5 puan
2023/9M	ARCLK	3.2%	0 puan	18.9%	1.1 puan	8.3%	0 puan
2023/9M	ASELS	19.9%	0.9 puan	38.6%	2.4 puan	32.5%	1.8 puan
2023/9M	ASTOR	44.1%	7.4 puan	76.3%	10.7 puan	73.7%	10.7 puan
2023/9M	BIMAS	15.3%	0.5 puan	48.5%	0.2 puan	31.4%	0.7 puan
2023/9M	EKGYO	9.4%	0.3 puan	24.5%	1.4 puan	21.5%	1.6 puan
2023/9M	ENKAI	8.2%	0.3 puan	10.7%	0.3 puan	9.8%	0.3 puan
2023/9M	EREGL	-0.3%	-1.3 puan	-0.5%	-2.1 puan	-0.4%	-1.7 puan
2023/9M	FROTO	28.1%	3.6 puan	131.5%	8.2 puan	56.1%	5.7 puan
2023/9M	GARAN	5.6%	-0.2 puan	45.1%	-2.2 puan		
2023/9M	GUBRF	2.1%	3.2 puan	8.0%	12.4 puan	5.3%	8.1 puan
2023/9M	HEKTS	1.9%	0.2 puan	8.2%	1.5 puan	6.7%	0.9 puan
2023/9M	ISCTR	4.6%	-0.2 puan	39.2%	-1.2 puan		
2023/9M	KCHOL	5.6%	0.3 puan	61.4%	1.7 puan	20.5%	0.9 puan
2023/9M	KONTR	16.3%	-1.2 puan	63.9%	-2.1 puan	26.9%	-1.3 puan
2023/9M	KOZAL	36.6%	0.7 puan	42.9%	1.2 puan	40.9%	1.1 puan
2023/9M	KRDMD	3.7%	-0.3 puan	9.1%	-0.6 puan	7.5%	-0.5 puan
2023/9M	ODAS	40.6%	20.9 puan	83.4%	41.9 puan	56.2%	29.1 puan
2023/9M	OYAKC	64.2%	4.2 puan	97.3%	2.7 puan	91.7%	4 puan
2023/9M	PETKM	6.5%	1.4 puan	18.1%	4.1 puan	12.1%	2.1 puan
2023/9M	PGSUS	11.2%	0.9 puan	60.0%	-3.2 puan	14.6%	1 puan
2023/9M	SAHOL	3.6%	0 puan	49.2%	-0.5 puan	14.7%	0.3 puan
2023/9M	SASA	10.8%	2.8 puan	37.7%	9.5 puan	19.8%	4.4 puan
2023/9M	SISE	10.7%	-1 puan	24.1%	-2 puan	14.0%	-1.3 puan
2023/9M	TCELL	14.9%	1.1 puan	51.7%	4.3 puan	21.2%	1.9 puan
2023/9M	THYAO	11.0%	2.3 puan	33.6%	5.3 puan	15.2%	2.9 puan
2023/9M	TOASO	35.4%	2.8 puan	118.5%	-6.3 puan	98.3%	0.9 puan
2023/9M	TUPRS	28.8%	2.7 puan	84.5%	4.3 puan	60.4%	4.7 puan
2023/9M	YKBNK	5.3%	0.2 puan	49.2%	1.5 puan		

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Son dönem verileri	
Ort. Aktif karlılık	16.7%
Ort. Özsermaye karlılığı	48.5%
Ort. Yatırım karlılığı	31.7%

Bir önceki dönem verileri	
Ort. Aktif karlılık	15.3%
Ort. Özsermaye karlılığı	46.1%
Ort. Yatırım karlılığı	29.3%

■ Enflasyon muhasebesi

Enflasyon muhasebesi - I

■ Enflasyon muhasebesi nedir?

- Yüksek enflasyon dönemlerinde, enflasyonun mali tablolar üzerindeki etkilerinin giderilmesine yönelik düzeltici işlemler yapılması gerekir ve bu yapılan teknik düzeltmeler «**Enflasyon Muhasebesi**» olarak sınıflandırılır. Enflasyon düzeltmesi, paranın satın alma gücündeki değişimler nedeniyle gerçek durumu ifade edemeyen mali tabloların, gerçek durumu ifade eder hale gelmelerini sağlamak üzere düzeltme işlemine tabi tutulması olarak tanımlanıyor.
- Vergi Usul Kanunu'na (VUK) göre, enflasyon muhasebesi; ÜFE artışı son üç yılda 100% ve içinde bulunulan yıl için 10% üzerinde artarsa enflasyon muhasebesi uygulanmalıdır. Türkiye'de Aralık 2021 itibarıyla bu koşullar gerçekleşmiştir. Ancak, enflasyon muhasebesi, 31 Aralık 2023 tarihli mali tablolara kadar ertelendi. ÜFE artışı tek haneli bir rakama düşene kadar bu uygulama devam edecektir.
- Ülkemizde ilk olarak enflasyon düzeltmesi 30.12.2003 tarihinde yürürlüğe girmiştir. 2005 yılına kadar uygulama devam etmiştir. 2005 yılı geçici vergi dönemlerindeki şartlar oluşmadığından enflasyon düzeltme uygulaması sona ermiştir.
- 31.12.2023 mali tablolarında Vergi Usul Kanunu'nun 298. maddesinde belirtildiği üzere parasal olmayan kalemler enflasyon düzeltmesine tabi tutulacaktır. Parasal olan kalemler ise enflasyon düzeltmesine tabi tutulmayacaktır.

■ Nasıl uygulanır?

- 1.Düzeltmeye esas parasal olmayan kalemleri belirlenir,
- 2.Düzeltmeye esas tarihler tespit edilir,
- 3.Düzeltmeye esas tarih ile enflasyon muhasebesinin ilk kez uygulanacağı tarih olan 31.12.2023 arasındaki düzeltme katsayısı hesaplanır,
- 4.Düzeltilecek tutar ve düzeltme katsayısı çarpılır.

- Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerle yaptığımız görüşmelerde, enflasyon muhasebesine ilişkin çalışmaların sürdüğü; ancak, olumlu veya olumsuz etkilerinin henüz belli olmadığı, tahmin edilmesinin zor olduğu, yapılan yönlendirmelerin enflasyon muhasebesi etkisini içermediği ve bu etki dolayısıyla açıklanan rakamlarla farklılaşmaların olabileceği ifade edildi. Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma olarak bizim 2023 ve sonraki dönemlere ait tahminlerimizin de söz konusu etkileri içermediğini vurgulamak isteriz. Tüm bu riskleri dikkate alarak, belirli rasyolar üzerinden farklı çalışmalar yürüterek enflasyon muhasebesine yönelik net bir sonuca ulaşılma ihtimalini düşük gördüğümüz için bu noktada herhangi bir fikir yürütmenin sağlıklı olmadığına inanıyoruz. Olabilen en doğru yaklaşım, fonksiyonel para birimi YP olan şirketlerin en az etkilenme ile süreci tamamlayacağı.

Enflasyon muhasebesi – II

- Resmî Gazete’de yayımlanan tebliğ ile 2023 ve takip eden hesap dönemlerinde enflasyon muhasebesi uygulanması kesinleşti. **Fonksiyonel para birimi Türk lirası dışında başka bir para birimi olan şirketler ise enflasyon muhasebesi kapsamında olmayacak.**
- Aşağıda yer alan şirketlerin **fonksiyonel para biriminin Türk lirası dışında başka bir para birimi olması dolayısıyla kapsam dışında olması beklenmesine karşılık alt şirketleri ve/veya iştiraklerindeki Türk lirası işlemlerinden dolayı kısmen etkilenme durumlarının kesin olmasa da gündeme gelebileceğinin altını çizmek isteriz.** Ayrıca, söz konusu şirketlerde bilanço anlamında etkisi olmasa bile vergisel açıdan etkisinin olması senaryolardan birisidir.

Hisse	Şirket	Fonksiyonel para birimi	Piyasa değeri (mio TRY)	Piyasa değeri (mio USD)	YBB nominal performans	YBB rölatif performans	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
ARENA	Arena Bilgisayar	USD	3,430	115	9%	5%	24.23	5.12	0.20
BRSAN	Borusan Boru Sanayi	USD	84,058	2,813	0%	-3%	21.62	14.2	2.76
BRYAT	Borusan Yat. Paz.	USD	64,772	2,168	-2%	-5%	30.17		254.44
DOCO	Do & Co Aktiengesellschaft	EUR	45,586	1,526	-5%	-8%	35.00	5.8	1.45
DOKTA	Döktaş Dökümcülük	EUR	9,493	318	-4%	-8%	123.15	11.9	1.61
ENKAI	Enka İnşaat	USD	202,080	6,763	1%	-3%	13.39	9.2	1.78
EREGL	Ereğli Demir Çelik	USD	150,150	5,025	5%	1%	---	17.0	1.47
HITBT	Hitit Bilgisayar Hizmetleri	USD	7,618	255	5%	1%	60.17	35.0	13.79
HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji Üretim	USD	3,567	119	3%	-1%	48.78	20.6	9.77
INGRM	Ingram Bilisim	USD	11,670	391	4%	0%	120.53	28.2	0.90
ISDMR	İskenderun Demir Ve Çelik	USD	102,950	3,445	3%	-1%	---	58.9	1.93
KARYE	Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim	USD	1,591	53	29%	24%	51.02	15.6	9.05
KLMSN	Klimasan Klima	EUR	1,850	62	6%	3%	14.28	24.2	1.18
KOPOL	Koza Polyester Sanayi	USD	8,517	285	0%	-4%	17.50	14.9	2.91
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	USD	15,115	506	0%	-3%	80.19	12.9	1.04
PARSN	Parsan	EUR	7,052	236	0%	-3%	18.38	15.1	2.92
PENTA	Penta Teknoloji Ürünleri Dağıtım Ticaret	USD	7,241	242	2%	-1%	46.44	8.9	0.47
PETKM	Petkim	USD	49,801	1,667	8%	4%	14.11	87.5	1.80
PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı	EUR	71,149	2,381	7%	3%	5.39	6.2	2.10
SEKUR	Sekuro Plastik	USD	320	11	5%	1%	---	12.2	0.99
TATEN	Tatlıpınar Enerji Üretim	USD	8,353	280	-3%	-7%	67.53	17.1	11.05
TAVHL	Tav Havalimanları	EUR	41,596	1,392	7%	3%	7.70	7.7	2.46
THYAO	Türk Hava Yolları	USD	335,202	11,217	6%	3%	4.27	4.7	1.19

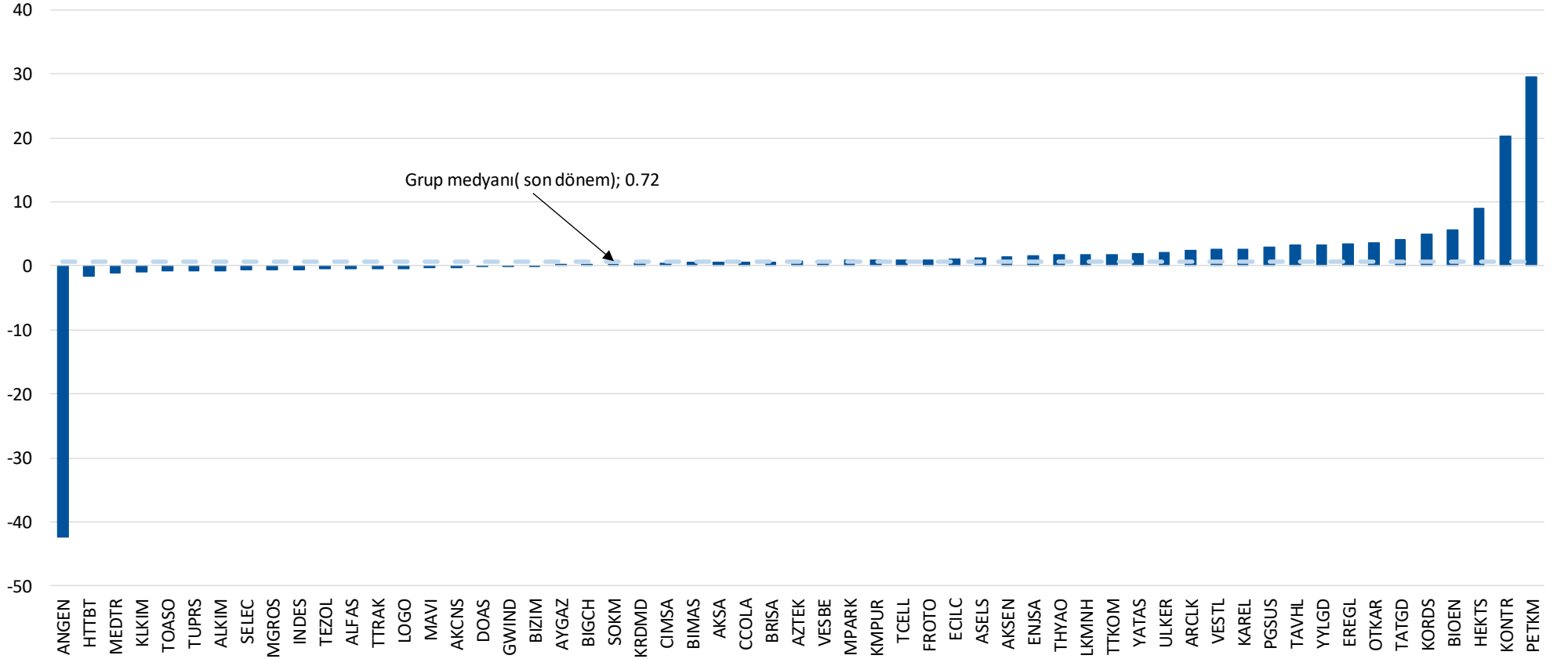
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

■ Özel analiz | araştırma kapsamı

Seçilen rasyolara göre puanlama sistemimiz - I

- Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü olarak Araştırma kapsamımızda bulunan finans dışı şirketleri 4 ana değişken olmak üzere toplamda 20 alt kalemde inceledik ve söz konusu analiz sonucunda her bir kalemden minimum 0, maksimum 5 puan alabilecek şekilde özel bir puanlama sistemi oluşturduk.
- **Döviz**
 - ✓ Yabancı Para Pozisyonu (Hedge dahil)
 - ✓ İhracat Oranı
- **Faiz**
 - ✓ Net Finansal Gelir/Gider
 - ✓ Borç/(Borç+zsermaye)
 - ✓ ROIC (Yatırılan Sermayenin Getirisi)
- **Enflasyon**
 - ✓ Ciro Değişimi
 - ✓ SMM Değişimi
 - ✓ Operasyonel Giderler (1)
 - ✓ Operasyonel Giderler (2)
- **GSYH**
 - ✓ zsermaye Karlılığı
 - ✓ Aktif Karlılık
 - ✓ İşletme faaliyetlerinden nakit akışı
 - ✓ Temettü
 - ✓ Brüt kar marjı
 - ✓ Esas faaliyet kar marjı
 - ✓ Yurt içi ciro payı (1)
 - ✓ Yurt içi ciro payı (2)
 - ✓ Net Nakit / FAVÖK (1)
 - ✓ Net Nakit / FAVÖK (2)
 - ✓ Maddi duran varlık büyümesi
- Puanlama sistemimizde **MEDTR, LOGO, KLKIM, ALKIM** ve **ALARK** n plana çıkan şirketler olarak yer alıyor.
- *Bir sonraki sayfada yer alan tabloda puanlama sistemimize göre, Araştırma kapsamımızda bulunan finans dışı şirketlerin puanlarının detaylarını görebilirsiniz.*

Net borç/FAVÖK

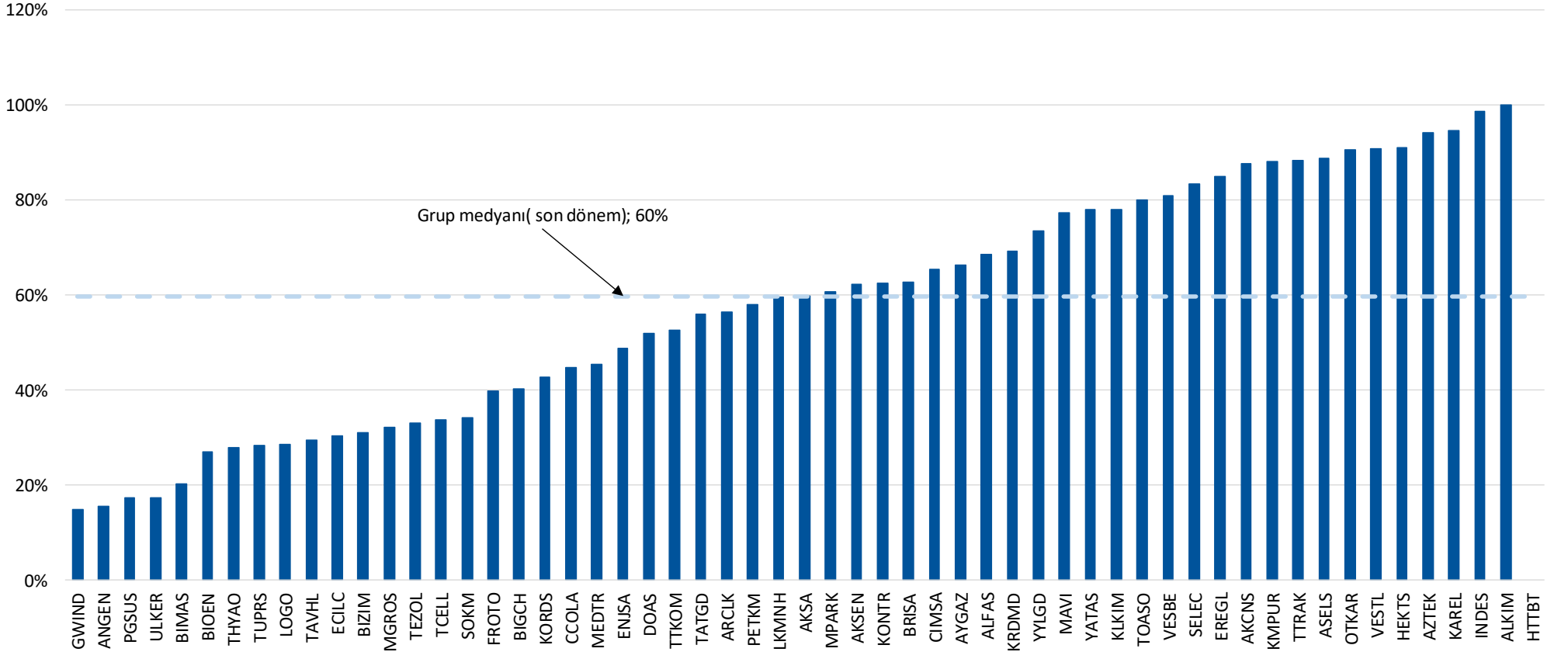


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

* Rasyonun pozitif olması ilgili Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu göstermektedir.

**Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

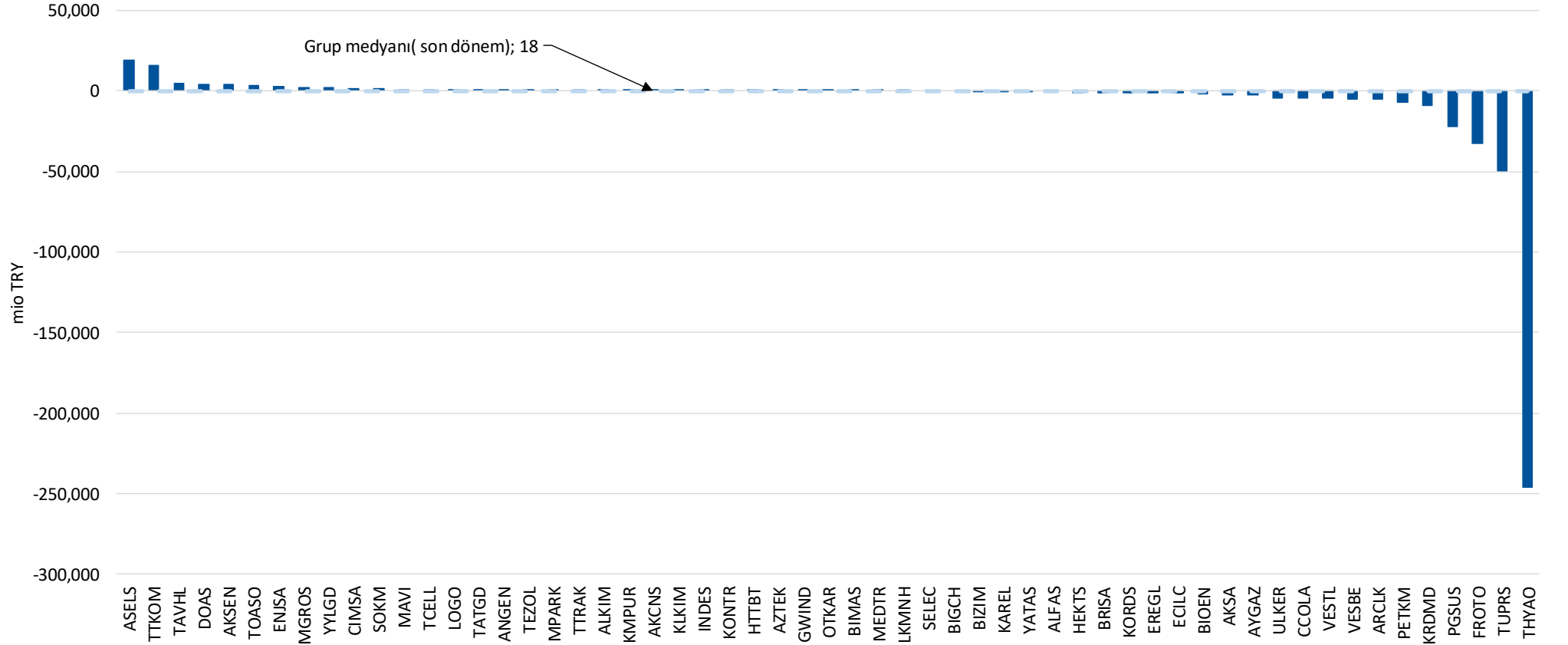
Borçların kısa vade durumu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

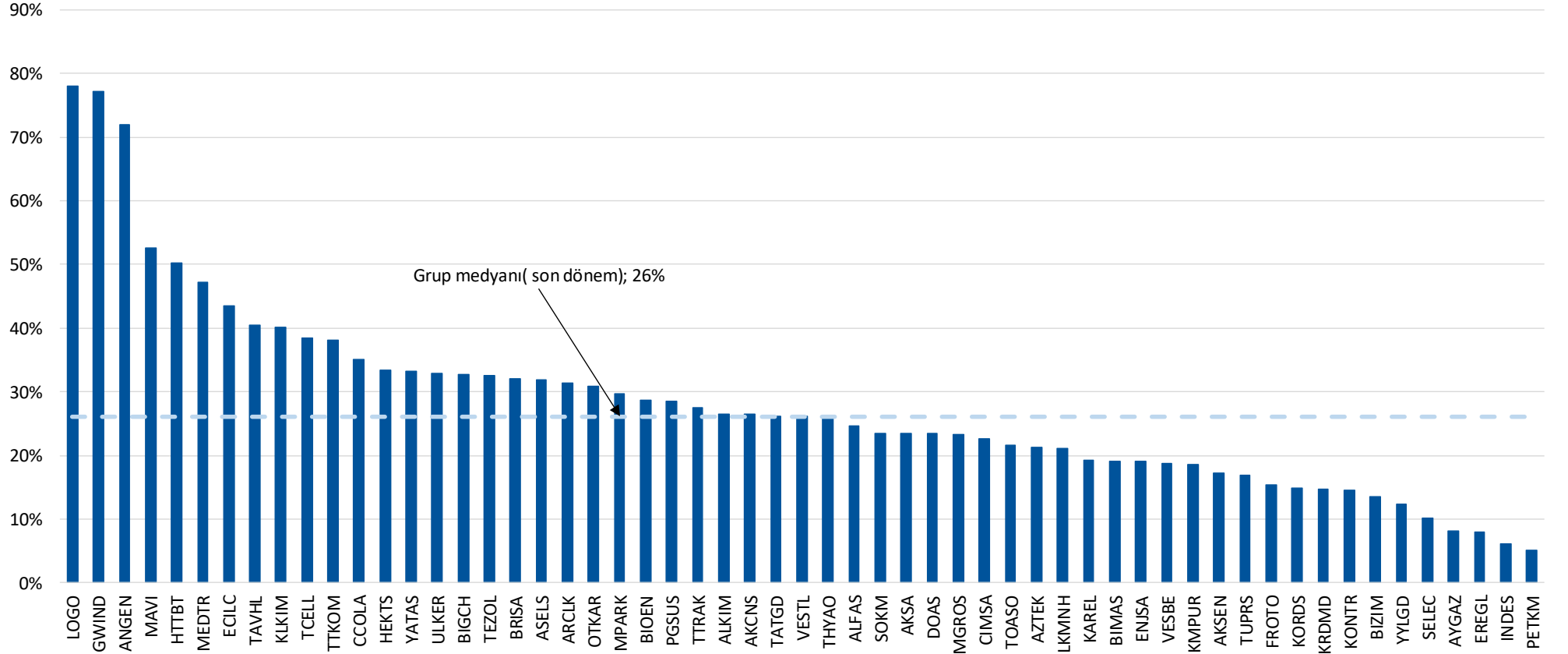
Hedge dahil yabancı para açık pozisyonu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

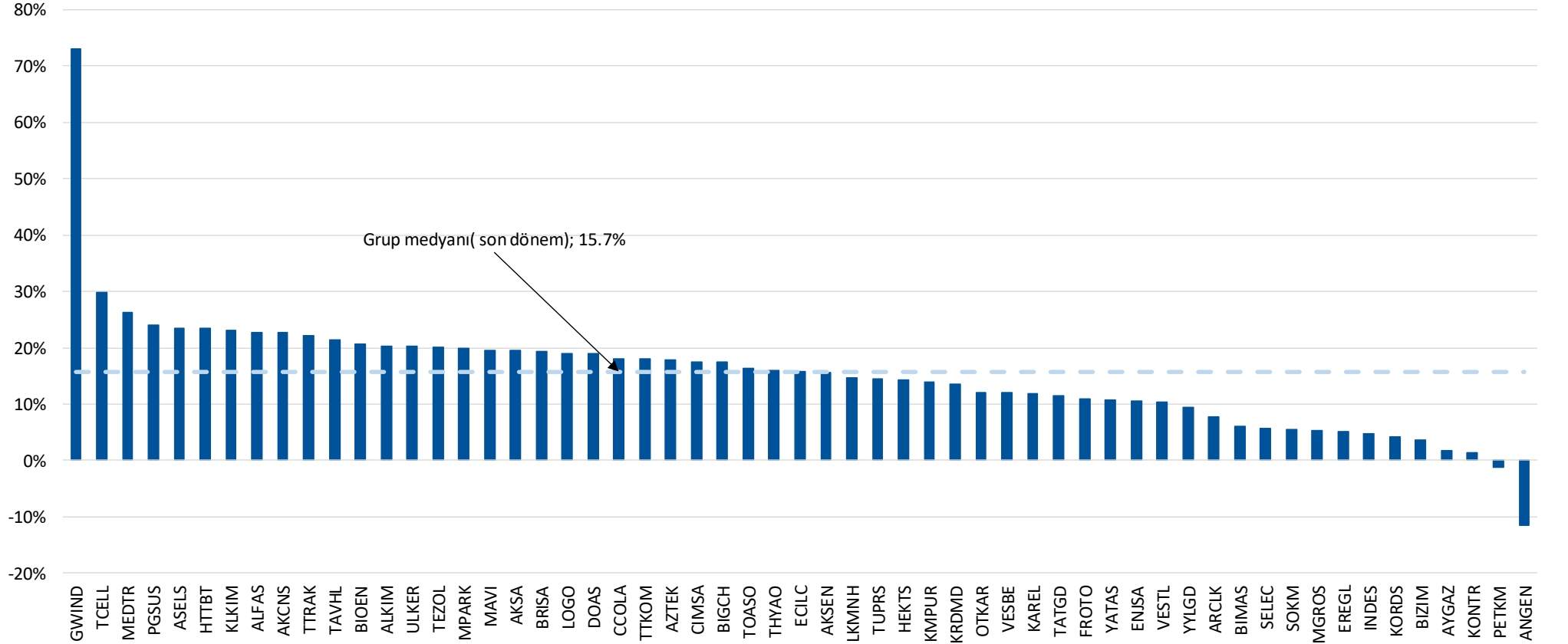
Brüt kar marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

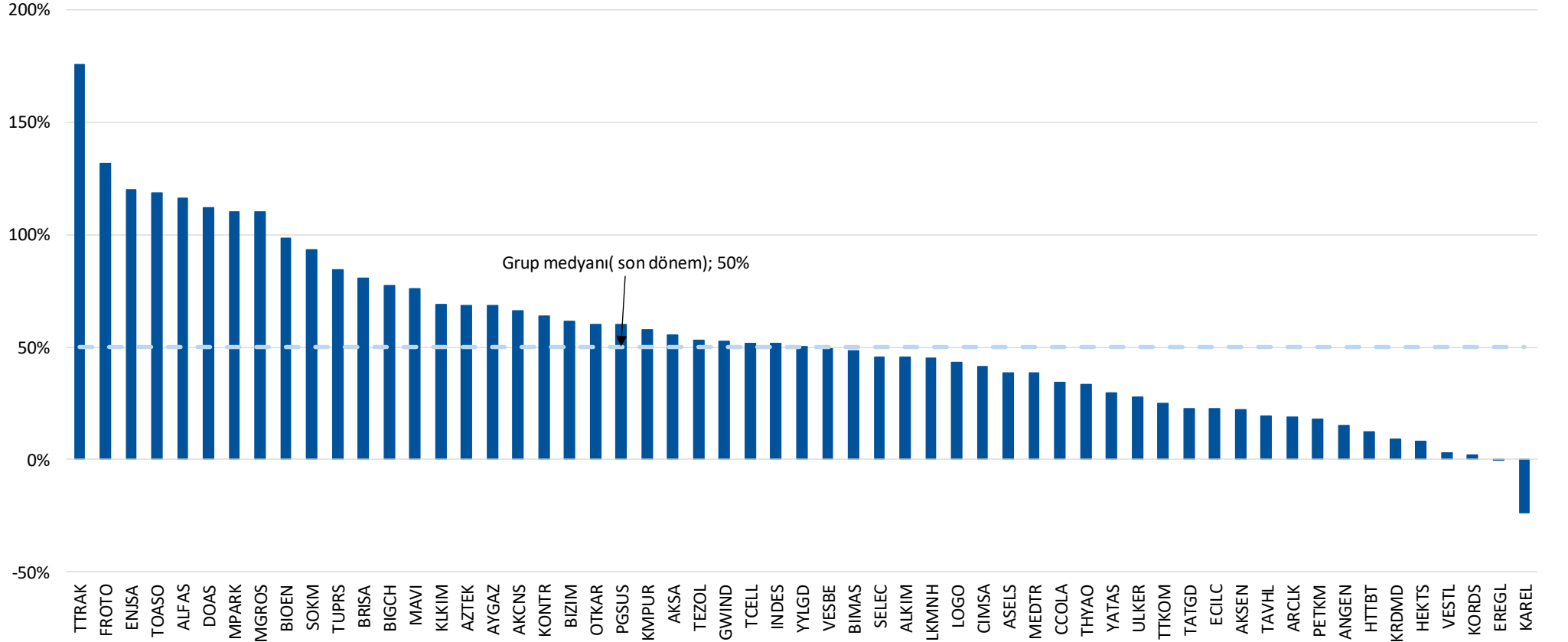
Esas faaliyet kar marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

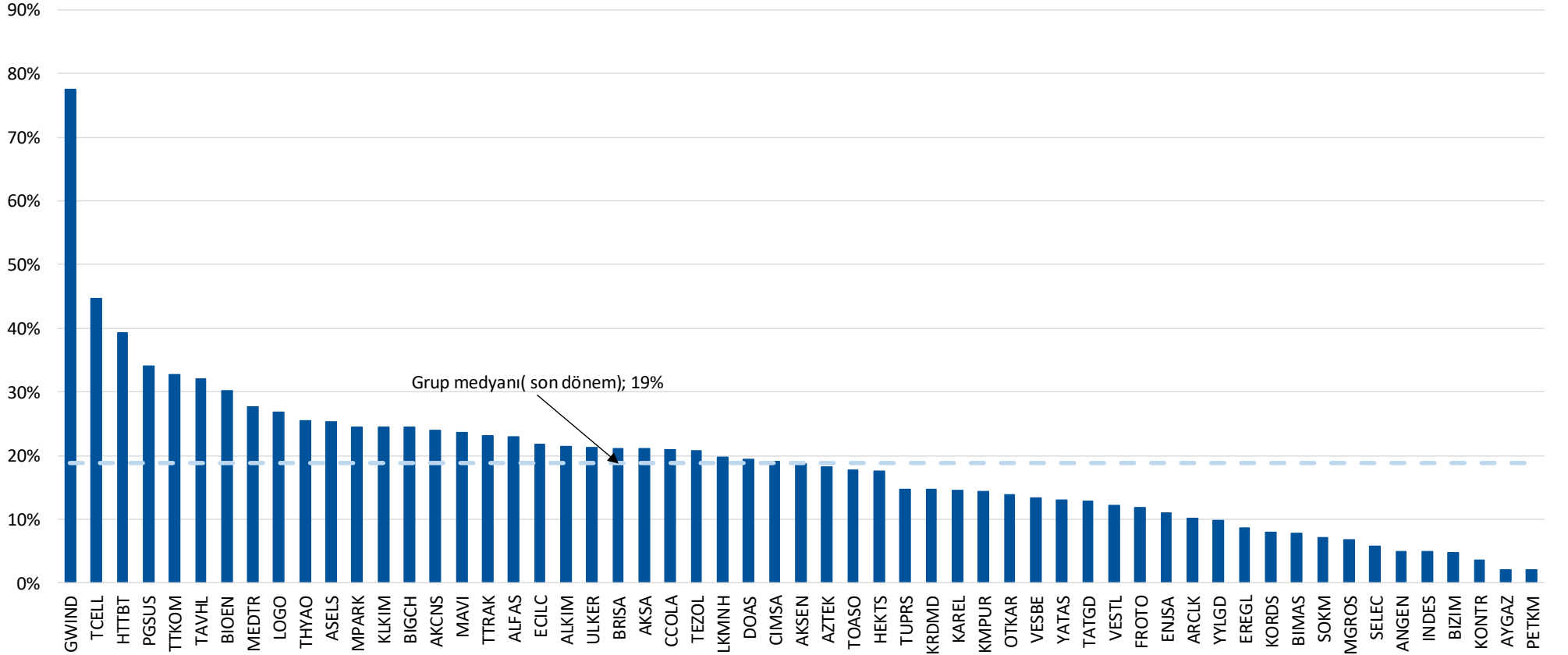
Özsermaye karlılığı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

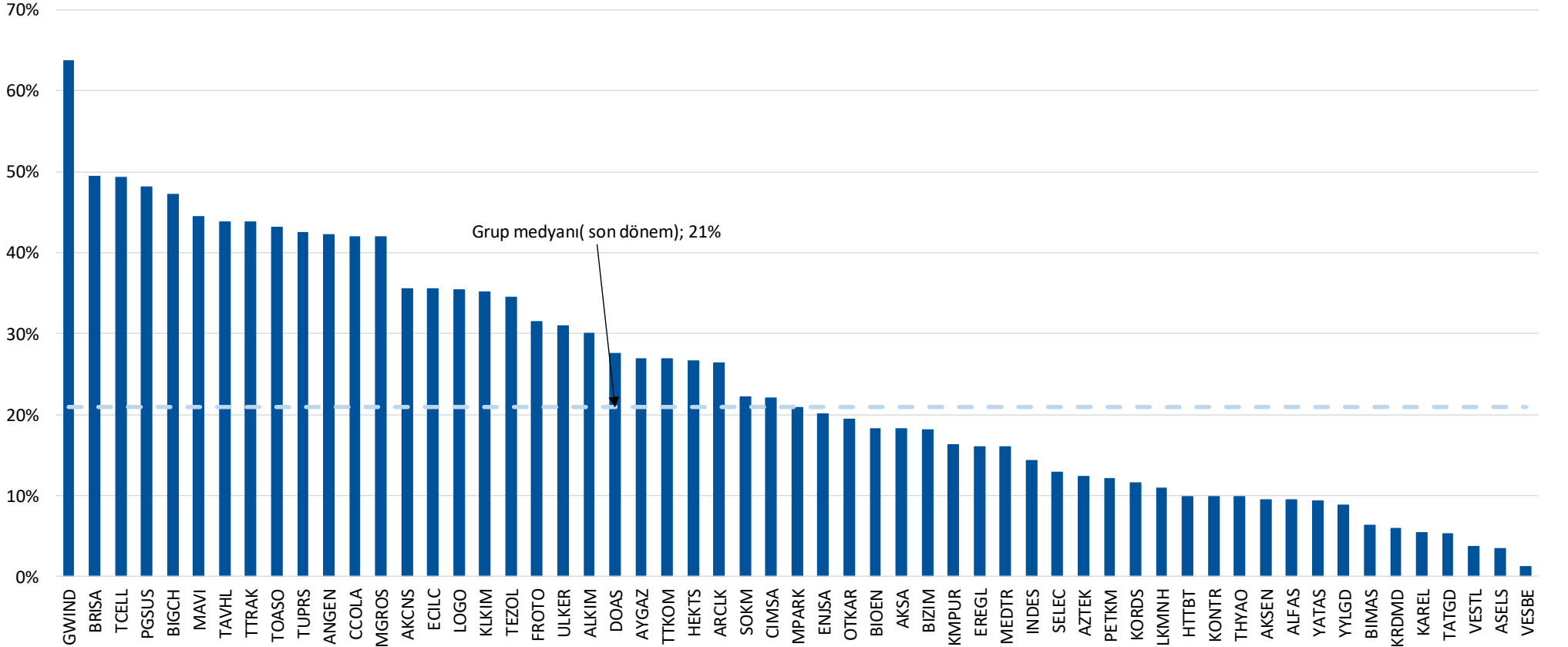
FAVÖK marjı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

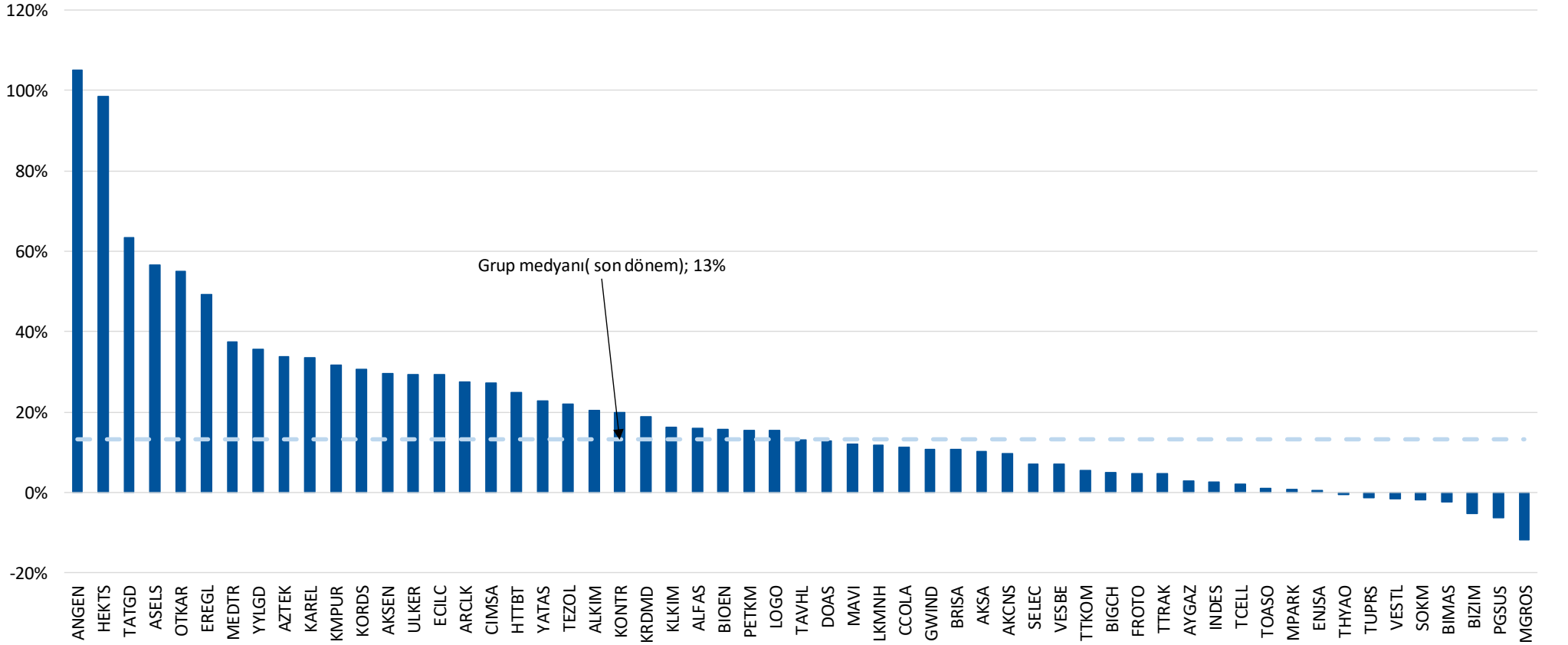
Nakit/dönen varlıklar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

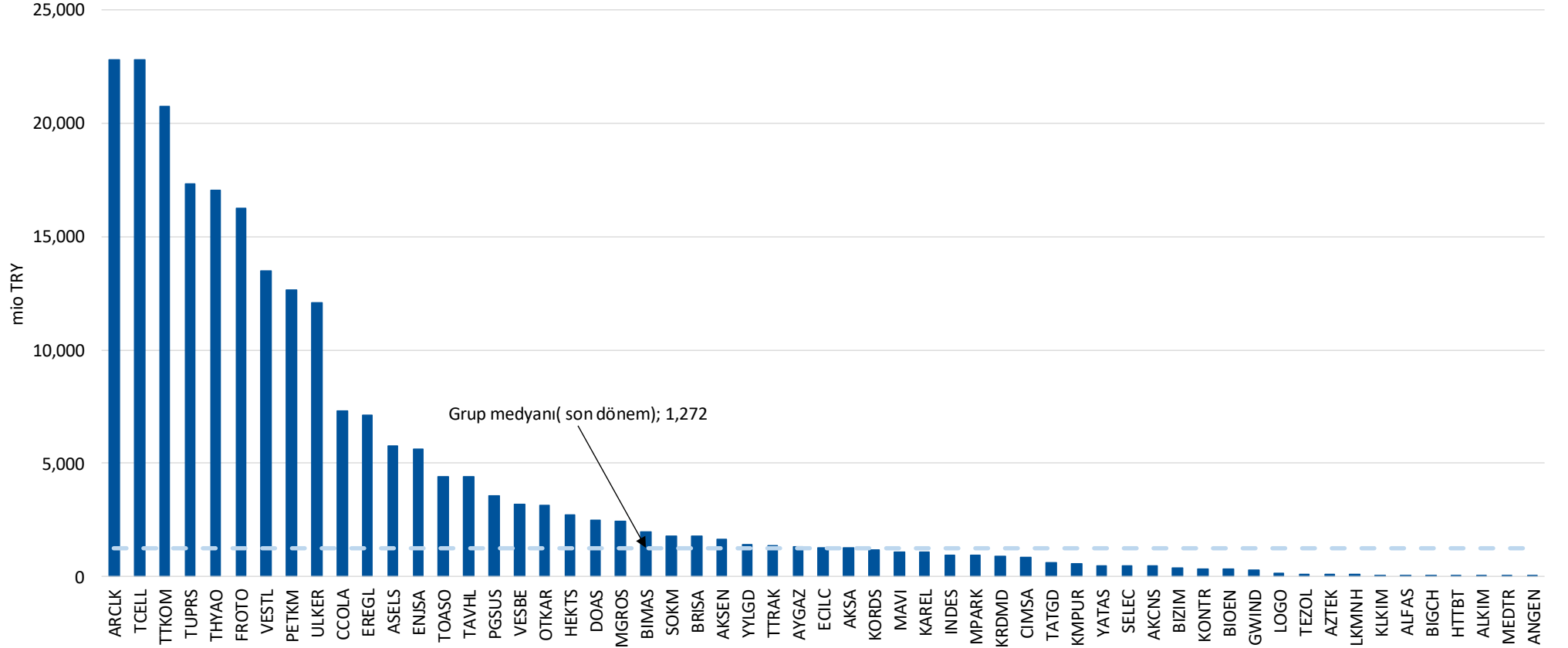
Net işletme sermayesi/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

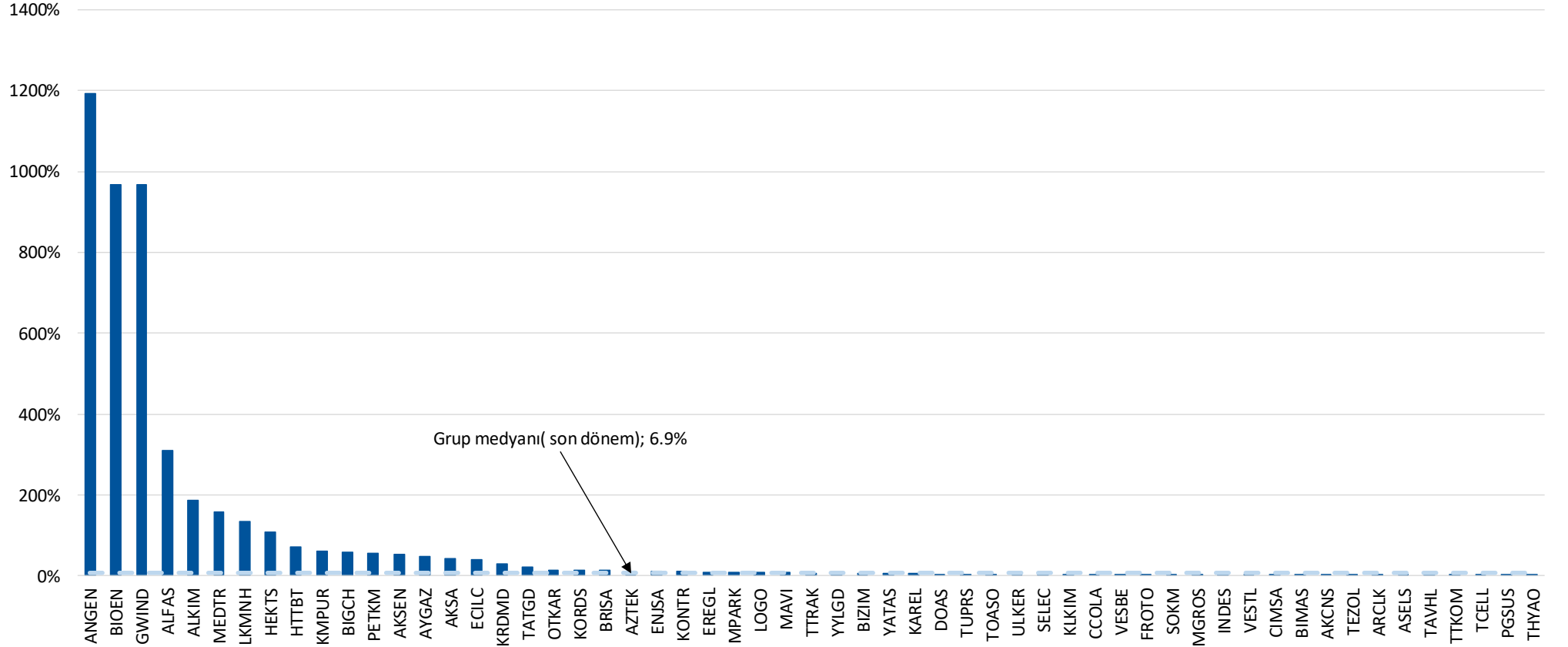
Finansman gideri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

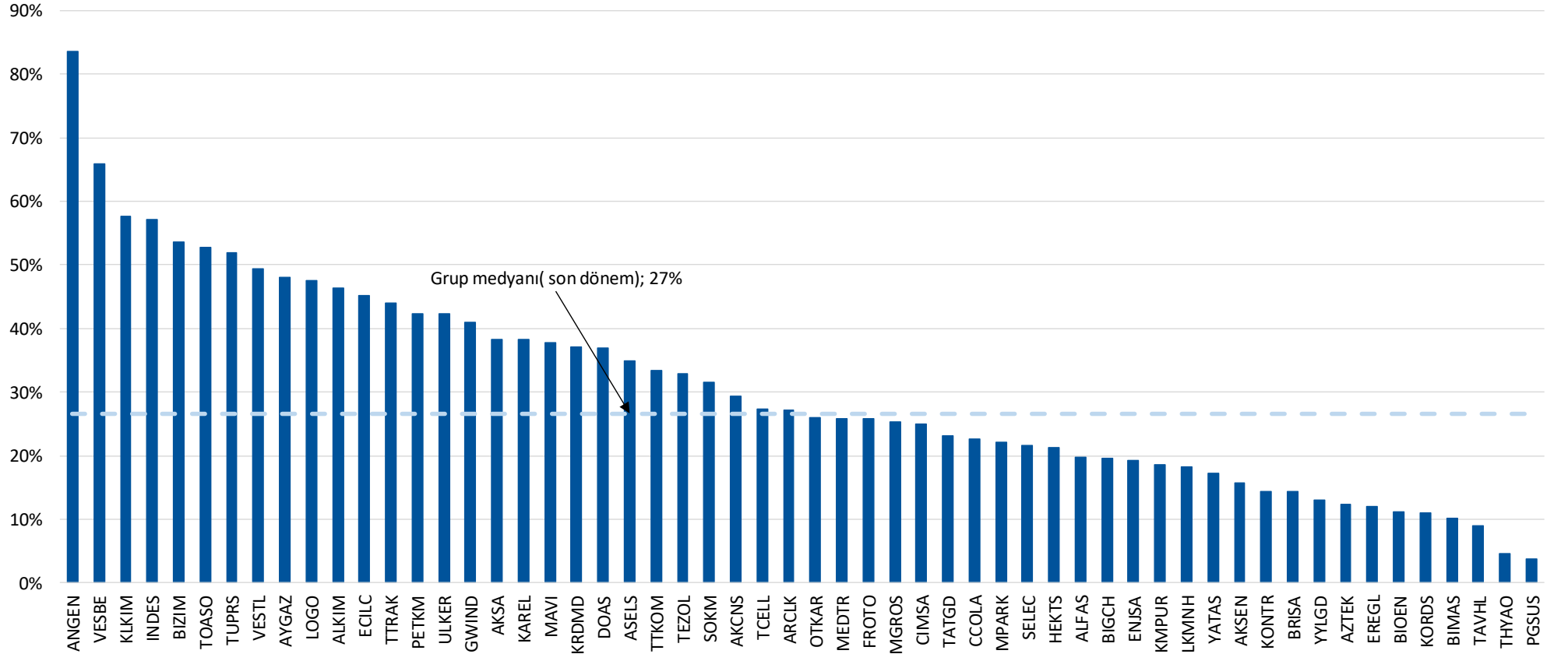
Finansman gideri/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

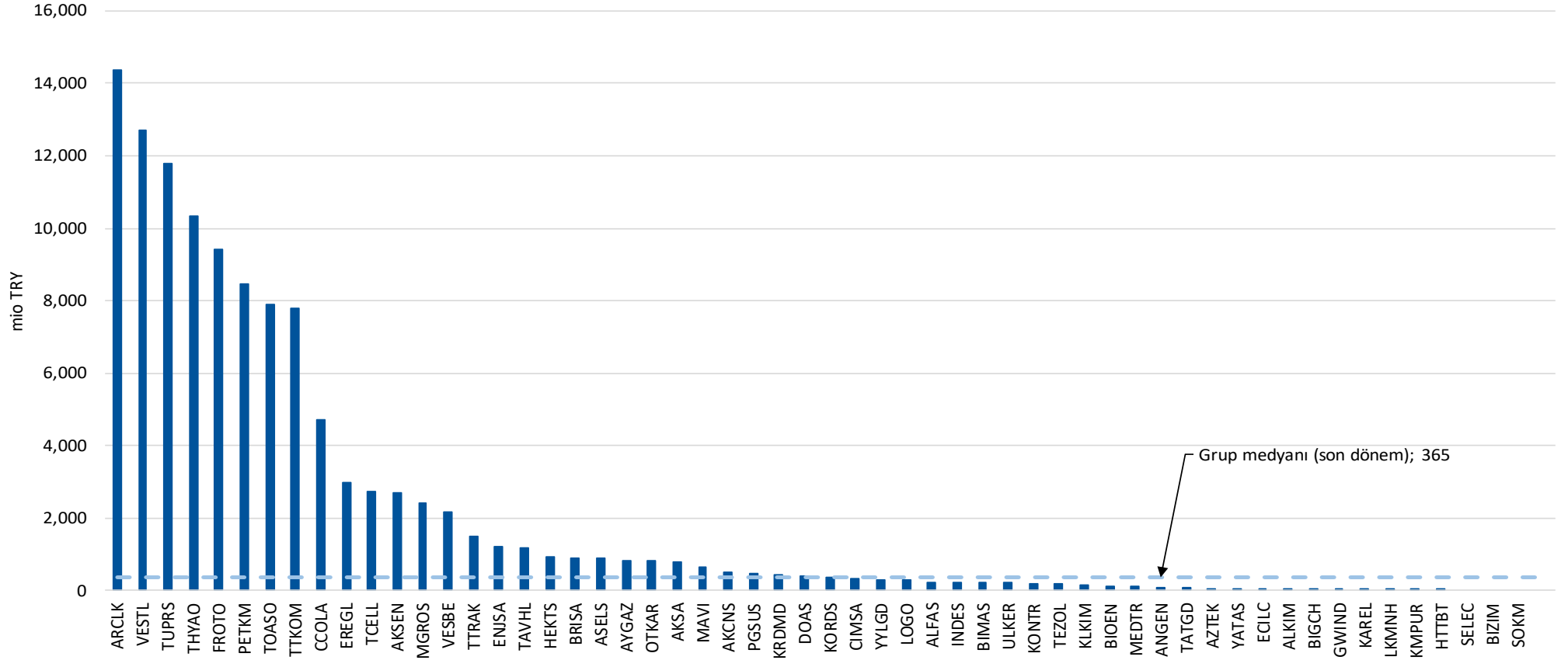
Finansman gideri/borçlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

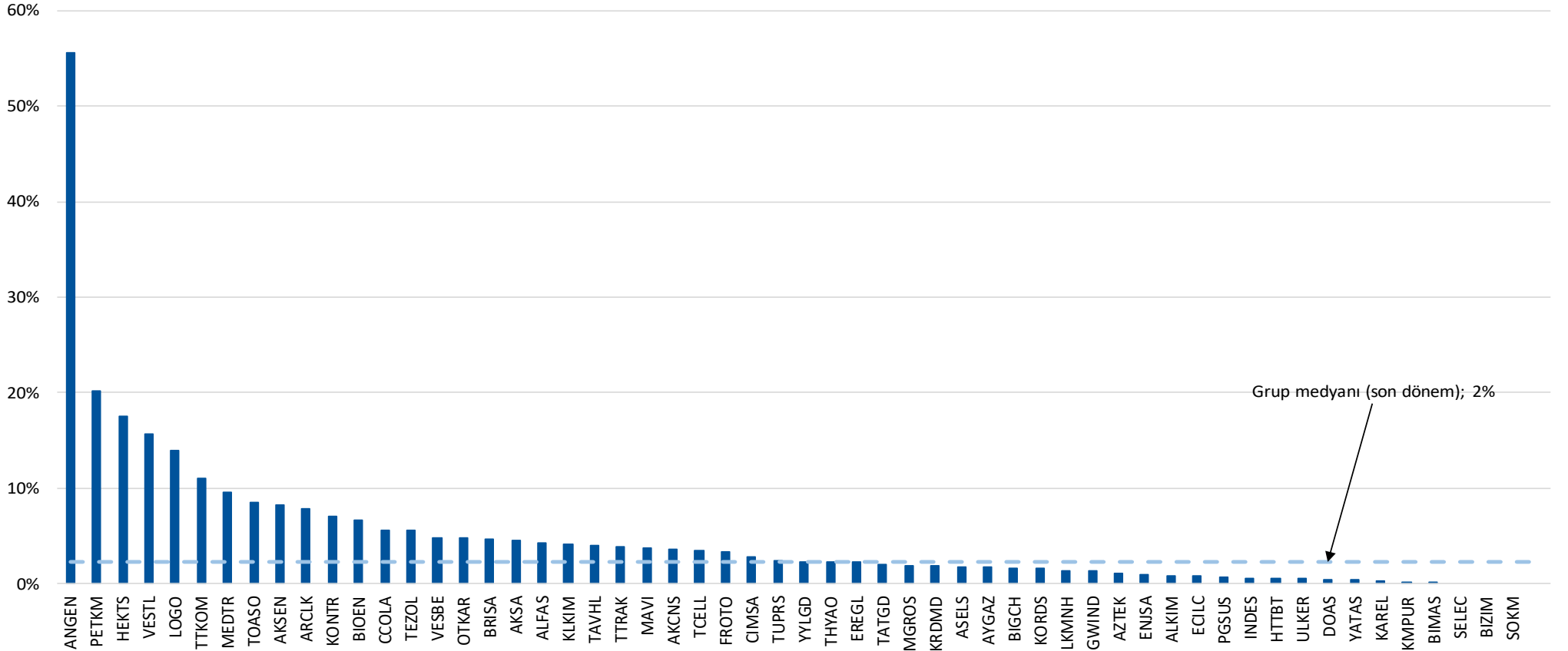
Finansman geliri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

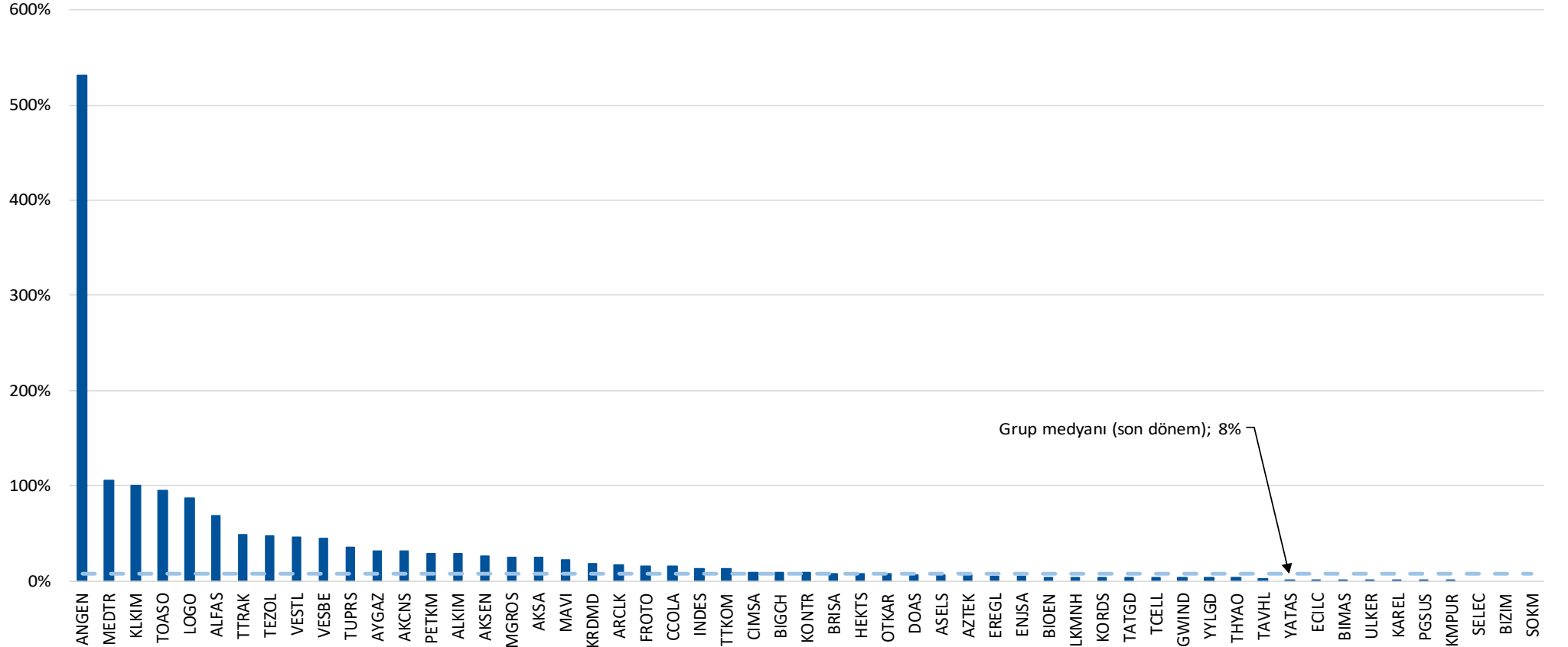
Finansman geliri/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

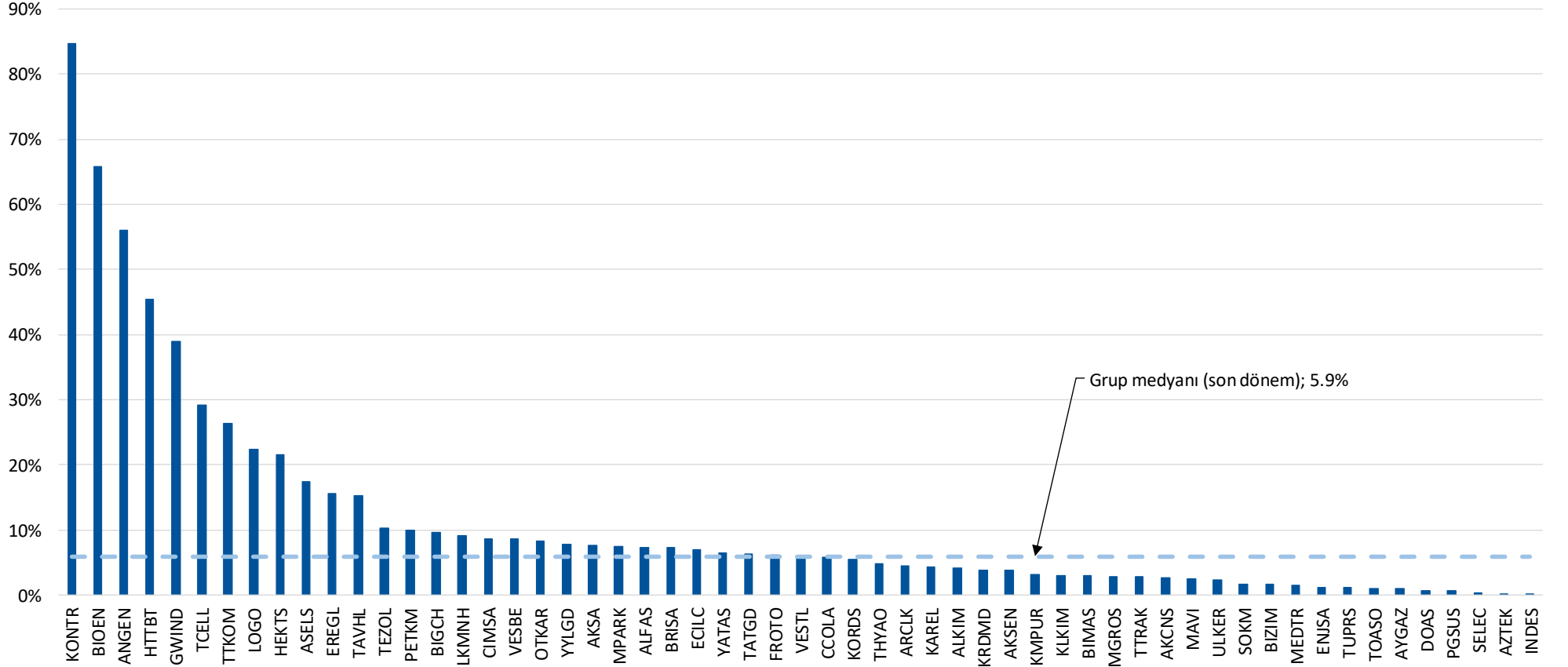
Finansman geliri/borçlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

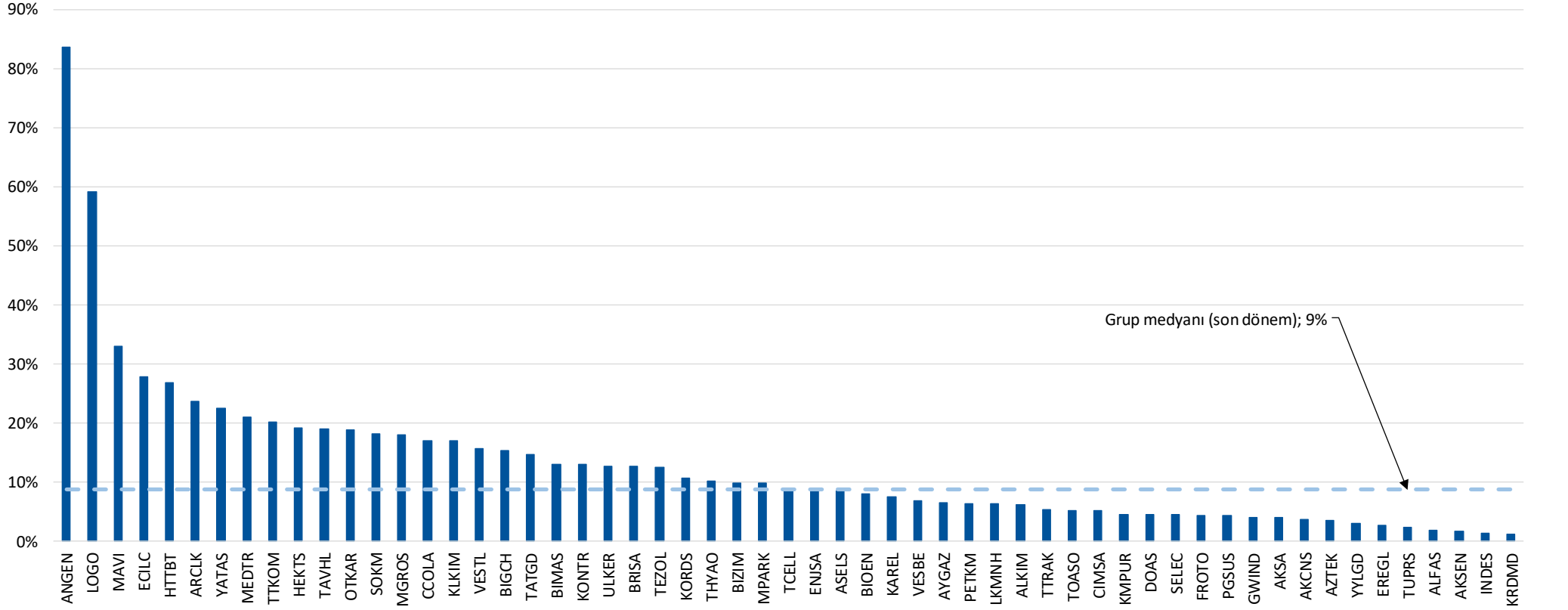
Sabit sermaye yatırımları/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

Operasyonel giderler/satışlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

*Söz konusu veriler, 2023 yılı 9 aylık verilerine göre hesaplanmıştır.

■ Bankacılık & sigorta sektörleri düşüncelerimiz

2024 yılı bankacılık sektörü görünümü

- 2023 yılında bankacılık sektörü büyüme açısından parlak bir dönem geçirdi. TL krediler %54 artarken, döviz cinsi krediler ise USD bazında %2.7 kadar daraldı. Sektörde kur korumalı mevduatın da etkisi ile TL mevduat hacmi %86 artarken, döviz cinsi mevduat hacmi ise USD bazında %7.1 geriledi. Mevduatın krediye dönüşüm oranı toplamda %78.4, TL tarafta %88.4 ve yabancı para tarafında ise %63.4 olarak yılı tamamladı. Sektördeki likiditenin yüksek olması ve sermaye yeterlilik oranlarının kuvvetli olması özellikle özel bankalar cephesinde daha hızlı bir kredi genişlemesine imkan sağlayabilir. Bankacılık hizmet gelirlerinin faaliyet giderlerine kıyasla biraz daha hızlı büyümesini beklerken, net faiz marjının 100 baz puan kadar iyileşmesini, kredi risk maliyeti oranının ise 80 baz puan kadar artmasını bekliyoruz. Sermaye piyasa işlem gelirlerinin de 2023'e göre daha sınırlı bir katkı vermesini beklediğimiz sektörde net kar rakamının yıllık bazda %26 kadar artış göstereceğini düşünüyoruz. 2024 tahminlerimize göre 2.5x Fiyat/Kazanç ve 0.7x Fiyat/Defter Değeri çarpanları ile işlem gören bankacılık sektörü hisselerinin 2023 yılındaki kuvvetli yükselişe ve sanayi endeksine göre daha iyi getirisine rağmen hala ucuz olduğunu düşünüyoruz.
- YKBNK ve AKBNK'ı Model ve Döngüsel Portföylerimizde taşımaya devam ederken, bu rapor ile birlikte özellikle 4Ç23'te iyi bir kar performansı beklediğimiz VAKBN için önerimizi AL olarak revize ediyoruz. AKBNK ve YKBNK 2024 tahminlerimize göre daha yüksek özsermaye karlılığı ve görece daha düşük çarpanlar ile işlem gördükleri ana odak noktamızda yer almaya devam ediyorlar.
- **2024 yılında kredi büyümesini %40-%45 bandında bekliyoruz.** Gerek sermaye yeterliliği gerekse de likidite olarak oldukça kuvvetli konumda olan sektörde 2024 yılında bir önceki yıla göre yavaşlama bekliyoruz. TCMB'nin sıkı para politikası sonucunda yükselen kredi faizleri talep tarafında baskıya neden olabilir. Bununla birlikte ekonomik büyümenin de 2024 yılında daha yavaş olmasına bağlı olarak bankalar kredi genişlemesinde daha seçici davranabilirler. Global ekonomilerdeki yüksek faiz oranları da daha yavaş büyüme eğilimi ile ekonomik aktivitenin ihracatçı bacağına daha sınırlı bir kredi kullanımına neden olabilir. İhracat ve üretimin desteklenmesi kapsamında ve işletme sermaye ihtiyacının finansmanı amacı ile kredi büyümesinin biraz daha ticari segmentte yoğunlaşabileceğini tahmin ediyoruz. Mevduat faizlerindeki yükseliş ile birlikte TL mevduatın cazibesini korumaya devam etmesini ve açıklandığı üzere kur korumalı mevduatın giderek azalmasını bekliyoruz.
- **Net faiz marjında 1 puan civarında yıllık artış bekliyoruz.** 2023'ü bir önceki yıla göre yaklaşık 300 baz puan gerileme ile %4.9 seviyesinde tamamlamasını beklediğimiz net faiz marjının 2024 yılında 100 baz puan kadar iyileşmesini bekliyoruz. TÜFE'ye endeksli bonoların katkısında gerileme ve artan TL mevduat maliyetleri ile birlikte swap giderlerinin de 2024 yılı net faiz gelirini baskılayan unsurlar olması beklenebilir. Bunun yanı sıra regülasyon kaynaklı olarak bankaların zorunlu karşılıklarından nema sağlayamıyor olması da marjları baskılayan diğer önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Kredi faizlerindeki yükseliş ve kredilerin geçmişe kıyasla vadelerinin kısalmış olması net faiz marjını dengelerken net faiz gelirine de katkı sağlamasını bekliyoruz. 1Ç24'te iyi bir marj görünümü olabileceğini düşünüyoruz. Takip eden iki çeyrek daha yatay olabilir. 4Ç24'te ise faizlerdeki olası gerileme ve global piyasalarda da faizlerin gerilemesi ile daha iyi bir marj olabileceğini tahmin ediyoruz.

2024 yılı bankacılık sektörü görünümü

- **Kredi kalitesinde 2024 yılında sınırlı düzeyde takipteki kredi artışı beklemek mümkün.** 2023 yılını haftalık verilere göre %1.62 seviyesinde tamamlayan takipteki kredi oranı ve %78.6 takipteki kredi karşılık oranlarıyla bankaların oldukça korunaklı oldukları görüşündeyiz. Ekonomideki beklenen yavaşlama ile birlikte özellikle bireysel kredilerde biraz daha fazla yoğunlaşan bir takibe intikal beklemek mümkün. Bu nedenle bankaların takipteki kredi karşılık oranlarını koruyacakları varsayımı altında net kredi risk maliyeti oranının 2024 yılında 2023'e göre 80 baz kadar artış göstererek yaklaşık 210 baz puan seviyesinde olmasını bekliyoruz.
- **Bankacılık hizmet gelirlerindeki büyüme faaliyet giderlerindeki artışı tolere edebilir.** Ocak-Kasım 2023 döneminde yıllık bazda %143 artış kaydeden bankacılık servis gelirlerindeki büyüme hızı Aralık ayında yavaşlasa da 2023 yılında banka karlılıklarına önemli bir katkı sağladı. Bunun yavaşlayarak da olsa 2024 yılında süregelmesini bekliyoruz. Kredi artış hızının biraz üzerinde beklediğimiz hizmet gelirlerindeki artış 2024 yılında faaliyet giderlerindeki artış hızının üzerinde gerçekleşebilir. Ocak-Kasım 2023 döneminde %122 yükselen operasyonel giderler deprem ile ilgili tek seferlik giderleri de içermekte. Bu nedenle 2024 yılında ortalama enflasyona paralel bir faaliyet gideri artışı öngörmek mümkün. Tüm bankalarda bankacılık hizmet gelirlerinin operasyonel giderleri karşılama oranının yükselmesini modelliyoruz.
- **Sermaye piyasası işlem gelirleri bu yıl daha düşük bir katkı sağlayabilir.** Geçtiğimiz yılki kur volatilitesi kaynaklı olarak bankalar yüksek bir sermaye piyasası işlem geliri elde etmişlerdi. 2024 yılında bu katkının daha düşük bir seviyede olmasını bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında piyasa faizlerindeki olası bir gerilemeye bağlı olarak hazine kağıtları üzerinden ise değerlendirme farkı olabilir.
- **Tahminlerimize yönelik risk faktörleri.** Ekonomik büyüme dinamiklerinin beklentimizden daha iyi gerçekleşmesi durumunda kredi büyümesi tahminlerimizi aşabilir. Net faiz marjında ise yılın ikinci yarısı ve özellikle 4Ç24'te faiz oranlarının beklentimizden daha hızlı gerilemesi durumunda kredi-mevduat durasyon farkından dolayı marjlar beklentimizin üzerinde gerçekleşebilir. Yıllık ortalama enflasyona göre tahminlediğimiz faaliyet giderleri de enflasyondaki seyre bağlı olarak daha farklı seviyede gerçekleşebilir. Bankacılık hizmet gelirlerinde kredi büyümesinin biraz daha üzerinde artış modelledik. Bu noktada da kredi büyümesi belirleyici olacaktır.

Bankacılık hisseleri öneri/hedef fiyat

- ✓ **AKBNK (AL/54,70 TL):** AKBNK son 1 yılda %107 performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin de %49.8 üzerinde bir performans göstermiştir. Hisse, 2024 tahminlerimize göre 2.54x F/K ve 0.71x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %32.8 seviyesindedir. Faiz durasyonu açısından önemli bir marj avantajı olan bankanın yüksek sermaye yeterliliği ile sektörün üzerinde büyümesini bekliyoruz. Diğer bankalara kıyasla daha cazip çarpan ve daha yüksek özsermaye karlılığı beklentisi ile AKBNK'yi Döngüsel Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.
- ✓ **GARAN (AL/85,80 TL):** GARAN son 1 yılda %106 performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin %48.5 üzerinde bir getiri sağladı. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 3.00x F/K ve 0.79x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %30.7 seviyesindedir. İyi bir marj yönetimi olan bankanın yüksek sermaye yeterliliği ile ön planda kalmaya devam etmesini bekliyoruz.
- ✓ **HALKB (TUT/17,00 TL):** HALKB son 1 yılda %8.6 değer kaybederken, BIST 100 Endeksi'nin %34 gerisinde kaldı. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 2.43x F/K ve 0.54x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %25 seviyesindedir. Özel sektör bankalarına göre daha düşük karlılık ve önümüzdeki dönemde büyüme hızının biraz daha yavaş olabileceği beklentisi ile önerimiz TUT yönündedir.
- ✓ **ISCTR (AL/33,00 TL):** ISCTR son 1 yılda %95.4 nominal performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin de %41 üzerinde bir performans göstermiştir. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 3.26x F/K ve 0.78x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %27.4 seviyesindedir. İştiraklerinin tek bir çatı altında birleştirilmesi ileride önemli bir değer açığa çıkartabileceği için beklentiler olumlu kalmaya devam edebilir. Enflasyona endeksli bonolar için uyguladığı farklı muhasebe standardı nedeni ile enflasyon geriledikçe rakipleri ile arasındaki farkı kapatması beklenebilir. Rakiplerine kıyasla biraz daha yüksek fiyat çarpanları ve özsermaye karlılığı ile öncelikli tercihimiz olmamakla birlikte hisse için AL olan önerimizi sürdürüyoruz.
- ✓ **VAKBN (AL/22,80 TL):** VAKBN son 1 yılda %20 nominal performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin ise %13 gerisinde kalmıştır. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimizde 2.16x F/K ve 0.60x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %31.6 seviyesindedir. Özel sektör bankalarına göre biraz daha düşük özsermaye karlılığına rağmen düşük çarpanları ve yakın dönem kar momentumu nedeniyle hisse için önerimizi AL olarak güncelliyoruz.
- ✓ **YKBNK (AL/30,60 TL):** YKBNK son 1 yılda %85 nominal performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin de %33 üzerinde bir performans göstermiştir. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 2.24x F/K ve 0.69x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %36.9 seviyesindedir. Sektöre kıyasla daha yüksek bir büyüme sağlamasını beklediğimiz banka, düşük çarpanları ve yüksek karlılığı ile Model Portföyümüzde yer almaktadır.
- ✓ **TSKB (AL/10,50 TL):** TSKB son 1 yılda %61 nominal performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin ise %16 üzerinde getiri sağlamıştır. 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 2.31x F/K ve 0.69x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %35 seviyesindedir. Son 2 yıldır yavaş büyüyen bankanın önümüzdeki dönemde yüksek sermaye yeterliliği ile daha hızlı büyümesi beklenebilir. Bununla birlikte liralasma stratejisi çerçevesinde regülasyon değişimlerinden etkilenmiyor olması ise marj açısından pozitif olarak değerlendirilebilir.

Bankacılık sektörü beklentilerimiz

Öneri ve hedef fiyatlar				
Hisse	Son kapanış	Hedef fiyat	Potansiyel	Öneri
AKBNK	39.84	54.70	37%	AL
GARAN	62.60	85.80	37%	AL
HALKB	13.79	17.00	23%	TUT
ISCTR	25.14	33.00	31%	AL
VAKBN	15.25	22.80	50%	AL
YKBK	22.42	30.60	36%	AL
TSKB	7.24	10.50	45%	AL

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Değerleme çarpanları						
Hisse	F/K		F/DD		Karlılık	
	2023T	2024T	2023T	2024T	2023T	2024T
AKBNK	3.25	2.75	1.02	0.77	36.7%	32.8%
GARAN	3.30	3.27	1.11	0.86	41.3%	30.7%
HALKB	8.59	2.75	0.78	0.61	10.0%	25.1%
ISCTR	3.78	3.54	1.06	0.85	31.5%	27.4%
VAKBN	4.42	2.31	0.88	0.64	24.1%	31.6%
YKBK	2.95	2.51	1.07	0.78	43.6%	36.9%
TSKB	2.92	2.37	0.97	0.71	41.8%	35.0%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Son kapanış fiyatları ile.

Net kar tahminleri, BDDK solo, mio TRY						
Hisse	2022	2022 değişim	2023T	2023 değişim	2024T	2024 değişim
AKBNK	60,024	395%	63,716	6%	75,291	18%
GARAN	58,509	348%	79,598	36%	80,487	1%
HALKB	14,650	872%	11,531	-21%	35,969	212%
ISCTR	61,538	357%	66,535	8%	71,020	7%
VAKBN	24,017	475%	34,209	42%	65,586	92%
YKBK	52,745	403%	64,289	22%	75,442	17%
TSKB	4,055	272%	6,934	71%	8,539	23%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Ana operasyonel beklentiler						
Hisse	Net faiz marjı			Net kredi risk maliyeti		
	2022	2023T	2024T	2022	2023T	2024T
AKBNK	9.5%	5.3%	6.1%	0.9%	1.5%	2.1%
GARAN	10.1%	6.8%	7.3%	2.8%	2.1%	2.6%
HALKB	6.5%	2.3%	5.9%	5.2%	0.2%	2.1%
ISCTR	7.2%	4.2%	3.6%	1.0%	0.9%	2.1%
VAKBN	6.3%	2.7%	5.6%	2.5%	1.2%	1.6%
YKBK	10.0%	6.6%	7.7%	2.7%	1.6%	3.0%
TSKB	6.6%	6.6%	6.2%	3.6%	1.5%	1.8%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Bankacılık sektörüne ait kar tahminlerimiz

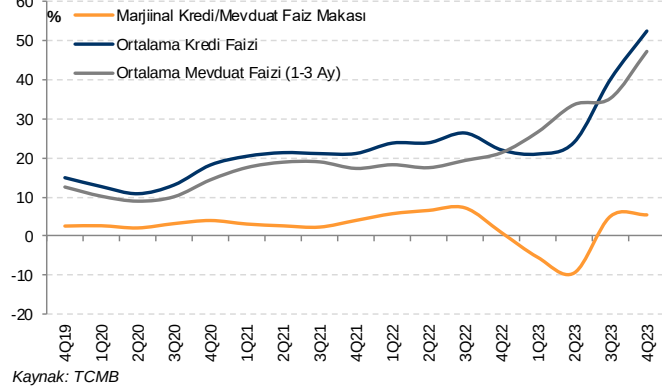
	AKBNK			GARAN			HALKB			ISCTR			VAKBN			YKBNK			TSKB		
	2022	2023T	2024 T	2022	2023T	2024 T	2022	2023T	2024 T	2022	2023T	2024 T	2022	2023T	2024 T	2022	2023T	2024 T	2022	2023T	2024 T
Net Faiz Geliri	70.3	62.8	111.1	73.0	75.0	120.7	62.0	33.6	109.5	63.7	55.0	73.1	70.3	50.5	133.2	74.8	70.9	123.0	6.4	9.0	12.5
y/y	364.6%	-10.6%	76.8%	234.9%	2.7%	60.9%	239.6%	-45.9%	226.4%	256.4%	-13.8%	33.0%	470.7%	-28.1%	163.7%	370.2%	-5.3%	73.5%	153.8%	40.3%	39.0%
Net Faiz Marjı	9.5%	5.3%	6.1%	10.1%	6.8%	7.3%	6.5%	2.3%	5.9%	7.2%	4.2%	3.6%	6.3%	2.7%	5.6%	10.0%	6.6%	7.7%	6.6%	6.6%	6.2%
Net Karşılık Gideri	4.2	10.0	21.4	15.1	17.0	32.8	35.3	3.1	30.6	5.9	8.0	27.9	19.1	15.6	26.3	12.9	11.5	31.1	2.5	1.6	2.6
y/y	21.1%	140.5%	113.8%	28.3%	12.6%	93.3%	308.9%	-91.2%	888.5%	-17.5%	35.2%	250.1%	277.6%	-18.1%	68.2%	63.5%	-10.4%	169.5%	74.9%	-36.4%	66.4%
Net Kredi Risk Maliyeti	0.9%	1.5%	2.1%	2.8%	2.1%	2.6%	5.2%	0.2%	2.1%	1.0%	0.9%	2.1%	2.5%	1.2%	1.6%	2.7%	1.6%	3.0%	3.6%	1.5%	1.8%
Faaliyet Giderleri	19.1	42.9	64.4	22.9	48.0	71.7	17.7	48.7	73.0	34.0	71.6	104.8	17.9	51.4	64.2	22.4	43.6	64.7	0.5	1.2	1.9
y/y	105.2%	124.4%	49.9%	80.8%	109.4%	49.6%	83.2%	175.0%	49.8%	113.9%	110.5%	46.3%	88.6%	186.4%	25.0%	117.9%	94.7%	48.2%	91.9%	141.0%	54.7%
Net Komisyon Gelirleri	10.3	30.1	48.7	16.6	36.3	56.7	8.5	17.2	27.2	16.1	37.8	55.9	10.8	23.7	35.6	14.1	31.5	50.0	0.2	0.4	0.3
y/y	97.1%	191.9%	61.9%	95.6%	118.5%	56.0%	107.0%	103.1%	58.0%	111.9%	134.1%	47.9%	139.8%	119.4%	50.4%	93.2%	123.0%	58.6%	123.7%	129.0%	-29.0%
Net Komisyon Gelirleri / Faaliyet Giderleri	53.9%	70.1%	75.7%	72.6%	75.7%	79.0%	47.8%	35.3%	37.2%	47.5%	52.8%	53.3%	60.2%	46.1%	55.5%	63.1%	72.2%	77.3%	31.4%	29.8%	13.7%
İştirak Gelirleri	3.1	7.5	12.8	5.4	12.8	17.6	0.4	0.4	0.5	21.8	30.2	47.5	0.1	0.2	0.3	3.2	8.2	11.5	1.0	1.4	1.6
y/y	98.8%	141.7%	70.2%	163.7%	138.2%	37.3%	121.2%	-6.8%	17.3%	172.0%	38.6%	57.0%	23.4%	33.2%	64.8%	143.2%	158.5%	40.7%	330.5%	39.8%	15.8%
Diğer Gelir/Gider	18.8	36.5	13.5	18.5	38.3	10.1	2.2	13.4	13.2	12.1	35.7	50.9	-7.0	36.7	8.3	11.5	28.0	11.9	0.5	1.3	1.2
y/y	172.8%	94.2%	-63.0%	97.8%	107.0%	-73.6%	n.a.	522.2%	-1.6%	143.3%	194.5%	42.3%	n.a.	n.a.	-77.5%	61.2%	144.4%	-57.6%	78.4%	146.4%	-8.6%
Vergi Öncesi Kar	79.3	84.0	100.4	75.6	97.6	100.6	20.0	12.7	46.7	73.9	79.2	94.7	37.2	44.1	86.9	68.3	83.4	100.6	5.1	9.3	11.1
y/y	393.3%	6.0%	19.5%	336.9%	29.0%	3.1%	n.a.	-36.4%	266.6%	377.8%	7.1%	19.6%	603.3%	18.5%	97.1%	406.6%	22.1%	20.6%	252.6%	80.3%	19.6%
Net Kar	60.0	63.7	75.3	58.5	79.6	80.5	14.6	11.5	36.0	61.5	66.5	71.0	24.0	34.2	65.6	52.7	64.3	75.4	4.1	6.9	8.5
y/y	395.0%	6.2%	18.2%	347.5%	36.0%	1.1%	871.7%	-21.3%	211.9%	356.9%	8.1%	6.7%	475.2%	42.4%	91.7%	402.8%	21.9%	17.3%	272.4%	71.0%	23.2%

Bankacılık sektörüne ait bilanço tahminlerimiz

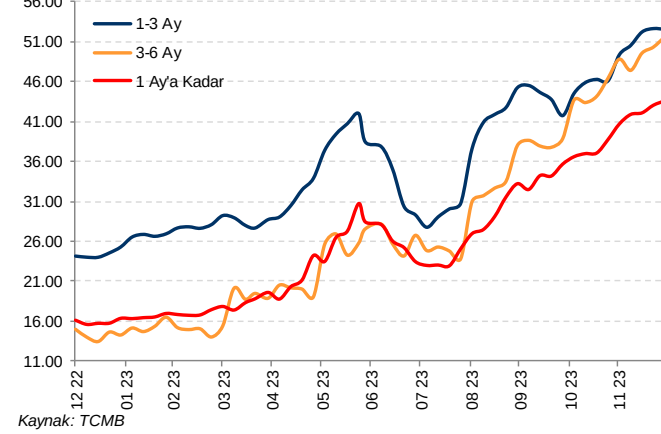
	AKBNK			GARAN			HALKB			ISCTR			VAKBN			YKBNK			TSKB		
	2022	2023 T	2024 T	2022	2023 T	2024 T	2022	2023 T	2024 T	2022	2023 T	2024 T	2022	2023 T	2024 T	2022	2023 T	2024 T	2022	2023 T	2024 T
Krediler	539	848	1,234	632	1,015	1,471	789	1,252	1,684	750	1,093	1,577	912	1,420	1,920	570	843	1,255	75	118	170
y/y	61.0%	57.4%	45.5%	58.9%	60.5%	44.9%	52.6%	58.7%	34.5%	54.3%	45.7%	44.4%	61.1%	55.7%	35.2%	51.0%	47.9%	48.9%	23.0%	58.4%	43.8%
TL	392	630	926	475	747	1,099	613	991	1,325	470	698	1,025	624	976	1,304	410	628	957	7	4	6
y/y	76.7%	60.8%	47.0%	80.0%	57.1%	47.2%	66.3%	61.7%	33.8%	75.3%	48.3%	46.8%	76.3%	56.3%	33.6%	82.9%	53.0%	52.4%	32.5%	-46.9%	74.6%
YP, \$	8	7	8	8	9	9	9	9	9	15	13	14	15	15	15	9	7	7	4	4	4
y/y	-7.2%	-5.9%	4.1%	-16.5%	8.5%	2.0%	-15.4%	-5.9%	1.0%	-8.5%	-10.2%	3.0%	-3.2%	-1.9%	2.0%	-25.7%	-14.4%	2.0%	-12.9%	7.2%	5.1%
Takipteki Kredi Oranı (grup 3 Oranı)	3.0%	2.1%	2.9%	2.6%	1.9%	2.9%	2.2%	1.5%	2.4%	3.0%	1.6%	2.5%	2.1%	1.4%	1.8%	3.4%	3.3%	4.2%	2.9%	1.7%	1.9%
Grup 1 Karşılık Oranı	0.7%	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	1.6%	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
Grup 2 Karşılık Oranı	16.5%	17.5%	17.5%	20.0%	21.0%	21.0%	45.4%	31.0%	31.0%	16.7%	16.0%	16.0%	24.4%	23.0%	23.0%	19.2%	16.9%	16.9%	27.5%	29.0%	29.0%
Grup 3 Karşılık Oranı	67.4%	65.2%	65.6%	72.2%	66.8%	66.6%	81.5%	81.0%	81.0%	74.4%	80.8%	80.6%	81.3%	82.4%	82.4%	76.1%	70.1%	70.7%	92.0%	96.4%	72.1%
Toplam Karşılık Oranı	127.2%	172.1%	142.0%	210.3%	240.5%	177.7%	286.9%	263.7%	197.9%	141.1%	199.9%	159.4%	204.9%	260.0%	219.3%	173.9%	154.9%	137.4%	236.3%	327.5%	271.4%
Menkul Değerler	266	450	653	188	291	474	374	452	602	278	463	663	373	610	827	242	421	615	24	27	40
y/y	73.9%	69.0%	45.1%	102.0%	55.0%	62.6%	67.6%	20.7%	33.4%	92.5%	66.4%	43.2%	66.5%	63.7%	35.6%	89.8%	73.7%	46.2%	81.7%	14.4%	45.1%
Toplam Aktifler	1,075	1,808	2,632	1,152	1,919	2,942	1,392	2,087	2,807	1,408	2,321	3,351	1,681	2,573	3,478	1,108	1,766	2,615	116	178	256
y/y	51.7%	68.2%	45.5%	52.0%	66.5%	53.3%	54.5%	49.9%	34.5%	52.0%	64.8%	44.4%	66.9%	53.0%	35.2%	50.4%	59.4%	48.1%	37.4%	53.9%	43.8%
Mevduatlar	679	1,213	1,789	791	1,377	2,163	1,061	1,674	2,258	931	1,643	2,409	1,128	1,777	2,398	673	1,066	1,595	0	0	0
y/y	64.4%	78.6%	47.5%	54.1%	74.2%	57.0%	69.5%	57.8%	34.9%	56.3%	76.5%	46.6%	90.8%	57.6%	35.0%	67.7%	58.5%	49.6%	n.a.	n.a.	n.a.
TL	370	756	1,124	427	861	1,371	568	1,019	1,377	386	832	1,238	681	1,118	1,507	387	638	961	0	0	0
y/y	143.7%	104.1%	48.7%	136.8%	101.5%	59.2%	118.4%	79.5%	35.1%	130.4%	115.4%	48.8%	166.5%	64.2%	34.8%	165.0%	64.7%	50.6%	n.a.	n.a.	n.a.
YP, \$	17	16	17	19	18	20	26	22	22	29	28	29	24	22	22	15	15	16	0	0	0
y/y	-15.7%	-6.0%	7.1%	-22.2%	-9.7%	12.8%	-3.9%	-15.6%	-1.0%	-9.2%	-5.4%	6.2%	-5.0%	-6.4%	-0.5%	-20.2%	-4.7%	9.0%	n.a.	n.a.	n.a.
Özsermaye	154	202	268	153	236	305	90	126	162	191	236	297	107	172	238	126	178	244	13	21	29
y/y	102.2%	31.7%	32.5%	93.5%	54.8%	29.0%	106.5%	40.5%	28.5%	120.4%	23.4%	25.8%	105.9%	61.2%	38.0%	98.9%	40.8%	37.0%	84.2%	62.7%	37.7%
Kaldıraç (Toplam Aktifler / Özsermaye)	7.0	8.9	9.8	7.5	8.1	9.7	15.5	16.5	17.3	7.4	9.8	11.3	15.7	14.9	14.6	8.8	9.9	10.7	9.0	8.6	8.9

Kredi/mevduat faiz makası yakın dönemde net faiz marjını destekleyebilir

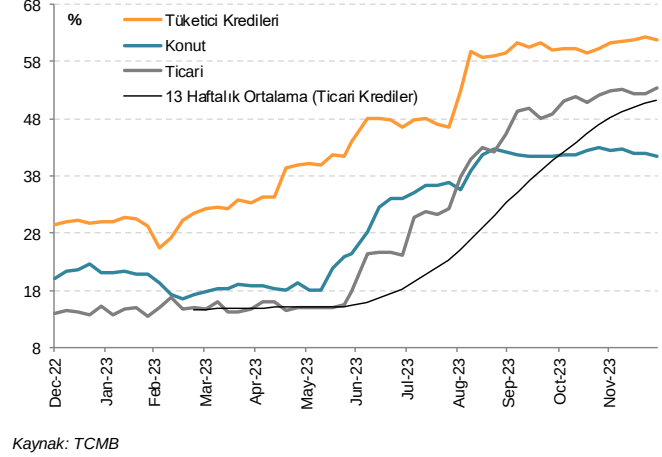
Kredi ve Mevduat Faiz Oranları, Çeyrek Ortalaması, Son Veri 29 Aralık 2023



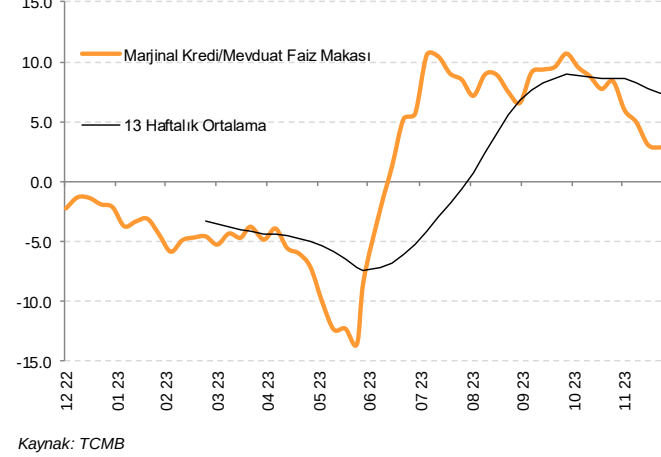
Mevduat Faiz Oranları, Son Veri 29 Aralık 2023



Kredi Faiz Oranları, Son Veri 29 Aralık 2023



Haftalık Marjinal Kredi/Mevduat Faiz Makası, Son Veri 29 Aralık 2023

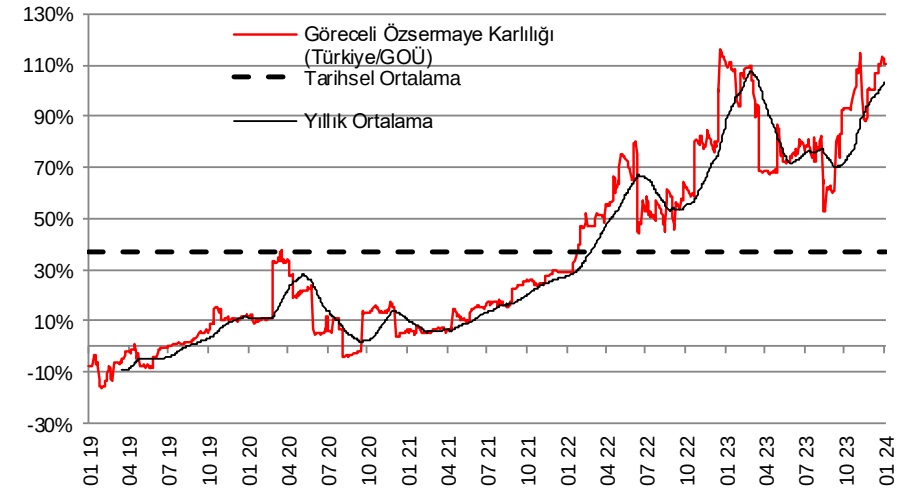
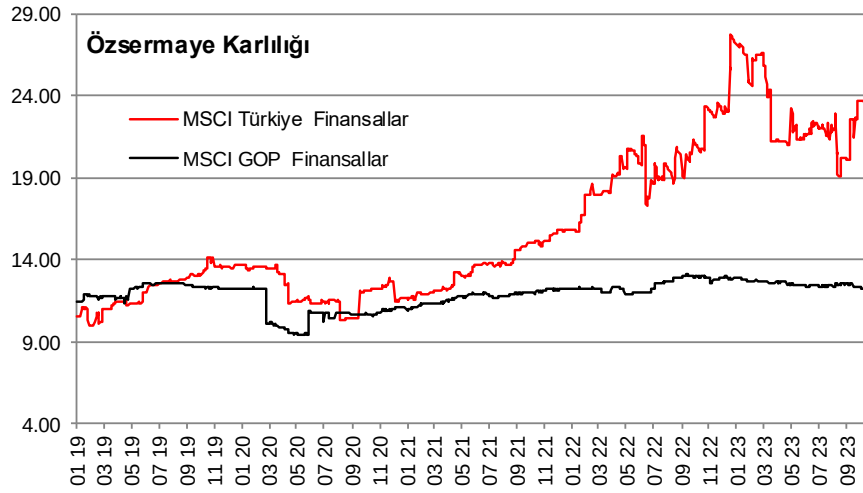


Özsermaye karlılığı 10 yıllık bono faizinden yüksek olduğu için daha yüksek çarpanları destekliyor

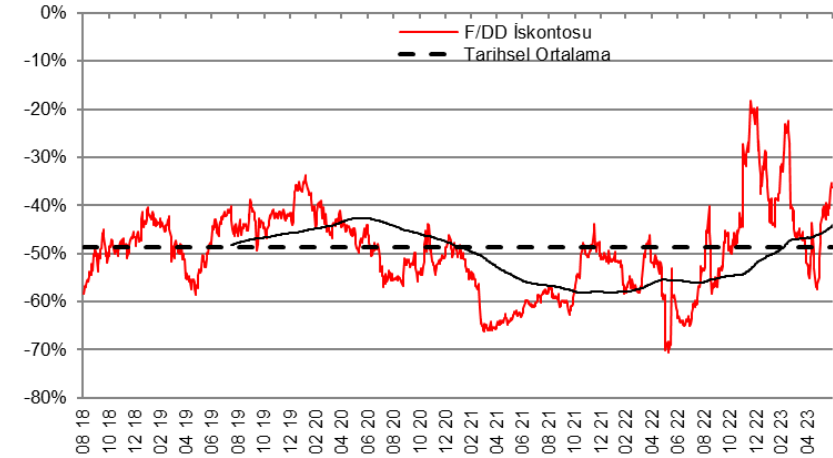
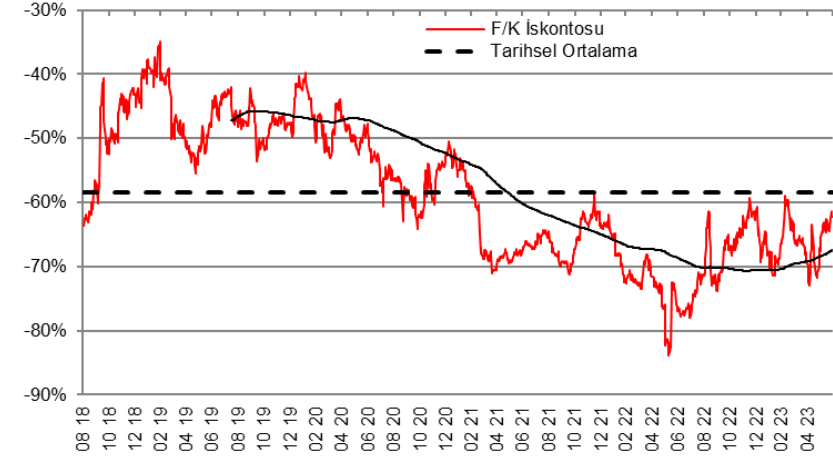
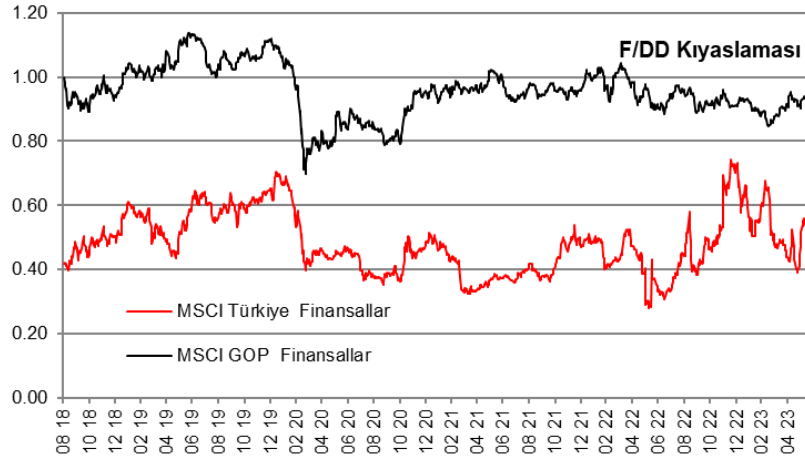
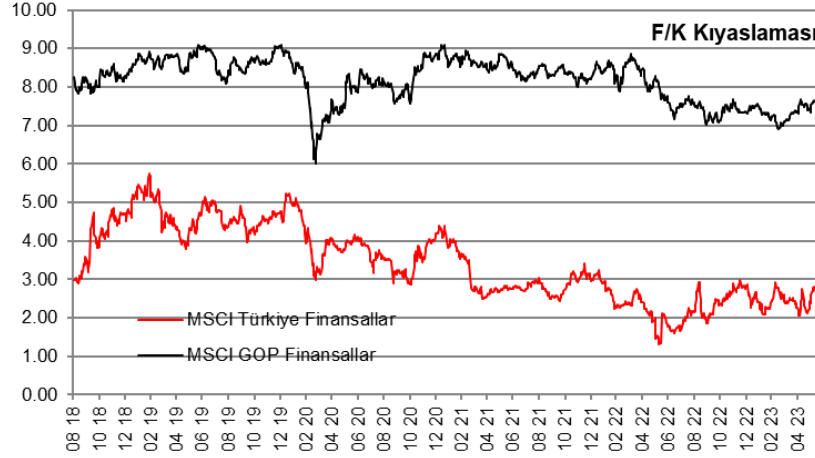
12-a ileri F/K	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	2.78	3.22	2.49	3.52	2.27	2.45	2.42	2.85
Son 1 Yıl	1.92	2.09	3.90	2.56	1.82	1.68	1.99	2.13
Son 3 Yıl	1.32	1.52	2.92	1.48	1.66	1.17	1.78	1.48
Son 5 Yıl	2.86	3.01	4.38	2.28	2.43	2.27	2.53	2.62
İskonto/Prim								
Cari	-2%	13%	-13%	24%	-20%	-14%	-15%	-
Son 1 Yıl	-10%	-1%	84%	20%	-14%	-21%	-7%	-
Son 3 Yıl	-11%	3%	97%	0%	12%	-21%	20%	-
Son 5 Yıl	9%	15%	67%	-13%	-8%	-14%	-4%	-
12-a ileri F/DD	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	0.78	0.85	0.55	0.85	0.62	0.76	0.72	0.76
Son 1 Yıl	0.54	0.61	0.59	0.63	0.52	0.56	0.63	0.58
Son 3 Yıl	0.39	0.45	0.35	0.38	0.33	0.39	0.51	0.39
Son 5 Yıl	0.45	0.51	0.30	0.38	0.32	0.39	0.51	0.41
İskonto/Prim								
Cari	3%	12%	-27%	12%	-18%	0%	-5%	-
Son 1 Yıl	-6%	5%	1%	8%	-11%	-4%	8%	-
Son 3 Yıl	-1%	15%	-10%	-2%	-16%	0%	32%	-
Son 5 Yıl	11%	25%	-26%	-6%	-21%	-3%	26%	-
12-a ileri Özkaynak Karlılığı	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	33.1%	31.0%	25.1%	27.8%	31.1%	37.1%	35.0%	30.9%
Son 1 Yıl	32.9%	34.2%	17.6%	27.6%	34.0%	39.6%	37.9%	31.4%
Son 3 Yıl	39.1%	38.8%	15.5%	33.9%	25.5%	42.8%	38.3%	33.8%
Son 5 Yıl	28.3%	28.5%	11.5%	25.3%	19.6%	30.5%	29.0%	24.7%
İskonto/Prim								
Cari	7%	0%	-19%	-10%	1%	20%	13%	-
Son 1 Yıl	5%	9%	-44%	-12%	8%	26%	21%	-
Son 3 Yıl	16%	15%	-54%	1%	-24%	27%	13%	-
Son 5 Yıl	15%	15%	-53%	2%	-21%	24%	17%	-

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Özsermaye karlılığındaki göreceli iyileşme, enflasyon farklarının da etkisi ile net şekilde ortaya çıkıyor



GOÜ ile enflasyon farkı azaldıkça çarpanların yükselmesi beklenebilir, CDS'teki gerileme de bu iyileşmeye alan açıyor



2024 yılında sigortacılık sektörü görünümü

- Sigorta sektörünü iki alt sektöre ayırıp baktığımızda, “hayat dışı” ve “hayat ve emeklilik” şeklinde hayat dışı sigortacılık sektörünün daha ön plana çıktığını söylemek mümkün.
- Hayat dışı segment:
 - i. Şirketlerin finansal varlıklarının yüksek faiz ortamında yüksek finansal gelir sağlaması beklenebilir,
 - ii. Bunun yanında poliçe fiyatlamaları hali hazırda yukarı yönlü devam ettiği için prim (ciro olarak da değerlendirilebilir) artış hızının 2024 yılında da enflasyonun kısmen üzerinde olması beklenebilir,
 - iii. Asgari ücret artışından karşılık giderleri nedeni ile doğrudan etkilenen sektörde, konuştuğumuz şirketlerin %40 civarında asgari ücret artışına göre karşılık ayırdıklarını düşünüyoruz. Bu nedenle, üzerinde gerçekleşen artışın sınırlı düzeyde baskı yaratması beklenebilir,
 - iv. Ekonomideki yavaşlama eğilimi ile birlikte ise hasar frekansının azalması hasar/prim oranının azalmasına ve operasyonel karlılığın yükselmesine imkan sağlayabilir,
 - v. Olumsuz tarafta ise 2023 başındaki deprem felaketinden ötürü reasürans maliyetlerinin artması beklenebilir (Türkiye’de yerleşik şirketlerin doğal afet risklerini devrederken daha yüksek prim ödemek durumunda kalmaları).
- Hayat ve emeklilik şirketleri:
 - i. Yüksek faiz şirketlerin finansal gelirlerini desteklemeye devam edecek.
 - ii. Bireysel kredi artış hızında beklenen yavaşlama krediye bağlı hayat sigortalarının 2024 yılında 2023’e göre daha düşük hızlı bir prim üretimine neden olabilir.
 - iii. Negatif reel faiz ortamında bireysel emeklilik tarafına %30 devlet katkısının mevcut faiz ortamında eskisi kadar rağbet görmeme ihtimali de bu alanda bireylerin sisteme giriş hızını ve/veya ödedikleri katkı payı tutarını azaltıcı yönde etki edebilir.

2024 yılında hayat dışı sigorta şirketleri

- **TURSG:** Ocak-Kasım döneminde Şirket, yıllık %152 artış ile 50.8 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirdi. Yılı yaklaşık olarak 58 milyar TL brüt prim üretimi ile tamamlamasını beklediğimiz şirketin, 2024 yılında da enflasyon üstü bir artış ile %60 kadar brüt prim üretim artışı yakalamasını bekliyoruz. “Yangın ve doğal afetler” alt branşında %21.3 pazar payı bulunan şirketin, reasürans maliyetlerindeki artıştan diğer sigorta şirketlerine kıyasla biraz daha olumsuz etkilenmesi beklenebilir. “Trafik” alt branşında ise %12 pazar payı ile ikinci sırada yer alan şirketin, asgari ücret artışının %40’ı aşması kaynaklı ilave bir karşılık ihtiyacı olabileceğini tahmin ediyoruz. “Kasko” branşında %9.5 pazar payı ile dördüncü sırada yer alan şirketin, daha ılımlı bir kur hareketi varsayımı altında, 2024 yılında hasar/prim oranının daha dengeli bir şekilde oluşmasını bekliyoruz. “Sağlık” alt branşında ise %4.3 pazar payı ile altıncı sırada yer alan şirketin, kamu bankaları şubelerini etkin bir dağıtım kanalı olarak kullanabildiği için bu segmentteki büyümesini önümüzdeki dönemde hızlandırabileceğini tahmin ediyoruz. 3Ç23 itibarıyla toplam finansal varlık büyüklüğü 42 milyar TL civarında olan şirketin, yüksek faiz ortamından en fazla fayda sağlayabilecek hayat dışı sigorta şirketi olduğu görüşündeyiz. **TURSG için önerimiz TUT, hedef fiyatımız ise hisse başına 54.40 TL’dir.**
- **ANSGR:** Ocak-Kasım döneminde Şirket, yıllık %81 artış ile 36 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirdi. Yılı yaklaşık olarak 40 milyar TL brüt prim üretimi ile tamamlamasını beklediğimiz şirketin, 2024 yılında da enflasyon üstü bir artış ile %55 kadar brüt prim üretim artışı yakalamasını bekliyoruz. “Yangın ve doğal afetler” alt branşında %13.5 pazar payı bulunan şirketin, reasürans maliyetlerindeki artıştan diğer sigorta şirketlerine kıyasla biraz daha olumsuz etkilenmesi beklenebilir. “Trafik” alt branşında ise %6.3 pazar payı ile üçüncü sırada yer alan şirketin, asgari ücret artışının %40’ı aşmasına rağmen belirgin ilave bir karşılık ihtiyacı olmayacağını tahmin ediyoruz. “Kasko” branşında %13.3 pazar payı ile ikinci sırada yer alan şirketin, daha ılımlı bir kur hareketi varsayımı altında 2024 yılında hasar/prim oranının daha dengeli bir şekilde oluşmasını bekliyoruz. “Sağlık” alt branşında ise %7.5 pazar payı ile üçüncü sırada yer alan şirketin bu segmentte 2024 yılında sağlık enflasyonunun daha yavaş artması beklentimiz ile daha yüksek bir karlılık yakalamasını bekliyoruz. 3Ç23 itibarı ile toplam finansal varlık büyüklüğü 31 milyar TL civarında olan şirketin, yüksek faiz ortamından belirgin bir fayda sağlamasını bekliyoruz. **ANSGR için önerimiz AL, hedef fiyatımız ise hisse başına 86.70 TL’dir.**

2024 yılında hayat dışı sigorta şirketleri

- **AKGRT:** Ocak-Kasım döneminde Şirket, yıllık %99 artış ile 22.2 milyar TL brüt prim üretimi gerçekleştirdi. Yılı yaklaşık olarak 25 milyar TL brüt prim üretimi ile tamamlamasını beklediğimiz şirketin, 2024 yılında da enflasyon üstü bir artış ile %55 kadar brüt prim üretim artışı yakalamasını öngörüyoruz. “Yangın ve doğal afetler” alt branşında %9.3 pazar payı bulunan şirketin, reasürans maliyetlerindeki artıştan gerek TURSG gerekse de ANSGR’ye kıyasla daha az olumsuz etkilenmesi beklenebilir. “Trafik” alt branşında ise %4.5 pazar payı ile yedinci sırada yer alan şirketin, asgari ücret artışının %40’ı aşmasına rağmen belirgin ilave bir karşılık ihtiyacı olmayacağını tahmin ediyoruz. “Kasko” branşında %6.9 pazar payı ile altıncı sırada yer alan şirketin, daha ılımlı bir kur hareketi varsayımı altında 2024 yılında hasar/prim oranının daha dengeli bir şekilde oluşmasını bekliyoruz. “Sağlık” alt branşında ise %3.6 pazar payı ile yedinci sırada yer alan şirketin, bu segmentte 2024 yılında sağlık enflasyonunun daha yavaş artması beklentimiz ile daha yüksek bir karlılık yakalamasını öngörüyoruz. 3Ç23 itibarıyla toplam finansal varlık büyüklüğü 9 milyar TL civarında olan şirketin, yüksek faiz ortamından diğer rakiplerine kıyasla daha az fayda sağlamasını bekliyoruz. **AKGRT için önerimiz AL, hedef fiyatımız ise hisse başına 8.30 TL’dir.**
- Özetle hayat dışı sigortacılık sektöründe yukarıda değindiğimiz üç şirketi de beğeniyoruz. Hisse fiyat performansı açısından AKGRT diğer rakiplerinin gerisinde kaldı. Son dönemleri bilanço yapısını dengelemek ile geçiren şirketin önümüzdeki dönemde bu dengelenmenin faydalarını görmesini bekliyoruz. Bu nedenle de sıralama olarak **AKGRT, ANSGR** ve **TURSG** tercih ediyoruz.

2024 yılında hayat ve bireysel emeklilik şirketleri

- **ANHYT:** 108.5 milyar TL'lik bireysel emeklilik fon büyüklüğü ile üçüncü sırada yer alan Şirket'in, fon hacmi 2022 sonuna göre %75'e yakın artış kaydederken, hayat sigortalarındaki fon büyüklüğü ise 14.7 milyar TL seviyesindedir. %30'luk devlet katkısına rağmen mevduat faizlerinin %45 civarında seyretmesine bağlı olarak 2024'te bireysel emeklilik segmentine olan ilginin biraz yavaşlayabileceğini tahmin ediyoruz. Hayat sigortaları tarafında Ocak-Ekim döneminde yıllık %116 artışla 5.5 milyar TL'ye ulaşan prim üretimi ile %12.3 pazar payı olan şirketin, 2024 yılında prim üretim artış hızının yavaşlamasını bekliyoruz. Bunda da ana etkenin bankaların bireysel kredi artışındaki yavaşlama ile birlikte krediye bağlı hayat sigortası büyümesinin yavaşlamasından kaynaklanmasını bekliyoruz. **ANHYT için önerimiz AL, hedef fiyatımız ise hisse başına 60.00 TL'dir.**
- **AGESA:** 118.8 milyar TL'lik bireysel emeklilik fon büyüklüğü ile sektörde ilk sırada yer alan Şirket'in, fon hacmi 2022 sonuna göre %83'e yakın artış kaydederken, hayat sigortalarındaki fon büyüklüğü ise 14.3 milyar TL seviyesindedir. %30'luk devlet katkısına rağmen mevduat faizlerinin %45 civarında seyretmesine bağlı olarak 2024'te bireysel emeklilik segmentine olan ilginin biraz yavaşlayabileceğini tahmin ediyoruz. Hayat sigortaları tarafında Ocak-Ekim döneminde yıllık %116 artışla 5.8 milyar TL'ye ulaşan prim üretimi ile %12.9 pazar payı olan şirketin, 2024 yılında prim üretim artış hızının yavaşlamasını bekliyoruz. Bunda da ana etkenin bankaların bireysel kredi artışındaki yavaşlama ile birlikte krediye bağlı hayat sigortası büyümesinin yavaşlamasından kaynaklanmasını bekliyoruz. **AGESA için önerimiz TUT, hedef fiyatımız ise hisse başına 70.00 TL'dir.**
- **Hayat sigortası ve bireysel emeklilik segmentinde faaliyet gösteren bu iki şirket arasından ise ANHYT'nin biraz daha ön planda olmasını bekliyoruz.** Ancak, yukarıda da belirttiğimiz üzere, bu iki farklı sektör arasında hayat dışı sigorta sektörünü daha fazla beğeniyoruz.

■ Finans dışı sektörlerle dair düşüncelerimiz

Beyaz eşya sektörü

- Yurt içi ve yurt dışı satış hacimlerinin daralması ve artan maliyetler ile operasyonel karlılığın zayıflaması nedeniyle 2022 yılı beyaz eşya sektörü açısından zorlu geçmişti.
- Türkiye beyaz eşya sektörü 2023 yılını ise iç pazar açısından güçlü; ancak, dış talep açısından zayıf geçirdi. Yurt içi satışlar Ocak-Kasım döneminde yıllık bazda %15 artış kaydederken, ihracat yıllık %11 azalış gösterdi ve böylece yurt içi satışlar ve ihracattan oluşan toplam satışlar %4 daralmış oldu. Üretimde %1'lik ılımlı düşüş gözlemlendi. Yıl boyunca güçlü performans gösteren ve sektörü destekleyen yurt içi satışlarda son dönemde zayıflama yaşanırken, söz konusu yavaşlamada yüksek enflasyon beraberinde alım gücünde azalış ve sıkı para politikası uygulamaları etkili olmaktadır. Ihracat ise yıllık bazda zayıf kalmaya devam ediyor.
- Ekonomide dengelenme noktasında yavaşlayan iç tüketime ek olarak 2023 yılındaki yüksek baz etkisine de bağlı olarak 2024 yılında yurt içi satışlarda daralma olabileceğini, yurt dışı satışlar tarafında ise ihracat pazarlarında düşen enflasyon ve beraberinde tüketici güveninde ılımlı artış eşliğinde kısmi toparlanma gözlenebileceğini tahmin ediyoruz.** Diğer yandan, Avrupa, sektör açısından ana pazar olma özelliğini taşımasına rağmen şirketlerin yeni ihracat pazarlarına yöneliyor ve pazarlarını çeşitlendiriyor olmasını olumlu buluyoruz. Ayrıca, Avrupa Birliği'ndeki ikiz dönüşüm (yeşil+dijital dönüşüm) kaynaklı mevzuat değişim ve gelişmelerinin de yakından takip edilmesi gereken bir konu olduğu düşüncesindeyiz.
- Arçelik'i** güçlü bilanço ve döviz bazlı gelir yapısı, yatırımlar ve satın almalarla desteklenen büyüme hikayesi ve düzenli temettü getirisi; **Vestel Beyaz Eşya'yı** devam eden yatırımları ile beklenen kapasite artışı, ihracat kası, güçlü bilanço yapısı ve düzenli temettü ödemeleri; **Vestel Elektronik'i** de beyaz eşya üretimindeki kapasite artışı ve cazip çarpanlarının yanı sıra otomotiv elektroniği, elektrikli araç şarj cihazları ve batarya çözümleri alanlarında büyüme potansiyeli dolayısıyla uzun vadede beğeniyoruz.
- Vestel Beyaz Eşya'yı Döngüsel Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.**

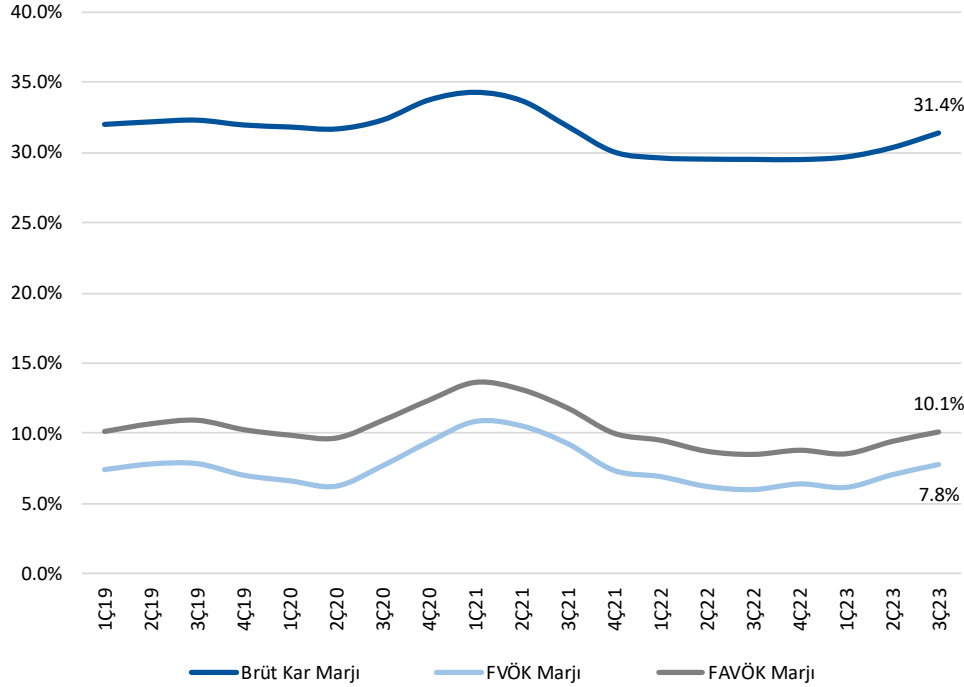
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ARCLK	191.00	AL	86,696	2,901	17%	-14%	16.89	7.00	2.63
VESBE	24.30	AL	25,808	864	18%	-13%	7.38	5.11	2.67
VESTL	86.00	AL	15,706	526	-35%	-52%	42.79	4.22	1.13

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

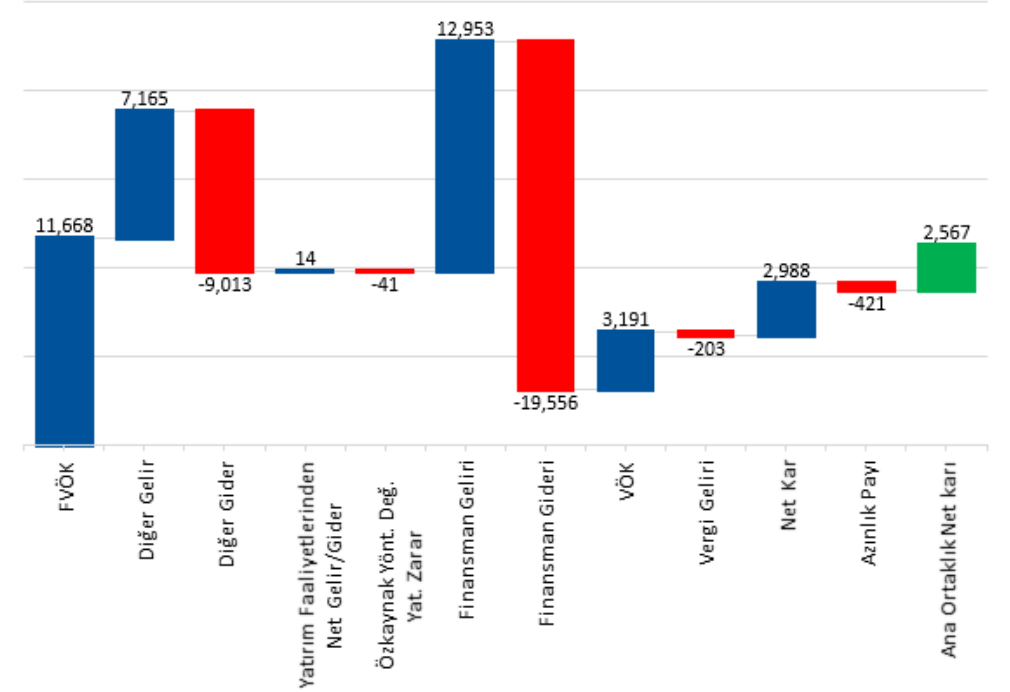
Arçelik

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

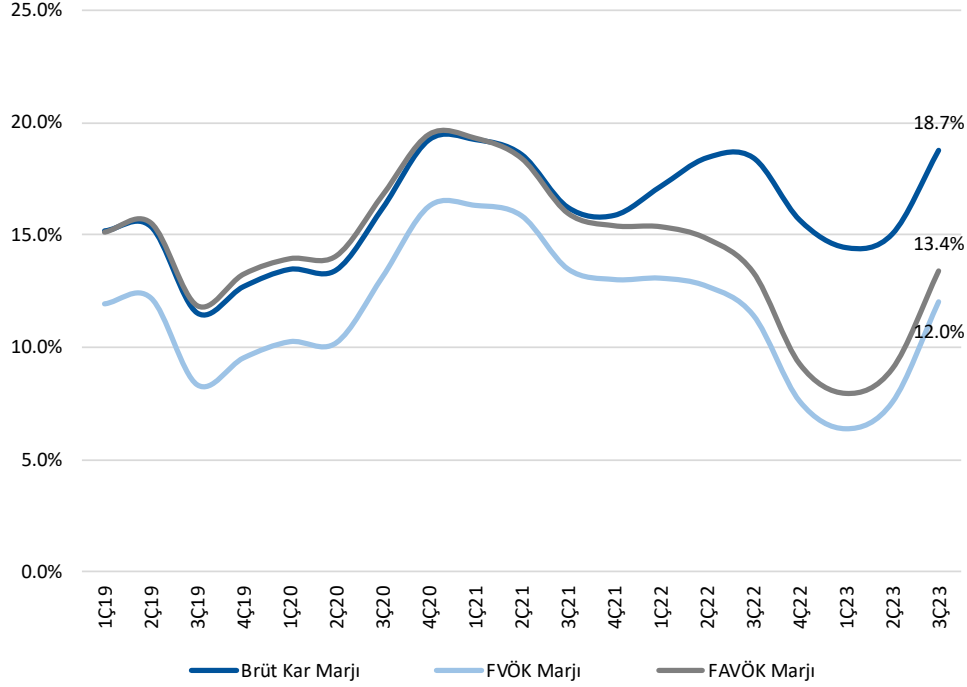
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

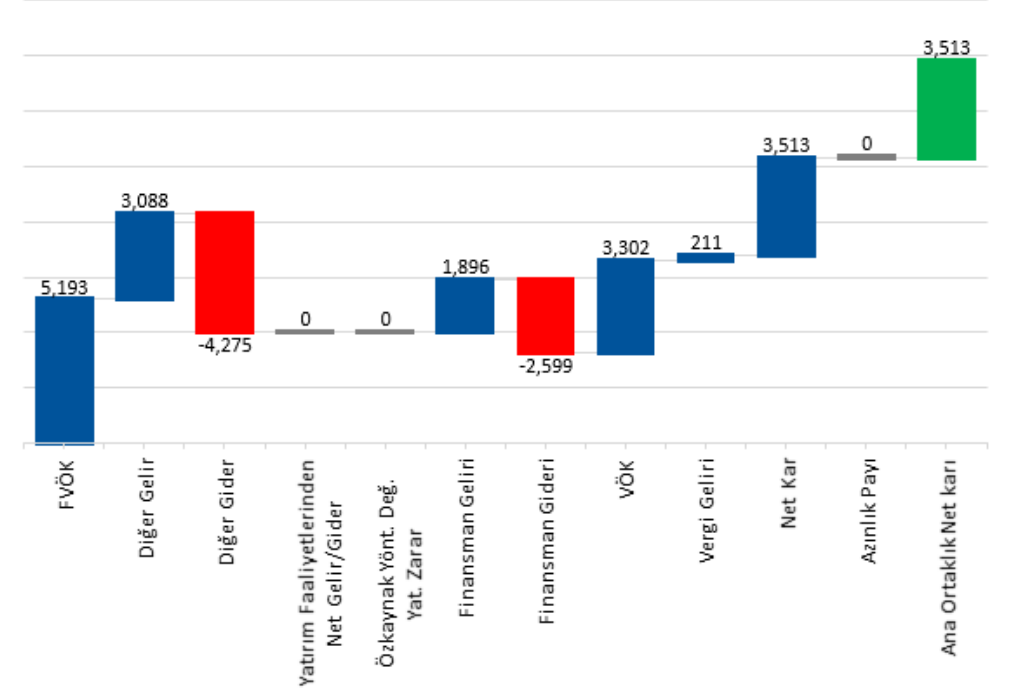
Vestel Beyaz Eşya

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

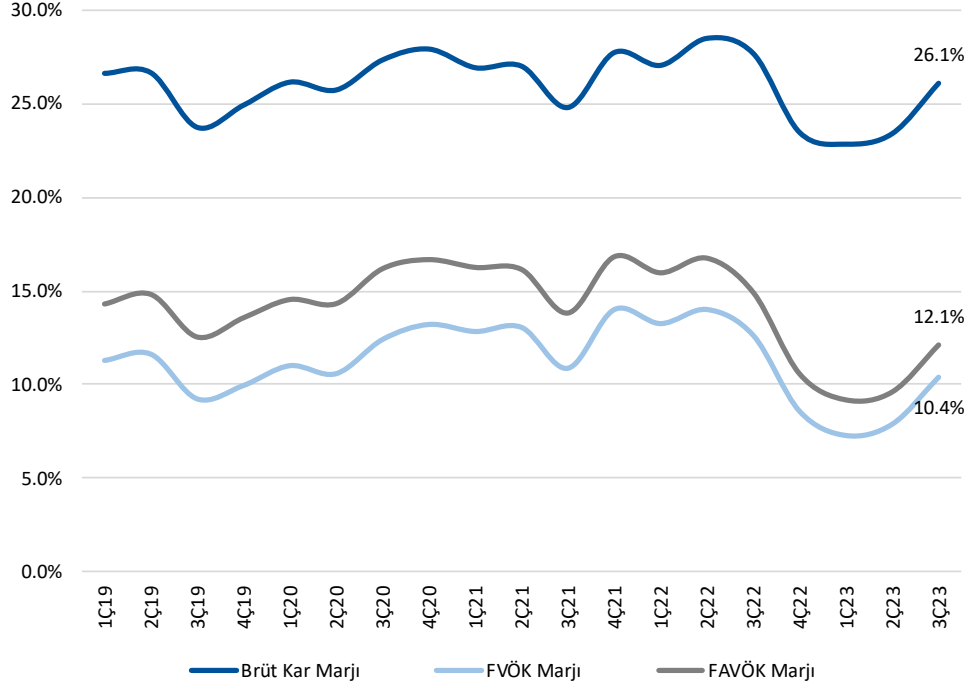
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

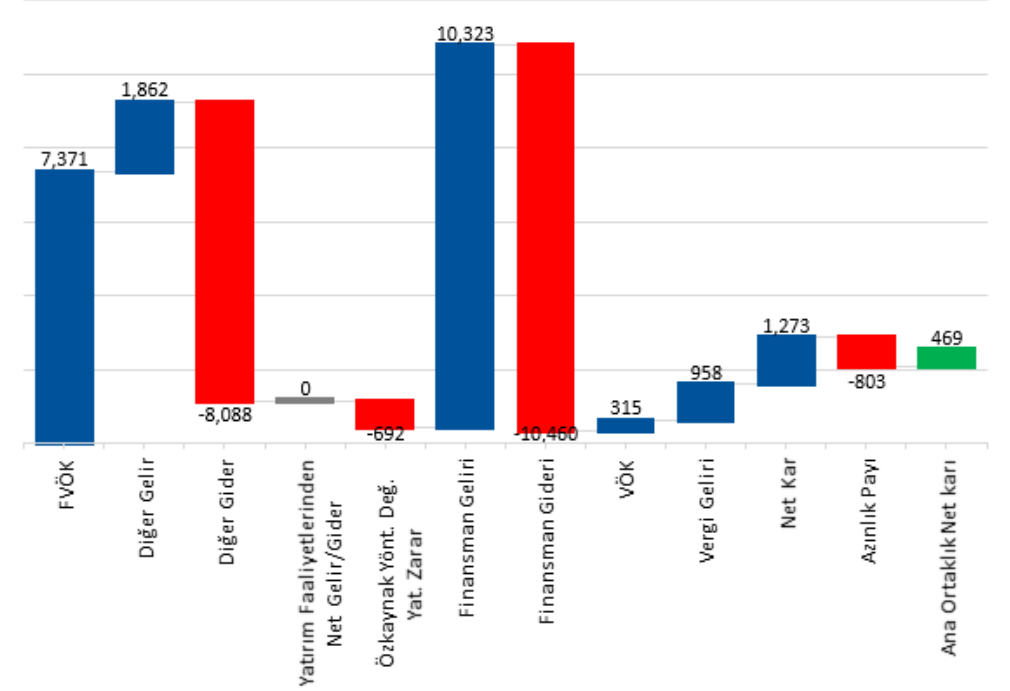
Vestel Elektronik

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Demir çelik sektörü

- Yaşanan üzücü deprem hadisesinin tüketimi canlandırmasına karşılık, Çin'in ekonomik aktivitesindeki yavaşlama, çelik fiyatlarındaki zayıf seyir ve ithalatta gözlenen artış dolayısıyla 2023 yılı olumlu geçmedi.
- Ocak-Kasım döneminde dünya ham çelik üretimi yıllık bazda %0,5 artış gösterirken, yurt içi ham çelik üretimi %6 azaldı. Yurt içinde tüketim ise %18 artış kaydederken, geçen senenin aynı döneminde %91,6 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2023 yılının aynı döneminde %54,5 seviyesine geriledi ve yurt içi ihtiyacın önemli bir bölümünün ithalat yoluyla karşılandığına işaret etti.
- Bloomberg verilerine göre 2023 yılında yurt içinde çelik fiyatları (sıcak sac, soğuk sac ve inşaat demiri) ortalamada %14 gerilerken, demir cevheri %1 yükseliş, kömür ve hurda fiyatları ise sırasıyla %19 ve %11 gerileme kaydetti.
- Mevcut durumda başta Çin olmak üzere küresel ekonomilerdeki zayıf seyre karşılık makroekonomik verilerin zayıflamanın dip yapmış olabileceğine işaret etmesi, çoğu gelişmiş ülke merkez bankasının faiz artırımı döngülerinin sonuna gelmesi ve hatta artan faiz indirim beklentileri beraberinde küresel ekonomilerde beklenebilecek olası toparlanma eğilimi eşliğinde demir çelik sektörünün karlılık açısından 2021 yılına göre halen zayıf, ancak, 2023 yılına kıyasla kısmen de olsa daha olumlu geçirebileceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, Çin'de son dönemde çelik sektöründen alınan toparlanma sinyalleri ve emlak sektörüne yönelik olası teşviklerin de potansiyel destekleyici unsurlar olarak karşımıza çıkabileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, yavaşlayan iç tüketim karşısında yaşanan deprem hadisesi ve kentsel dönüşüm projelerinin tüketimi canlı tutmaya devam edebileceğini öngörüyoruz.**
- Ereğli Demir Çelik'i** İskenderun tesisinin devreye girmesi ile satış temposunun eski seviyelere dönmesi, döviz bazlı gelir yapısı ve maden yatırımı, **Kardemir'i** de daha karlı ürün karması, beklenen Filyos Limanı projesi, devam eden yatırımları ve önümüzdeki dönemde istikrarlı bir şekilde temettü ödeyeceğine yönelik beklentimiz dolayısıyla uzun vadede beğeniyoruz. Yurt içinde ithalat baskısının azalmasının yassı çelik ürün ağırlığı yüksek olan **Ereğli Demir Çelik**, kentsel dönüşüm ve canlı inşaat aktivitesinin de uzun çelik ağırlığı yüksek olan **Kardemir'e** fayda sağlayacağını düşünüyoruz.

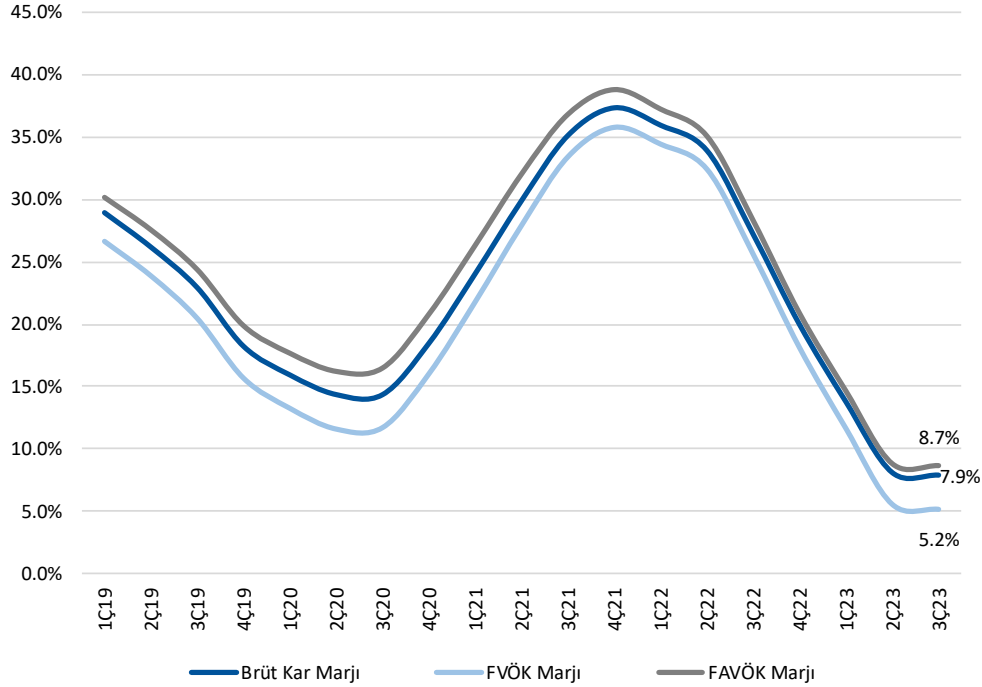
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
EREGL	57.00	AL	150,150	5,025	-1%	-27%	-	16.95	0.93
KRDMD	37.00	AL	26,580	889	33%	-2%	25.74	5.62	2.27

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

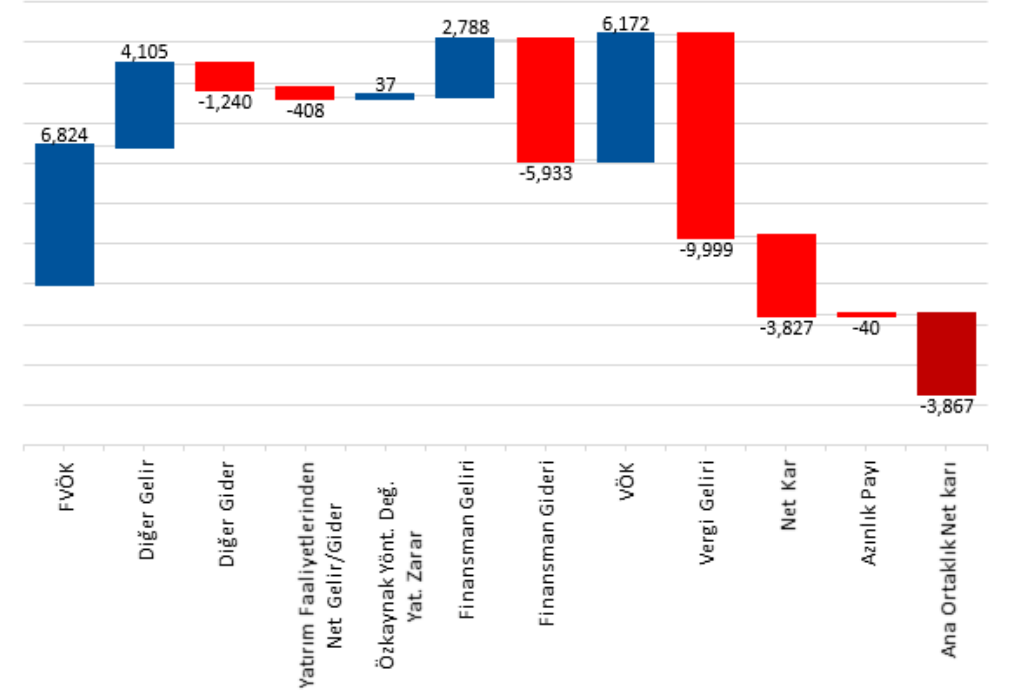
Ereğli Demir Çelik

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

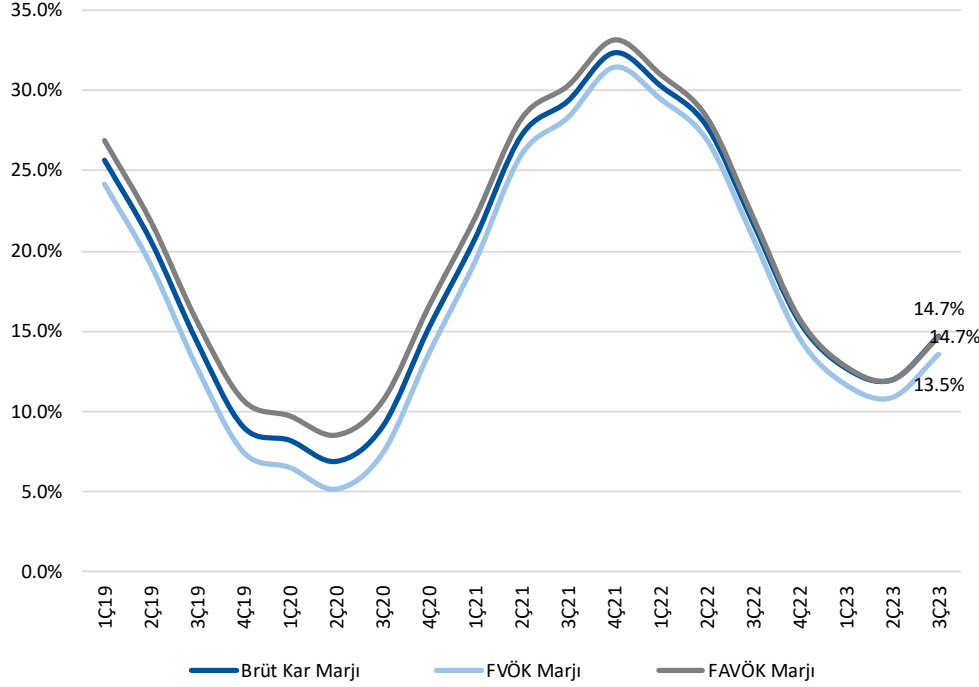
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

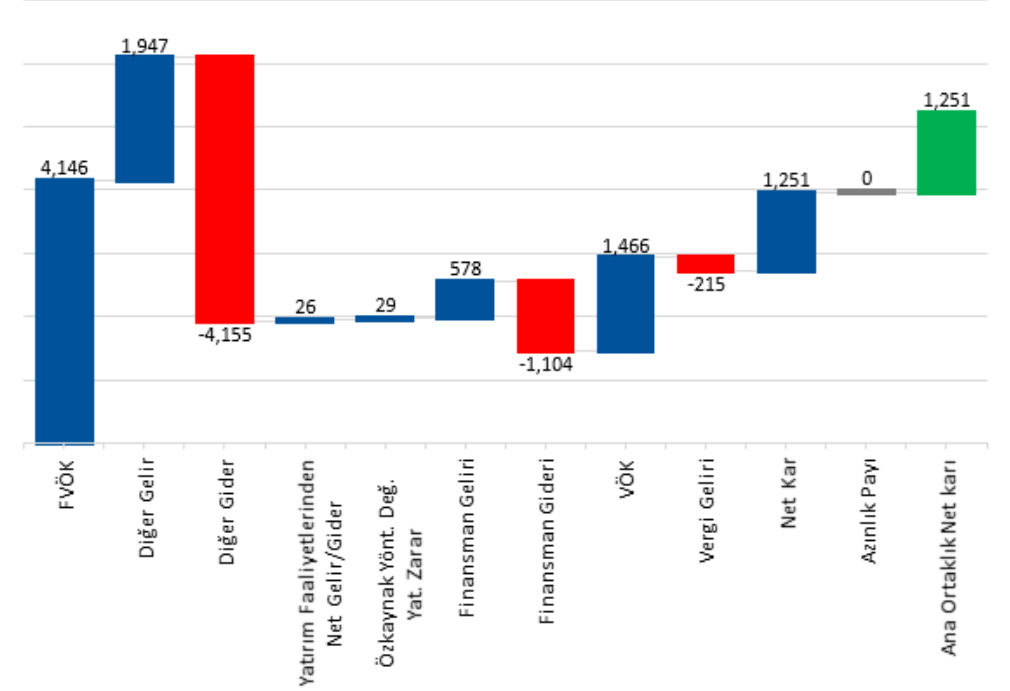
Kardemir

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Enerji sektörü

- T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı verilerine göre, Türkiye'nin 2022 yılında kurulu gücü 103.809 MW iken 2023 yılının Kasım ayı sonu itibarıyla 106.152 MW'a ulaşmıştır. Bu kurulu gücün kaynaklara göre dağılımı; %29,8'i hidrolik enerji, %23,9'u doğal gaz, %20,5'i kömür, %11'i rüzgâr, %10,6'sı güneş, %1,6'sı jeotermal ve %2,6'sı diğer kaynaklar şeklindedir. Ayrıca, Türkiye'deki elektrik enerjisi üretim santrali sayısı, 2023 yılı Kasım ayı sonu itibarıyla 13.053'e (lisanssız santraller dâhil) yükselmiştir. Mevcut santrallerin 755 adedi hidroelektrik, 68 adedi kömür, 363 adedi rüzgâr, 63 adedi jeotermal, 344 adedi doğal gaz, 10.950 adedi güneş, 492 adedi ise diğer kaynaklı santrallerdir. 2022'nin ilk 4 ayında serbest piyasada işlem görürken 2022 Mayıs ayından 2023 Ekim ayına kadar azami uzlaştırma fiyatı üzerinden satış gerçekleşti.
- Ülkelerin belirlediği Karbon Nötr hedefleri doğrultusunda, yenilenebilir enerji yatırımlarına teşvik ve yenilenebilir enerji kredilerine talebin artacağı öngörülmeye devam etmektedir. Eski Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanı Fatih Dönmez, Türkiye Ulusal Enerji Planı ve Hidrojen Teknolojileri Stratejisi ve Yol Haritası'nı açıkladığı basın toplantısında, 2020 yılında birincil enerji tüketimi içerisinde %16,7'lik paya sahip olan yenilenebilir enerji kaynaklarının, 2035 yılında %23,7 bandına yükseleceğini belirtmiştir. Yine aynı raporda, 2035 yılında Türkiye'nin elektrik kurulu gücünün 189.700 MW'a çıkması hedeflenmiştir.
- Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2022 yılında bir önceki yıla göre %0,5 oranında azalarak 331,1 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %1,9 azalarak 328,3 TWh olarak gerçekleşmiştir. Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre, 2023 yılında önemli bir değişim göstermeyen elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında da 510,5 TWh seviyelerine ulaşması beklenmektedir.
- Döviz bazında garantili satış yapan yurt dışı operasyonlarının katkısının yanı sıra yenilenebilir enerji teknolojilerine yoğunlaşması, devam eden depolamalı RES ve GES yatırımları ve artan kurulu gücü ile **Aksa Enerji**'yi, kapasite artışı pazardaki payını pekiştirmesine ek olarak yurt dışı pazarında da etkin olma girişimleri ve enerji data & teknoloji yönetimi alanlarında yaptığı yatırımlarıyla **Alfa Solar Enerji**'yi, kapasite artışlarıyla birlikte karbon kredisi tarafında gelir yaratma potansiyeli ve tesislerinin yüksek oranlarda YEKDEM'den faydalanması ile **Biotrend Enerji**'yi, güçlü nakit akışıyla birlikte planladığı kapasite artırım projeleri ile **Galata Wind**'i, enflasyon ortamında perakende satış ve dağıtım kollarının iş modeli sayesinde kendine doğal bir koruma sağlamasıyla **Enerjisa**'yı beğenmeye devam ediyoruz.

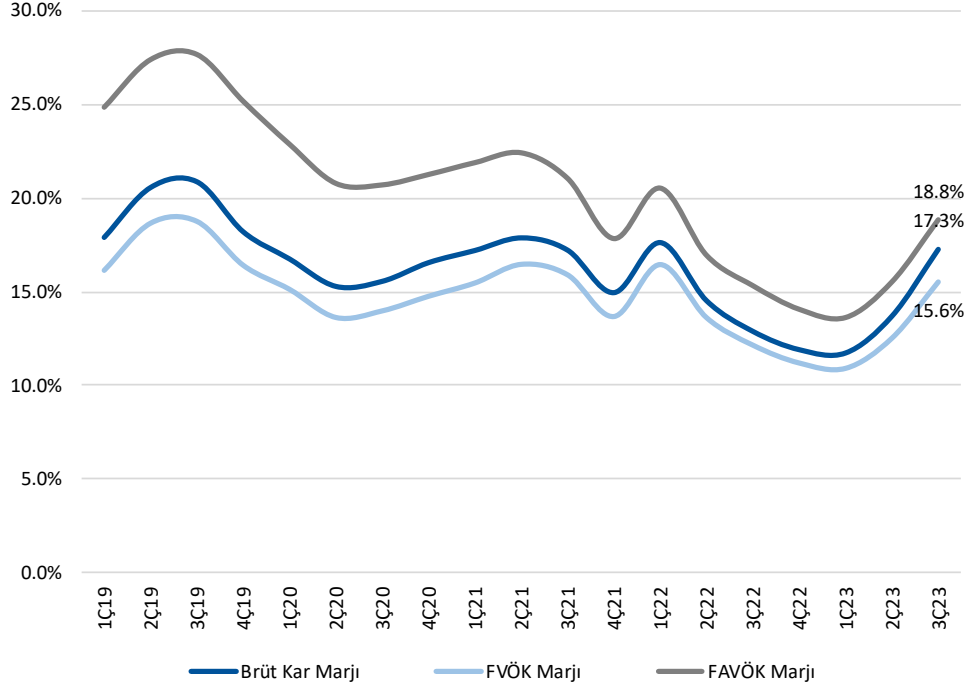
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AKSEN	50.70	TUT	39,169	1,311	-35%	-52%	9.25	7.83	1.68
ALFAS	103.80	AL	30,470	1,020	136%	74%	23.36	23.49	16.85
BIOEN	31.80	AL	9,155	306	-9%	-33%	15.77	23.60	15.90
GWIND	35.77	AL	12,355	413	1%	-25%	11.88	11.34	5.10
ENJSA	77.70	AL	54,872	1,836	36%	0%	2.19	5.72	1.71

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

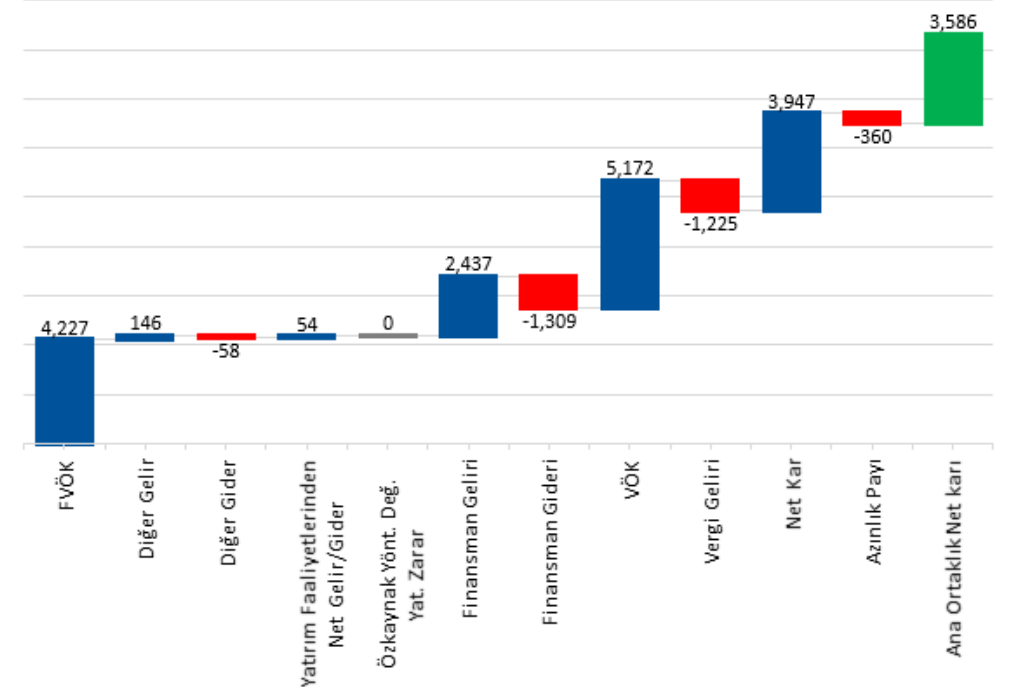
Aksa Enerji

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

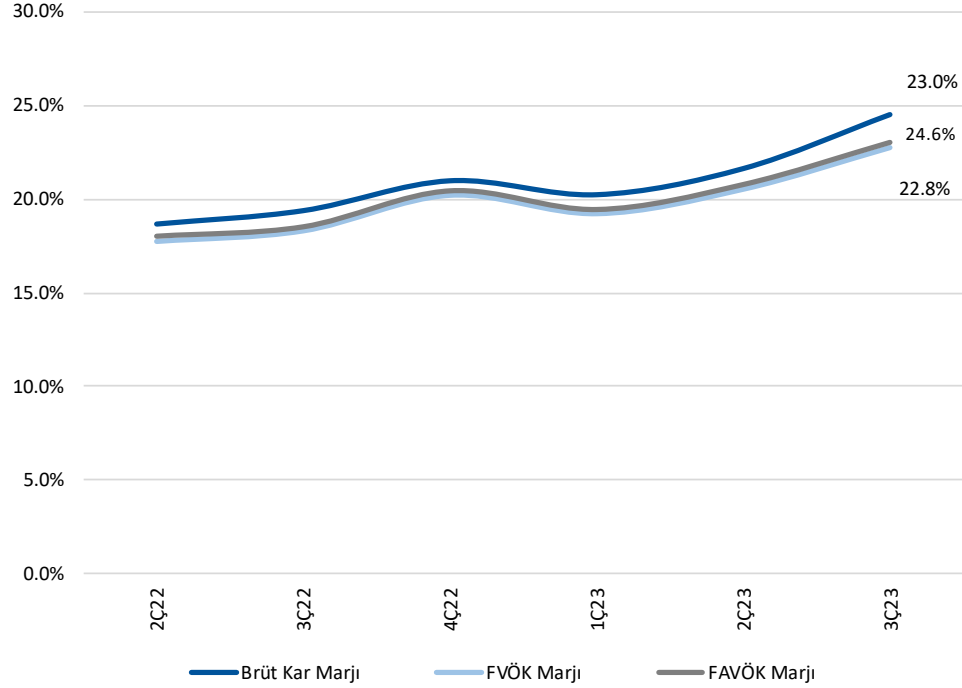
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

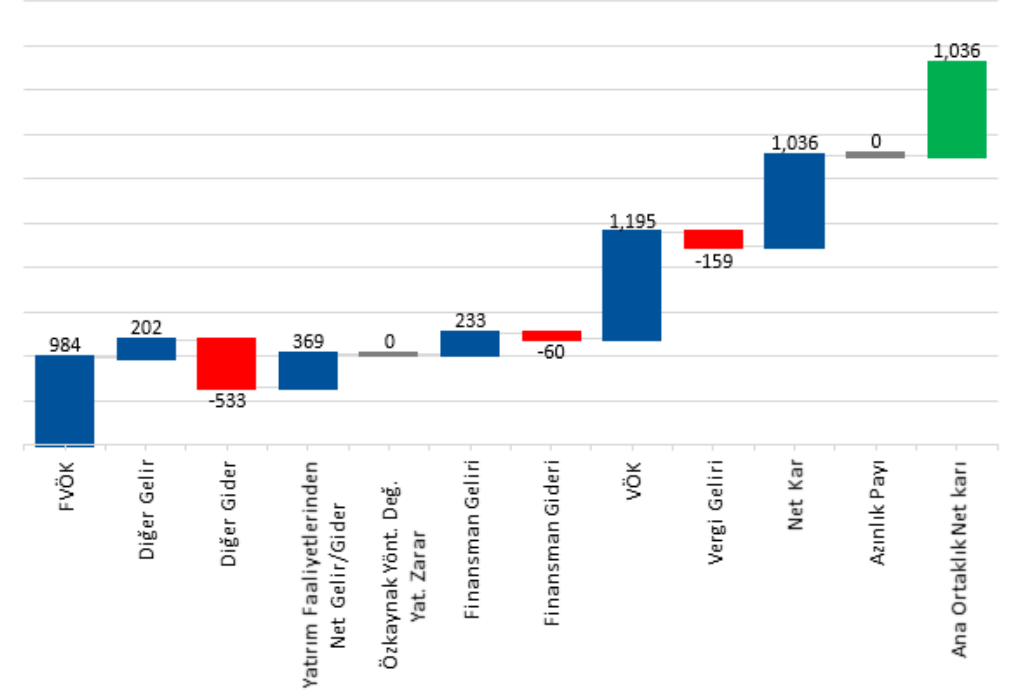
Alfa Solar Enerji

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

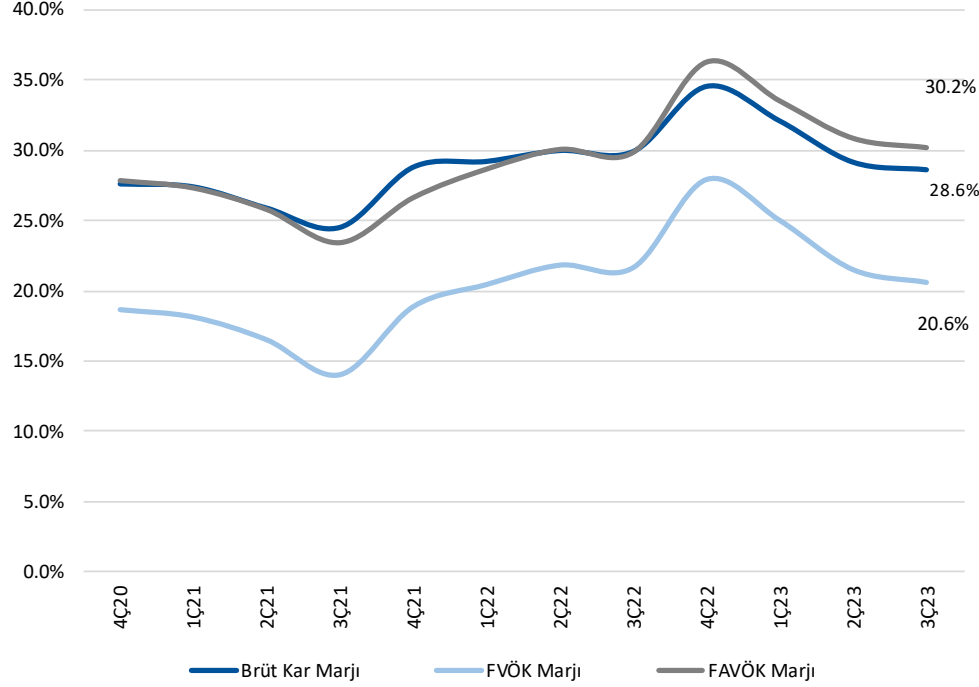
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

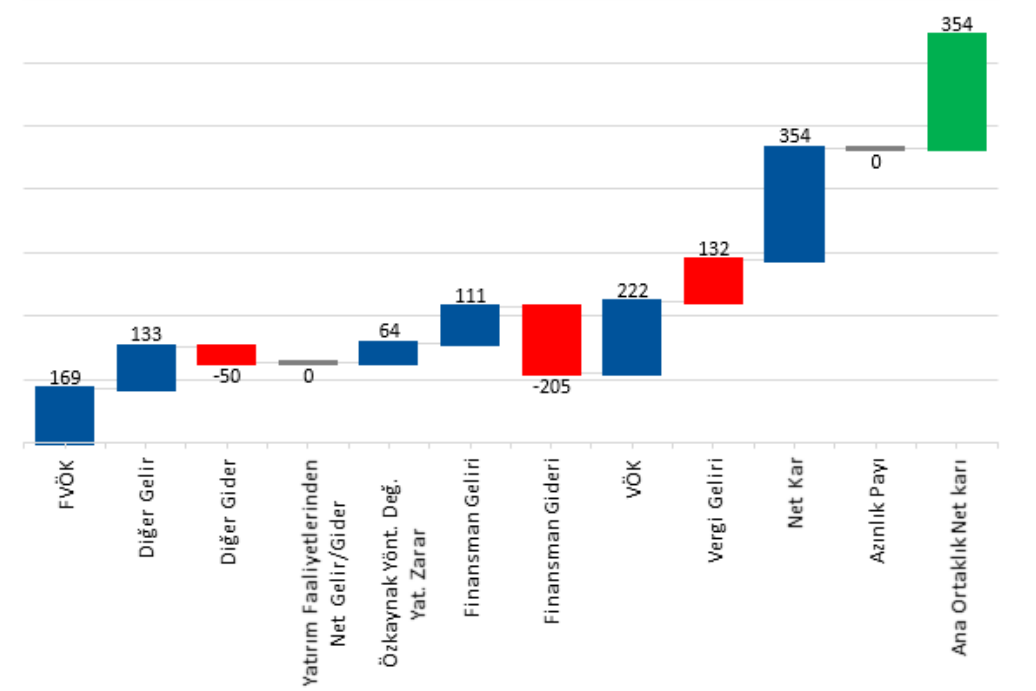
Biotrend Çevre ve Enerji

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

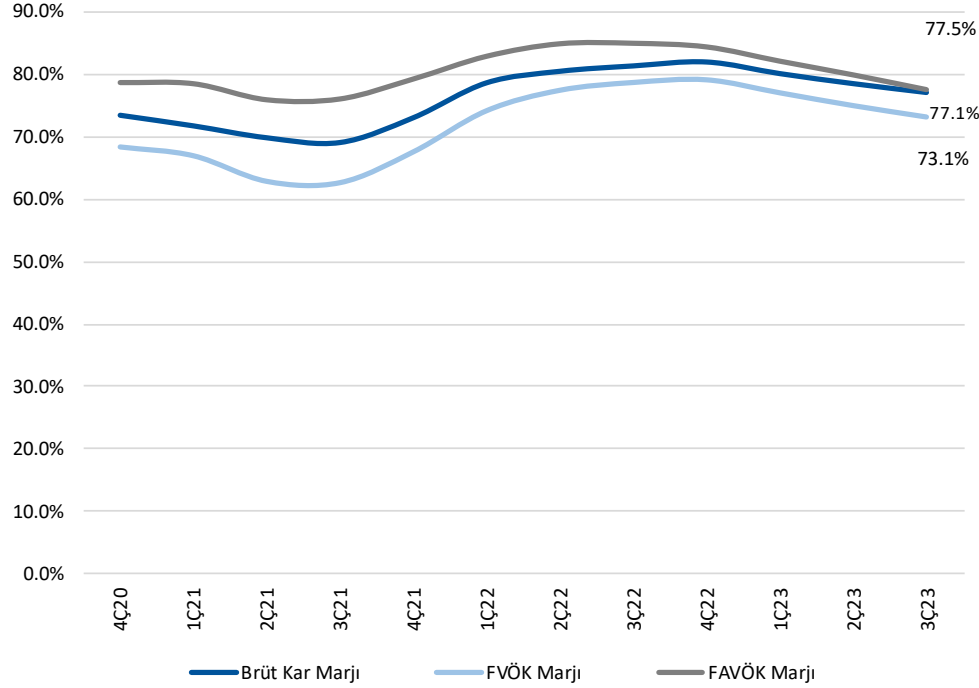
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

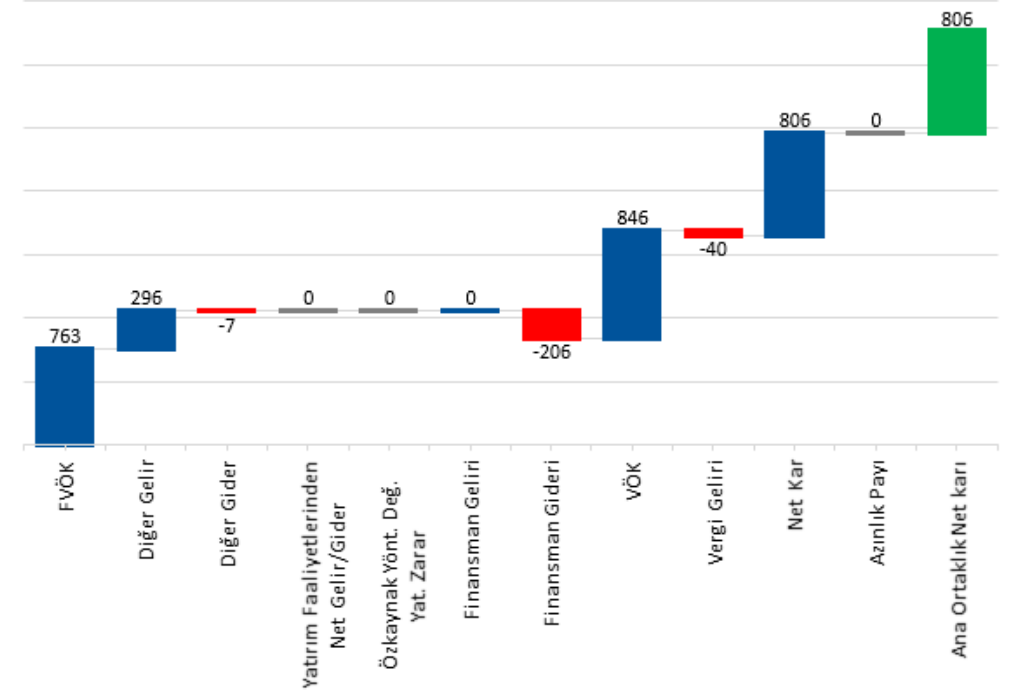
Galata Wind Enerji

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

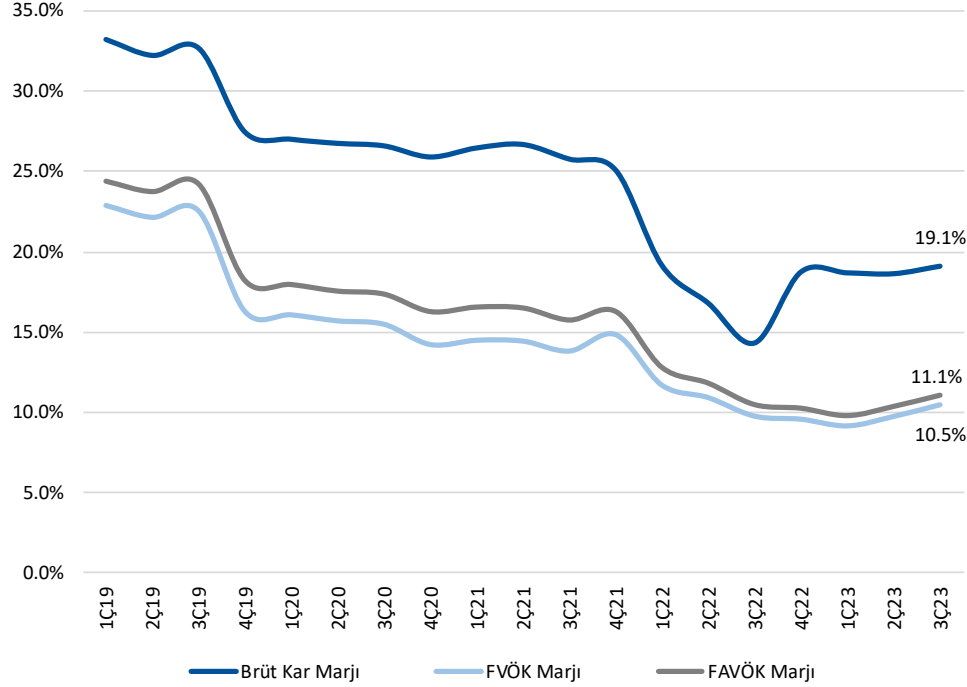
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

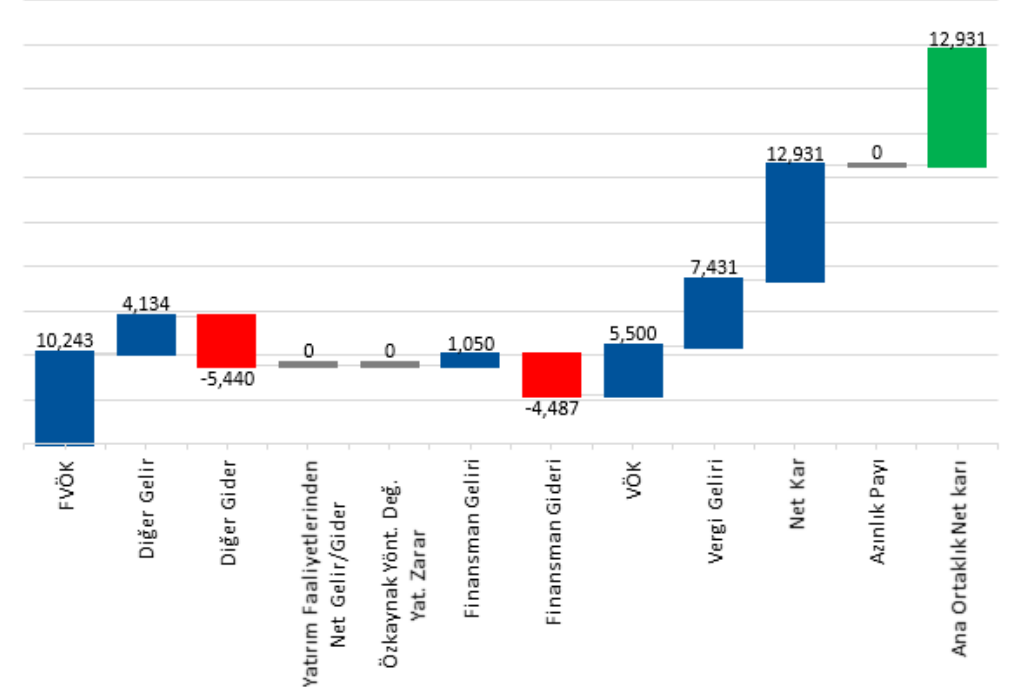
Enerjisa Enerji

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Gıda & İçecek sektörü

- Gıda & İçecek sektörü defansif özellikler göstermekle birlikte, 2022 yılında başlayan Rusya-Ukrayna savaşıyla birlikte ön plana çıkan sektörler arasında yer almaya 2023 yılında da devam etti. Tedarik zincirini sadece Rus-Ukrayna savaşı etkilemedi, aynı zamanda yıl içerisinde yaşanan Panama Kanalı sorunu ve Orta Doğu'da sıcak çatışma ortamının belirmesi nedeniyle Kızıldeniz'in hakim olduğu ticaret hattının kullanımındaki risklerin artması da önemli etkenler oldu.
- Yurt içine baktığımızda, makroekonomik gelişmeler çerçevesinde ve talebin güçlü kalması sonucunda gıda & içecek enflasyonu TÜFE'nin üzerinde seyrederek satışları destekledi. Bununla birlikte, döviz kurlarının denge bulma arayışı ve enflasyonist ortam fiyatlamaya stratejilerini etkilerken, diğer taraftan, yurt dışındaki yavaşlamanın etkisi ile ihracat da olumsuz olarak hissedildi. Ek olarak, yıkıcı depremin etkisi ile tarım üretimi ve tarım istihdamı olumsuz etkilendi.
- 2024 yılında gıda & içecek sektörünü, artan faizler ile birlikte harcamaların yavaşlamasını öngörürken, yapısı gereği bundan en az etkilenecek sektörlerden olarak değerlendiriyoruz. Devam eden enflasyonist ortamın satışları destekleyeceğini düşünüyoruz. Asgari ücrete yapılan zam, maliyetleri artırırken, tüketimi de artıracığı için özellikle etkin maliyeti yönetimi gerçekleştiren şirketlerin üzerinde baskı oluşturmayacağını değerlendiriyoruz.
- Yayla Agro Gıda'yı** 2024 yılının ilk çeyreğinde devreye alacağı Niğde fabrikası sayesinde kapasite artışıyla hem yurt içi hem de yurt dışında pazar payını artıracığı beklentisi ve katma değerli ürünler barındıran geniş ürün yelpazesiyle beğeniyoruz. **Tat Gıda'yı** ihracatçı yapısına ek olarak kendi ürünlerinin çoğunda pazar lideri olması gibi sebeplerle beğenmeye devam ediyoruz. **Coca Cola İçecek'i** ise yüksek pazar payı desteğiyle maliyetlere karşı güçlü fiyatlamaya stratejisi, halihazırda satış ve dağıtım operasyonları gerçekleştirilen pazarlardaki büyüme stratejisi temalarıyla beğenmeye devam ediyoruz. **Ülker Bisküvi'yi** ise açık pozisyonunun büyük kısmının hedge edilmesi ve marjlardaki toparlanma ile beğenmeye devam ediyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
CCOLA	669.10	AL	122,098	4,086	160%	92%	14.54	7.62	3.61
TATGD	47.70	AL	4,458	149	-6%	-31%	16.99	12.23	3.70
ULKER	154.50	AL	29,173	976	87%	38%	17.76	5.49	3.28
YYLGD	24.70	AL	13,446	450	-23%	-43%	9.12	13.89	3.70
BIGCH	53.10	AL	2,564	86	-8%	-44%	13.36	7.01	6.38

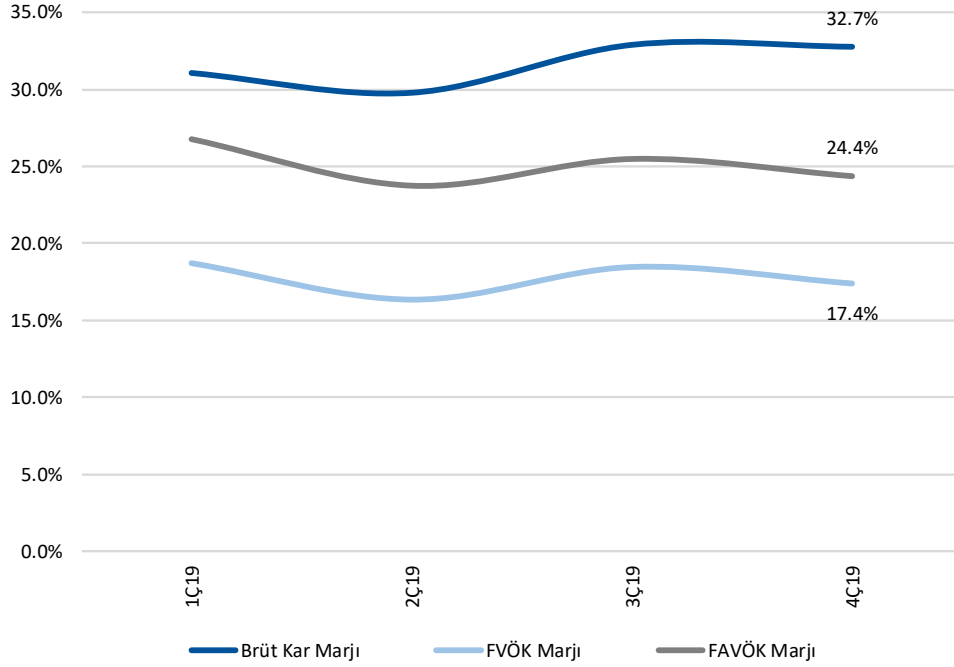
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

BIGCH için performansta ilk işlem günü baz alınmıştır.

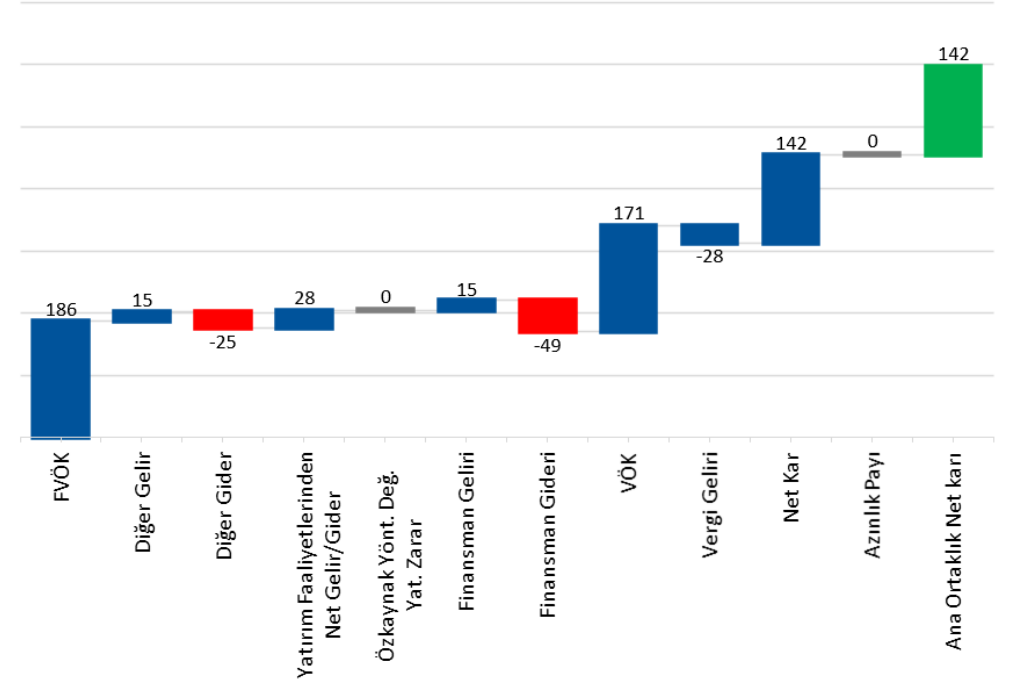
Büyük Şefler Gıda

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

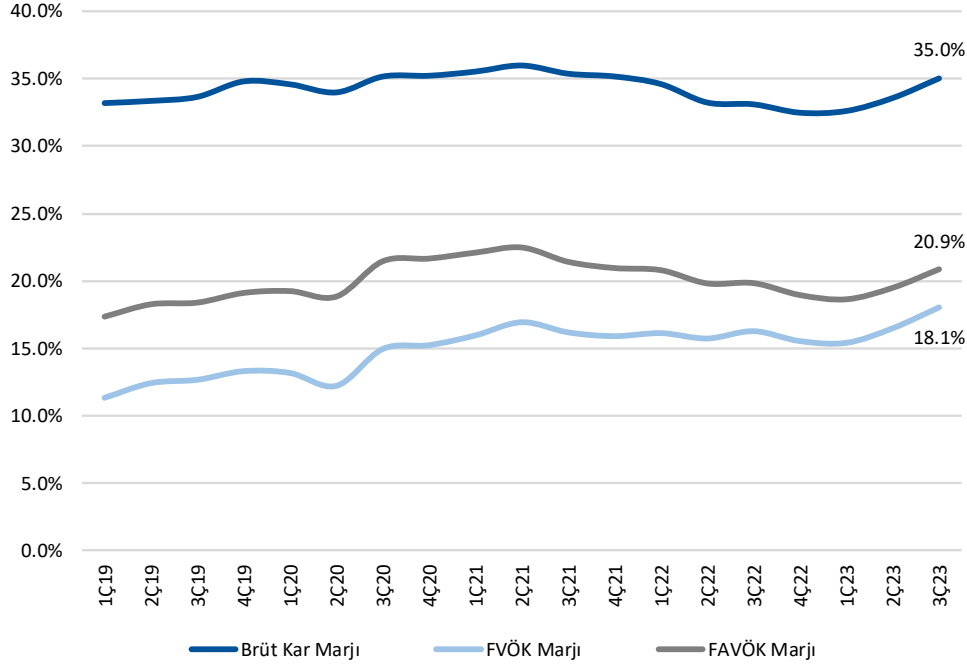
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

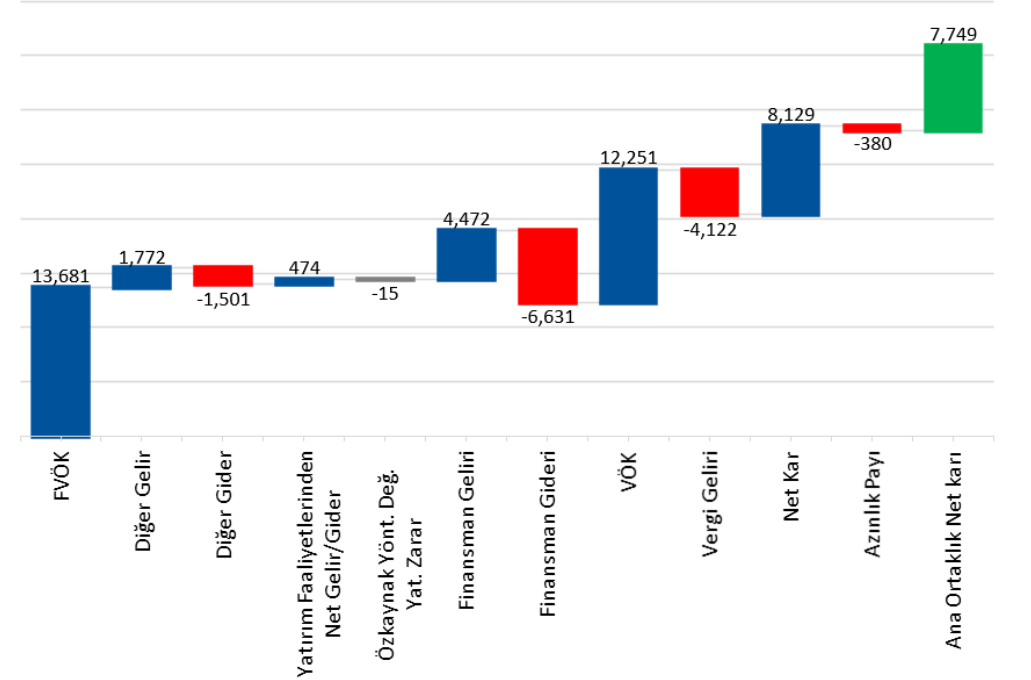
Coca Cola İçecek

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

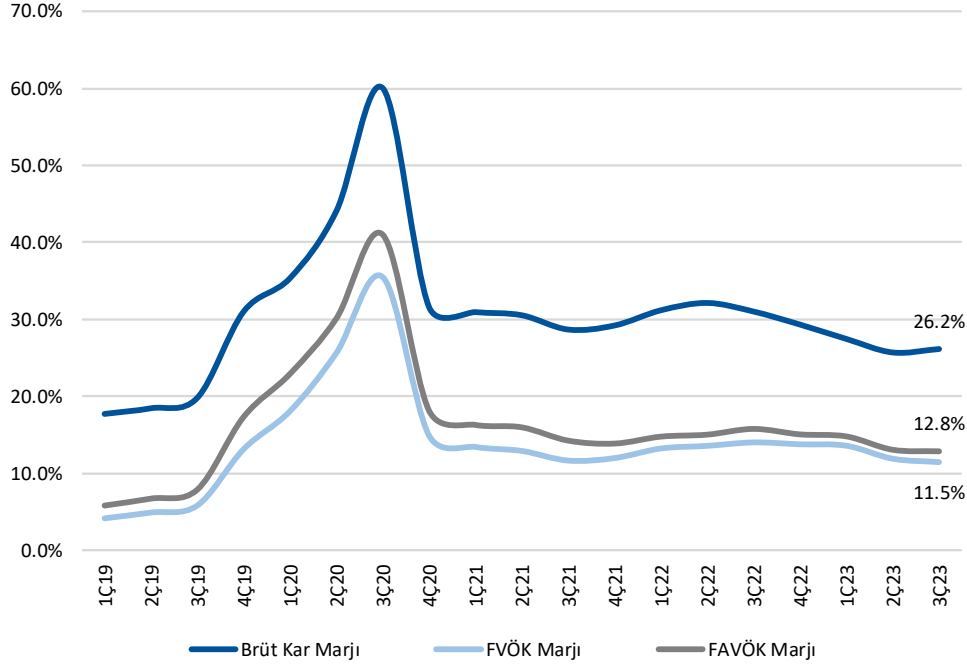
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

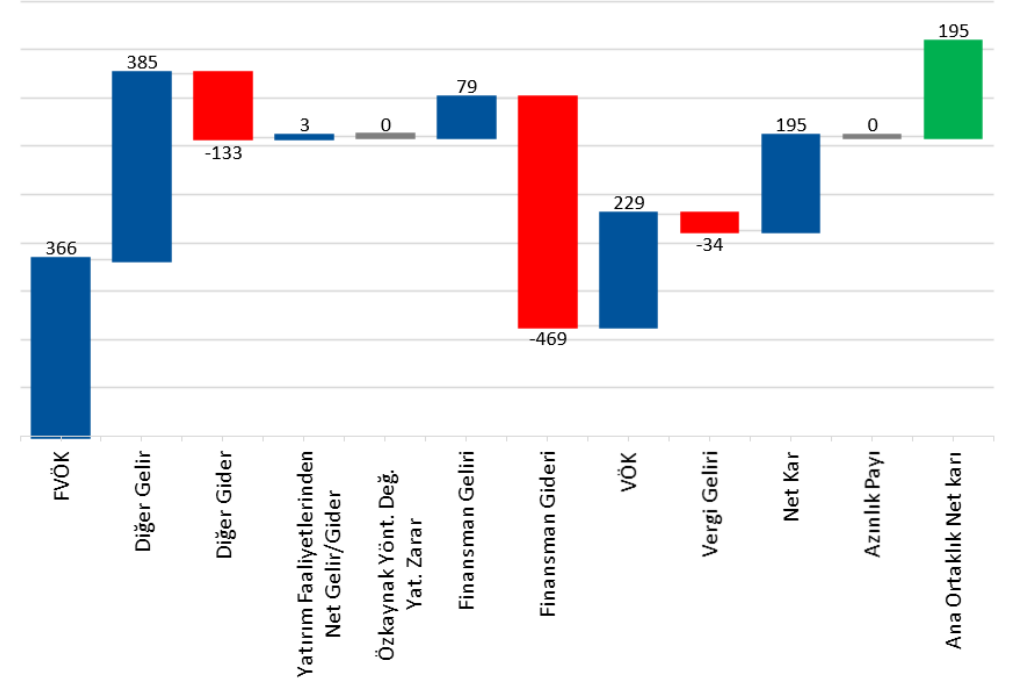
Tat Gıda

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

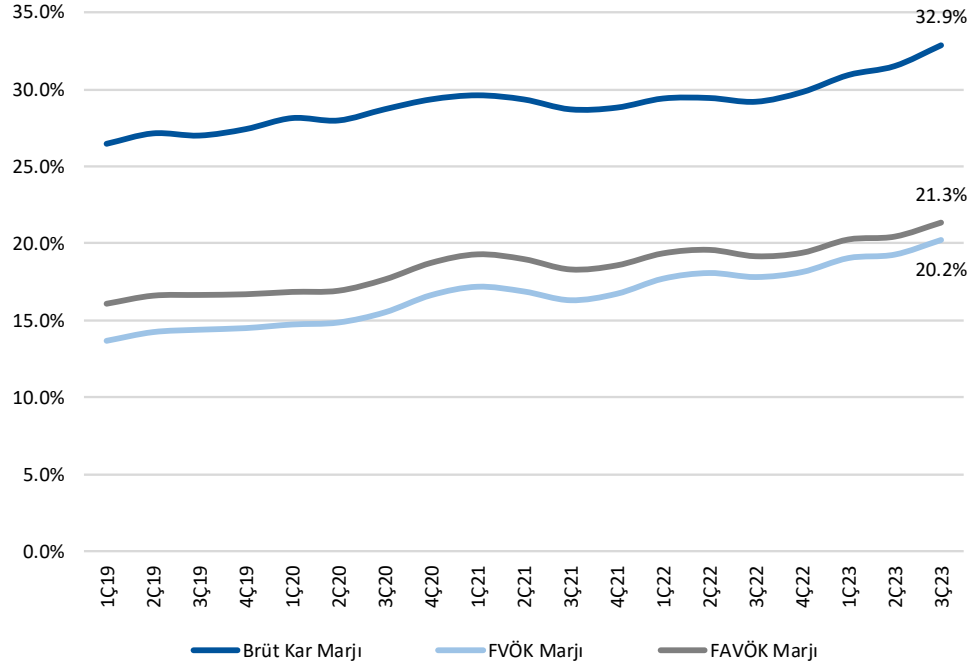
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

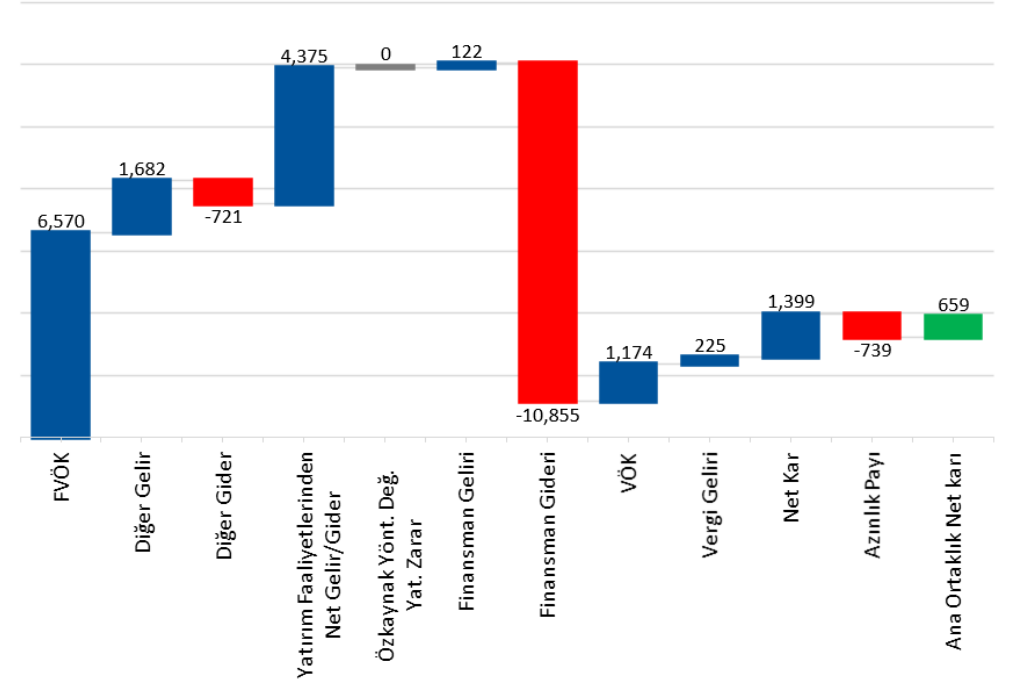
Ülker

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

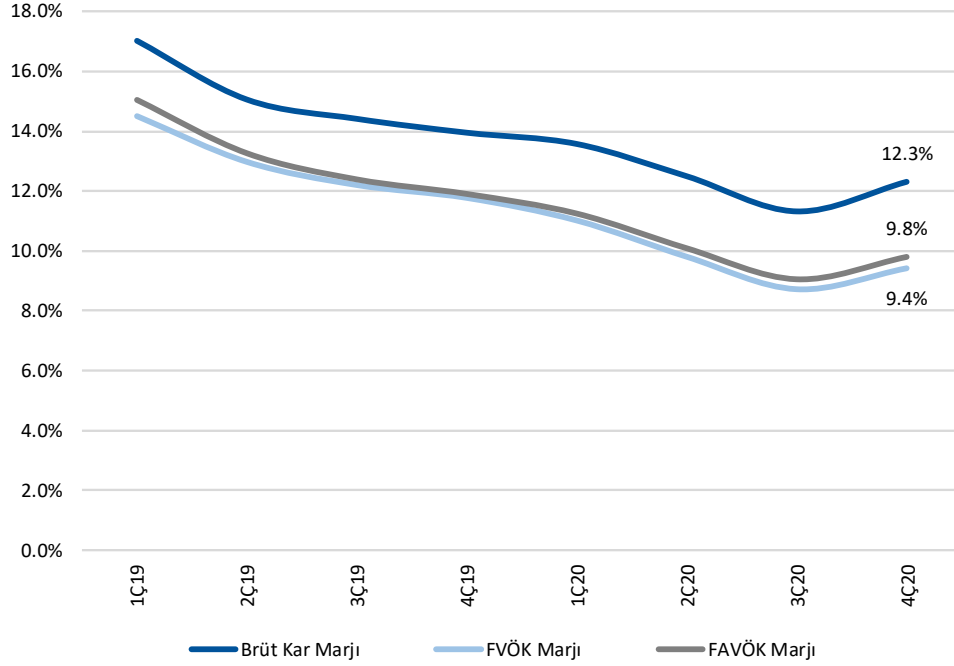
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

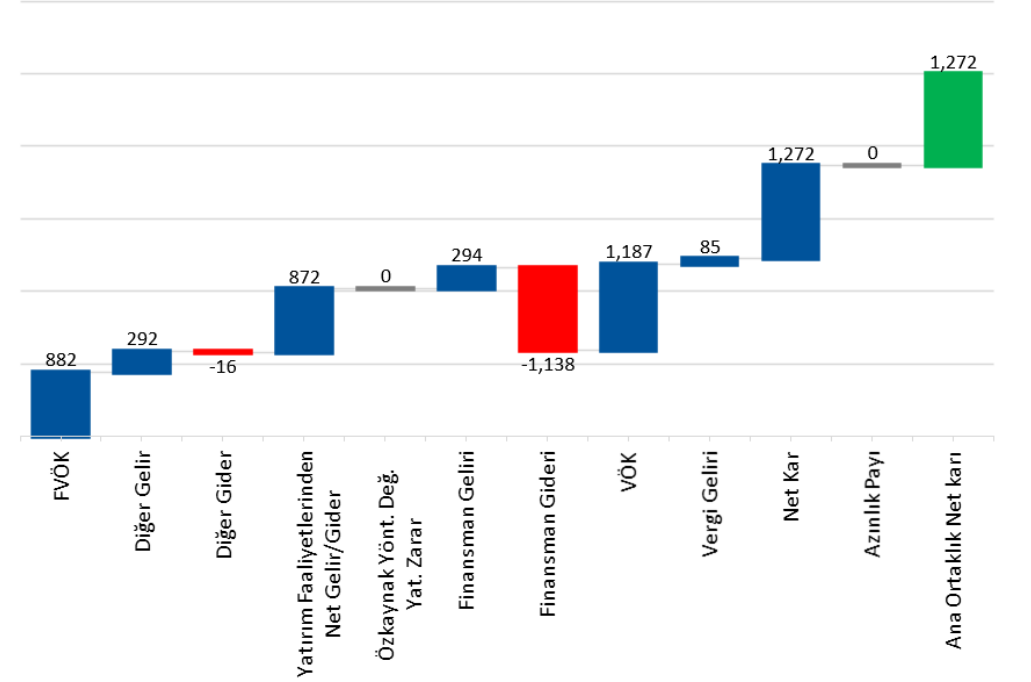
Yayla Agro Gıda

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

Hastane sektörü

- Hastane sektöründe gelirleri destekleyen ve maliyetleri yönlendiren birden fazla faktör bulunmaktadır. SUT (Sağlık Uygulamaları Tebliği) fiyatlandırmasına ek olarak satışları yönlendirmede son dönemlerde tamamlayıcı ve özel sağlık sigortaları, sağlık turizmi gibi etkenler de öne çıkmaktadır. 2023 yılı bu etkenlerin ağırlığını artırdığı bir sene oldu. Diğer taraftan, ekipman ücretleri ve asgari ücretin üzerinde izleyen maaşlarıyla sağlık çalışanları maliyetlerin seyrinde en önemli belirleyiciler olmaya devam etmektedir.
- 2023 yılı içerisindeki gelişmeleri incelediğimizde, SGK 2 kez SUT fiyatlandırılmasında yukarı yönlü güncellemeler yaptı. 24 Mart 2023 tarihli düzenleme ile fiyat listelerinde %31 artışa giden SGK, 26 Ağustos 2023 tarihinde ise %51 artış gerçekleştirdi. Kasım 2023'ün tamamlayıcı ve özel sağlık sigortaları prim üretimi verilerine göre, geçen yılın aynı dönemine kıyasla tamamlayıcı sağlık sigortası primleri nominal olarak %173, reel olarak ise %69 artış gösterdi. Özel sağlık sigortaları, nominal olarak %145, reel olarak ise %51 artış gösterdi. Bu sonuçlar, sağlık sektöründe hizmet sağlayan katılımcılara hem pazarın gelişmesi bakımından hem de karlılık bakımından pozitif yansıdı. Sağlık turizminde ise 2023 ilk 9 ayda geçen sene aynı döneme göre %17 artışla 1 milyon kişiye hizmet verilerek 1.7 milyar USD gelir elde edildi. Yıl sonu için 3 milyar USD'ye yakın bir sonuç beklenmektedir.
- 2024 yılında yukarıda bahsettiğimiz aynı parametrelerin belirleyici olacağını değerlendiriyoruz. Yüksek enflasyonun devam etmesi sebebiyle SUT fiyatlarında güncelleme beklenebilir. Ayrıca, tamamlayıcı ve özel sağlık sigortalarının öneminin kullanıcılar tarafından daha fazla idrak edilmesi sonucunda bu alanda gelişmeyi ve prim üretimlerinde reel bazda artış geleceğini değerlendiriyoruz. Bunlara ek olarak, sadece 2024 için değil, sağlık turizmini sektörün gelişiminde en önemli etken olarak değerlendiriyoruz. Türkiye'nin yüksek standartlardaki sağlık hizmetlerini yurt dışına kıyasla daha uygun şekilde sunabildiği için buradaki rekabet avantajını orta-uzun vadede devam ettireceğini öngörüyoruz. Diğer taraftan, 2024 yılında finansman maliyeti, malzeme ve uzman sağlık personeli ücretleri kadar kritik olacaktır. Maliyetlerini yönetebilen şirketlerin, sınırlı sayıda bulunan hastane ruhsatı nedeniyle M&A işlemlerinde avantaj sağlayacağını değerlendiriyoruz.
- MLP Sağlık Hizmetleri'ni**, 2024-2026 yılları arasında portföyüne ekleyeceği 4 hastane ile yatırımlarına devam etmesi ve yatırımlarına devam ederken borçluluk riskinin karlılığa oranla düşük kalması nedeniyle, **Lokman Hekim'i** ise İstanbul'daki hastanenin operasyonel katkısının finansallara güçlü yansıtacağı beklentisi ve payların geri alımında 2024 yılında daha aktif olacağını düşünerek beğeniyoruz.

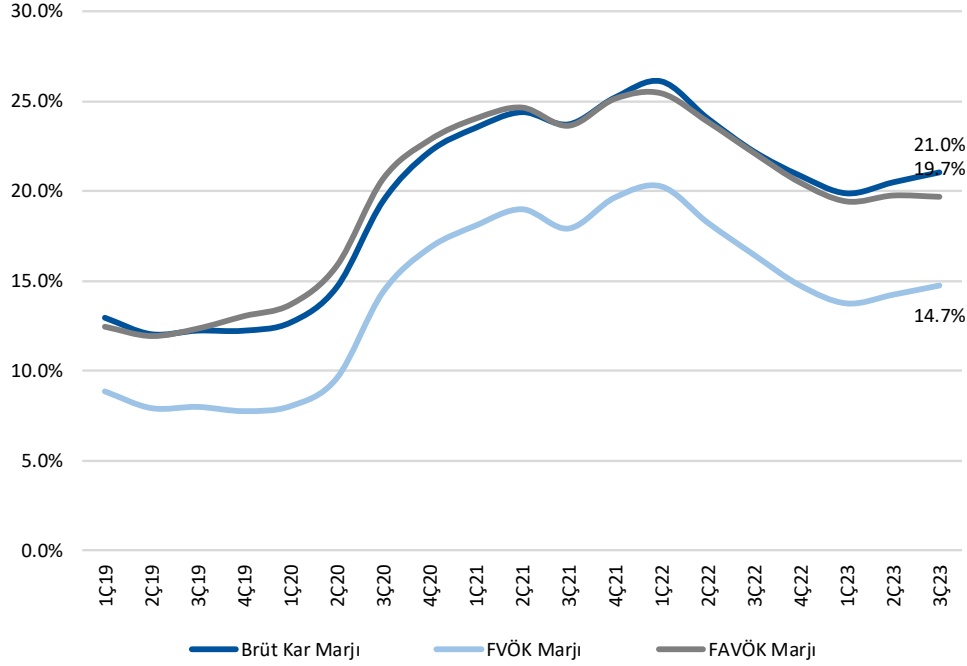
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
LKMNH	78.30	AL	1,710	57	90%	40%	12.76	8.41	4.72
MPARK	284.30	AL	29,125	975	65%	22%	13.23	8.78	11.65

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

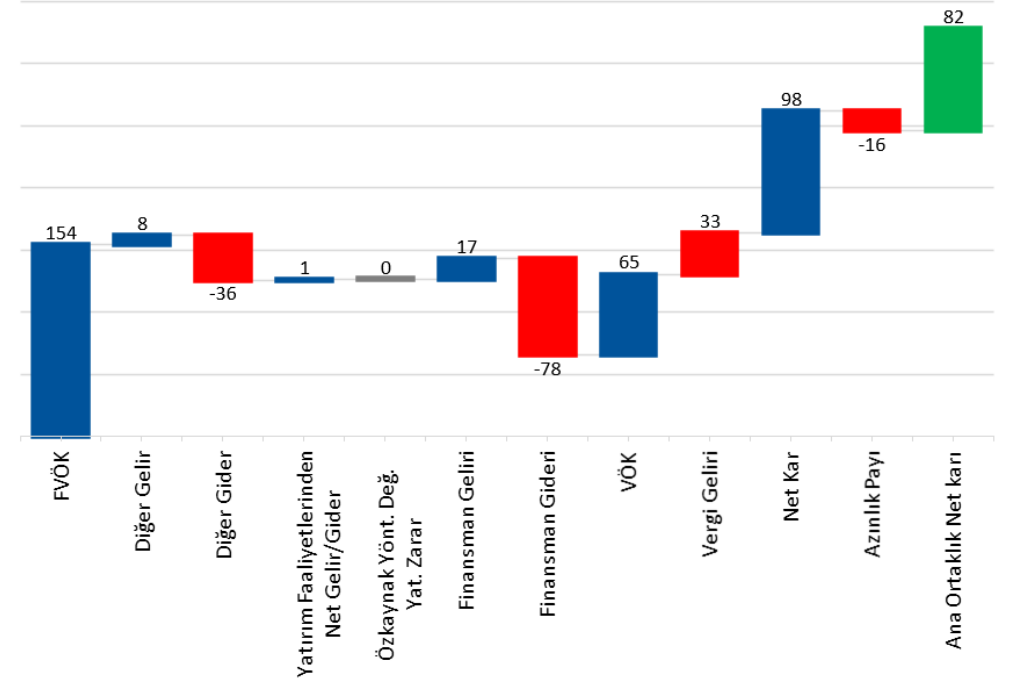
Lokman Hekim Hastaneleri

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

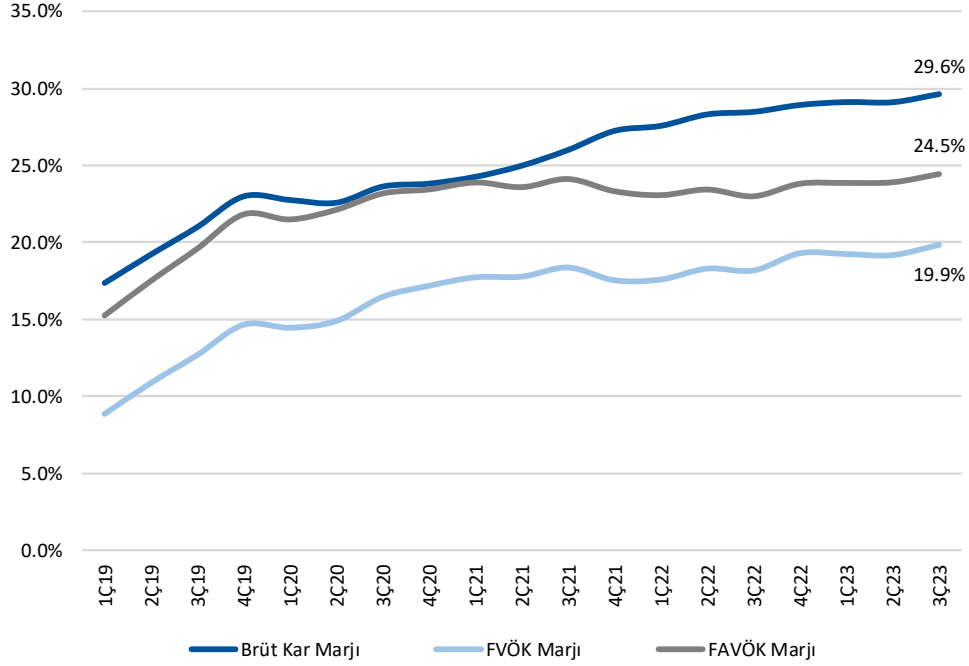
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

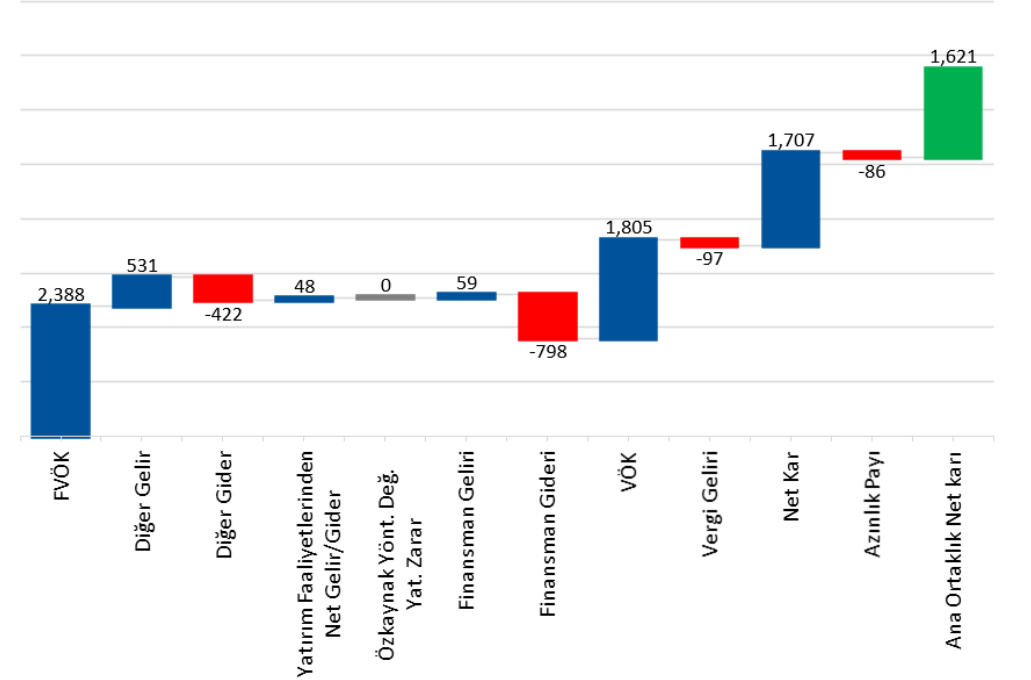
MLP Sağlık Hizmetleri

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

Havacılık sektörü

- 2023, havacılık sektörü için oldukça önemli geri dönüşlerin olduğu bir yıl olarak tamamlandı. Özellikle Türkiye çerçevesinde baktığımızda, pandeminin neredeyse tüm etkilerinin silindiğini gördük. Rakamlarla destekleyecek olursak; DHMİ verilerine göre 2023 yılında Türkiye geneli havalimanları iç hat yolcu trafiğinin 91.055.014, dış hat yolcu trafiğinin 122.950.966 olduğunu ve bu dönemde direkt transit yolcular ile birlikte toplam 214.232.985 yolcuya hizmet verildiğini gördük. Pandemi öncesi olan 2019'da ise 208.911.338 yolcuya hizmet verilmişti. DHMİ tahminlerine göre **2024 yılında 230.822.123, 2025 yılında ise 239.513.215 yolcuya hizmet verilmesi öngörülmektedir.** Yıl sonu itibarıyla ise; havalimanlarında iniş-kalkış yapan uçak trafiği, iç hatlarda 868.467, dış hatlarda 813.328 oldu. Böylece üst geçişler ile birlikte toplam 2.167.019 uçak trafiğine ulaşıldı. Turizm rakamları da benzer yükselişi göstermektedir.
- Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre, 2023 yılı Ocak-Kasım dönemindeki turist sayısı 2019 yılı rakamlarının %9, geçen yılın aynı döneminin ise %11 üzerinde gerçekleşerek **46.725.424** kişiye ulaşmıştır.
- Eurocontrol verilerine ait 1 Ocak-30 Aralık 2023 dönemi hava trafik istatistiklerine göre; İstanbul Havalimanı (İGA İstanbul) günlük 1.376 uçuşla ilk sırada yer almıştır.
- 2023 yılındaki önemli haberler tarafında, Eylül ayında Pratt & Whitney'in motorları ile donatılmış Airbus A320 ve A321neo uçakların motorla ilgili sorunlar nedeniyle yere indirilmesi haberlerini takip ederken, 2024 yılının ilk günlerinde Boeing 737 MAX 9 uçaklarının "gevşek donanımlar" gerekçesiyle geri çekilmesi haberlerini yakından izledik. Ayrıca, 2023 Aralık ayında Sabiha Gökçen Havalimanı'nın 2. pisti açıldı. Açılış töreninde yeni pistin Sabiha Gökçen Havalimanı kapasitesini ikiye katlayacağı ve havalimanının yıllık 85 milyondan fazla yolcuyu ağırlayacak kapasiteye ulaşacağı açıklandı.
- **2024 yılında büyümenin devam etmesini bekliyoruz.** Türkiye, rekor yıl olarak kabul edilen 2019 yılı rakamlarını geride bırakırken birçok ülke henüz 2019 rakamlarına ulaşamadı. IATA'nın 2023 yılı Haziran ayında yayımladığı raporda, Afrika ve Asya-Pasifik, Avrupa ve Orta Doğu'nun 2024 yılında, Latin Amerika ve Kuzey Amerika'nın ise 2023 yılında 2019 yolcu trafiği seviyelerine ulaşacağı, küresel anlamda ise 2024 yılında 2019 yolcu trafiği seviyelerine gelineceğine yer verilmişti.
- **IATA, yine aynı raporunda, yıllık ortalama %3,4 oranında büyüme ile hava yolculuğu talebinin 2040 yılına kadar 2 katına çıkmasını beklediklerini belirtirken,** 2019 yılında ise yaklaşık 4 milyar olan yolcu sayısının 2040 yılında 8 milyarın üzerine çıkması beklenmekteydi.

Havacılık sektörü

- IATA son olarak 2024 yılı öngörülerini yayımladı. IATA'nın 2024 yılı beklentileri;
 - 2019'da 38,9 milyon ve 2023'te 36,8 milyon olan uçuş sayısının 2024'te 40,1 milyona ulaşması,
 - Toplam gelirlerin 2024 yılında bir önceki yıla göre %7,6 artarak 964 milyar dolara ulaşması,
 - Yolcu gelirlerinin 2023 yılında 642 milyar dolardan %12 artışla 2024 yılında 717 milyar dolara ulaşması ve kilometre başına gelir büyümesinin yıllık %9,8 olması,
 - Havayolu sektörü işletme kârının 2023 yılında 40,7 milyar dolardan 2024 yılında 49,3 milyar dolara ulaşması,
 - 2024 yılında giderlerin 914 milyar dolara ulaşması,
 - 2023 yılında 23,3 milyar dolar olarak beklenen net kârın 2024 yılında 25,7 milyar dolara ulaşması,
 - Akaryakıt fiyatlarının 2024 yılında varil başına ortalama 113,8 dolar olması ve ham petrolün jet yakıtına rafine edilmesi için ödenen farkın 2024 yılında ortalama %30 olması,
 - Kargo hacimlerinin 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla 58 ve 61 milyon ton olması ve kargo gelirlerinin 2024 yılında 111 milyar dolara düşmesi beklenmektedir.
- Devam eden ASK büyümesi ve filo modernizasyonun pozitif katkısıyla **Pegasus**, uçuş ağı genişliği, çeşitlendirilmiş gelir tabanı ve büyüme hedefleri eşliğinde **Türk Hava Yolları**, büyümesini güçlendiren yatırımları, artan yolcu rakamları ve Almatı katkısıyla **TAV Havalimanları**, sürekli gelir modelinde olan SaaS büyümesi, ADS segmentindeki büyüme hedefi ve dengeli müşteri portföyü ile **Hitit Bilgisayar**'ı beğenmeye devam ediyoruz.

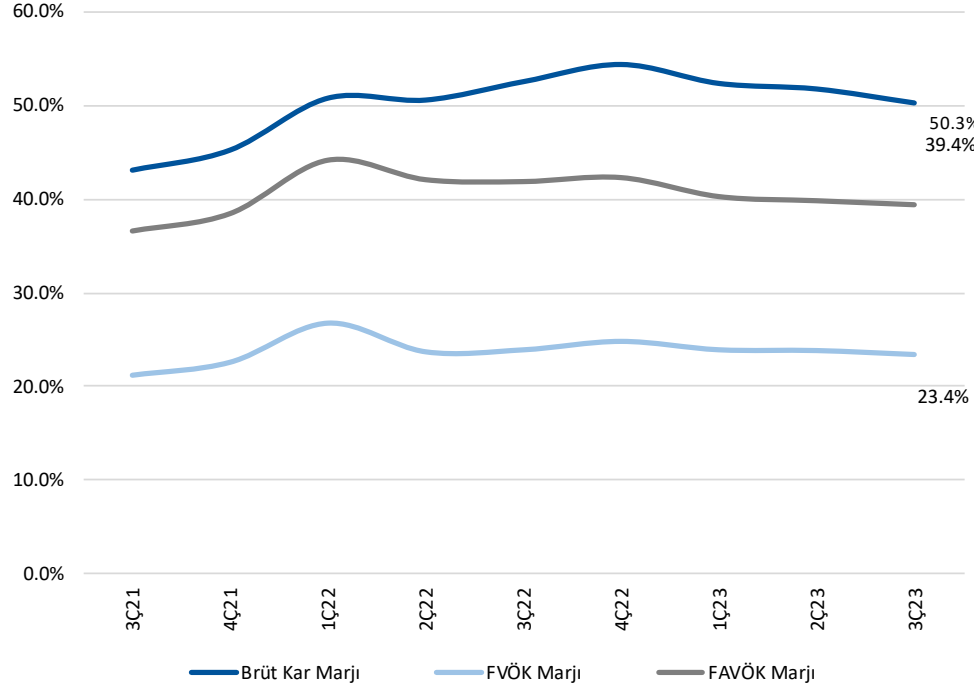
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
HTTBT	108.80	AL	7,618	255	105%	51%	60.17	35.02	5.66
PGSUS	1118.00	AL	71,149	2,381	35%	0%	5.39	6.16	2.01
TAVHL	167.60	AL	41,596	1,392	15%	-15%	7.70	7.68	1.07
THYAO	380.00	AL	335,202	11,217	62%	20%	4.27	4.66	0.98

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

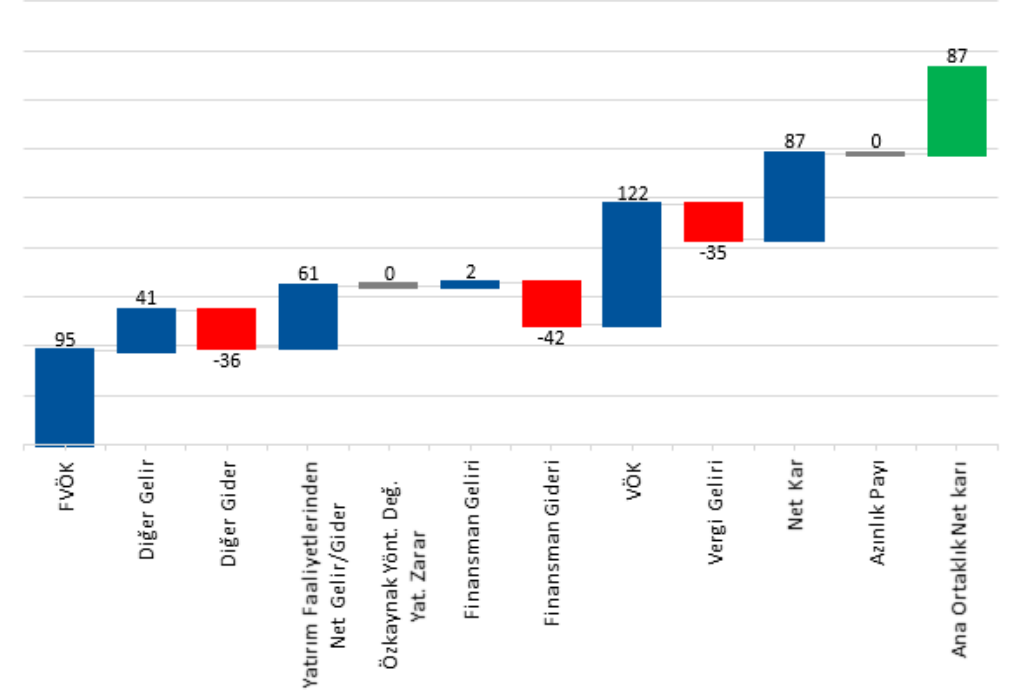
Hitit Bilgisayar

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

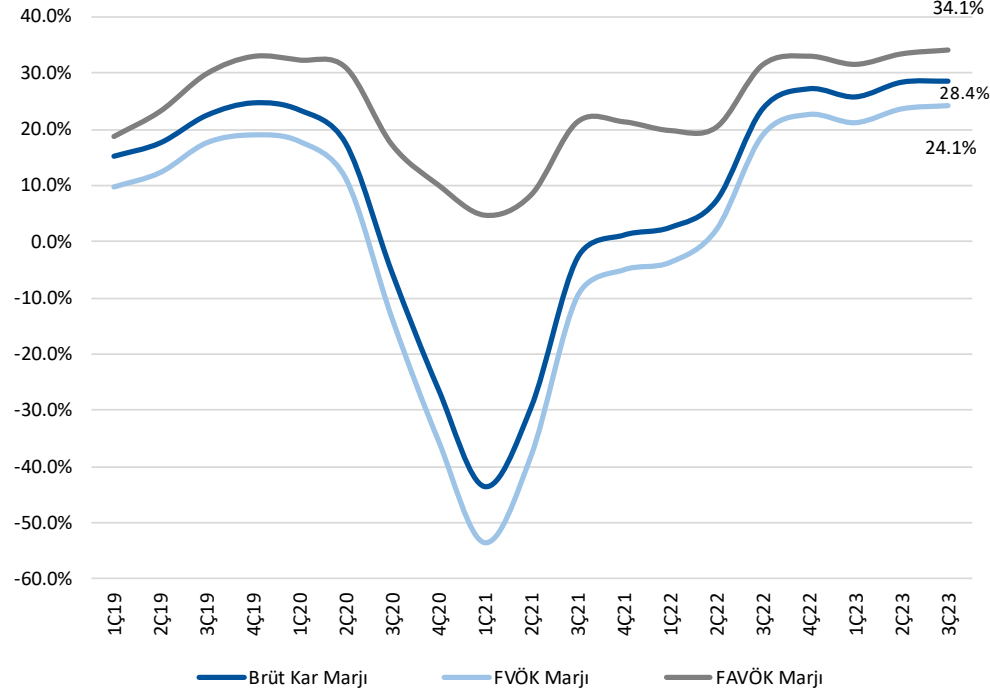
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

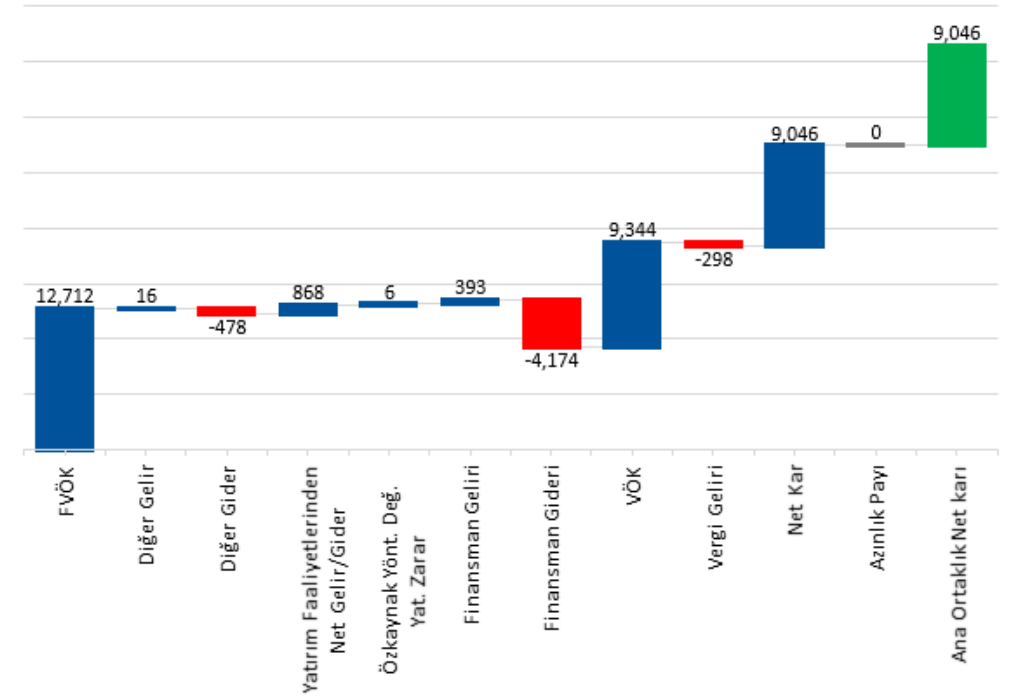
Pegasus

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

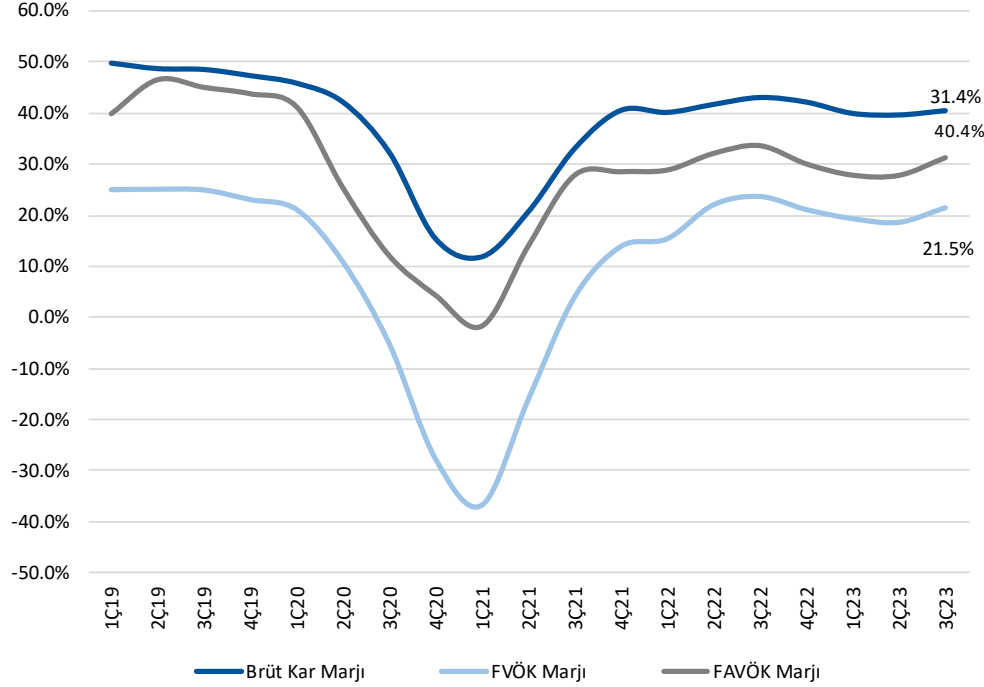
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

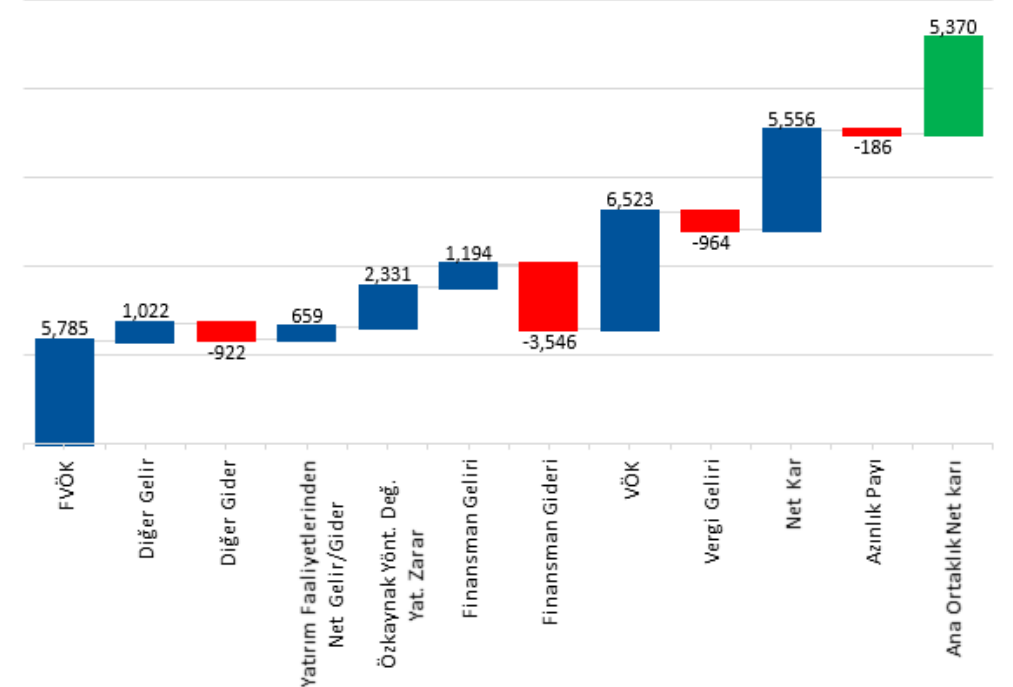
TAV Havalimanları

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

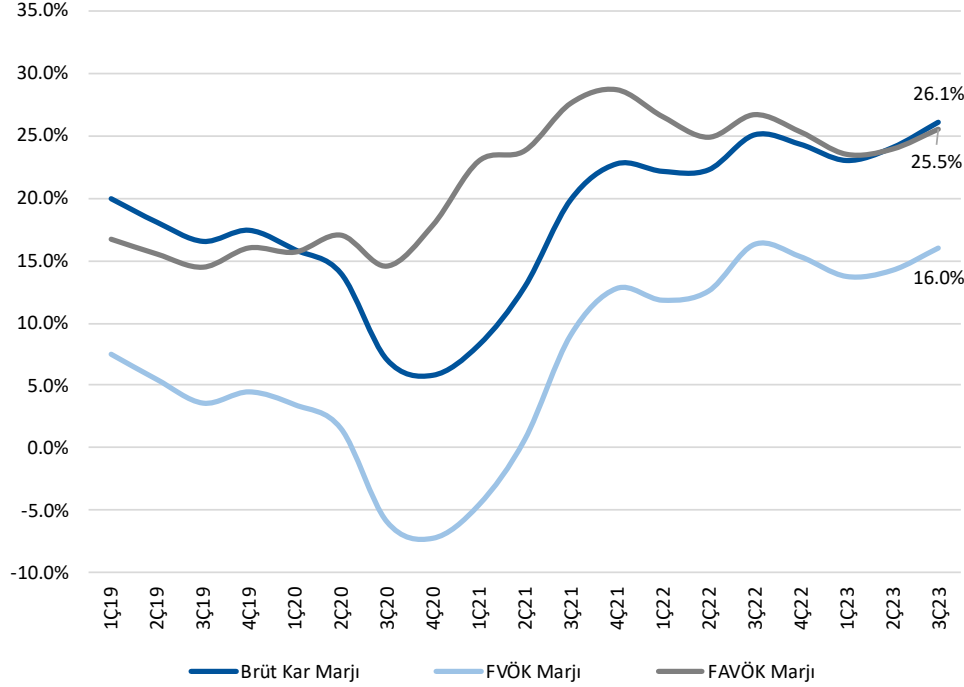
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

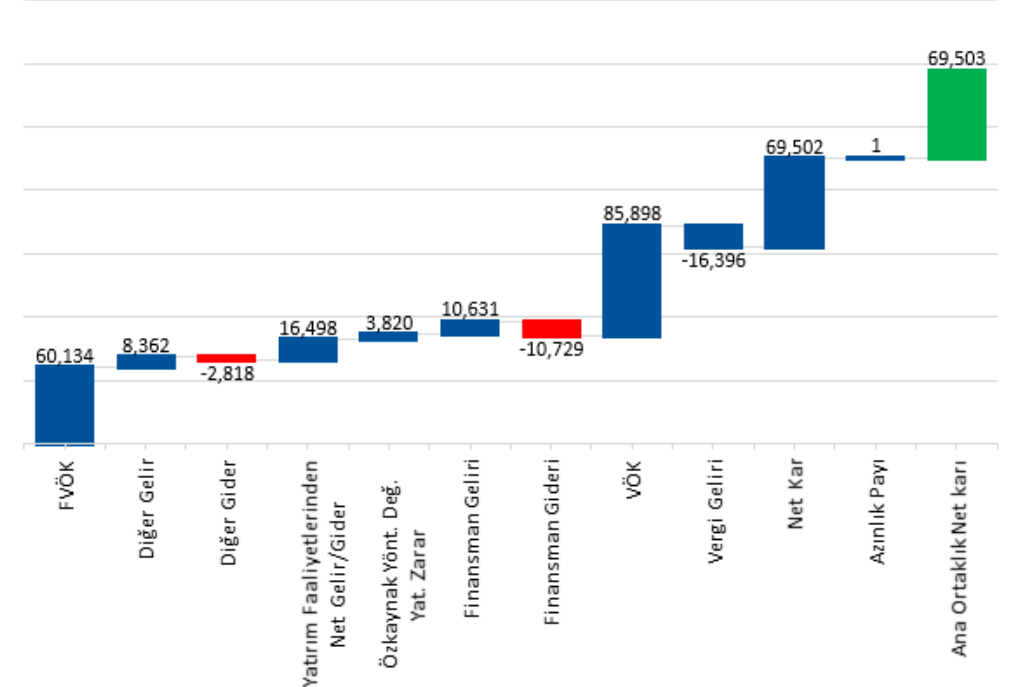
Türk Hava Yolları

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Holdingleler

- Araştırma kapsamımızda bulunan holdinglerin büyük çoğunluğu nominal bazda pozitif performans sergilemesine karşılık Koç Holding ve Sabancı Holding hariç diğer holdingler BIST 100 endeksinin gerisinde kaldılar.
- Holdinglerin yıl genelinde performans gelişimlerine baktığımızda, **Enka İnşaat**, Rusya kaynaklı belirsizliklerin kısmen azalsa da devam ediyor olması, **Şişecam** ve **Tekfen Holding** zayıflayan operasyonel karlılık, **Alarko Holding** de tarım ve gıda alanlarındaki stratejik hamlelerine karşılık devam eden hisse satışlarının yarattığı baskı nedeniyle 2023 yılında geride kalmış oldular.
- Endeksin üzerinde performans gösteren holdingler olarak ise; Tüpraş, bankacılık (Yapı Kredi Bankası) ve otomotiv (Ford Otosan, Tofaş, Türk Traktör) segmentleri öncülüğünde **Koç Holding**, güçlü kar büyümesi momentumu ve yeni teknoloji alanındaki yatırımları ile **Sabancı Holding** ön plana çıktı.
- Önümüzdeki dönem kapsamında; uluslararası satış odaklı yaklaşım, artan üretim kapasitesi ve coğrafi yaygınlığı, dinamik fiyatlandırma stratejisi ve sağlıklı bilanço yapısı beraberinde **Şişecam**, farklı alanlardaki stratejik aksiyonları, güçlü bilanço yapıları, enerji işkolunun beklenen katkıları ve solo nakit pozisyonları ile **Alarko Holding** ve **Doğan Holding** ile kurumsallık anlayışları, çeşitlendirilmiş portföy yapıları, uzun vadeli hedef ve yatırımları ile devam eden yüksek iskontoları eşliğinde **Koç Holding** ve **Sabancı Holding**'i beğenmeye devam ediyoruz. Diğer yandan, son dönemde zayıf kalan **Enka İnşaat**'ın da güçlü bilanço yapısı ve net nakit pozisyonu ile güvenli liman olarak tercih edilebileceği düşüncesindeyiz.
- Bu gelişmeler çerçevesinde, **Alarko Holding**, **Sabancı Holding** ve **Şişecam** hisselerini **Model Portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz**.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ALARK	166.77	AL	39,672	1,328	13%	-17%	3.09	-	1.69
DOHOL	18.70	AL	30,854	1,033	8%	-21%	3.25	-	1.00
ENKAI	50.00	AL	202,080	6,763	4%	-23%	13.39	-	1.15
KCHOL	221.00	AL	365,169	12,220	73%	28%	3.60	-	1.71
TKFEN	57.60	AL	13,446	450	-18%	-39%	6.31	-	1.15
SAHOL	96.00	AL	126,913	4,247	40%	3%	2.38	-	0.91
SISE	77.70	AL	144,584	4,838	9%	-20%	7.59	-	1.54

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

İlaç & sağlık sektörü

- İlaç sektörü, defansif ve regülasyona bağlı bir sektör olarak öne çıkmaktadır. 2023 yılının ilk çeyreğine **Düzeltilmiş Avro Değeri (DAD)** güncellemesi ile başlayan sektör, güçlü marjlarla çalışarak karlılığını optimize etti. Bununla birlikte, ikinci çeyrekte stok karı elde edilmemesi sebebiyle marjlar düşüş gösterdi. Bu dalgalanma, Temmuz ayında güncellenen DAD ile birlikte yeniden marjlarda yukarı yönlü etki göstererek gerçekleşti. 2023 yılı itibarıyla DAD güncellemesinin yılda 2 defa yapılacak olması sektör açısından önemli bir gelişmedir.
- 2023 yılı Ekim ayı tarihli güncel sayısal veriler kutu ve TL bazında incelediğimizde, 167.406 milyon TL değerinde 2.207 milyon ilaç kutusu, 5.992 milyon TL değerinde 130 milyon adet özel tıbbi amaçlı gıda ve 10.223 milyon TL değerinde 80 milyon adet sağlık ürünleri sektöre katkıda bulundu. **Toplamda 183.621 milyon TL değerinde 3.417 milyon kutu katkı sağlanarak, 2022 yılının aynı dönemine kıyasla kutu bazında %6 ve TL bazında %98,1 artış yaşandı.** Yurt içinde imal edilen ilaçlar kutu bazında %7,1, TL bazında %109,6 artış gösterirken, ithal ilaçlar kutu bazında %4,8 azalış, TL bazında ise %84,3 artış gösterdi.
- 2023 Aralık ayında yapılan yeni DAD güncellemesi sadece fiyat üzerinde değil, sektör paydaşlarının ilaç fiyatına bağlı olarak aldıkları kar yüzdelerini de değiştirdi. Eskiden 5 aşamalı olarak uygulanan bu durumun artık 3'e indirilerek uygulanacak olması sektör paydaşları tarafından olumlu olarak değerlendirildi. **Sektör açısından baktığımızda, defansif karakterine ek olarak olumlu olarak değişen regülasyon düzenlemeleri ile 2024 yılında ayrışabileceğini düşünüyoruz.**
- 5 Mayıs 2022 tarihinden itibaren Döngüsel Portföyümüzde taşıdığımız **Selçuk Ecza Deposu'nu**, rekabetçi bir sektörde %40'lara varan güçlü pazar payına sahip olması ve çeşitlendirilmiş satış ve dağıtım ağı bulundurması nedenleriyle avantajlı konumunu devam ettireceğini düşünerek beğenmeye devam ediyoruz. **Mediterra Tıbbi Malzeme'yi** ise 2024 yılında devreye alacağı yeni tesisi ile kapasite ve pazar etkinliğini artırarak sürdürülebilir ihracatını destekleyeceği ve yatırım süreçlerini devam etmesine rağmen güçlü nakit yönetimi nedeniyle beğeniyoruz (1,1x net nakit/FAVÖK).

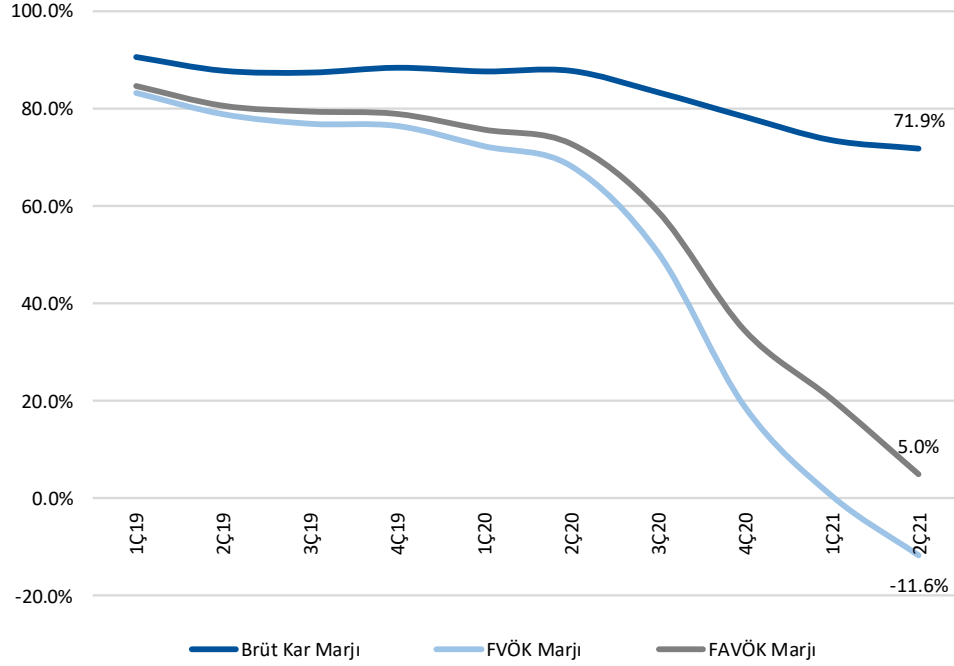
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ANGEN	15.40	TUT	2,790	93	-39%	-55%	22.76	299.41	3.43
ECILC	53.50	TUT	30,288	1,014	38%	2%	8.11	32.91	1.63
MEDTR	59.20	AL	3,606	121	-27%	-46%	10.92	11.38	3.67
SELEC	73.50	AL	35,304	1,181	53%	13%	10.86	8.03	4.09

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

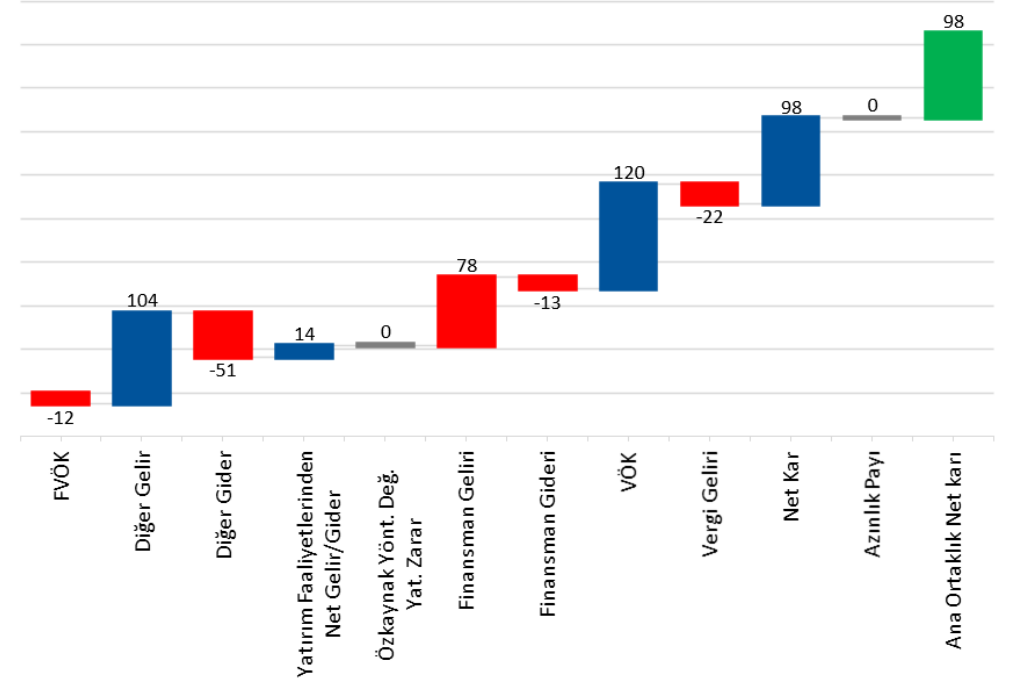
Anatolia Tanı ve Biyoteknoloji

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

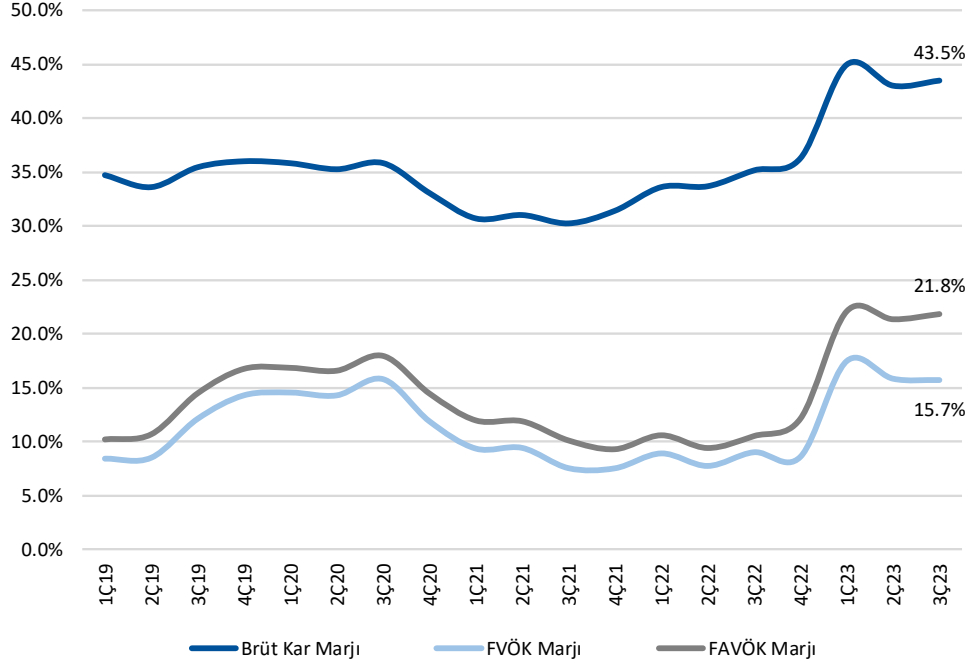
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

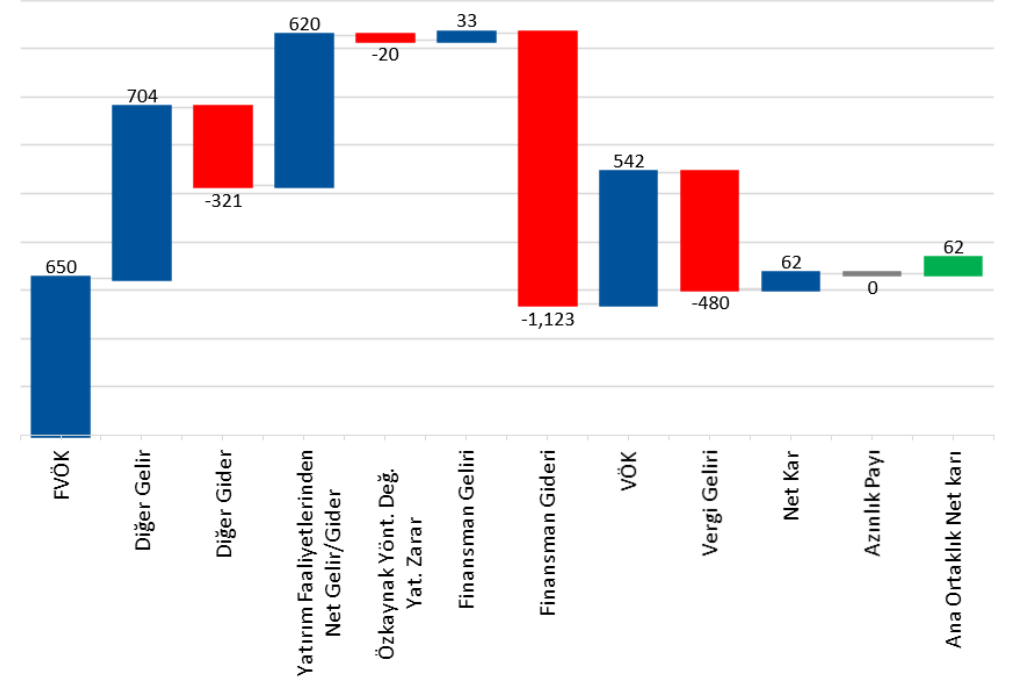
Eczacıbaşı İlaç

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

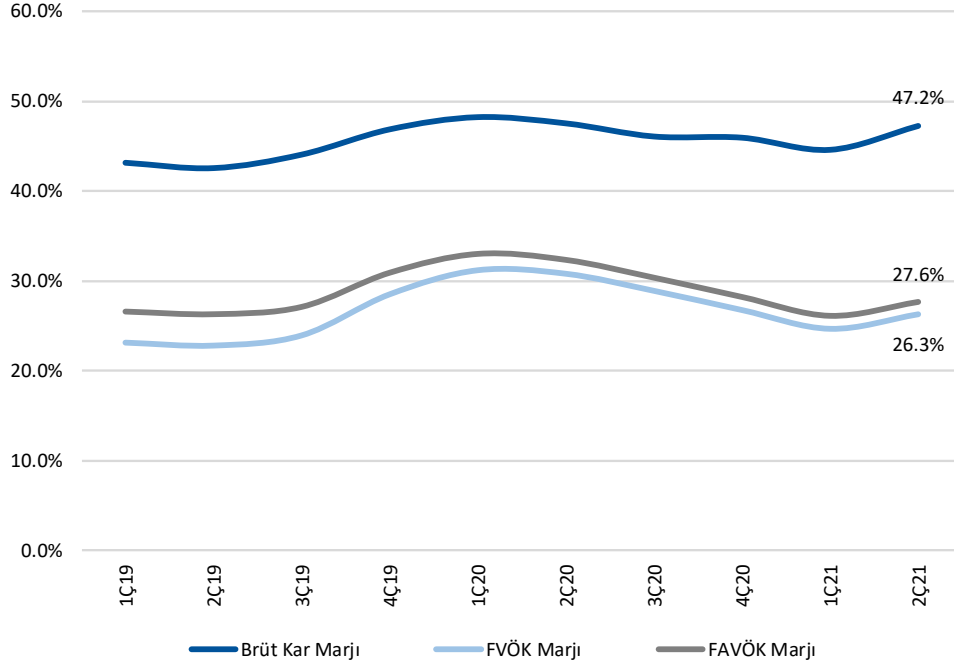
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

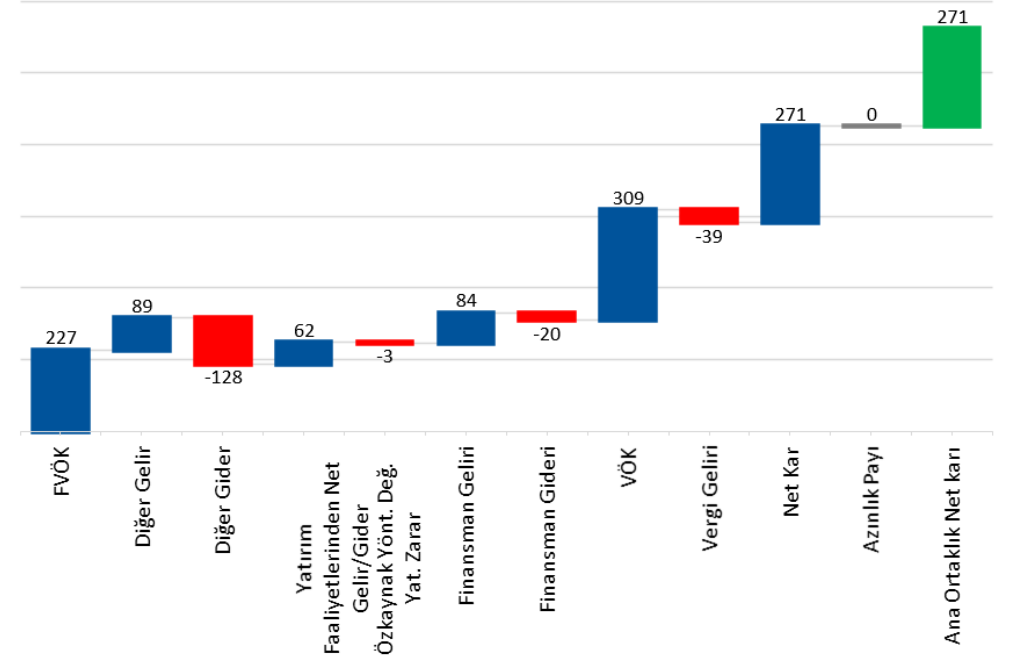
Meditera Tıbbi Malzeme

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

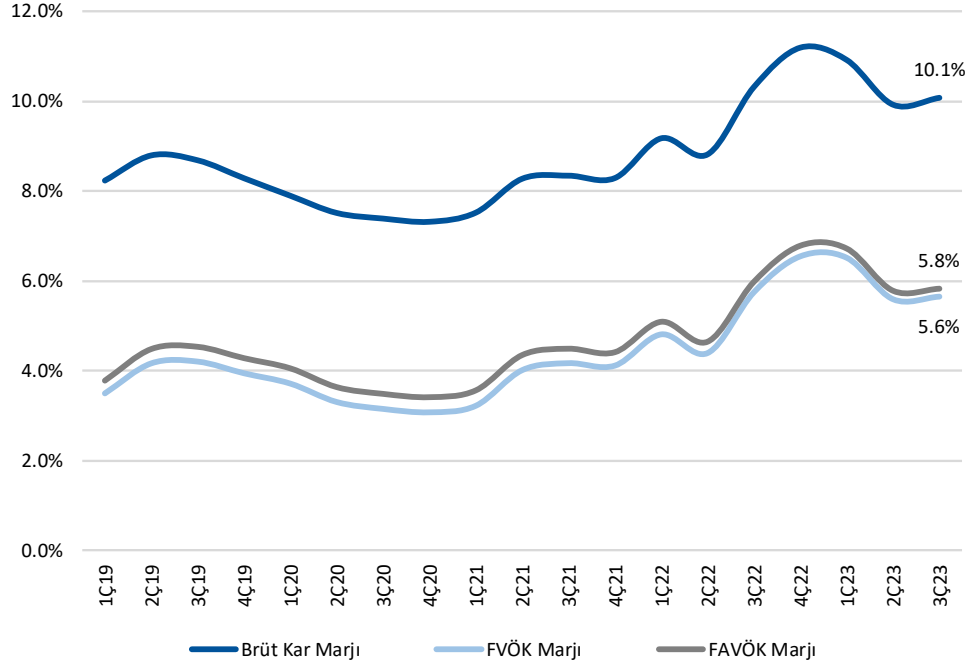
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

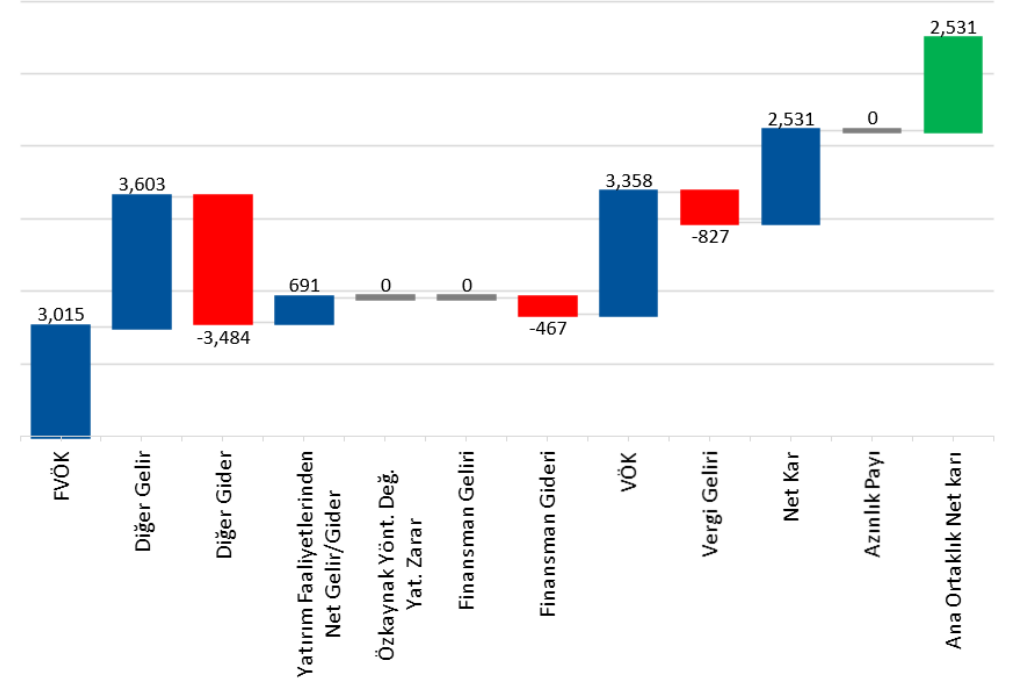
Selçuk Ecza Deposu

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

Kimya sektörü

- Kimya Sektörü, birçok alt ve üst sektöre girdi vermesi nedeniyle çok geniş bir pazar olarak ele alınmalıdır. Türkiye, hammadde bakımından %70 oranında ithalata bağımlı bir konumda bulunmakta birlikte, bu büyük sektörde dünyayla rekabet edilebilen ürünler ihraç edebilmektedir. TİM tarafından en son açıklanan Kasım 2023 tarihli veri setini incelediğimizde, kimyevi maddeler ve mamüllerin ihracatının USD bazında Ocak-Mart döneminde başabaş, Nisan-Ağustos döneminde 2022 yılının gerisinde ve Eylül-Kasım döneminde ise 2022 yılının üzerinde bir performans izlediğini görmekteyiz. 2023 Ocak-Kasım döneminde, geçen sene aynı döneme kıyasla %9,5 azalış yaşanarak 27,8 milyar USD ihracat gerçekleştirildi. Ihracattaki bu azalışa geçen sene yüksek seyreden petrol ve petrol türevleri fiyatlarının baz etkisi, yılın ilk dönemine hakim olan düşük döviz kurları ve parasal sıkılaşma politikalarının etkisi ile globalde yavaşlayan ekonomi sebep oldu.
- 2024 yılında majör merkez bankalarının faiz indirimi beklentileri çerçevesinde globalde resesyon endişelerinin dinmesi ve petrol fiyatlarında yukarı yönlü hareket beklentisini sektör için lehte yorumlarken, Orta Doğu'da beliren sıcak çatışma ortamının global ticaret üzerindeki olası negatif etkisi risk oluşturmaktadır.** Bununla birlikte, sektörün birden fazla pazara girdi sağlaması sebebiyle, diğer sektörlerin kendi içsel gelişmelerinden hem pozitif anlamda hem de negatif anlamda etkilenme riski bulunmaktadır. 2024 yılı için, sektörün 35 milyar USD ihracat beklentisi söz konusu.
- Kimteks Poliüretan'ı** bulunduğu sektörde globalde ilk 10'a girme hedefiyle yaptığı yatırımlar ile birlikte kapasite artışına giderken pazar payını artırması ve 2024 yılında hedef pazarlarındaki etkinliğine öncelik vererek karlılığı desteklemeyi amaçlaması açısından beğenmeye devam ediyoruz. Sektördeki güçlü konumu, potasyum sülfat tesisinin devreye girmesi, sodyum sülfat segmentinde artan karlılık, döviz bazlı gelir yapısı, güçlü net nakit yapısı ve istikrarlı temettü ödeme alışkanlığı ile **Alkim Kimya'yı**, küresel konumu, yatırımlarla desteklenen büyüme hikayesi, Dow Aksa tarafında devam eden iyileşme ve düzenli temettü getirisi eşliğinde **Aksa'yı** beğeniyoruz.

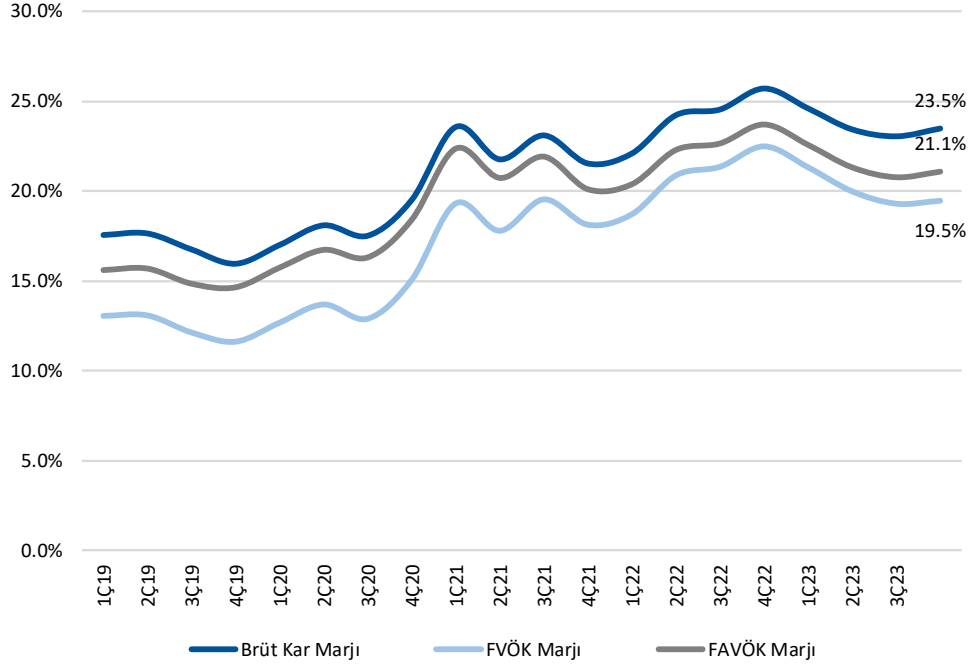
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
KMPUR	95.95	AL	14,501	485	1%	-25%	15.28	14.66	7.34
AKSA	124.00	AL	28,522	954	16%	-15%	8.82	8.40	4.11
ALKIM	56.00	AL	5,406	181	-11%	-34%	10.41	7.45	4.07

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

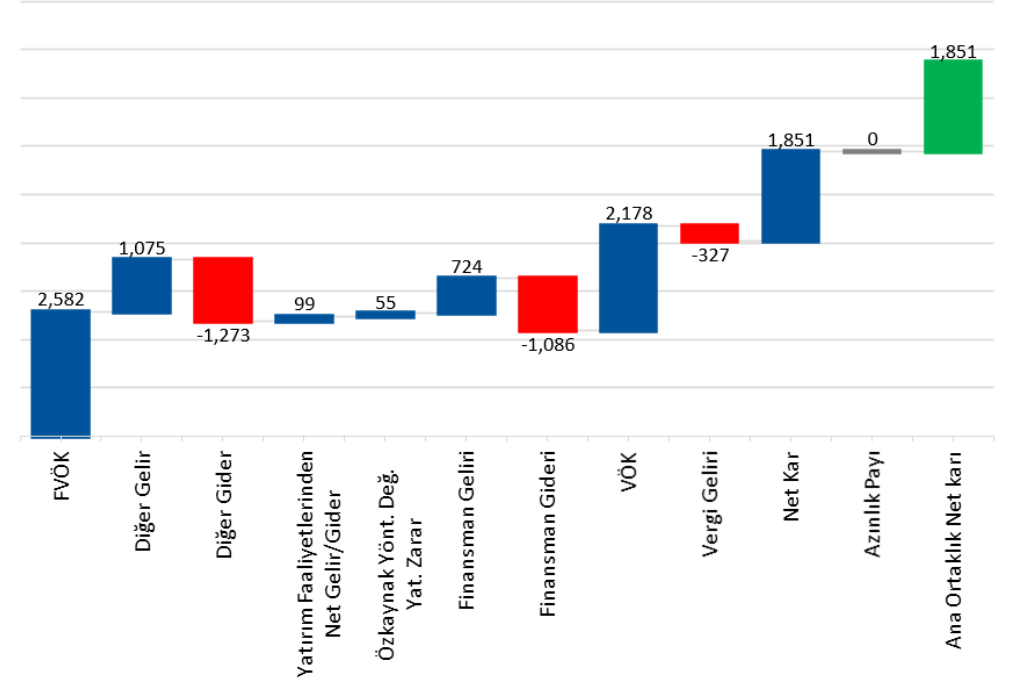
Aksa

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

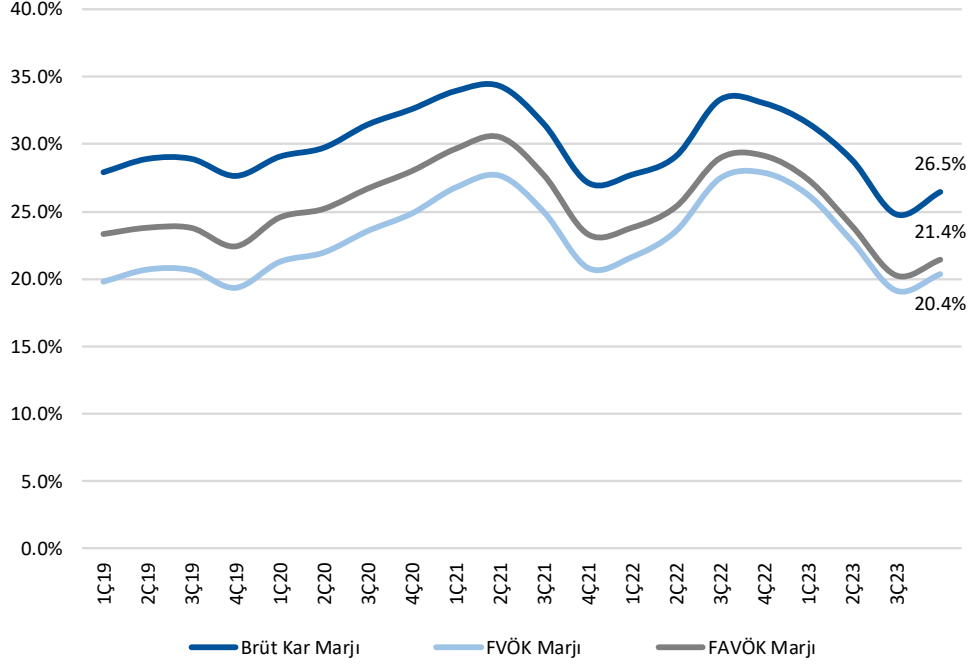
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

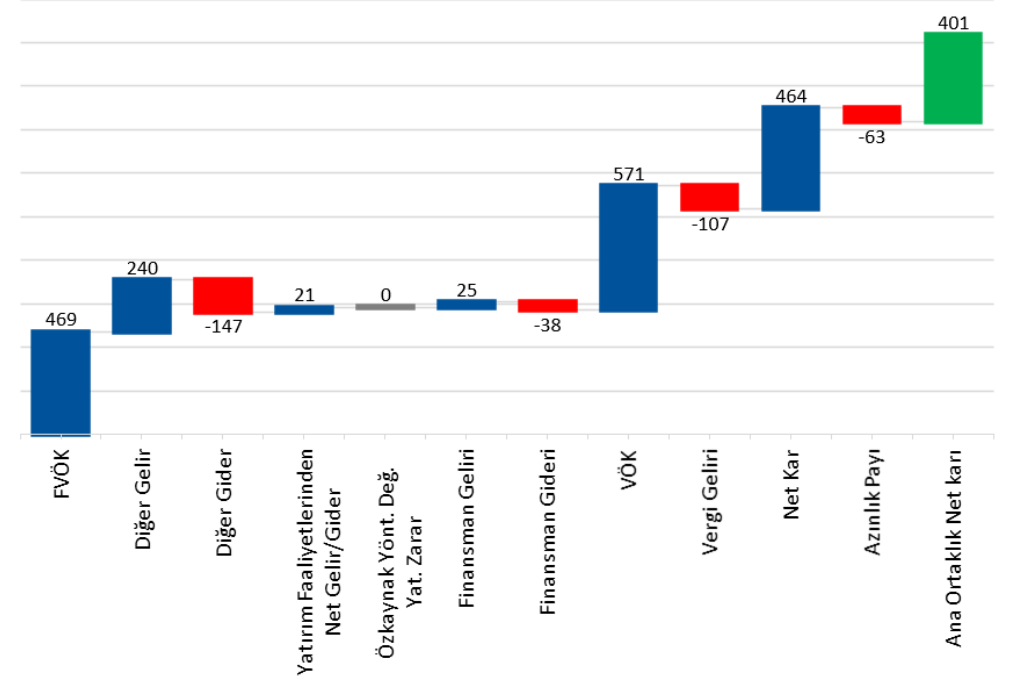
Alkim Kimya

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

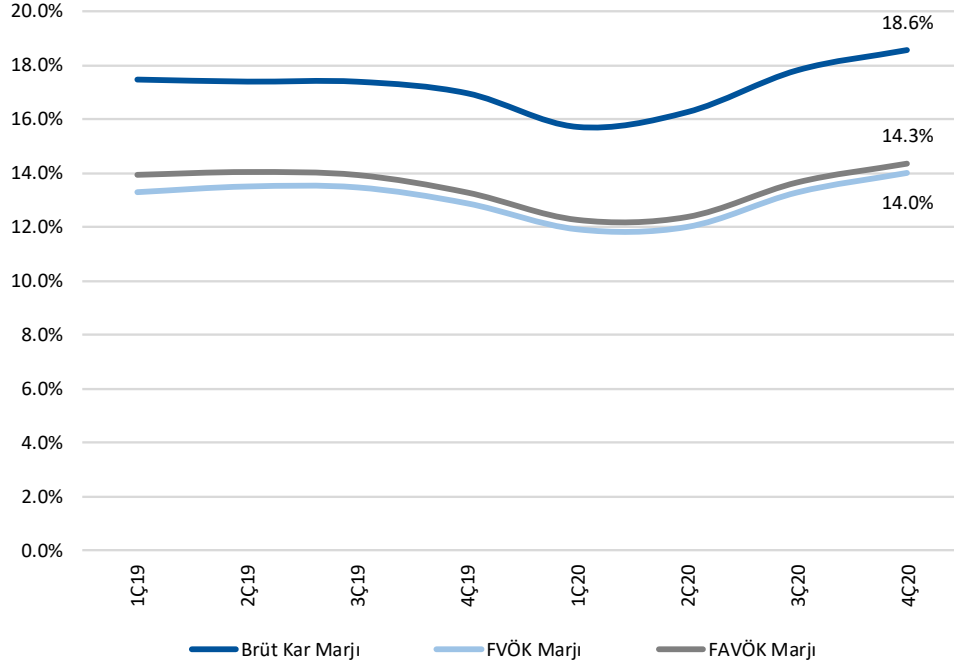
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

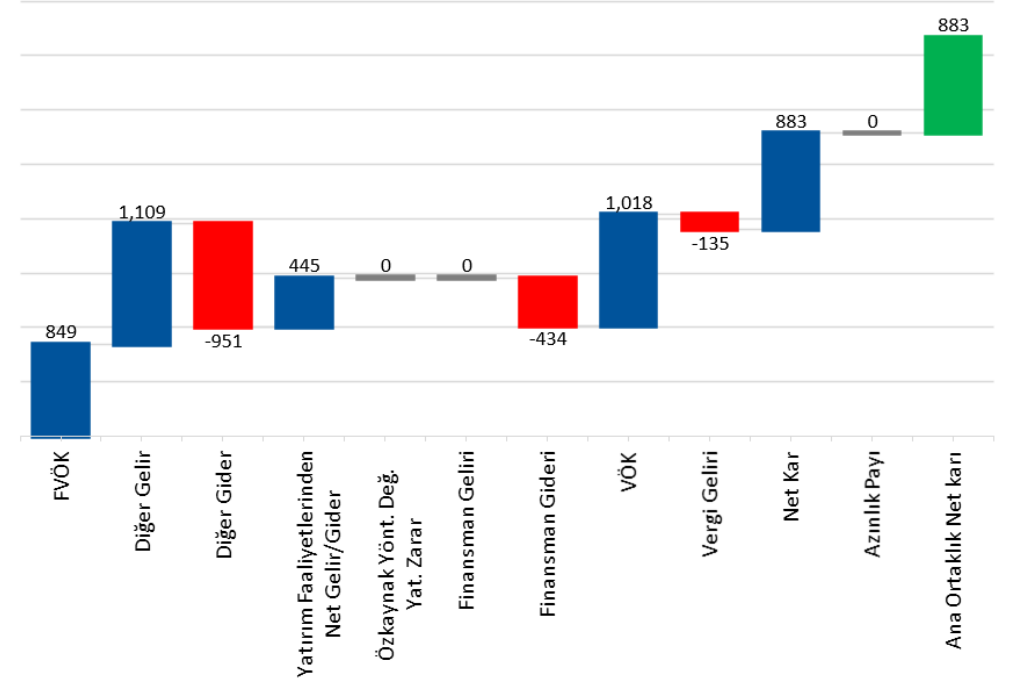
Kimteks Poliüretan

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

Otomotiv sektörü

- Yarı iletken arzı sorunları 2022 ve 2023 yıllarında yüksek otomotiv fiyatlarının temelini oluşturan en önemli bileşendi. Öte yandan, beklendiği üzere, 2023 yılının ikinci yarısından itibaren yarı iletken tedarikinde iyileşme görülmeye başlandı ve yarı iletken tedariki ana konu olmaktan çıktı. Şirketler, var olan yüksek talebin gücüyle fiyatlamada stratejilerinde oldukça başarı gösterirken, kur hareketleri paralelinde enflasyona yenilmeyen aktif fiyatlamaya gerçekleştirdiler. Bu da yüksek enflasyon ortamına rağmen operasyonel karlılıkta oldukça güçlü performanslar görmemizi sağladı.
- Satış ve üretim rakamlarına bakacak olursak; yatırım aracı olarak görülen otomotiv sektörü, ODMD verilerine göre, 2023'ü 1.232.635 araçla rekor satış rakamlarına ulaştı. Hafif ticari araç satışı bir önceki yıla göre %39,2 artarak 265.294 adet, otomobil satışı da bir önceki yıla göre %63,2 artarak 967.341 adede ulaştı. OSD tarafından açıklanan üretim ve ihracat rakamlarında henüz Aralık verileri yayımlanmadı. Açıklanan 11 aylık veriler ışığında toplam ihracat geçen yılın aynı dönemine göre %5,7 artarak 926.223 araca ulaştı. Bu ihracatın toplam değeri ise geçen yılın aynı dönemine göre USD bazında %14,7'lik, EUR bazında ise %11,6'lık artış gösterdi. Üretim tarafında ise 11 aylık veriler doğrultusunda geçen yılın aynı dönemine göre %11,5'lik büyüme gerçekleşti. Ocak-Kasım 2023 döneminde üretilen araç sayısı 1.349.079 adede ulaştı.
- Tüm bu güçlü verilerin ardından aklımıza tek bir soru geliyor. Peki, bu 2024 yılında sürdürülebilecek mi?
- 2024 yılında kartlar yeniden dağıtılıyor. 2024'ü anlamak için karşımıza bir kaç temel soru çıkmakta. İlki, yüksek faiz ortamında otomotiv sektörü nasıl ve ne kadar etkilenecek?
- Pandemi öncesi ve faizlerde değişiklik olan 2018-2019 yılları arası döneme göz atalım. 2018 yılının başlarında %8 olan politika faizi Haziran ayında önce %17,5'e, Eylül ayında da %24'e yükselmiş ve 2019 yılı Temmuz ayına kadar %24 olarak devam etmişti. ODMD verilerine göre, 2017 yılında 956.194 olan araç satışları, 2018 yılında bir önceki yıla göre %35 azalarak 620.937 adede gerilemiş, 2019 yılında ise bir önceki yıla göre %23 azalarak 479.060 adet araç satışı gerçekleştirmiştir. Bugün, %42,5'e ulaşan faiz ile, tüm diğer koşulları göz ardı ederek, faiz ve otomotiv satışları arasındaki ilişki doğrultusunda otomotiv sektörünün daralmasını beklemek en basit çıkarımdır. Bu doğrultuda sektörün ortalama %30 daralmasını bekliyor ve Araştırma kapsamımızda olan otomotiv şirketleri için de tahminlerimizde söz konusu değişikliğe yer veriyoruz.
- Diğer soru ise, şirketlerin daralan piyasada fiyatlamada prensipleri ve marjları ne olacak? Yüksek taleple şirketler 2023 yılında aktif fiyatlamaya yaparak araç satışlarındaki büyümenin yanı sıra fiyat yükselişlerinin de etkisiyle güçlü ciro büyümeleri elde etmişti. Euronun değer kazanması ve ÖTV zamlarıyla 2024 yılına fiyat artışlarıyla giren otomotiv sektörü, daralan piyasada daha rekabetçi fiyatlamalarla karşımıza çıkacaktır.

Otomotiv sektörü

- 9 aylık veriler ışığında, Araştırma kapsamımıza dahil olan otomotiv sektörü şirketlerinin operasyonel karlılıklarında iyileşme gördüğümüz ve hatta bazı şirketlerde rekor marjlar izlediğimiz bir yılı geride bıraktık. Yüksek enflasyon ve kurdaki yükselişe rağmen araç satışlarındaki artış ve fiyatlama stratejileri brüt ve operasyonel karlılık üzerindeki baskıları tolere etmeye yetti. Ancak, **2024 yılında bunun sürdürülebileceğini düşünmüyor ve operasyonel karlılık tarafında daralma olmasını bekliyoruz.**
- 2024'te sıkça gündemimizde yer alacak bir diğer konu ise elektrikli araçlar olacak.** ODMD verilerine göre, 2022 yılında elektrikli araçlar, pazarın %1,3'ünü oluşturmaktaydı. 2023 yılında ise bu oran %7,5'e yükseldi. Hibrit ve elektrikli araç toplamı ise %18,3'lük payla dizel araçlardan (%13,8) daha yüksek pazar payına ulaştı. **2023 yılında 50'lerde olan elektrikli model sayısının 2024 yılında 100'ün üzerine çıkması bekleniyor. Bu doğrultuda 2024 yılında elektrikli araç pazar payının %10'un üzerine çıkacağını değerlendiriyoruz. Ancak, 29 Aralık'ta yürürlüğe giren tebliğin beklentimiz açısından risk teşkil ettiğini de belirtelim.**
- Otomotiv sektörü şirketlerinin 2024 yılında temettü ödemeleri ile ön planda olmasını bekliyoruz.** Araştırma kapsamımızda yer alan otomotiv şirketleri operasyonel karlılıklarına ek olarak net kar tarafında da güçlü sonuçlar açıkladılar. Tarihsel geçmişlerine baktığımızda; Ford Otosan 20 yıldır, Tofaş 19 yıldır kesintisiz bir şekilde temettü ödemesi gerçekleştirirken, Doğu Otomotiv son 19 yılda 14 kere temettü ödemesi ile karşımıza çıkmaktadır. Son kapanış verilerine göre, 2024 yılında Ford Otosan, Tofaş ve Doğu Otomotiv için temettü verimliliği tahminlerimiz sırasıyla **%10,4, %9,3 ve %13,0** işaret etmekte. **Ancak, tekrar hatırlamak isteriz ki, 2023 yıl sonu tahminlerimiz enflasyon muhasebesi uygulamasını içermemektedir.**
- Avrupa'nın en büyük ticari araç üreticisi olan **Ford Otosan'ı** elektrikli ve ticari araçlardaki yetkinliği ile elektrikli araç dönüşümünde önemli rol oynayacağına dair beklentimizin sürmesi, rekabet kurulu onayı geldikten sonra FCA-PSA birleşmesiyle pazar payını neredeyse 2 katına çıkarabilecek olan **Tofaş'ı** Fiat Egea markasıyla daralan pazardan pozitif ayrışabilecek olması, yeni model lansmanları ve elektrikli araçları ile de **Doğu Otomotiv'i** beğenmeye devam ediyoruz. Diğer yandan, **yurt içi otomotiv talebinde öngördüğümüz daralmayı değerlemelerimize yansıtmanız neticesinde otomotiv sektörü şirketlerinin finansalları ve dolayısıyla 12-aylık hedef fiyatlarında aşağı yönlü revizyona gittiğimizi de belirtmek isteriz.**

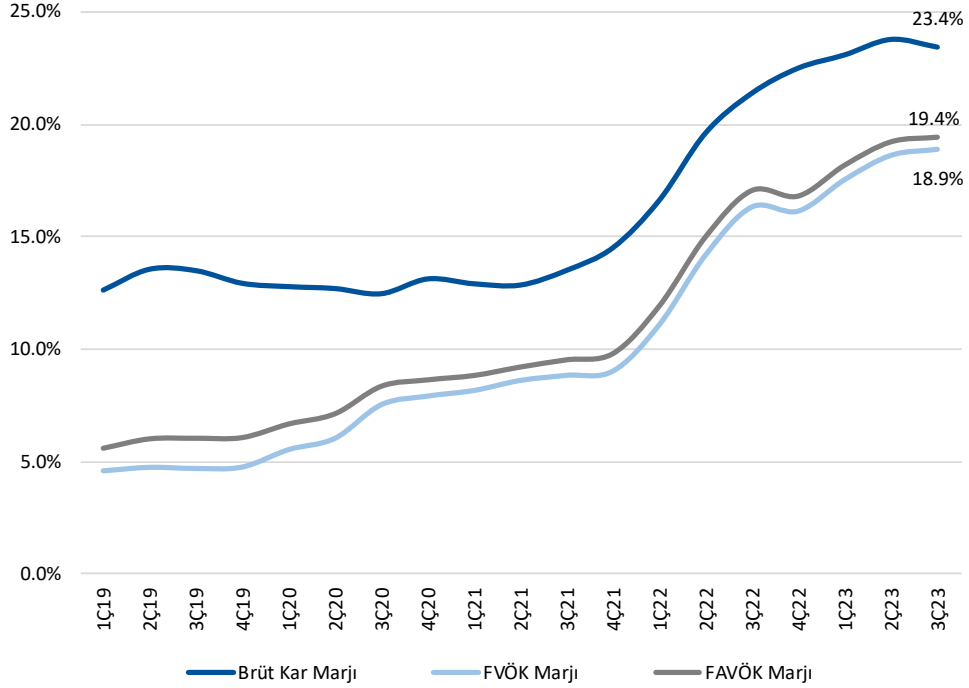
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
DOAS	412.00	AL	55,385	1,853	49%	10%	3.15	2.74	2.17
FROTO	1202.00	AL	264,762	8,860	50%	10%	7.93	8.70	6.54
TOASO	360.00	AL	108,750	3,639	31%	-3%	6.81	5.87	5.12

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

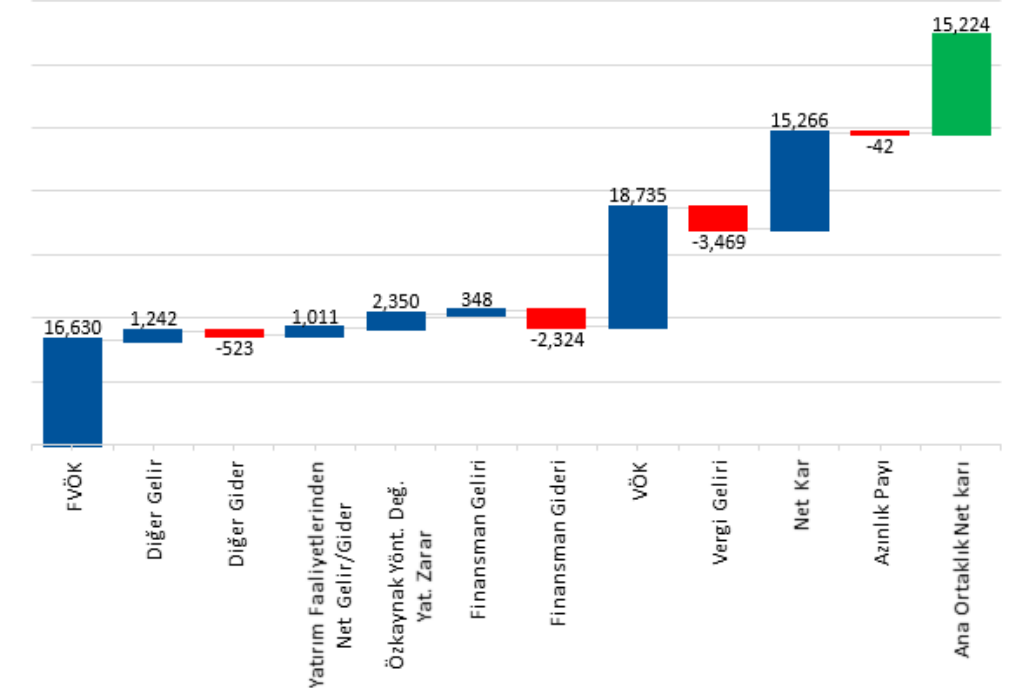
Doğuş Otomotiv

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

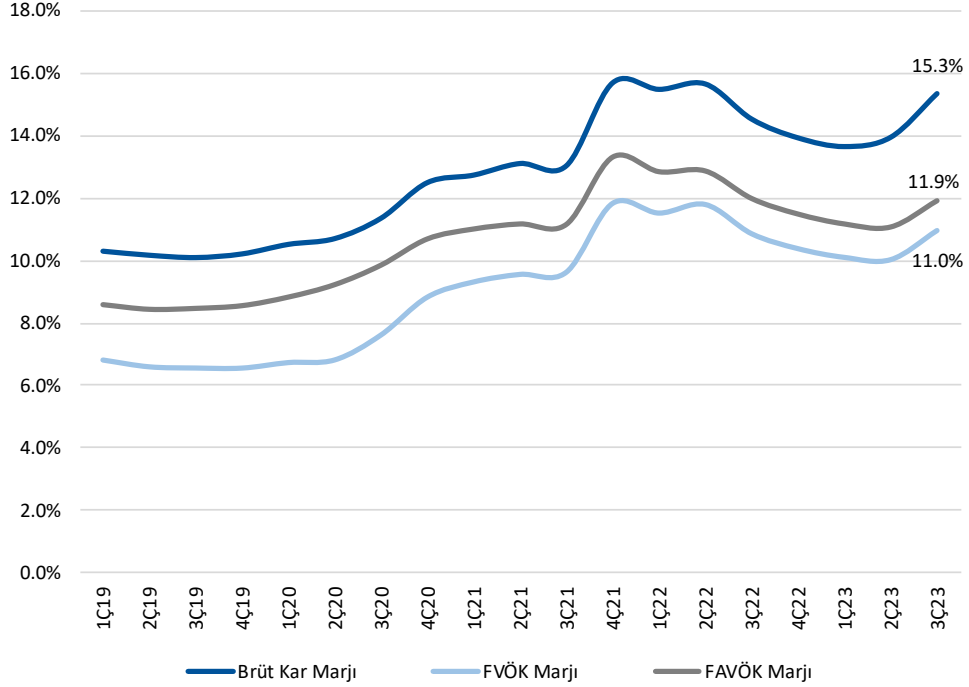
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

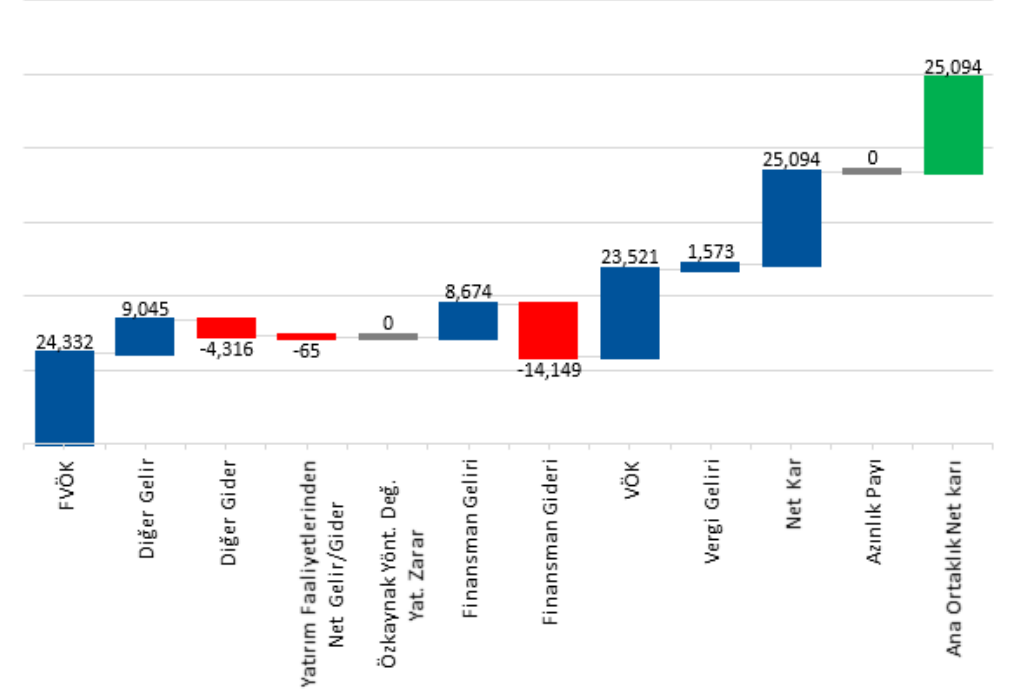
Ford Otomotiv Sanayi

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

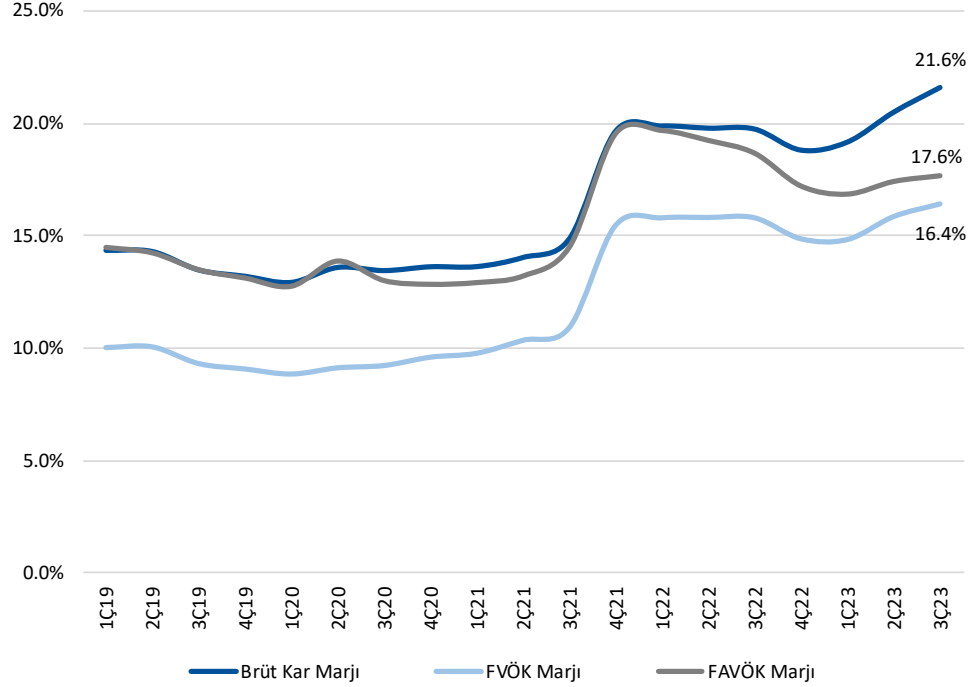
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

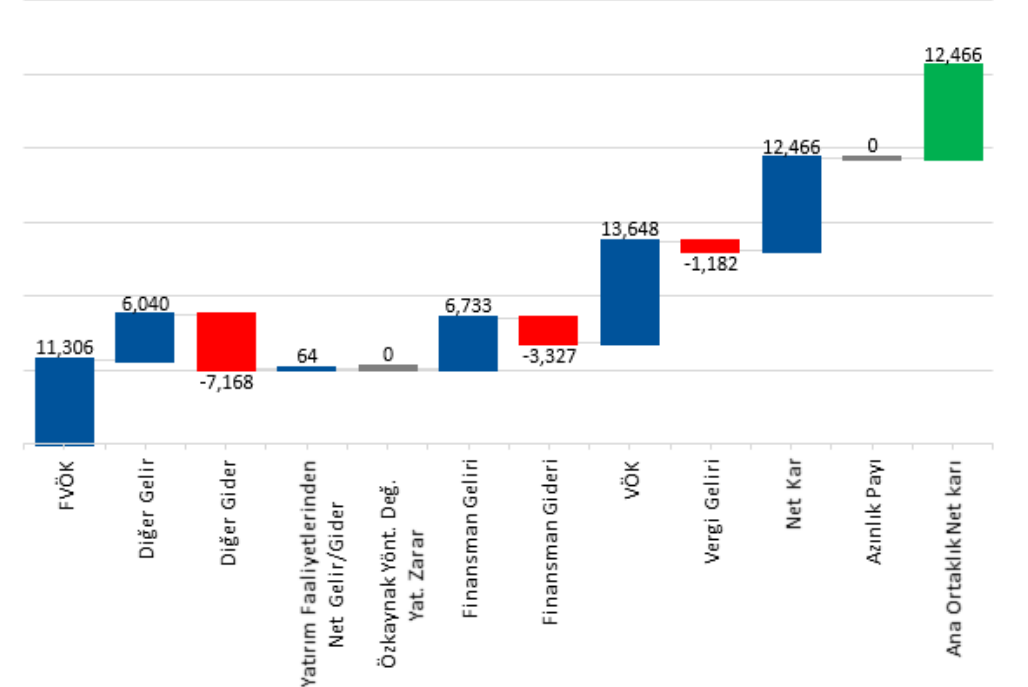
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Perakende sektörü

- Makroekonomik koşulların sektör lehine etkisiyle gıda ağırlıklı perakende sektörü, 2023 yılının ilk 9 ayında enflasyondan pozitif olarak ayrılmaya devam etti. Tüketiciler, artan yaşam maliyetleri karşısında indirim ve fiyat rekabeti yaratan marketlere yönelmeye devam etti. Son açıklanan TÜİK verilerini incelediğimizde, gıda ve alkolsüz içecekler grubu TÜFE'nin 7 puan üzerinde %72 olarak gerçekleşti. 12 aylık ortalamalarına baktığımızda, gıda ve alkolsüz içecekler grubu %66 olarak gerçekleşirken, TÜFE %54 oldu.
- **Biraz daha sektör özelinde baktığımızda, geleneksel satış ve dağıtım kanallarındaki büyümeye ek olarak online yatırımlar gibi bütünleyici kanalların da satışlar üzerinde önemli katkısı olmuştur.** Asgari ücrete yapılan ara zam ve nakliye giderlerindeki artış karlılık gelişimi için olumsuz olsa da tüketici tarafındaki güçlü talep bu olumsuzlukları bastırdı. Operasyonel kazanımların dışında, Rekabet Kurulu cezasında yeniden yapılandırma kapsamında geri alınan tutarlar ve yıkıcı Kahramanmaraş Depremi sebebiyle sigortadan alınan alacakların net kara katkısı oldu.
- **2024 yılında, makroekonomik koşullar çerçevesinde, her ne kadar paranın maliyeti artmış olup harcamaları baskılayacağını değerlendirsek de yaşam maliyetlerini göze aldığımız zaman indirim ve fiyat rekabeti yaratan marketlerin öne çıkmaya devam edeceğini düşünmekteyiz. Mağazalardaki trafikte yavaşlama görülse bile enflasyonun üzerinde seyreden gıda enflasyonunun satışları desteklemeye devam edeceğini değerlendiriyoruz. Özetle, seçiciliğin öne çıkacağı 2024 yılında perakende sektörünü olumlu buluyoruz.**
- **Migros Ticaret'i** rakiplerine kıyasla net nakit/FAVÖK rasyosunun daha güçlü olması ve rekabetçi fiyatlama stratejisiyle pazar payını güçlendirmesine ek olarak online satış ve dağıtım kanallarını da etkin bir şekilde kullanabilmesiyle, **Bim Birleşik Mağazalar'ı** yaygın ağıyla pazardaki payının güçlü olması ve yurt dışında yürüttüğü operasyonlar sebebiyle, **Şok Marketler'i** büyüme stratejisini sürdürürken net borcunu azaltması ve uygun çarpanlarıyla, **Bizim Toptan'ı** net nakit pozisyonuna ek olarak karlılık marjlarını iyileştirmesiyle beğeniyoruz.

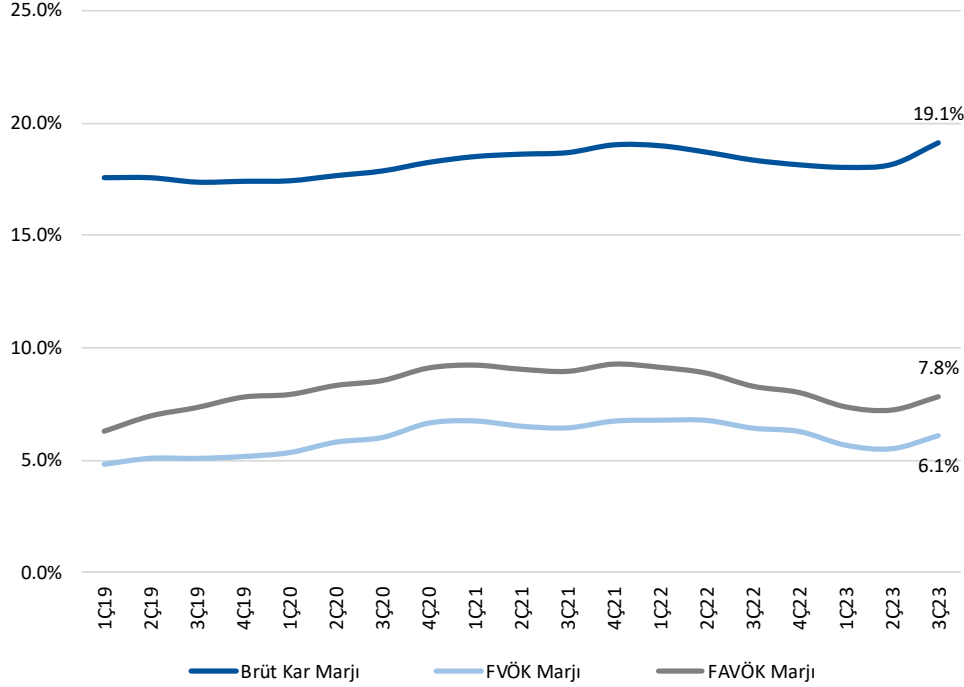
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
BIMAS	451.20	AL	194,000	6,492	125%	66%	17.00	11.30	6.51
BIZIM	62.50	AL	2,371	79	6%	-22%	9.38	2.39	5.13
SOKM	112.10	AL	31,355	1,049	95%	44%	9.67	5.01	6.26
MGROS	593.50	AL	63,278	2,118	132%	71%	11.72	6.81	7.89

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

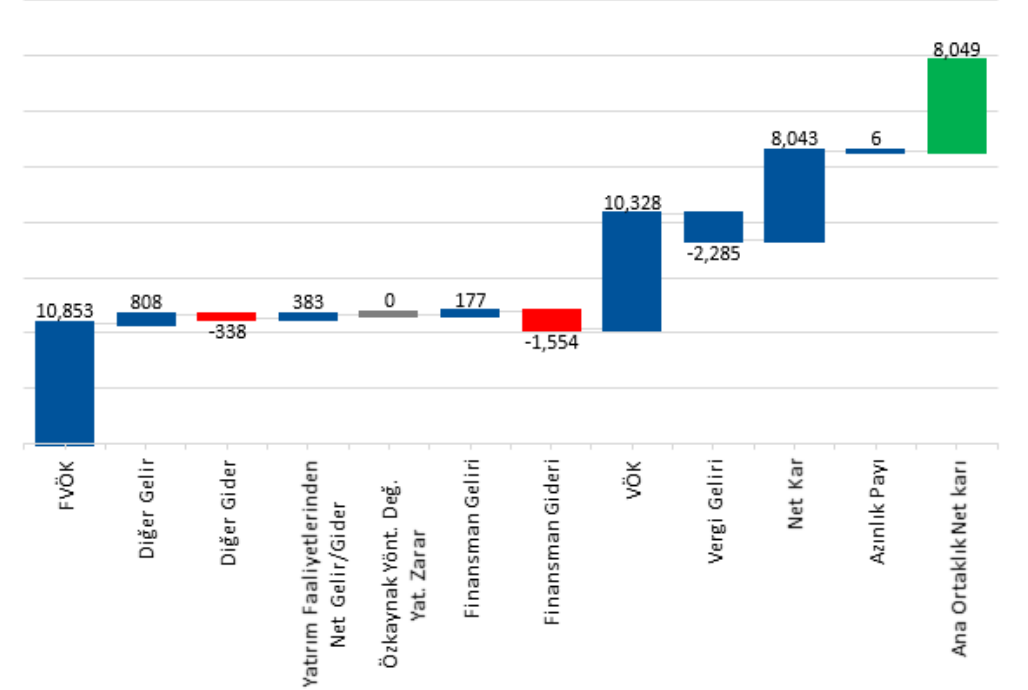
Bim Birleşik Mağazalar

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

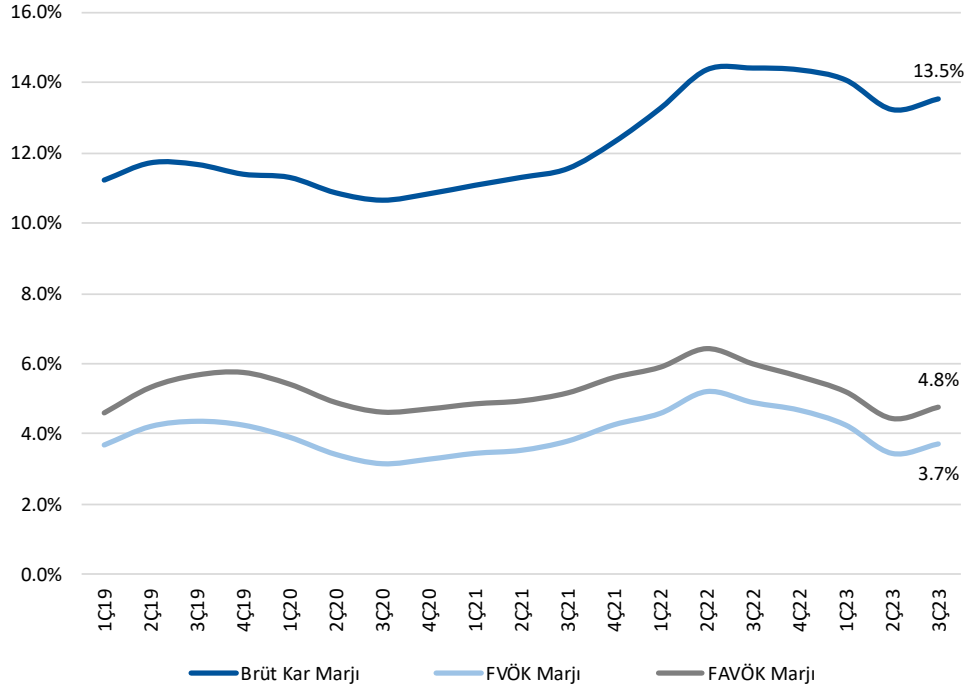
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

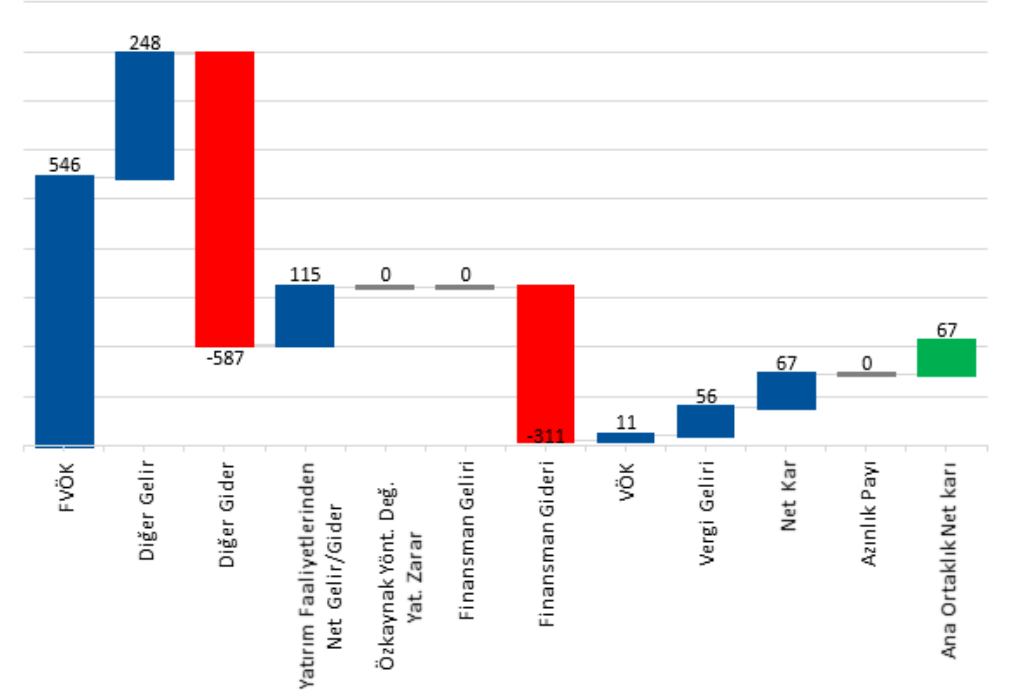
Bizim Toptan

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

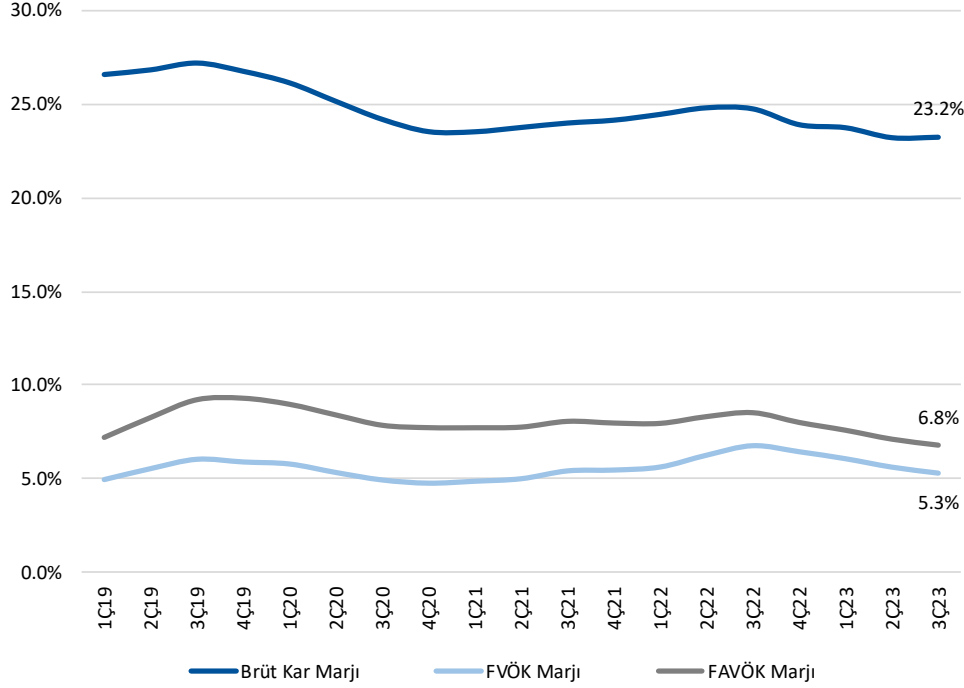
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

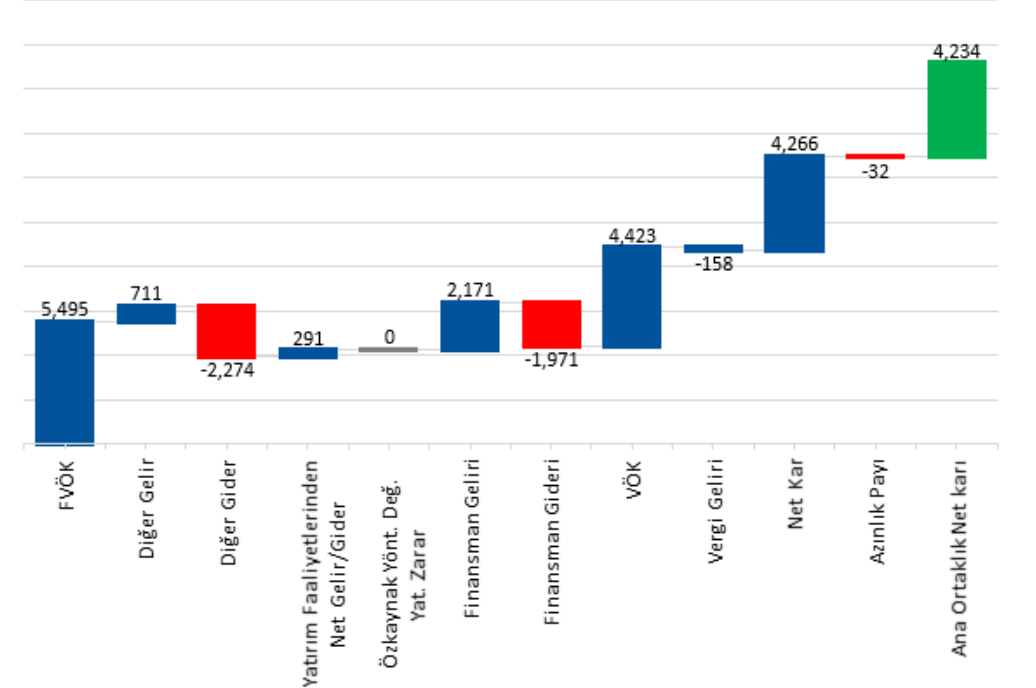
Migros Ticaret

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

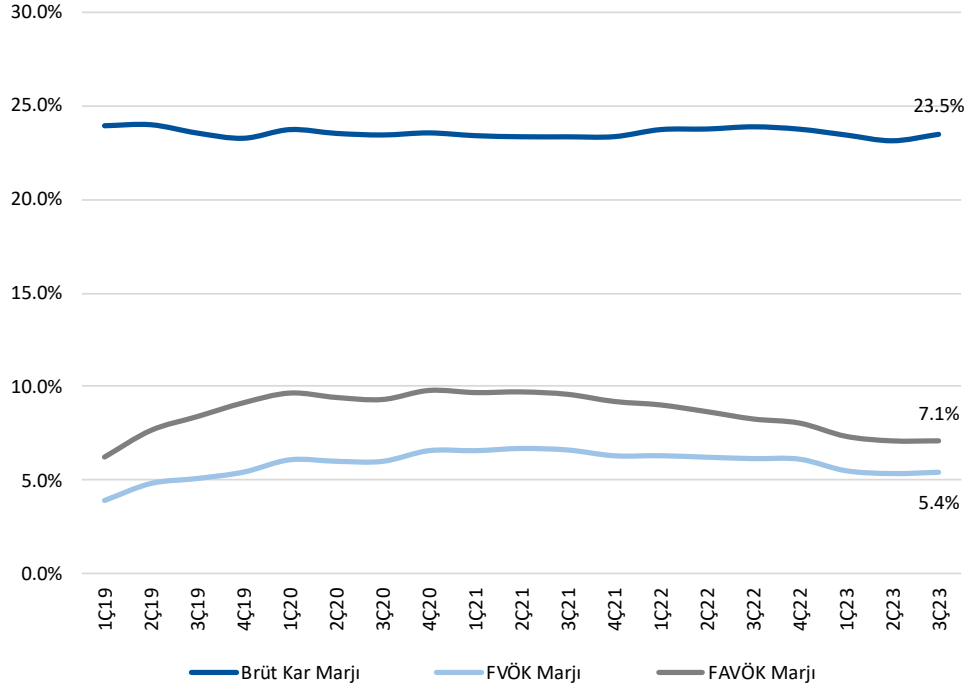
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

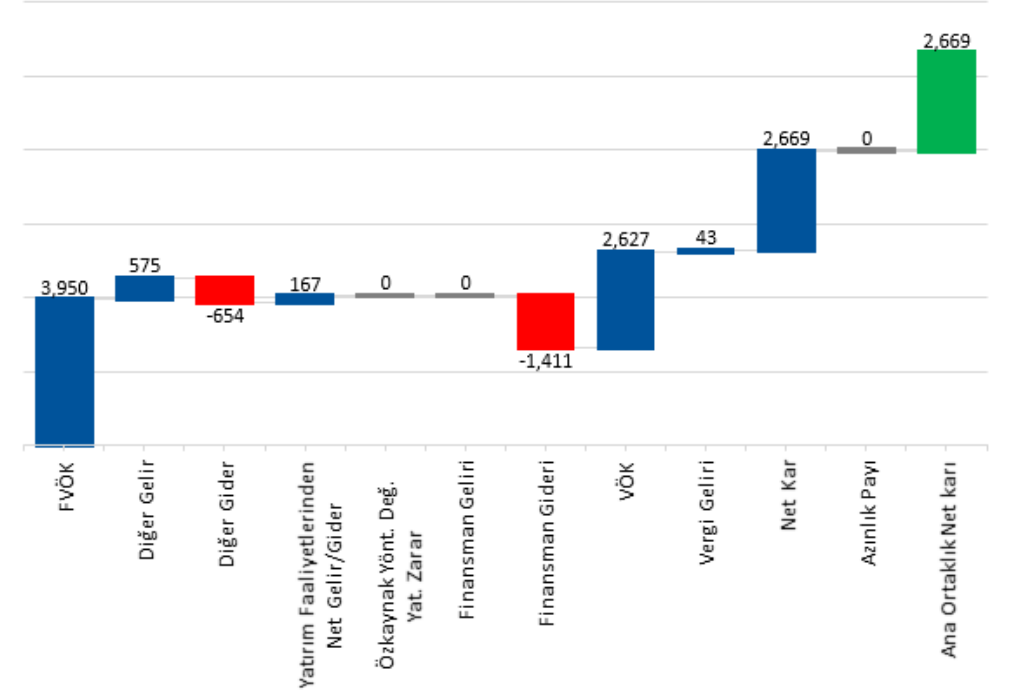
Şok Marketler

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

Petrol & gaz sektörü

- Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) verilerine göre, toplam rafineri petrol ürünleri üretimi Ocak-Ekim döneminde yıllık bazda %7 azalırken, yurt içi satışlar ve ithalat sırasıyla %8 ve %35 artış, ihracat %4 düşüş gösterdi. LPG'de ise üretim benzer dönemde yıllık bazda %6 azalış gösterirken, ihracat ve yurt içi satışlar (tüplü, dökme ve otopaz) sırasıyla %7 düşüş ve %18 büyümeye kaydetti.
- Son dönemde çoğu ürün karlılığında gözlenen normalleşmeye karşılık özellikle yıl genelinde benzin marjındaki yüksek seyir, ılımlı enerji maliyetleri, Türk lirasındaki değer kaybı ve ticari mal satışlarındaki karlılıkların iyileşmesi eşliğinde 2023 yılının 9 aylık dönemi rafineri sektörünün karlılıkları açısından olumlu bir görüntü çizdi. Aygaz ve Tüpraş'ın FAVÖK marjları 9A23'te sırasıyla 0,8 puan ve 4,2 puan iyileşme kaydetti.
- 2022 yılında ortalama 99,0 USD/varil seviyesinde seyreden Brent tipi petrol fiyatı 2023 yılında ortalamada 82,2 USD/varil seviyesinde gerçekleşti. Benzin, dizel ve jet yakıt marjları ise 2022 yılını sırasıyla ortalama 20,2 USD/varil, 37,9 USD/varil ve 33,6 USD/varil seviyelerinde tamamlarken, 2023 yılında sırasıyla ortalama 21,2 USD/varil, 26,6 USD/varil ve 25,4 USD/varil seviyelerinde şekillendi.
- **Rusya kaynaklı belirsizliklerin kısmen devam etmesi, havacılık sektöründeki güçlü seyrin korunması, yeni rafineri yatırımlarının yetersizliği ve OPEC kesintileri destekleyici unsurlar konumunda bulunurken, küresel ekonomilerdeki zayıf seyir ve ABD başta olmak üzere OPEC dışı ülkelerin üretiminde artışı risk unsurları olarak görüyoruz.**
- Kısmen zayıflasa da güçlü kalmaya devam eden orta distilat marjları, kuvvetli nakit pozisyonu, Stratejik Dönüşüm planı ve yüksek temettü ödemeleri dolayısıyla **Tüpraş**, sektördeki lider konumu, devam eden yatırımları, sağlam bilanço yapısı, Tüpraş'ın yüksek katkısı ve düzenli temettü getirisi dolayısıyla da **Aygaz**'i beğenmeye devam ediyoruz.
- Bu çerçevede, **Tüpraş'ı Model Portföy, Aygaz'ı da Döngüsel Portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz.**

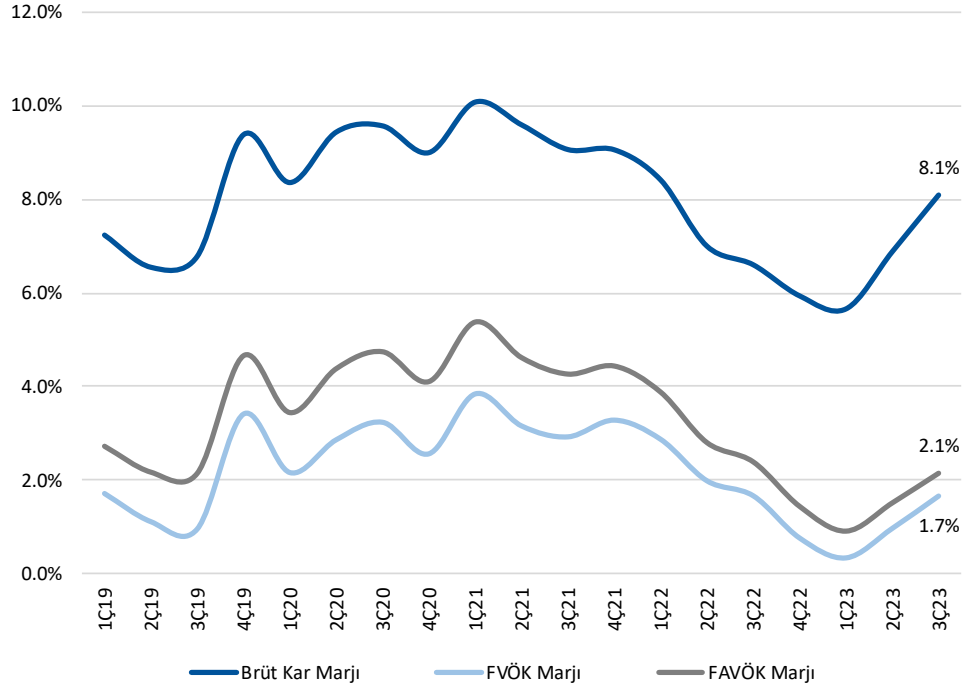
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AYGAZ	193.00	AL	28,684	960	43%	6%	5.00	28.24	2.40
TUPRS	208.00	AL	266,090	8,905	113%	57%	5.03	2.91	3.70

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

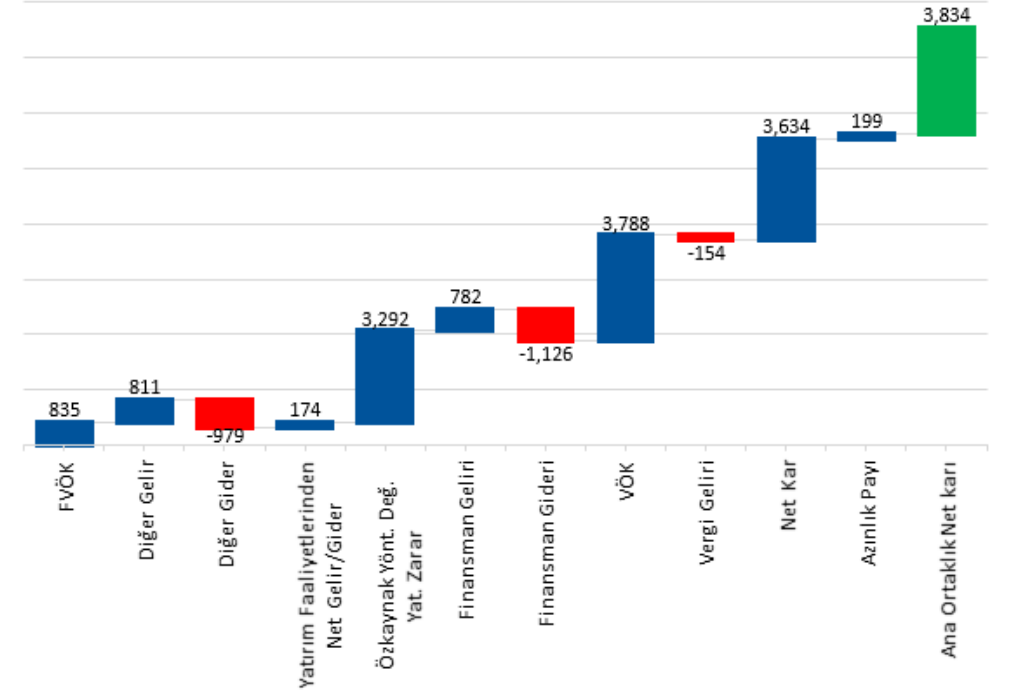
Aygaz

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

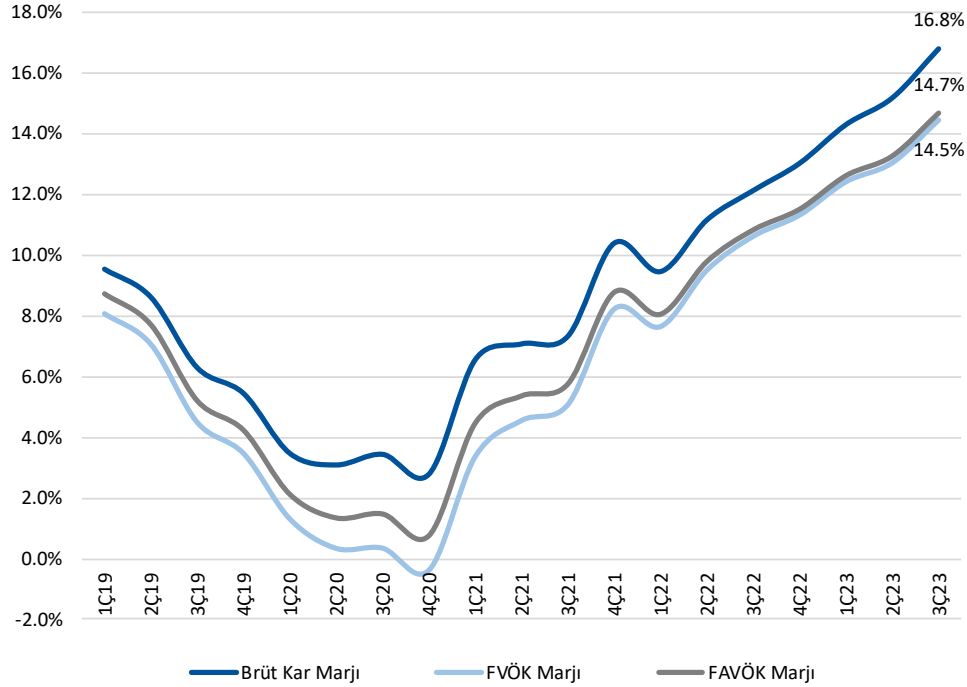
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

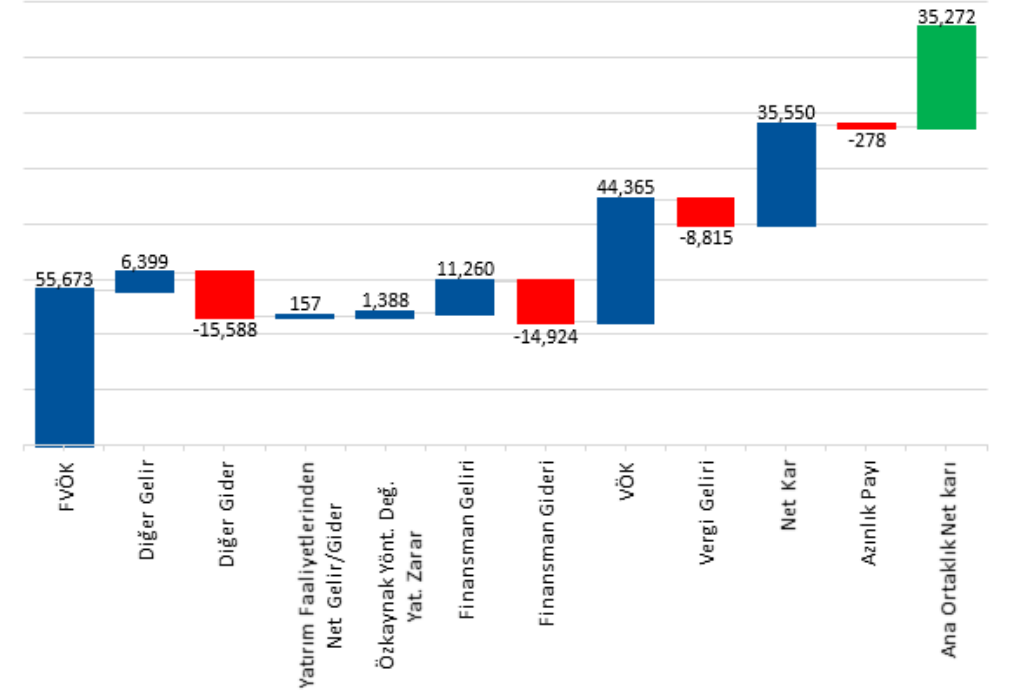
Tüpraş

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Savunma sektörü

- Türkiye, 2023 yılında savunma ve güvenlik bütçesini yaklaşık 16 milyar dolar olarak belirlemişti. **Cumhurbaşkanı Yardımcısı Cevdet Yılmaz, savunma sanayii ekosisteminin dışa bağımlılığını asgari seviyeye indirmek için Savunma Sanayii Destekleme Fonu için ayrılan kaynak da dahil edildiğinde savunma ve güvenlik sektörü için 2024'te 1 trilyon 133.5 milyar lira ödenek tahsis edildiğini açıkladı.** Söz konusu miktar, 2024 yılında savunma bütçesinde ciddi büyümeye işaret ediyor. Geçen yıl %73,4 seviyesinde bulunan yerlilik oranının ise 2028 yılında %85'e ulaşması hedefleniyor.
- **2023'te yeni ihracat rekoruna imza atan Türk savunma sanayii, 2024 yılında bu performansı daha yukarıya çekmeye hazırlanıyor. 2022'de 12,2 milyar dolar olan savunma ve havacılık sanayii cirosunun 2028 yılında 26 milyar dolara çıkarılması hedefleniyor. Yine 2022'de 4,4 milyar dolara ulaşan savunma ve havacılık sanayii ihracatının 2028 yılında 11 milyar dolar seviyelerine ulaşması öngörülüyor.**
- **Savunma Sanayii Başkanı Haluk Görgün 2022 yılında 4.364 milyar dolar olan savunma ve havacılık sanayii ihracat rakamının 2023 yılında %27'lik artışla 5,5 milyar dolara ulaştığını ve Türkiye'de kilogram başına ihracat tutarının 2022 yılında ortalama 57 dolar iken, kilogram başına ihracat değerinin %14 artarak 65 doları aşmış durumda olduğunu açıklamıştır.** Halihazırda Türkiye, 185'ten fazla ülkeye savunma sanayii ürünü ihracatı gerçekleştirmiştir.
- Savunma sanayiinde var olan büyüme potansiyeline ek olarak geniş ürün yelpazesi, ihracat odaklı büyümesi ve devam eden Ar-Ge çalışmaları ile **Aselsan'ı beğenmeye devam ediyor ve Döngüsel Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.**

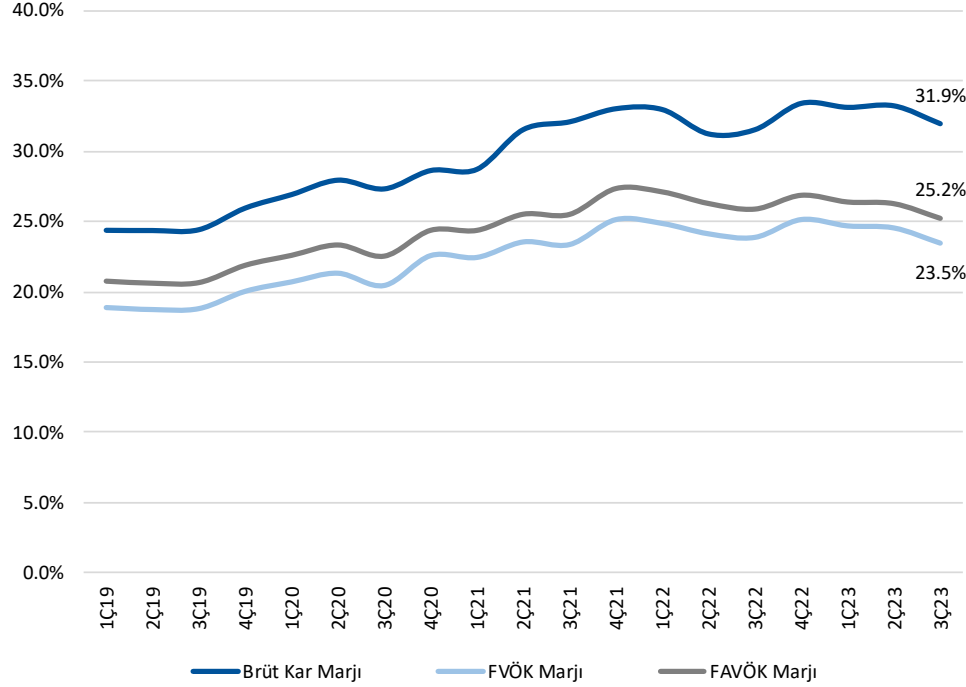
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ASELS	62.20	AL	214,046	7,163	45%	7%	13.44	18.28	4.37

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

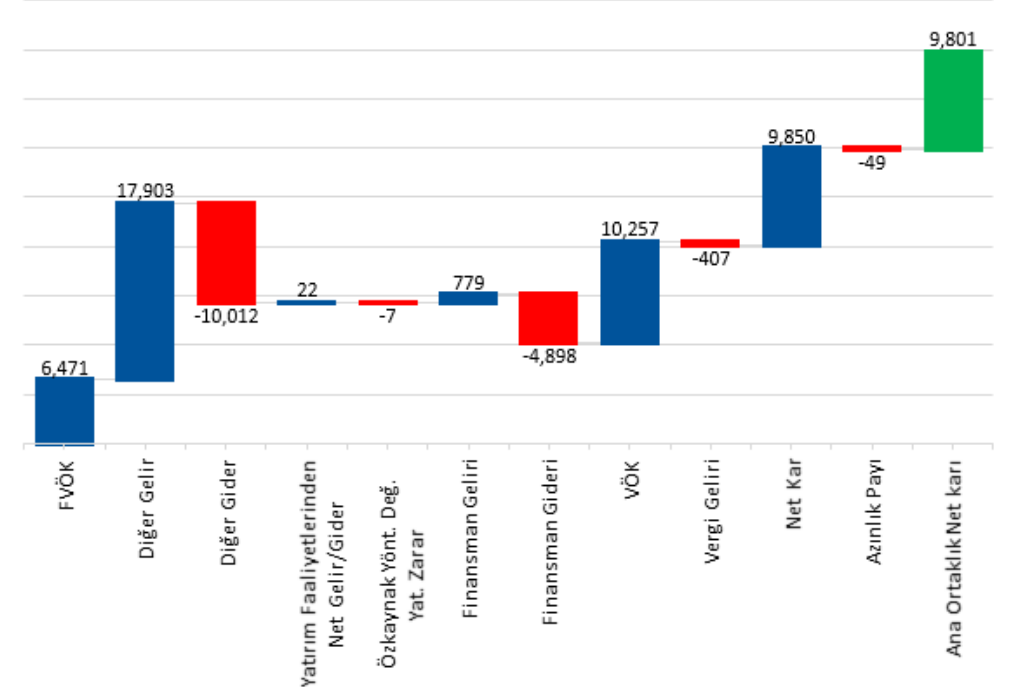
Aselsan

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Telekom sektörü

- **2023'te telekom sektöründe enflasyonu geride bırakan büyüme rakamlarına tanıklık ederken, mobil abone kazanımı ve ARPU gelişimi hızlanmış olup, sabit tarafta pandemi döneminde hızla artan abone kazanımlarının normal seyrine döndüğü görülmektedir.** Telekomünikasyon sektörünün kontratlı yapısı dolayısıyla fiyat artışlarının gelire yansması daha geriden geliyor. Ancak, son dönemlerde şirketlerin enflasyonist fiyatlama stratejileri ve ARPU büyüme hedefleri doğrultusunda 24 ay olan kontrat süreleri 12 ay olarak karşımıza çıkmaya başladı. 2022 yılında enflasyonun altında kalan ARPU büyümesi 2023 yılında enflasyon üzerinde gerçekleşir oldu. Bu paralelde şekillenen fiyatlama stratejileri, karlı büyümeye de önemli destek oldu. **2023 yılında finansallara pozitif katkısını görmeye başladığımız bu stratejilerin 2024 yılında da etkin olmasını bekliyoruz.**
- Son açıklanan BTK verilere göre ise haberleşme sektörü 2Ç23'te 50,2 milyar TL net satış gelirleri elde etti. Abone sayılarına göre, sabit telefon yaklaşık 10,6 milyon, mobil telefon 91,4 milyon olarak gerçekleşti. Genişbant tarafında ise yaklaşık 19,2 milyonu sabit abone, 73,9 milyonu mobil abone olmak üzere toplam 93,1 milyon genişbant internet abone sayısına ulaşıldı. Öte yandan, toplam yatırım 11,5 milyar TL'ye ulaştı. Türkiye'deki mobil telekom piyasasında bulunan 3 önemli operatörün mobil trafikteki pazar paylarına bakacak olursak; %36,9 ile Turkcell, %34,6 ile Vodafone ve %28,5 ile TT Mobil karşımıza çıkmaktadır.
- **2024 yılında gündemimizde olacak bir diğer konu ise imtiyaz sözleşmesi.** Şubat 2026'da tamamlanacak olan mevcut imtiyaz sözleşmesinin yenilenmesi için 2023'ün başlangıcında BTK'ya başvuran Türk Telekom, 2024'te sabit hat hizmetleri imtiyaz sözleşmesinin BTK tarafından yenilenmesi halinde ikincil halka arza hazırlandığını açıkladı. İmtiyaz sözleşmesini yenilemeyi planlayan **Türk Telekom** için 2024 yılında temettü tahminimiz bulunmamaktadır. **Turkcell** için temettü verimliliği tahminimiz ise son kapanış verilerine göre %5,7'ye işaret ediyor.
- Genişleyen abone bazı, hızlanan ARPU büyümesi, güçlü performans gösteren uluslararası operasyonları ve yenilenebilir kaynaklara ilişkin yatırımlarıyla **Turkcell**, yukarı yönlü revize edilen 2023 beklentileri, güneş enerjisi yatırımları, Temmuz ayında perakende ve toptan genişbant servisleri için yapılan fiyat artışlarının yılın ikinci yarısında genişbant ARPU performansını destekleyeceği beklentisiyle **Türk Telekom**, teknoloji odaklı yapısıyla katma değeri yüksek ürünleri, ihracat odaklı yaklaşımı, gelişmiş Ar-Ge yapısı ve büyüme potansiyeli dolayısıyla **Karel Elektronik**'i beğeniyoruz.

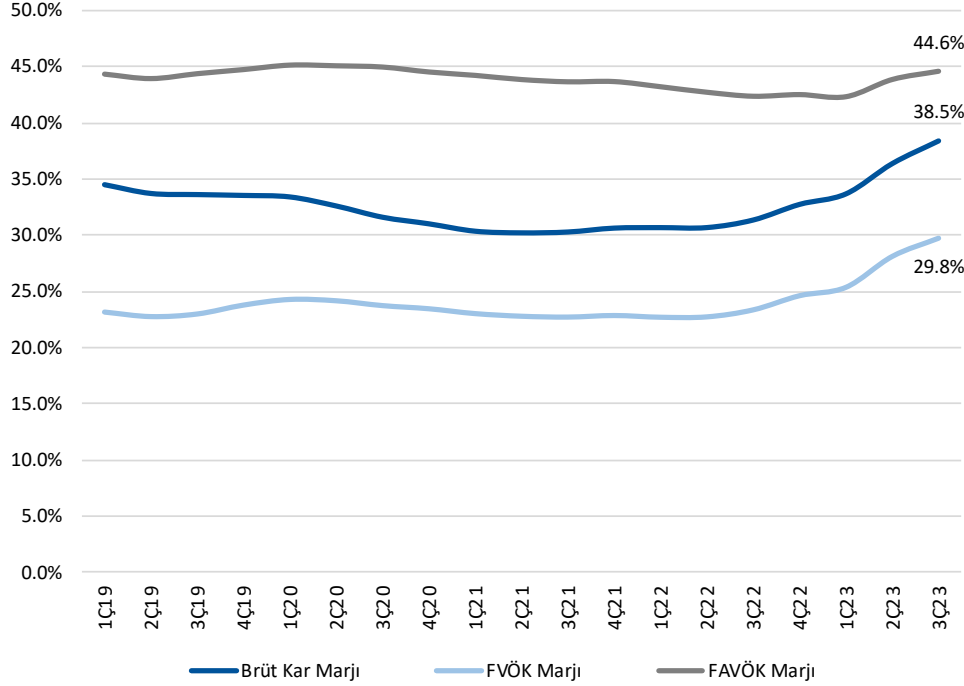
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
KAREL	21.00	AL	9,920	332	-11%	-34%	-	12.65	10.41
TCELL	102.00	AL	137,500	4,601	51%	11%	7.88	4.83	3.36
TTKOM	44.40	AL	93,450	3,127	-1%	-27%	16.81	5.87	2.88

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

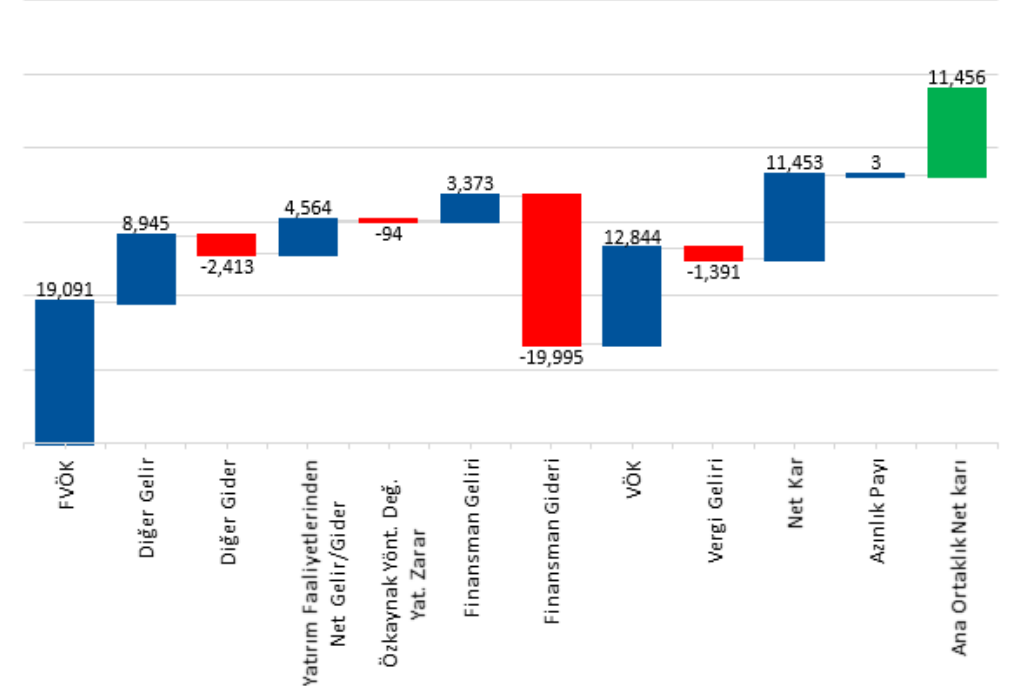
Turkcell

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

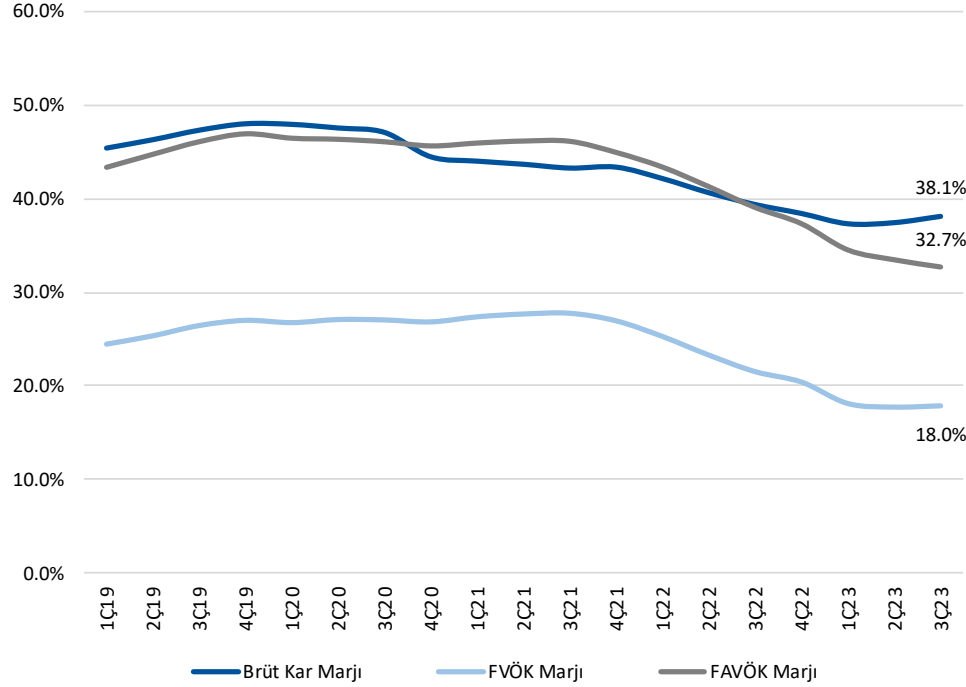
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

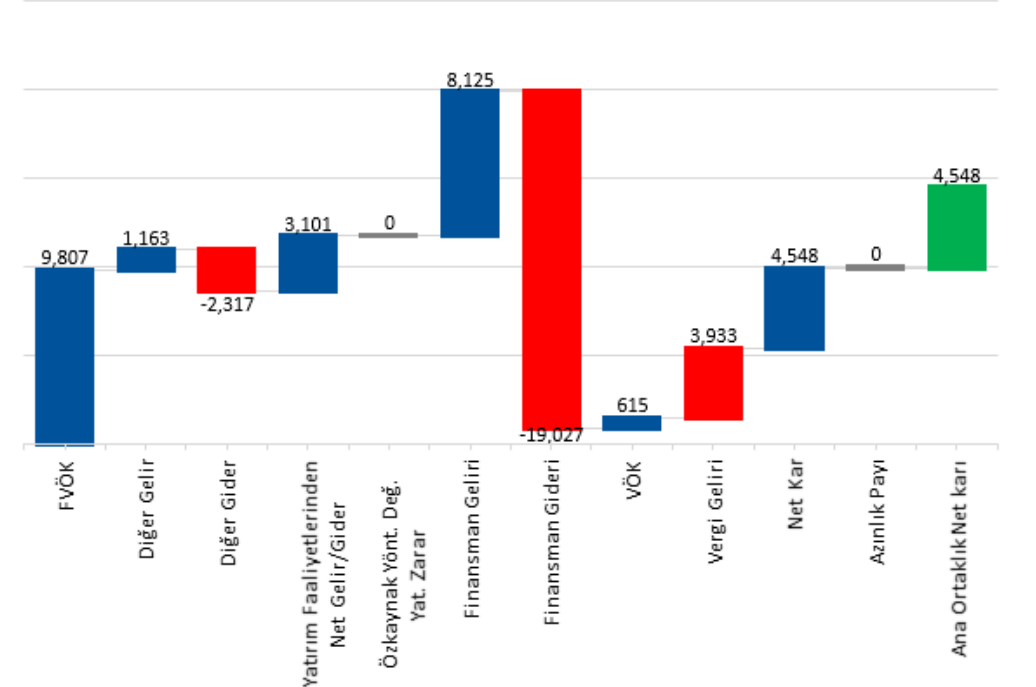
Türk Telekom

Karlılık Gelişimi (Yıllıklandırılmış)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Yapı malzemeleri sektörü

- Sektör, 2023'te hem makroekonomik gelişmeler çerçevesinde hem de kendi dinamikleri açısından hareketli bir finansal yıl geçirdi. Şubat ayında yaşanan yıkıcı Kahramanmaraş Depremi'nin ardından yapı güvenliği tartışmaları ve kentsel dönüşüm çalışmaları öne çıkan konular oldu. Yıl boyunca yurt içi talebin güçlü seyretmesi sonucunda hızlı aksiyon alabilen sektör firmaları pozitif ayrışmayı başardı. Ayrıca, klinker yerine çimentonun öne çıkması da kar marjlarını pozitif yönde etkiledi.
- 2022 yılında Rusya-Ukrayna Savaşı sebebiyle artan yakıt ve elektrik maliyetleri 2023'te baz etkisi göstererek geriledi. **Olumlu yönde izleyen bu koşullara ek olarak, maliyet yönetimini alternatif yakıtlar ve çeşitli finansal enstrümanlarla aktif olarak yöneten sektör firmaları kar marjlarını destekleme konusunda ayrıştı.**
- **Sektörü, hem lokalde hem de globalde orta-uzun vadede değerlendirdiğimizde, asıl hikayeyi yeşil dönüşümde görüyoruz.** Yenilikçi ürünlere sahip olan, bu alanda Ar & Ge ve kapasite yatırımları yapan firmaların sektöre etki yapacağını öngörüyoruz. Bununla birlikte, 2024 yılı özelinde baktığımızda, globaldeki yavaşlamaya ek olarak, yurt içinde de ekonomide soğuma beklenmesine rağmen **yerel seçimlerin sonrasında büyük montanlı alt-üst yapı projelerinin ve kentsel dönüşüm projelerinin hız kazanmasıyla sektörün olumlu ayrışabileceğini düşünüyoruz.**
- **Akçansa'yı** finansman maliyetlerinin artacağı 2024 yılına 2023/9A verilerine göre güçlü net nakit pozisyonuyla girmesi ve kentsel dönüşüm projelerinin yoğun olarak gerçekleşmesi planlanan Marmara Bölgesi'ndeki güçlü pazar payına sahip olmasıyla, **Çimsa'yı** organik ve inorganik yatırımlarıyla büyüme sürecinde olmasına rağmen nakit ve maliyet yönetimini etkin bir şekilde sağlayarak net borç pozisyonunu FAVÖK'e kıyasla düşük çarpanlarda tutması ve yeşil dönüşüme hazır ürün portföyü ile beğeniyoruz. **Kalekim'i** ise devam eden ve potansiyel yatırımları, döviz bazlı gelirleri ve sağlıklı bilanço yapısıyla takip ediyoruz.

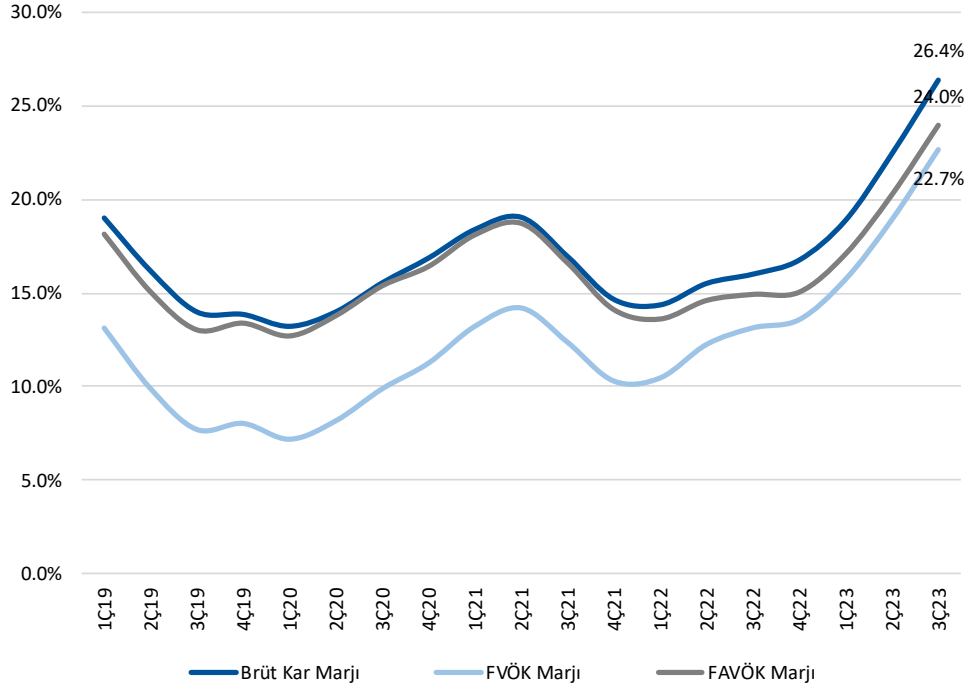
Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	2023 Yılı Nominal Performans	2023 Yılı Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AKCNS	235.40	AL	28,640	958	135%	73%	8.87	8.44	3.39
CIMSA	43.40	AL	27,290	913	111%	56%	10.24	12.61	3.28
KLKIM	39.20	AL	9,494	318	76%	30%	11.73	11.03	6.29

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

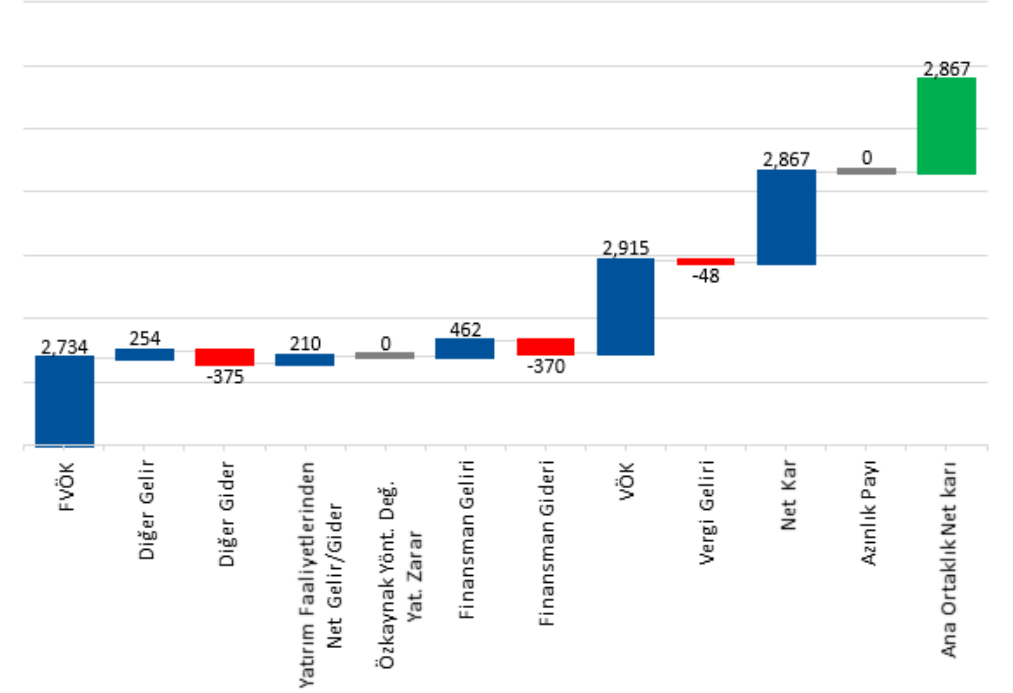
Akçansa

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

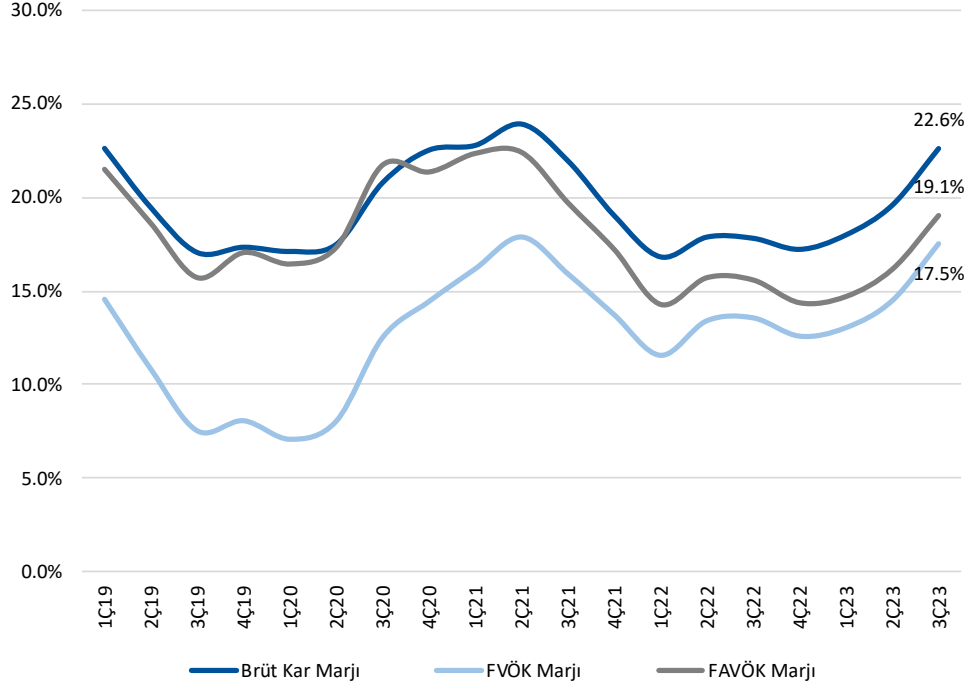
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

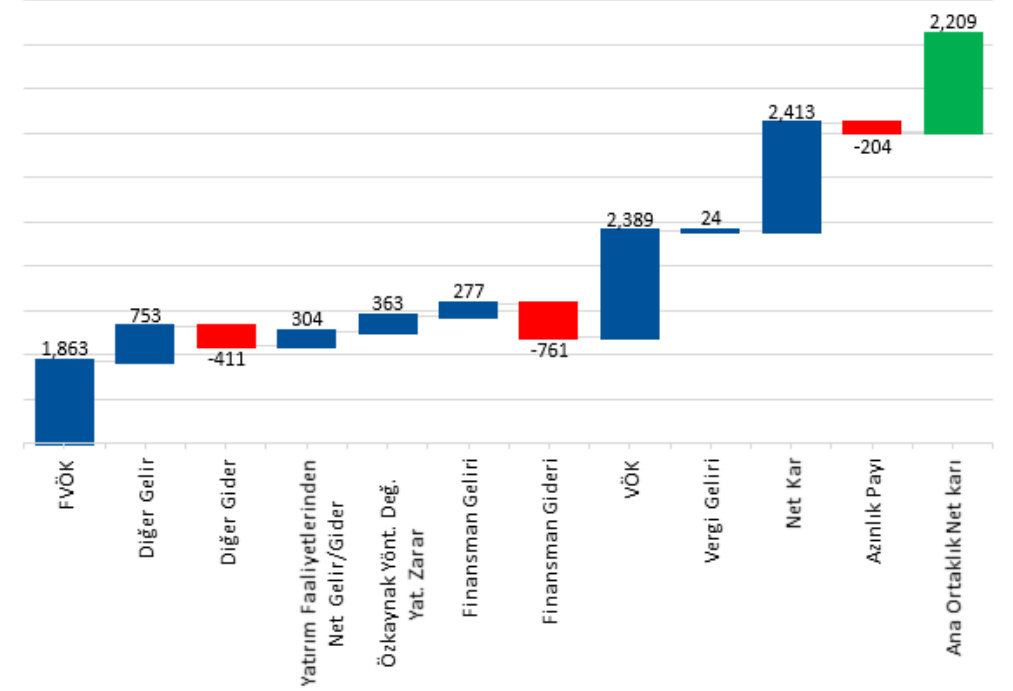
Çimsa

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

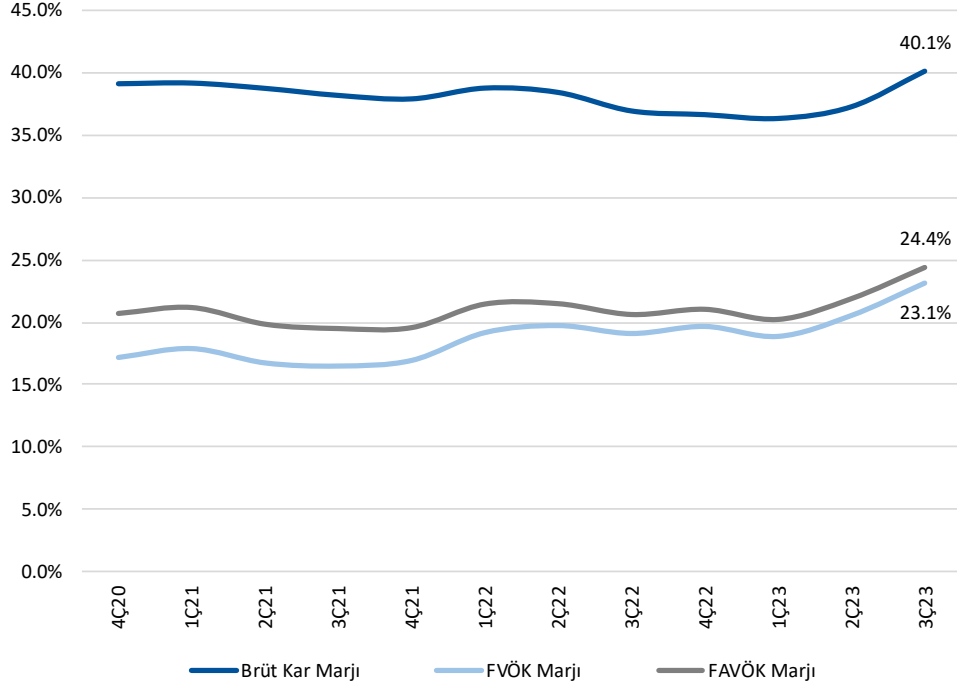
9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

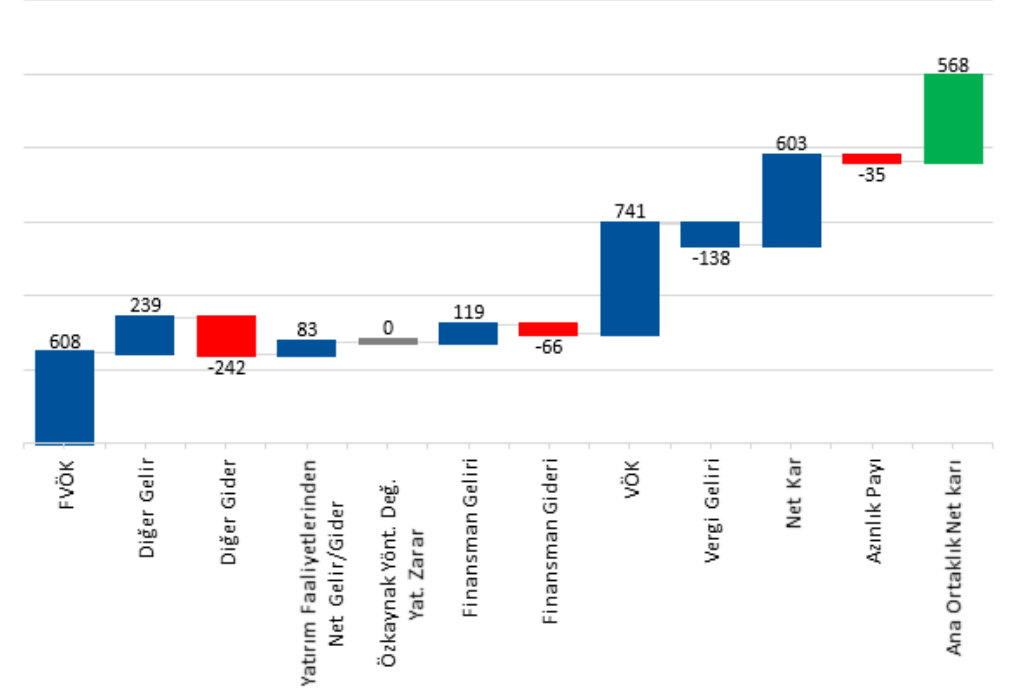
Kalekim

Karlılık Gelişimi (Yıllık)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

9A23 FVÖK & Net Kar Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Finansalları

■ Temettü tahminlerimiz

Temettü tahminlerimiz

Şirket	Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	Hisse Başına Brüt Temettü (TL)	Toplam Brüt Temettü (milyon TL)	Temettü Verimliliği
DOAS	251.75	32.73	7,200	13.0%
TTRAK	680.00	78.02	7,807	11.5%
TUPRS	138.10	15.36	29,601	11.1%
FROTO	754.50	78.60	27,582	10.4%
TOASO	217.50	20.14	10,072	9.3%
ENJSA	46.46	2.79	3,300	6.0%
TCELL	62.50	3.58	7,876	5.7%
BRISA	80.15	4.38	1,337	5.5%
VESBE	16.13	0.81	1,292	5.0%
SAHOL	62.20	2.67	5,455	4.3%
KCHOL	144.00	6.01	15,238	4.2%
DOHOL	11.79	0.48	1,253	4.1%
CIMSA	28.86	1.12	1,058	3.9%
OTKAR	428.50	16.35	1,962	3.8%
AKSA	88.10	3.34	1,082	3.8%
AKCNS	149.60	5.61	1,073	3.7%
MEDTR	30.30	1.13	135	3.7%
KMPUR	59.65	2.23	542	3.7%
BIMAS	319.50	11.81	7,170	3.7%
GWIND	22.88	0.84	456	3.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

*Alarko Holding ve Enka İnşaat için temettü tahminlerimizde 2023 yılı içerisinde dağıtılan avans kar payları hariç tutulmuş olup sırasıyla 557 milyon TL ve 3.000 milyon TL'lik kar payı avanslarını dahil ettiğimizde 2023 yılı karından dağıtılan toplam temettü tutarının daha yüksek seviyede olduğunu belirtmek isteriz.

Şirket	Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	Hisse Başına Brüt Temettü (TL)	Toplam Brüt Temettü (milyon TL)	Temettü Verimliliği
MAVI	114.40	4.09	812	3.6%
YYLGD	12.37	0.42	455	3.4%
ALKIM	36.04	1.12	168	3.1%
AYGAZ	130.50	3.29	723	2.5%
ARCLK	128.30	2.98	2,014	2.3%
TEZOL	17.96	0.41	182	2.3%
KLKIM	20.64	0.41	188	2.0%
LKMNH	47.50	0.84	30	1.8%
ALFAS	82.80	1.40	515	1.7%
BIGCH	23.96	0.40	43	1.7%
BIZIM	39.52	0.66	40	1.7%
CCOLA	480.00	7.92	2,016	1.7%
SELEC	56.85	0.91	562	1.6%
TKFEN	36.34	0.55	205	1.5%
ENKAI*	33.68	0.50	3,000	1.5%
SISE	47.20	0.66	2,029	1.4%
ALARK*	91.20	1.17	510	1.3%
KRDMD	24.72	0.31	353	1.3%
ASELS	46.94	0.11	511	0.2%
KONTR	237.70	0.19	39	0.1%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

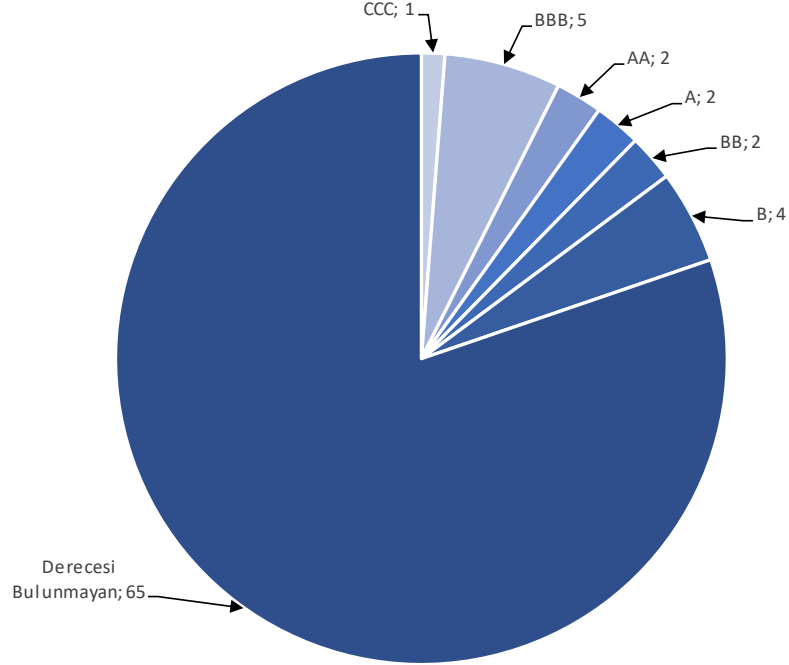
Şirket	Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	Hisse Başına Brüt Temettü (TL)	Toplam Brüt Temettü (milyon TL)	Temettü Verimliliği
ANHYT	38.34	3.21	1,380	8.4%
ISMEN	32.04	2.20	3,295	6.9%
YKBNK	22.42	1.14	9,643	5.1%
AKBNK	39.84	1.84	9,557	4.6%
GARAN	62.60	2.84	11,940	4.5%
EKGYO	8.13	0.35	1,326	4.3%
AGESA	53.10	2.14	386	4.0%
ISCTR	25.14	1.00	9,980	4.0%
TSKB	7.24	0.25	693	3.4%
TURSG	46.14	0.95	1,103	2.1%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

■ ESG

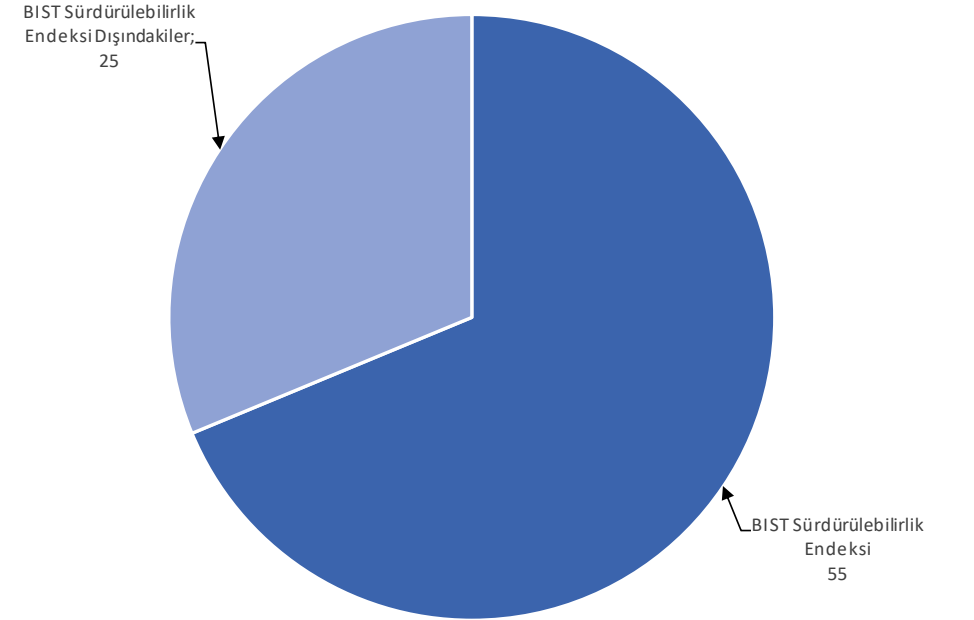
Araştırma kapsamımıza ait ESG & BIST Sürdürülebilirlik Endeksi dağılımları

Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin ESG MSCI rating dağılımları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin BIST sürdürülebilirlik endeks dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Araştırma kapsamımıza ait ESG rating görünümü

Hisse	MSCI ESG rating
AKBNK	A
ISCTR	BBB
YKBNK	AA
KCHOL	BBB
SAHOL	AA
SISE	BB
TUPRS	BB
EREGL	B
HEKTS	CCC
FROTO	B
TOASO	B
BIMAS	B
TCELL	BBB
ASELS	A
PGSUS	BBB
THYAO	BBB

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

■ Deniz Yatırım Model Portföy

Model Portföy, Ocak 2024

- **AKGRT** : Poliçe fiyatlarında yukarı yönlü fiyatlamalar ile operasyonel performansta toparlanma, yüksek faizlerin net kara olumlu katkısı
- **ALARK** : Güçlü devam eden elektrik dağıtım işkolu, taahhüt ve arazi geliştirme ile turizme ek olarak tarım işkolunun katkıları ve solo nakit pozisyonu
- **BIMAS** : Pazardaki güçlü konumu, güçlü mağaza trafiği ve yurt dışı operasyonları
- **CCOLA** : Güçlü tedarik ağı, etkin maliyet ve fiyatlama yönetimi, pazar liderliği
- **CIMSA** : İhracatçı, yeşil ekonomiye uyumlu ürün çeşitliliği, beyaz çimento alanında global liderlerden biri olması
- **FROTO** : Yatırım döneminde olması, elektrikli araç dönüşümüne katkısı, Ar-Ge merkezi, potansiyel risklere karşı koruyan iş modeli, Avrupa'nın en büyük ticari araç üreticisi olması, Türkiye'nin ihracat lideri konumunda olması ve düzenli temettü ödemesi
- **HTTBT** : Pandemi döneminde pozitif ayrışması ile gösterdiği direnç, sürekli gelir modelinde olan SaaS büyümesi, ADS segmentinde büyüme hedefi, ürün gelişmişlik düzeyi, dengeli müşteri portföyü
- **KAREL** : Büyüme potansiyeli ve katma değeri yüksek ürün portföyü, döviz bazlı gelir yapısı, yeni yatırımlarla desteklenen büyüme hikayesi, net borç ve işletme sermayesi ihtiyacını düşürme hedefi
- **KONTR** : Batarya, enerji depolama ve IoT gibi alanlardaki yeni yatırımları, güçlü büyümesi, Ar-Ge çalışmalarına ağırlık vermesi ve döviz bazlı gelir yapısı
- **PGSUS** : Düşük maliyetli havayolu taşımacılığına olan ilginin artması, nakit pozisyonu, artan yan gelirleri, genç filo yapısı ve yakıt tasarrufu sağlayan uçakları
- **SAHOL** : Güçlü bilanço yapısı, net aktif değer (NAD) iskontosu, orta vadeli hedefleri, yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımlar, kesintisiz temettü ödemesi ve hisse geri alım programı
- **SISE** : Uluslararası satış odaklı yaklaşımı, gelirinin ağırlıklı döviz bazlı olmasına karşılık döviz bazlı maliyetlerinin payının daha düşük olması, artan üretim kapasitesi, coğrafi yaygınlığı ve dinamik fiyatlama stratejisi
- **TAVHL** : Büyümesini güçlendiren yatırımları, çeşitlendirilmiş iş kolları, Almatı katkısı ve artan ticari gelirleri
- **TUPRS** : Kısmen zayıflasa da güçlü kalmaya devam eden orta distilat marjları, güçlü nakit pozisyonu, temettü dağıtımı ve Stratejik Dönüşüm Planı
- **YKBNK** : Sektöre kıyasla daha yüksek bir büyüme, düşük çarpanları ve yüksek karlılığı

Aksigorta

Hisse Verileri

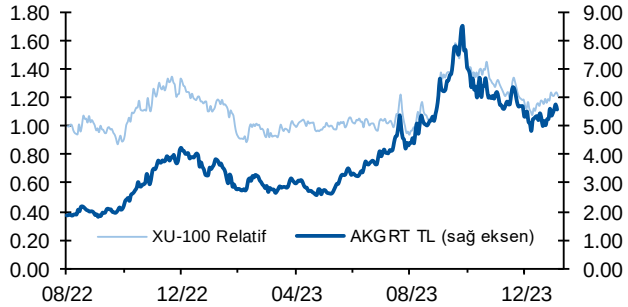
Bloomberg Hisse Kodu	AKGRT
Mevcut Fiyat (TL)	5.58
Hedef Fiyat (TL)	8.30
Getiri Potansiyeli (%)	48.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	2.54 8.79
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	193
Sermaye (mln TL)	1,612
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	8,995
Hedeflenen Piyasa Değeri	13,380

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	1%	-27%	56%	35%
BIST100 Rölatif Getiri	4%	-23%	4%	-1%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Aksigorta (AKGRT) – AL – Hedef Fiyat: 8,30 TL

- Aksigorta, 2023 yılında %35 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %1 altında performans göstermiştir. Kendi sektörünün de %50 gerisinde kalmıştır. Hisse, 2024 tahminlerimize göre 6,3x F/K ve 2,15x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %41,6 seviyesindedir. 2023'te zayıf seyreden operasyonel performansın 2024 yılında toparlamasını bekliyoruz. Aksigorta'yı 8,30 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Yılın ikinci yarısında prim üretimi artış hızının ilk yarıya kıyasla kısmen yavaşlayarak 2024'ün tamamını %86 seviyesinde prim üretim artışı ile kapatmasını bekliyoruz.
- Poliçe fiyatlarının yukarı yönlü fiyatlanmaya devam etmesini ve buna bağlı olarak finansal gelirler hariç operasyonel karlılığın iyileşme eğilimini korumasını öngörüyoruz.
- İkinci yarıda kur farkı gelirinin daha az olmasını beklemekle birlikte ilk yarı ortalamasına göre hali hazırda yüksek seyreden finansal getiri oranlarının net kar üzerinde olumlu etkisi olmasını bekliyoruz.
- Bankacılık sektörü nezdinde artış trendi içerisine giren ve devam edeceğini düşündüğümüz mevduat faizlerinin de yılın ikinci yarısında sigorta sektörüne pozitif katkı sağlamasını ve doğal olarak bu durumun Aksigorta nezdinde de gerçekleşeceğine inanıyoruz.

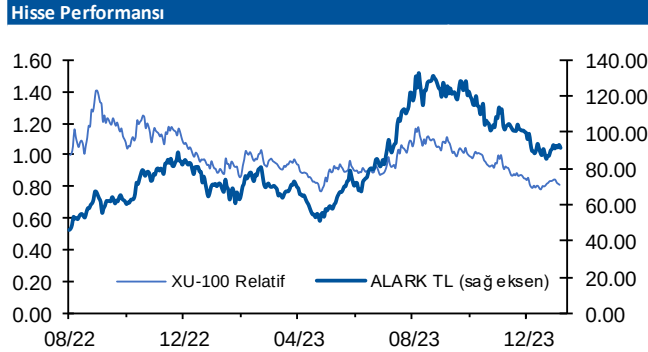
Alarko Holding

Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		ALARK
Mevcut Fiyat (TL)		91.20
Hedef Fiyat (TL)		166.77
Getiri Potansiyeli (%)		82.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	50.64	135.68
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		633
Sermaye (mln TL)		435
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	39,672
Hedeflenen Piyasa Değeri	72,545

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	1,274	11,441	13,340	16,533

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-3%	-24%	27%	13%
BIST100 Rölatif Getiri	-1%	-20%	-15%	-17%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Alarko Holding (ALARK) – AL – Hedef Fiyat: 166,77 TL

- Alarko Holding, 2023 yılında %13 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %17 altında performans göstermiştir. ALARK hisseleri son 12 aylık verilere göre 3,1x F/K ve 1,7x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Alarko Holding'i 166,77 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Alarko Holding'i güçlü devam eden elektrik dağıtım işkolu, turizm alanındaki olası yeni otel yatırımları ve tarım & gıda alanındaki yeni faaliyetlerine ek olarak solo nakit pozisyonu dolayısıyla beğeniyoruz.
- Alarko Holding, tarım alanında faaliyetlerini sürdürürken, mikro granül gübre tesisinin yakın dönemde devreye girmesi beklenmektedir. Ayrıca, Holding'in seracılık faaliyetlerinde 2024 yılında 1.500 dönüm ve sonrasında her yıl 1.000 dönüm ekleyerek 5.000 dönüme ulaşma hedefi bulunmaktadır.
- Bunun yanında Holding, havacılık alanında yeni yatırım kararını açıklarken, 2025 yılının ikinci yarısından itibaren başlaması beklenmektedir. Enerji depolama alanında yatırım amacıyla çalışmalar son aşamaya gelirken, turizm faaliyetlerinde Bodrum'daki otelinin planlanan tarihte devreye alınması öngörülmektedir.
- Şirket'in 2023'te 13.295 milyon TL net kar elde edeceğini tahmin ediyoruz. Hatırlatmak gerekirse, beklentiler yukarı yönlü revize edilmiş, net kar beklentisi 10,5-11,5 milyar TL'den 13,0-14,0 milyar TL'ye yükseltilmişti.
- ALARK hisseleri son 12 aylık verilere göre 3,1x F/K çarpanı ile son 3 yıllık ortalamasına kıyasla %44 iskontolu işlem görüyor.
- i) enerji üretim ve dağıtım sektörlerindeki regülasyon riski ii) beklentimizin altında elektrik fiyatları iii) taahhüt işkolunda zayıflık iv) yeni yatırımlarda aksama değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

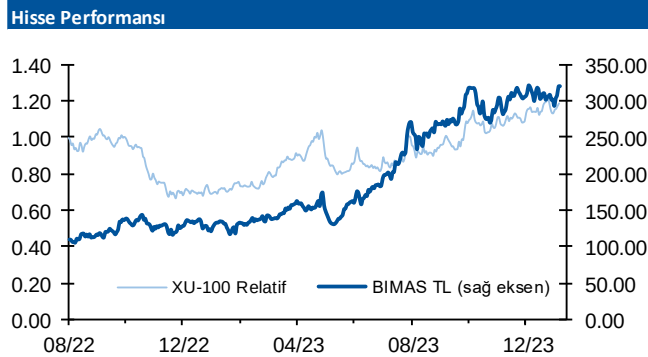
BİM Birleşik Mağazaları

Hisse Verileri			
Bloomberg Hisse Kodu			BIMAS
Mevcut Fiyat (TL)			319.50
Hedef Fiyat (TL)			451.20
Getiri Potansiyeli (%)			41.2%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	112.20		327.15
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)			1,323
Sermaye (mln TL)			607
Pazar			Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)			
Piyasa Değeri			194,000
Hedeflenen Piyasa Değeri			273,969
Net Borç			8,851
Firma Değeri			202,851

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	70,699	147,716	265,057	417,465
FAVÖK	6,576	11,867	20,725	30,606
Net Kar	2,932	8,157	11,030	17,486

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	0%	3%	150%	125%
BIST100 Rölatif Getiri	3%	9%	67%	66%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ BİM Birleşik Mağazaları (BIMAS) – AL – Hedef Fiyat: 451,20 TL

- BİM Birleşik Mağazaları, 2023 yılında %125 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %66 üzerinde performans göstermiştir. BIMAS hisseleri son 12 aylık verilere göre 17,0x F/K ve 11,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. BİM Birleşik Mağazalar'ı 12-aylık hedef fiyatımızı 421,00 TL'den 451,20 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Yurt dışı operasyonları ve private label markalarıyla öne çıkan BİM Mağazalar'ı; pazar liderliği, geniş bir coğrafyada farklı marka & marketlerle herkese hitap ederek ürünlerine olan talebin trend içerisinde olması gibi nedenlerle beğeniyoruz.
- Şirket'in en büyük maliyet kalemlerinden olan personel giderlerinin Aralık ayında yapılan asgari ücret zammıyla artacak olmasına rağmen yapılan bu zammın toplumun geniş kesiminin harcamasında da etkili olacağı için satışları destekleyeceğini öngörüyoruz. Ayrıca, yurt dışında Mısır gibi temel ihtiyaçlara yapılan harcamaların yoğun olduğu ülkelerdeki faaliyetlerinde satışları destekleyeceğini düşünmekteyiz.
- Bim Birleşik Mağazalar'ın, 2023 yılını satışlarda %81, FAVÖK için %81 ve net karda %40 büyümeye ile tamamlamasını beklerken, 2024 yılında satışlarda %57,5, FAVÖK için %56 ve net karda %59 büyümeye tahmin ediyoruz.
- i) iç talepte yaşanacak durgunluk ii) enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Coca Cola İçecek

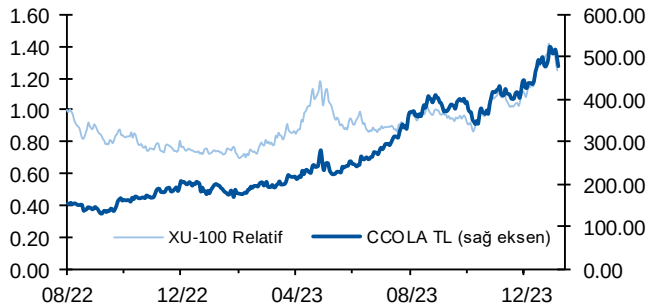
Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		CCOLA
Mevcut Fiyat (TL)		480.00
Hedef Fiyat (TL)		669.10
Getiri Potansiyeli (%)		39.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	166.35	531.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		215
Sermaye (mln TL)		254
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	122,098
Hedeflenen Piyasa Değeri	170,200
Net Borç	10,362
Firma Değeri	132,460

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	21,930	53,530	92,975	151,322
FAVÖK	4,593	10,149	19,677	33,482
Net Kar	2,271	4,331	9,818	15,514

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	9%	22%	158%	160%
BIST100 Rölatif Getiri	12%	29%	73%	92%

Hisse Performansı	
-------------------	--



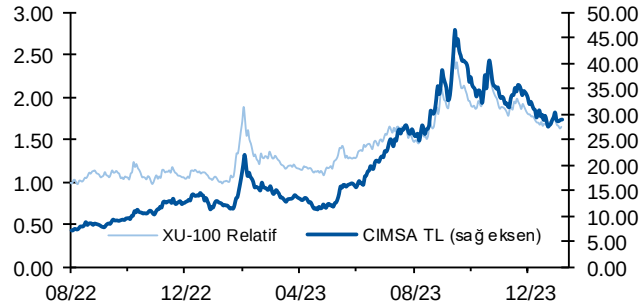
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Coca Cola İçecek (CCOLA) – AL – Hedef Fiyat: 669,10 TL

- Coca Cola İçecek, 2023 yılında %160 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %92 üzerinde performans göstermiştir. CCOLA hisseleri son 12 aylık verilere göre 14,5x F/K ve 7,6x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Coca Cola İçecek için 12-aylık hedef fiyatımızı 524,90 TL'den 669,10 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Operasyonlarını yönettiği pazarlardaki makroekonomik gelişmelere karşı hız reaksiyon alması, tedarik zinciri yönetimi ve türev varlıklarla zenginleştirilmiş etkin maliyet yönetimi, farklılaştırılmış geniş ürün yelpazesi ve düzenli temettü ödemesi dolayısıyla Coca Cola İçecek'i beğeniyoruz.
- Şirket'in özellikle Asya pazarında yaptığı yatırımların satışlara olumlu etkisi 2023 yılında daha güçlü bir şekilde yansımıştı. 2024 yılında da Asya pazarındaki operasyonların olumlu etkisinin artarak devam etmesini beklerken, pazar lideri olması sayesinde fiyatlamaya avantajını kullanarak hem iç hem de dış pazarda etkin bir fiyatlamaya uygulayıp karlılığı destekleyeceğini öngörüyoruz.
- Temettü dağıtımında istikrarlı olan Şirket'in, önümüzdeki yıllarda da temettü dağıtımını sürdüreceğini ve 2024 yılında 2023 yılı net karından 2 milyar TL temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz. Söz konusu temettü dağıtımı %1,7'lik verime işaret ediyor.
- i) tedarik zincirinde yaşanabilecek problemler ve lojistik maliyetlerindeki yükseliş ii) hammadde fiyatlarındaki artış iii) satın alma gücündeki azalma iv) olası jeopolitik riskler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Çimsa

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	CIMS			
Mevcut Fiyat (TL)	28.86			
Hedef Fiyat (TL)	43.40			
Getiri Potansiyeli (%)	50.4%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	10.53	51.17		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	546			
Sermaye (mln TL)	946			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	27,290			
Hedeflenen Piyasa Değeri	41,039			
Net Borç	999			
Firma Değeri	28,289			
Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	3,745	8,582	12,815	19,862
FAVÖK	646	1,236	2,903	4,257
Net Kar	1,017	3,432	3,349	4,524
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-9%	-20%	126%	111%
BIST100 Rölatif Getiri	-7%	-16%	51%	56%
Hisse Performansı				



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Çimsa (CIMS) – AL – Hedef Fiyat: 43,40 TL

- Çimsa, 2023 yılında %111 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %56 üzerinde performans göstermiştir. CIMS hisseleri son 12 aylık verilere göre 10,2x F/K ve 12,6x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Çimsa'yı 43,40 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Çimsa'yı, net ihracatçı konumu, büyümesini organik ve inorganik yöntemlerle devam ettirme sürecinde olması, beyaz çimento alanında global liderlerden biri olması ve artan kar marjlarını yukarı seviyelerde koruyacağı beklentisi gibi sebeplerden dolayı beğeniyoruz.
- Şirket'in, alternatif yakıt ve elektrik maliyetleri için yaptığı hedge işlemleri ile maliyetlerini yönetirken lojistik ve terminal ağının güçlü olması sebebiyle karlılığını desteklemeye 2024 yılında da devam edeceğini öngörüyoruz.
- Yurt içindeki büyük montanlı alt ve üst yapı yatırımlarının hız kazanma beklentisi ve kentsel dönüşüm projelerinin gündemde olmasını önemli etkenler olarak değerlendirmekteyiz.
- SBS (Sabancı Building Solutions) tam konsolide şekilde önümüzdeki dönemde finansal tablolarına yansıtılacaktır. SBS finansallarının konsolide edilmesine rağmen net borç/FAVÖK rasyosunun 1,0x'in altında gerçekleşmesi öngörülmektedir.
- i) enerji maliyetlerinin artması (elektrik, petrokok) ii) tedarik zincirinde yaşanabilecek aksamalar iii) inşaat sektörünün beklenenden daha yavaş büyümesi iv) yükselen konut fiyatlarıyla beraber konut satışlarının yavaşlaması v) makro ekonomik riskler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

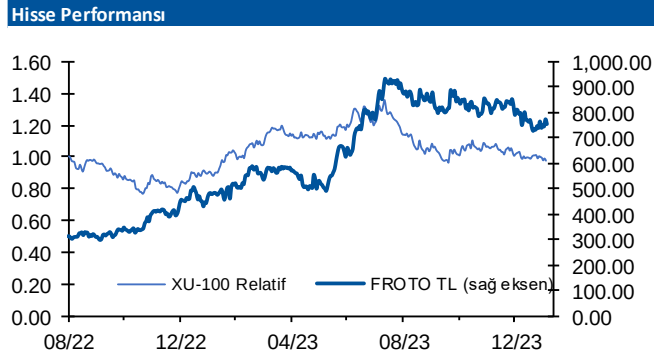
Ford Otomotiv

Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		FROTO
Mevcut Fiyat (TL)		754.50
Hedef Fiyat (TL)		1202.00
Getiri Potansiyeli (%)		59.3%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	419.64	953.17
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		940
Sermaye (mln TL)		351
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	264,762
Hedeflenen Piyasa Değeri	421,794
Net Borç	32,660
Firma Değeri	297,421

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	71,101	171,797	336,527	439,797
FAVÖK	9,464	19,727	40,526	42,660
Net Kar	8,801	18,614	34,478	39,203

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-7%	-11%	66%	50%
BIST100 Rölatif Getiri	-5%	-5%	11%	10%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Ford Otomotiv (FROTO) – AL – Hedef Fiyat: 1.202 TL

- Ford Otomotiv, 2023 yılında %50 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %10 üzerinde performans göstermiştir. FROTO hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,9x F/K ve 8,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Makro tahminlerimizdeki değişiklik ve yurt içi pazar satışlarındaki daralmayı modelimize yansıtmamız neticesinde Ford Otomotiv için 12 aylık hedef fiyatımızı 1.423,54 TL'den 1.202 TL'ye çekiyor, önerimizi ise AL yönünde sürdürüp, Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Ford Otosan'ı; elektrikli araç dönüşümüne katkısı, Ar-Ge merkezi, potansiyel risklere karşı koruyan iş modeli, Avrupa'daki en büyük ticari araç üreticisi olması, Türkiye'nin ihracat lideri konumunda olması ve düzenli temettü ödemesi gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.
- 2019'da elektrifikasyon yolculuğuna başlayan Ford Otosan, bu dönemde 455 bin adet olan üretim kapasitesini 2025'te 900 bin adedin üzerine çıkartmaya yönelik yatırımlarına devam ediyor. Şirket'in Aralık 2023 sunumunda üretim kapasitesi ise 746.500 adet olarak açıklanmıştır. 2022 yılında E-Transit'in üretimine başlayan Şirket, 2024 yılında Puma, E-Truck, Custom ve Courier'nin %100 elektrikli modelleri üretime başlayacaktır. Devam eden elektrikli kamyon süreci de orta vadede Şirket'e var olan ilgilinin korunmasına destek olmayı sürdürecektir.
- Daralan otomotiv pazarına rağmen, yaşanan hafif ticari araçların operasyonların sürekliliğini etkileyecek olması nedeniyle görece daha az etkilenmesini beklemekteyiz. Bunun yanı sıra Avrupa'da hafif ticari araç pazarında beklentiler orta tek haneli büyüme yönünde. Satış gelirinin %80'i ihracat olan ve ana ihracat bölgesinin Avrupa olması dolayısıyla Ford Otosan'ın daralan pazarda büyümeye devam etmesini bekliyoruz.
- Şirket'in 2023 yılına ait toplam yurt dışı satış adedi beklentisi 530 - 550 bin araç, perakende satış adedi beklentisi 110 - 120 bin araç ve üretim adedi beklentisi 610 - 640 bin araç yönündeydi. Aralık ayı sunumunda Ocak-Kasım aylarında toplam 459.475 adet aracın ihraç edildiğini, perakende satışların 100.380 adet olarak gerçekleştiğini ve 544.951 adetlik üretim yapıldığı açıklanmıştır.

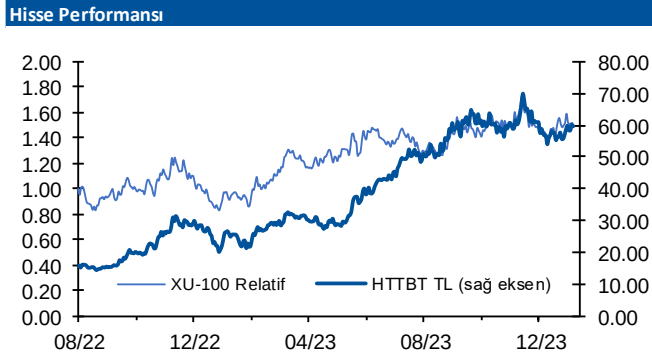
Hitit Bilgisayar

Hisse Verileri			
Bloomberg Hisse Kodu	HTTBT		
Mevcut Fiyat (TL)	59.75		
Hedef Fiyat (TL)	108.80		
Getiri Potansiyeli (%)	82.1%		
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	19.51	71.50	
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		27	
Sermaye (mln TL)		128	
Pazar		Yıldız Pazar	

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	7,618
Hedeflenen Piyasa Değeri	13,872
Net Borç	-344
Firma Değeri	7,274

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	128	311	635	1,199
FAVÖK	49	131	266	500
Net Kar	23	59	170	336

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	4%	-2%	168%	105%
BIST100 Rölatif Getiri	6%	4%	79%	51%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Hitit Bilgisayar (HTTBT) – AL – Hedef Fiyat: 108,80 TL

- Hitit Bilgisayar, 2023 yılında %105 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %51 üzerinde performans göstermiştir. HTTBT hisseleri son 12 aylık verilere göre 60,2x F/K ve 35,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Hitit Bilgisayar'ı 108,80 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Dünyadaki en büyük 3. Yolcu Hizmetleri Sistemleri (Passenger Service System) sağlayıcısı olan Hitit Bilgisayar, 2023 yılının ilk 9 ayında partner sayısını 68'e yükseltmiştir. Hâlihazırda yeni partnerlerle 2019 üzerinde yolcu sayısına ulaşan Şirket, normalleşme süreci ve var olan partnerleri ile artı büyüme potansiyeline sahiptir.
- Şirket, 2023 yılında oldukça önemli 2 KAP bildiriminde bulundu. Bunlardan ilki AJet'in Hitit Bilgisayar çözümlerini kullanacağına yönelikti. 9A23 veriler ışığında AJet ve Pegasus'a ait gelir ve yolcu sayısı karşılaştırmamıza göre, AJet'in Hitit Bilgisayar'ın satış gelirlerine yaklaşık %18'lik katkı sağlamasını beklemekteyiz. AJet projesinin Mart 2024 sonundan itibaren sürekli gelir yaratan model olarak finansallarına yansımalarını beklemekteyiz. İkinci önemli bildirim ise Türk Hava Yolları tarafından geldi. THY'nin Şirket'in Acenta Dağıtım Sistemleri'ni kullanacağı duyurulmuştur. Varsayımlarımız doğrultusunda yaptığımız hesaplamalarda, Türk Hava Yolları projesinde tüm bölgelerin geçişi tamamlandıktan sonra yaklaşık 10 milyon USD'lik gelir yaratma potansiyeli olduğunu görmekteyiz. Türk Hava Yolları projesinin finansallara etkisinin ise 2024 yılının ikinci yarısında olması beklenmektedir.
- Şirket'in gelirlerinin %64'ü USD, %21'i TL ve %15'i EUR bazındadır. Buna karşılık maliyetlerinin %60'ı TL cinsindendir. Şirket, gelirlerinin döviz, giderlerinin ise çoğunluğunun TL bazlı olmasıyla güçlü pozisyonadadır. Yılın ilk yarısında deprem kaynaklı ek vergi gideri net kar üzerinde baskı oluşturmuştur. Kurdaki artışının yanı sıra ek vergilerin etkisinin azalacak olmasıyla 2023 yılının 3. çeyreğinde net kar üzerindeki baskının kalktığını görmekteyiz.

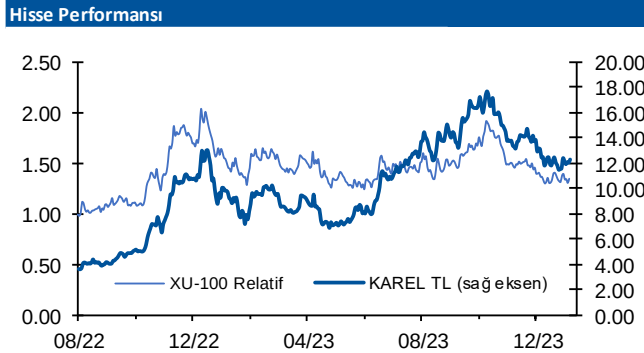
Karel Elektronik

Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		KAREL
Mevcut Fiyat (TL)		12.31
Hedef Fiyat (TL)		21.00
Getiri Potansiyeli (%)		70.6%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	6.66	18.01
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		48
Sermaye (mln TL)		403
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	9,920
Hedeflenen Piyasa Değeri	8,462
Net Borç	2,616
Firma Değeri	12,536

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	1,637	3,443	8,828	12,138
FAVÖK	325	584	1,089	2,130
Net Kar	66	46	-180	890

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-6%	-25%	24%	-11%
BIST100 Rölatif Getiri	-4%	-20%	-17%	-34%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Karel Elektronik (KAREL) – AL – Hedef Fiyat: 21,00 TL

○ Karel Elektronik, 2023 yılında %11 negatif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %34 gerisinde performans göstermiştir. KAREL hisseleri son 12 aylık verilere göre 12,6x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Karel Elektronik'i 21,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ İhracat odaklı yaklaşımı, iş kolu çeşitliliği ve güçlü gelir yapısı, fabrika yatırımı ve verimlilik çalışmaları, gelişmiş Ar-Ge yapısı ve büyüme potansiyeli dolayısıyla Karel'i beğeniyoruz.

○ Şirket'in net borcu 2Ç23'te 2.967 milyon TL iken 3Ç23'te 2.616 milyon TL olarak kaydedilmiştir. **Şirket, net borç ve net işletme sermayesi ihtiyacının azaltılması için günlük takibi sağlamakta olup ilerleyen dönemlerde artan hızda stoklarını indirmeyi hedeflemektedir.** Bununla birlikte, stokların yurt dışında tutulması yöntemleriyle de yükü azaltma noktasında çalışmaktadır. Turkcell ihalesi ve Daiichi'den elde edilen karlılıkla söz konusu borçluluğun azalması beklenmektedir. Ayrıca, **bedelli sermaye artırımının da borcu azaltma noktasında katkı sağlayacağını düşünüyoruz.** Net işletme sermayesi/satışlar oranına baktığımızda iyileşme olduğu görülmektedir. Şirket'in hedefi söz konusu oranı %50-60 aralığında tutulabilmek yönündedir.

○ Daiichi'nin Çin'de yapılan üretimini Türkiye'ye taşımak için otomotive yönelik fabrika yatırımı ile Karel, 2024 Mart döneminde ilk üretimini yapmak ve ardından seri üretime geçmeyi hedeflemektedir. Otomotivin payının ise %30 seviyelerine gelmesi beklenmektedir. Ayrıca, savunma ve telekom projelerinin Romanya ve Avrupa'ya yayılması için çalışmalara başlamıştır. Şirket, elektronik kart üretim kapasitesini artırmak amacıyla fabrikada yapılan modernizasyon yatırımı için sermaye artırımını gerçekleştirmiştir. 2024 yılının sonuna kadar %35 verimlilik artışı ve yeni hatların devreye girmesiyle %30 kapasite artışı hedeflenmektedir.

○ Hatırlatmak gerekirse, Şirket, 2023 yılı beklentilerini; yaklaşık 330 milyon dolar gelir ve %17-18 FAVÖK marjı olarak paylaşmıştı.

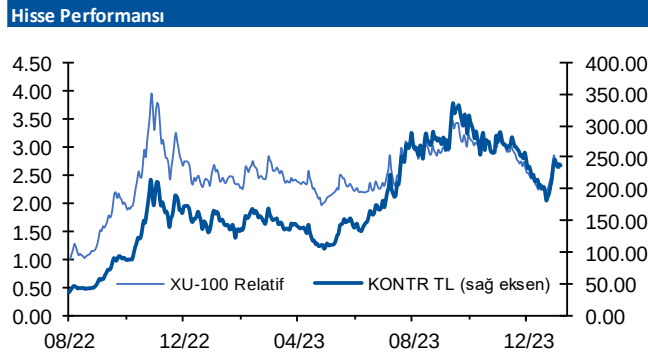
Kontrolmatik Teknoloji

Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		KONTR
Mevcut Fiyat (TL)		237.70
Hedef Fiyat (TL)		378.00
Getiri Potansiyeli (%)		59.0%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	103.81	351.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		1,438
Sermaye (mln TL)		200
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	47,540
Hedeflenen Piyasa Değeri	75,600
Net Borç	2,012
Firma Değeri	49,552

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	612	1,791	3,216	12,761
FAVÖK	122	385	175	3,161
Net Kar	131	469	779	1,725

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	3%	-17%	62%	37%
BIST100 Rölatif Getiri	6%	-12%	8%	1%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Kontrolmatik Teknoloji (KONTR) – AL – Hedef Fiyat: 378,00 TL

- Kontrolmatik Teknoloji, 2023 yılında %37 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %1 üzerinde performans göstermiştir. Kontrolmatik Teknoloji'yi 378,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Kontrolmatik'i sektördeki güçlü konumu ve enerji sektöründeki faaliyetleri, yeni yatırımları, güçlü büyümesi, daha yüksek karlılık beklentimiz, Ar-Ge çalışmalarına ağırlık vermesi ve döviz bazlı gelir yapısı dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.
- Lityum-İyon Pil Hücresi ve Enerji Depolama Sistemleri fabrikası faaliyete geçerken, finansallara katkısının 2024 yılında güçlenerek devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, Pomega Amerika yatırım süreci planlanan şekilde ilerlerken, 2024 yılının sonuna doğru bitirilmesi hedeflenmektedir. Ek olarak, Şirket, yüksek gerilim gaz izoleli şalt ekipmanları üretim tesisi kurulmasına karar vermiş olup seri üretimin 2Ç24'te başlaması beklenmektedir.
- Şirket, Ar-Ge çalışmalarını sürdürürken, uydu, IoT modülleri, depolama kabini, batarya modülü, yüzer GES platformu ve daha birçok ürün elde edilmiştir.
- Yaklaşık 5,3 milyar TL seviyesinde bulunan Şirket'in sözleşme büyüklüğünün yine yaklaşık %70'i döviz bazındadır. Ayrıca, 258 milyon TL seviyesindeki net döviz pozisyonu ile döviz kurlarının yükseldiği dönemde olumlu etkilemektedir.
- i) yeni ihale alımlarında yavaşlama veya mevcut ihalelerde aksaklıklar ii) yatırım sürecinde beklenmeyen aksaklıklar/gecikmeler iii) sektöre girebilecek yeni oyuncular değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Pegasus

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	PGSUS
Mevcut Fiyat (TL)	695.50
Hedef Fiyat (TL)	1118.00
Getiri Potansiyeli (%)	60.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	403.00 979.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,338
Sermaye (mln TL)	102
Pazar	Yıldız Pazar

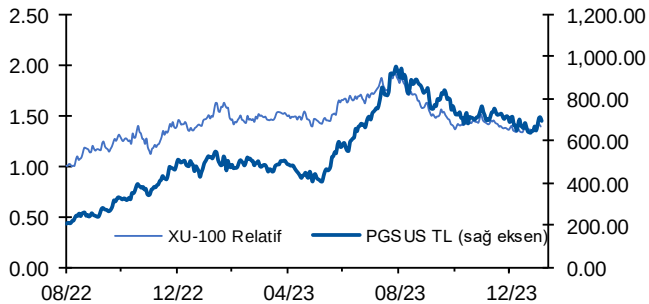
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	71,149
Hedeflenen Piyasa Değeri	114,371
Net Borç	64,167
Firma Değeri	135,317

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	10,664	42,732	68,496	106,214
FAVÖK	2,271	14,099	21,922	30,802
Net Kar	-1,972	7,100	9,828	15,932

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-3%	-7%	48%	35%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	-2%	-1%	0%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Pegasus (PGSUS) – AL – Hedef Fiyat: 1.118,00 TL

- Pegasus, 2023 yılında %35 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksine de paralel performans göstermiştir. PGSUS hisseleri son 12 aylık verilere göre 5,4x F/K ve 6,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Havacılık sektöründe talebin normalleşmesi ve makro tahminlerimizdeki değişiklikleri modelimize yansıtmamız neticesinde Pegasus için 12 aylık hedef fiyatımızı 1.478,60 TL'den 1.118,00 TL'ye çekiyor, önerimizi ise AL yönünde sürdürüp, Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Genç filo yapısı, yakıt tasarrufu sağlayan uçakları, devam eden filo modernizasyonu ve ASK büyümesi Pegasus'u beğenmeye devam etmemizdeki temel hikayeler olmaktadır. Şirket, 2023 yılında yakıt ve birim maliyet tasarrufuyla emisyon azaltımına odaklanan genç filo planlama stratejisi doğrultusunda Airbus S.A.S. ile 2012 yılında imzalamış olduğu, 2017, 2021 ve 2022 yıllarındaki toplam 114 adet yeni uçağı kapsayan Airbus siparişini güncellemiş, 36 adet yeni Airbus 321neo uçağı ilişkin kesin sipariş verilmesi konusunda Airbus ile anlaşmaya varmıştır.
- Şirket, 2023 yılının ilk yarısında tarihindeki en iyi FAVÖK marjına ulaşmıştır. Bu FAVÖK marjına ulaşmasında genç filo yapısı ve yakıt tasarrufu sağlayan uçak dönüşümleri etkilerini gösterirken, jet yakıt fiyatlarındaki yatay seyir de etkili olmuştur. 2023 yılının ikinci yarısında normalleşme görmeye başladığımız, ancak, hala havacılık sektörü ortalamasının üzerinde olan karlılığın 2024 yılında da benzer şekilde devam etmesini bekliyoruz.
- Şirket, 2022'de %8 AKK büyümesiyle tamamlarken, 2023'te %20 büyüme göstermeyi hedeflemektedir. Açıklanan son veriler de bu hedefi desteklemektedir. Ayrıca Şirket, 9A23'te, 9A19'a göre AKK bazında toplam kapasite %32 artışı göstermiştir. Şirket'in 2024 yılında ise düşük çift haneli AKK büyümesi elde etmesini bekliyoruz. Pegasus, 1 Ocak-6 Ocak 2024 tarihleri arasında Avrupa'da günlük ortalama en fazla uçuş gerçekleştiren havayolu şirketleri arasında 10. sırada yer almıştır. Şirket, 2023 yılını ise 13. sırada tamamlamıştır.

Sabancı Holding

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	SAHOL
Mevcut Fiyat (TL)	62.20
Hedef Fiyat (TL)	96.00
Getiri Potansiyeli (%)	54.3%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	34.12
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,692
Sermaye (mln TL)	2,040
Pazar	Yıldız Pazar

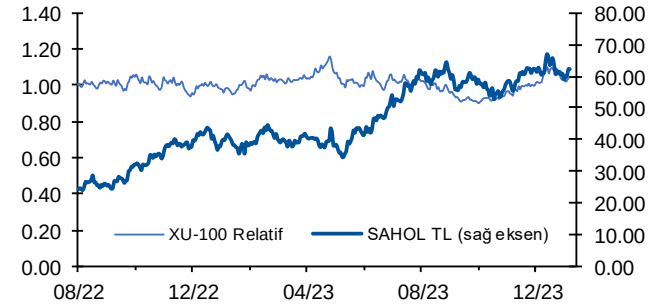
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	126,913
Hedeflenen Piyasa Değeri	195,879

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	12,032	43,828	51,953	64,942

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	1%	8%	57%	40%
BIST100 Rölatif Getiri	3%	15%	5%	3%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Sabancı Holding (SAHOL) – AL – Hedef Fiyat: 96,00 TL

- Sabancı Holding, 2023 yılında %40 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %3 üzerinde performans göstermiştir. SAHOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 2,4x F/K ve 0,9x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Sabancı Holding'i 96,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Sabancı Holding'i güçlü bilanço yapısı, NAD iskontosu, orta vadeli hedefleri, yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımlar, kesintisiz temettü ödemesi ve hisse geri alım programı dolayısıyla beğeniyoruz.
- Holding, önümüzdeki 4-5 yıl içerisinde yatırımlarını 2 katına çıkarmayı hedeflerken, yatırımlarının dörtte birini mevcut iş kolları, dörtte üçünü de enerji ve iklim teknolojileri, ileri malzeme teknolojileri ve dijital teknolojiler gibi yeni alanlara ayırmayı planlamaktadır.
- Sabancı Holding, güçlü bilanço yapısı ile ön plana çıkarken, 2022 yıl sonunda 3,1 milyar TL olan solo net nakit pozisyonu Eylül 2023 sonunda 5,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. **Yeni yatırımları ve kar momentumuna ek olarak güçlü bilanço yapısı ile yüksek NAD iskontosunu hak etmediğini düşünüyoruz.**
- Ayrıca, Holding, enerji alanında yatırımlarını sürdürüyor. Enerjisa Üretim'in Türkiye'de 3,7 GW olan kapasitesinin 5,0 GW seviyesinin üzerine yükseltilmesi, yenilenebilir payının %45'ten %59'a çıkarılması planlanmaktadır.
- SAHOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 2,4x F/K çarpanı ile son 3 yıllık ortalamasına kıyasla %19 iskontolu işlem görüyor.
- i) faaliyet gösterdiği bankacılık ve enerji sektörlerindeki regülasyon riski ii) sanayi tarafında ham madde fiyatlarındaki hızlı yükseliş ve beklentimizin altında karlılık iii) yeni yatırımlarda aksama/gecikme değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

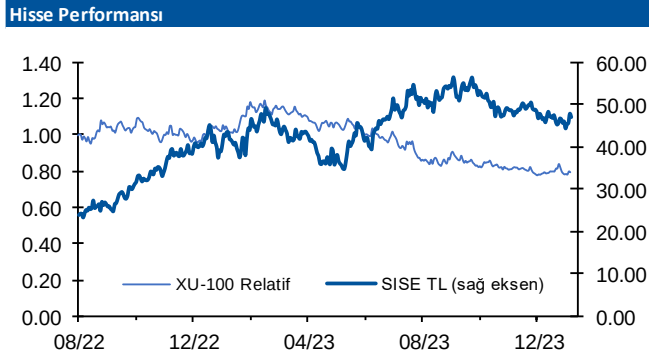
Şişecam

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	SISE
Mevcut Fiyat (TL)	47.20
Hedef Fiyat (TL)	77.70
Getiri Potansiyeli (%)	64.6%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	34.71 57.45
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,684
Sermaye (mln TL)	3,063
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	144,584
Hedeflenen Piyasa Değeri	238,012
Net Borç	36,244
Firma Değeri	180,828

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	32,058	95,349	133,278	180,367
FAVÖK	7,562	20,455	25,779	32,767
Net Kar	9,040	19,345	18,450	20,143

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-1%	-10%	15%	9%
BIST100 Rölatif Getiri	2%	-5%	-23%	-20%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Şişecam (SISE) – AL – Hedef Fiyat: 77,70 TL

- Şişecam, 2023 yılında %9 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %20 gerisinde performans göstermiştir. SISE hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,6x F/K ve 7,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Şişecam'ı 77,70 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Şişecam'ı; uluslararası satış odaklı yaklaşımı, gelirin ağırlıklı döviz bazlı olmasına karşılık döviz bazlı maliyetlerinin payının daha düşük olması, artan üretim kapasitesi, coğrafi yaygınlığı, dinamik fiyatlama stratejisi ve temettü politikası gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.
- 14 ülkede 45 üretim tesisi bulunan Şirket'in, Tarsus, Kırklareli, Eskişehir, Macaristan başta olmak üzere bakım, yeni hat ve fırın yatırımları devam etmektedir.
- Amerika'da devam eden doğal soda külü yatırımı ile bugün dünyanın en büyük 2. soda üreticisi konumundadır. Şişecam, 2028 yılına kadar kademeli olarak devreye alınması planlanan bu yatırımıyla birlikte dünyanın en büyük soda külü üreticisi haline gelecektir. Bunun yanı sıra Şirket'in bugüne kadar girdiği her pazarda tüm ürün gruplarıyla genişlemiş olması doğrultusunda, Amerika yatırımının beklenenden öte yeni fırsatlara yol açabileceğini düşüncemize devam etmekteyiz.
- Bugün ürünlerini 150'den fazla ülkeye ulaştıran Şişecam, 2023 yılının ilk 9 ayında toplam satışlar içerisinde uluslararası satışlarının payı %64 olarak gerçekleşirken, toplam 814 milyon dolar ihracat geliri elde edilmiştir. Şirket satışlarının %36'sını Türkiye'den satışlar, %19'unu Türkiye'den ihracat, %22'sini Avrupa, %14'ünü Amerika, %8'ini Rusya & Ukrayna & Gürcistan ve %1'ini diğer bölgeler oluşturmaktadır.
- i) makroekonomik koşullar ii) küresel durgunluk iii) enerji maliyetlerindeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

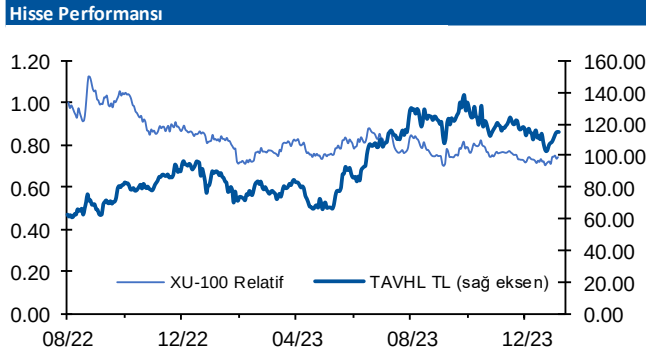
TAV Havalimanları

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	TAVHL
Mevcut Fiyat (TL)	114.50
Hedef Fiyat (TL)	167.60
Getiri Potansiyeli (%)	46.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	63.70 139.20
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	416
Sermaye (mln TL)	363
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	41,596
Hedeflenen Piyasa Değeri	60,886
Net Borç	31,111
Firma Değeri	72,706

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	5,459	18,308	32,996	50,697
FAVÖK	1,561	5,515	9,714	14,449
Net Kar	468	1,899	4,754	7,098

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-2%	-11%	30%	15%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	-5%	-13%	-15%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ TAV Havalimanları (TAVHL) – AL – Hedef Fiyat: 167,60 TL

- TAV Havalimanları, 2023 yılında %15 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %15 gerisinde performans göstermiştir. TAVHL hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,7x F/K ve 7,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. TAV Havalimanları'nı 167,60 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- 2023 yılında yaşanan üzücü deprem ve döviz kurunun seçim öncesi sergilediği yavaş değer kaybı turizm sektörünü etkileyen unsurlar arasında yer aldı. Yine Türk turizminin fiyat avantajını kaybetmesi baskı oluşturan bir diğer faktördü. Ancak, tüm bu gelişmelere rağmen dış hat büyümesi ve Almatı katkısıyla Şirket'in 2023 yılında yayımladığı beklentilerin üst bandına yakın ciro rakamı elde etmesini beklemekteyiz.
- Şirket, 2023 yılında yaklaşık %66'sı yurt dışı yolcu sayısından oluşan 95.538.898 yolcuya hizmet vermiştir. Şirket'in 2023 yılı için beklentisi 81-91 milyon arasında yolcuya hizmet vermek yönündeydi. **2023 trafik rakamları 2019 yılının %7, 2022 yılının ise %22 üzerindedir.**
- Beklentilerin üstünde gerçekleşen yolcu rakamlarının yanı sıra dış hat yolcu sayısının ağırlıklı olması, gelir tarafını daha çok desteklemiştir. Ankara dış hat yolcu sayısında AJet büyümesinin katkıları gözlenmiştir. Ankara dış hat yolcu sayısı toplam dış hat sayısının %46'sını oluşturmuştur.
- 2023 yılında toplam yolcu sayısı içinde %10'luk paya sahip olan Almatı Havalimanı'nda 2024 yılının ikinci yarısında açılması planlanan yeni dış hat terminali ile kapasitesi iki katına çıkacaktır. Almatı Havalimanı'nda toplam yolcu sayısı 2023 yılında 2019 yılının %49 üzerinde gerçekleşmiş ve var olan güçlü talebi göstermiştir. Şirket, yeni dış hat terminali ile ticari alanlarda da gelir elde edecektir. Bunun yanı sıra Rus hava sahasının bazı hava yolu şirketlerine kapanmasıyla dış hat kargo uçuşlarıyla gelen katkının devam etmesini beklemekteyiz.

Tüpraş

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TUPRS
Mevcut Fiyat (TL)	138.10
Hedef Fiyat (TL)	208.00
Getiri Potansiyeli (%)	50.6%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	59.52 166.21
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	4,054
Sermaye (mln TL)	1,927
Pazar	Yıldız Pazar

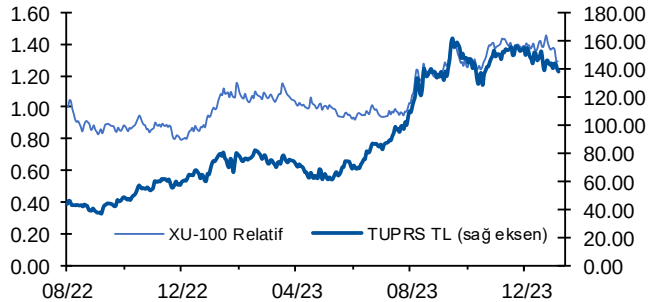
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	266,090
Hedeflenen Piyasa Değeri	400,774
Net Borç	-53,266
Firma Değeri	212,825

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	152,492	481,765	540,853	786,777
FAVÖK	13,396	55,477	73,727	65,032
Net Kar	3,495	41,045	45,540	43,081

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-10%	-7%	118%	113%
BIST100 Rölatif Getiri	-7%	-1%	46%	57%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Tüpraş (TUPRS) – AL – Hedef Fiyat: 208,00 TL

- Tüpraş, 2023 yılında %113 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %57 üzerinde performans göstermiştir. TUPRS hisseleri son 12 aylık verilere göre 5,0x F/K ve 2,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Tüpraş'ı 208,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Yılın ilk yarısında yaklaşık 3 ay olarak planlanan bakım çalışmaları ve sonucunda yaşanacak FAVÖK kaybına rağmen kısmen zayıflasa da güçlü kalmaya devam eden orta distilat marjları, güçlü nakit pozisyonu, Stratejik Dönüşüm planı ve yüksek temettü ödemeleri dolayısıyla Tüpraş'ı beğeniyoruz.
- Küresel ekonomilerdeki zayıf seyre karşılık Rus petrolüne ilişkin devam eden belirsizlik, havacılık sektöründeki güçlü seyrin korunması ve yeni rafineri yatırımlarının yetersizliği eşliğinde karlılıkların uzun dönem ortalamalarının üzerindeki seyrini sürdürebileceği düşüncesindeyiz.
- 2023'te toplam 27 milyar TL temettü dağıtan ve %600 oranında bedelsiz sermaye artırım sürecini tamamlayan Şirket'in önümüzdeki yıllarda da temettü dağıtımını sürdüreceğini ve 2024 yılında 2023 yılı net karından yaklaşık 30 milyar TL temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz. Söz konusu temettü dağıtımı %11'lik verime işaret ediyor.
- Şirket, net nakit pozisyonunu güçlendirerek sürdürmektedir. Haziran 2023 sonunda 10,1 milyar TL olan net nakit pozisyonu Eylül 2023 sonunda güçlü nakit üretimi beraberinde 53,3 milyar TL'ye ulaşmıştır.
- Stratejik Dönüşüm kapsamındaki gelişmelerin fiyatlamaları uzun vadede destekleyeceğini öngörüyoruz. Şirket, sürdürülebilirliği destekleyen biyoyakıt, sıfır karbon elektrik ve yeşil hidrojen gibi alanlara yatırım yapmaktadır.
- i) ürün marjlarında zayıflama ii) ağır-hafif petrol makasında daralma iii) beklentilerimizin altında satış hacmi başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Yapı Kredi Bankası

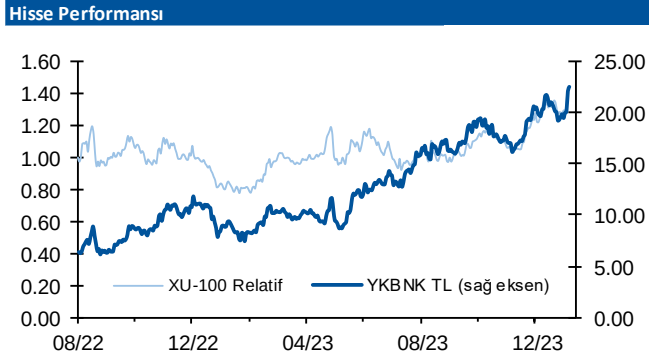
Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	YKBNK
Mevcut Fiyat (TL)	22.42
Hedef Fiyat (TL)	30.60
Getiri Potansiyeli (%)	36.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	7.19 23.04
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	3,410
Sermaye (mln TL)	8,447
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	189,383
Hedeflenen Piyasa Değeri	258,480

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	14%	21%	142%	80%
BIST100 Rölatif Getiri	17%	28%	62%	33%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

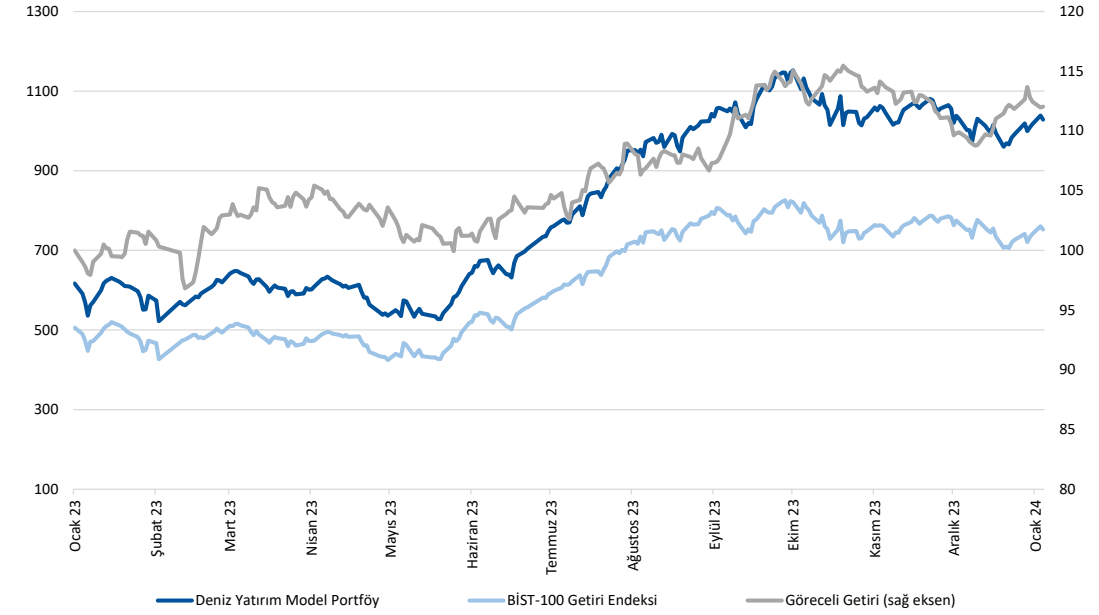
Yapı Kredi Bankası (YKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 30,60 TL

- Yapı Kredi Bankası, 2023 yılında %80 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %33 üzerinde performans göstermiştir. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre, 2,2x F/K ve 0,7x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %36.9 seviyesindedir. Sektöre kıyasla daha yüksek bir büyüme sağlamasını beklediğimiz banka, düşük çarpanları ve yüksek karlılığı ile Model Portföyümüzde yer almaktadır.
- Sermaye yeterlilik ve mevduatın krediye dönüşüm oranları yüksek olan bankanın, orta-uzun dönemde sektöre kıyasla daha hızlı kredi büyüme temposu yakalayabileceğini düşünüyoruz. Bireysel bankacılıkta iyi bir konumda olan bankanın 2024'te ticari segmentte daha hızlı büyümesini bekliyoruz.
- 2023 yılında 340 baz puan marj kaybı olabileceğini tahmin ettiğimiz bankanın 2024 yılında ise net faiz marjının 110 baz puan kadar artabileceğini modelliyoruz. TÜFE'ye endeksli bonoların katkısı 2024 yılında gerilese de TL kredi/mevduat faiz makasının olumlu katkı yapmasını bekliyoruz. Bireysel ve kredi kartı kredilerinde payı yüksek olan bankanın TCMB'nin faiz artırımları sonrasında daha iyi bir kredi getirisi ile marjını iyileştirebileceğini öngörüyoruz. Vadesiz mevduatın toplam mevduat içerisindeki payının %44.1'e yükselmiş olmasını maliyetsiz kaynak anlamında marj için olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Maliyet yönetimini oldukça başarılı bir şekilde yapan bankanın 2023 yılında deprem bağış giderleri dahil %95 artmasını beklediğimiz faaliyet giderlerinin 2024 yılında ise %48 civarında yükseleceğini öngörüyoruz. Komisyon gelirlerindeki yüksek %58,6'lık 2024 yılı büyüme beklentimizin faaliyet gider artışını kompanse edebileceği görüşündeyiz.
- Takipteki kredi oranının 2023 yılında 10 baz puan azalarak %3.3'te beklediğimiz bankanın kredi risk maliyetinin 2023 yılında 160 baz puan civarında olmasını bekliyoruz. 2024 yılında ise muhafazakar bir yaklaşımla takipteki kredi oranını %4.2, kredi risk maliyetini ise 300 baz puan öngörüyoruz. Bireysel segment marj açısından kısmen destekleyici olmakla birlikte, 2024'te 2023'e kıyasla daha yavaş ekonomik büyüme beklentimiz sonucunda bireysel segmentte tolere edilebilir takibe intikal olabileceği fikrindeyiz.

Deniz Yatırım Model Portföy, Ocak 2024

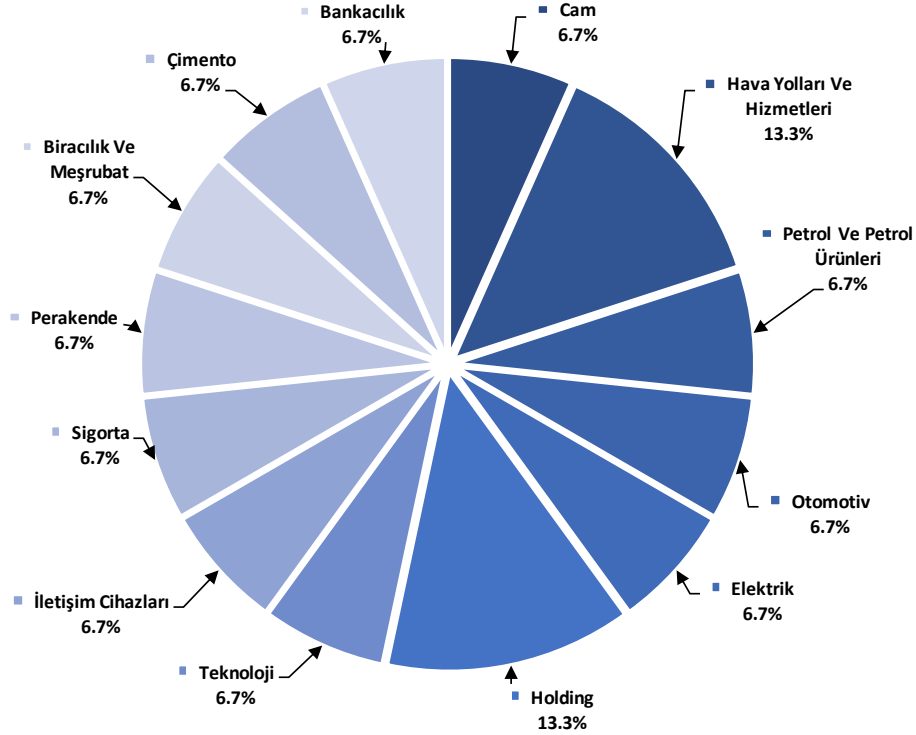
Hisse	Portföye giriş tarihi	Hedef fiyat	Potansiyel	Nominal getiri (Portföye girişten itibaren)	BIST-100'e rölatif getiri (Portföye girişten itibaren)
SISE	04.09.2020	77.70	65%	701%	12%
TAVHL	10.05.2021	167.60	46%	379%	-10%
TUPRS	21.03.2022	208.00	51%	439%	51%
FROTO	07.09.2022	1202.00	59%	142%	6%
KONTR	07.09.2022	378.00	59%	432%	133%
ALARK	13.09.2022	166.77	83%	68%	-23%
HTTBT	03.11.2022	108.80	82%	164%	39%
KAREL	30.11.2022	21.00	71%	15%	-26%
PGSUS	27.12.2022	1118.00	61%	37%	-3%
AKGRT	16.01.2023	8.30	49%	63%	8%
BIMAS	16.01.2023	451.20	41%	159%	71%
CCOLA	16.01.2023	669.10	39%	162%	72%
SAHOL	12.05.2023	96.00	54%	45%	-9%
CIMSA	21.06.2023	43.40	50%	76%	19%
YKBNK	21.08.2023	30.60	36%	44%	42%

	Nominal getiri	BIST-100 Endeksi'ne göre rölatif getiri	BIST-100 Getiri Endeksi'ne göre rölatif getiri
2019	56%	27%	25%
2020	50%	16%	15%
2021	43%	13%	10%
2022	205%	3%	0%
2023	52%	12%	9%
12A	74%	16%	13%
YBB	4%	0%	0%
2019'dan bugüne	1507%	90%	65%



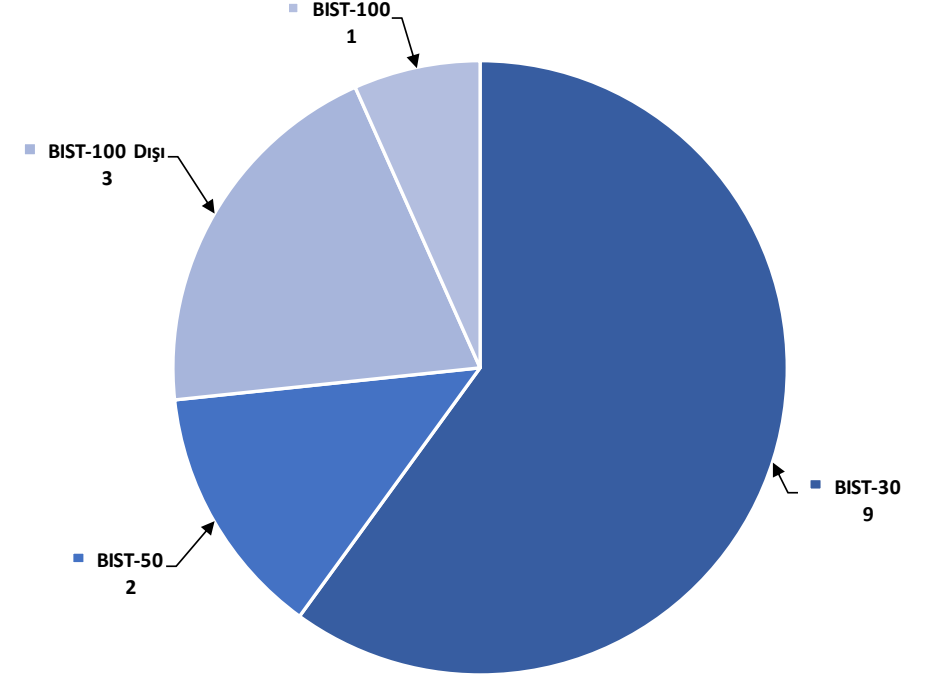
Model Portföy sektör-endeks kırılımı

Model portföy sektörel dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

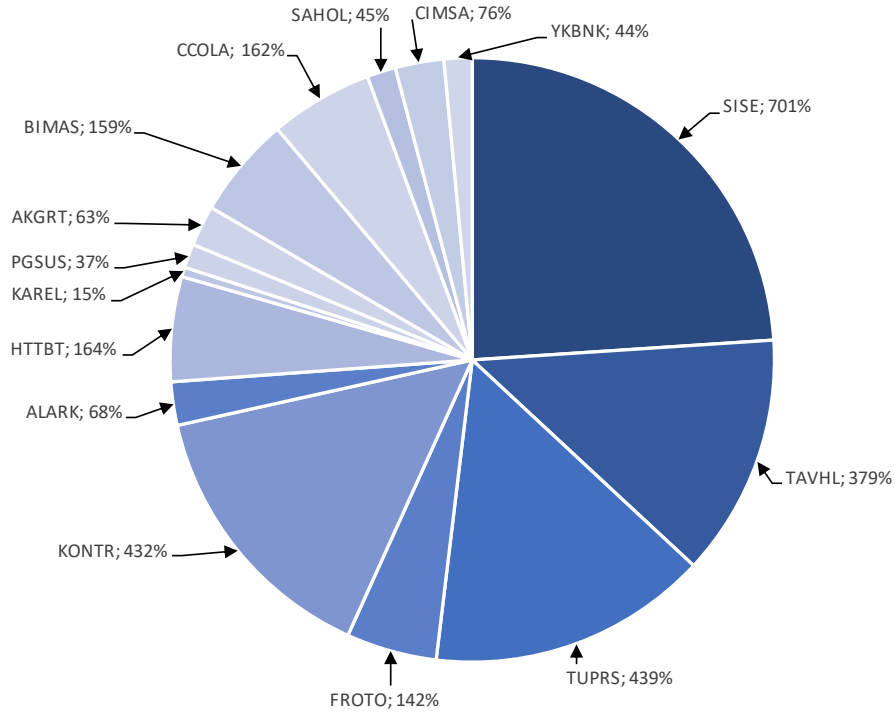
Model portföy endeks dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

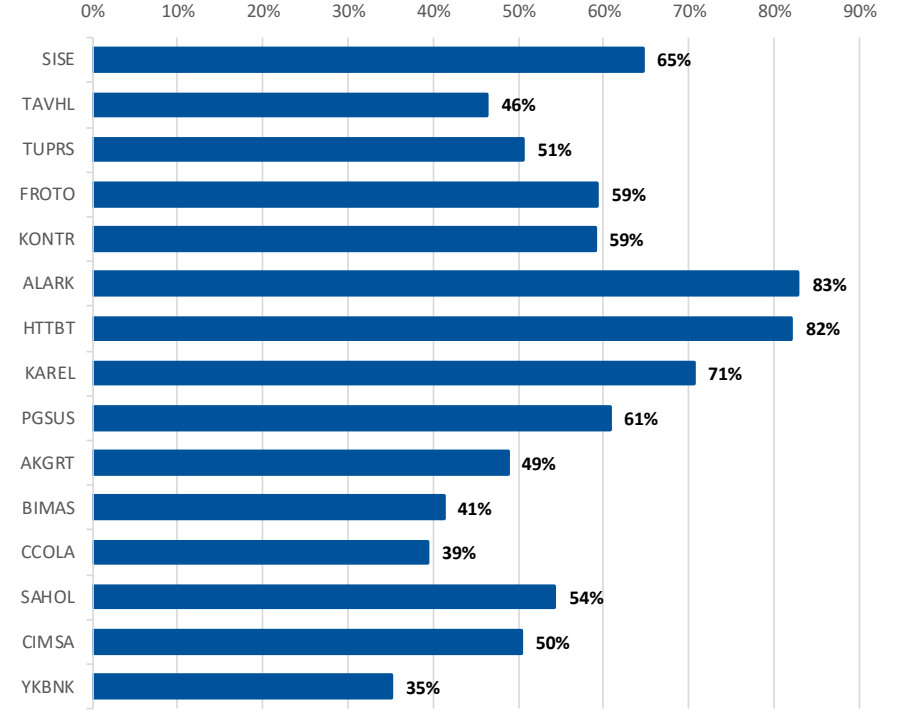
Model Portföy hisse performans & hedef fiyat potansiyelleri

Deniz Yatırım Model Portföy, hisse performans dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

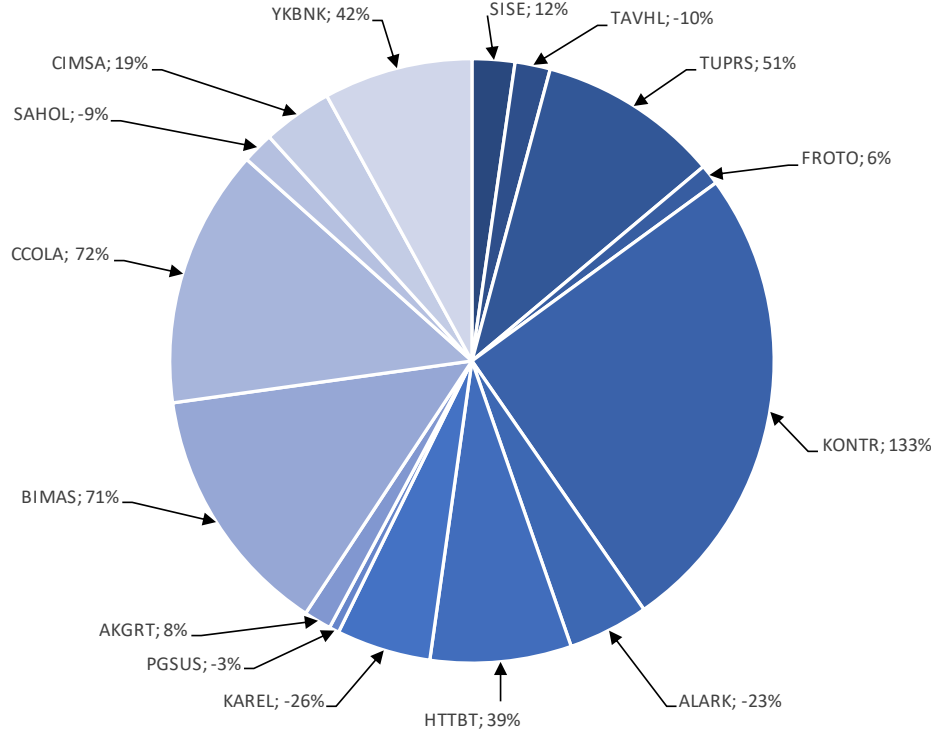
Deniz Yatırım Model Portföy, hisselerin hedef fiyatlarına olan potansiyelleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

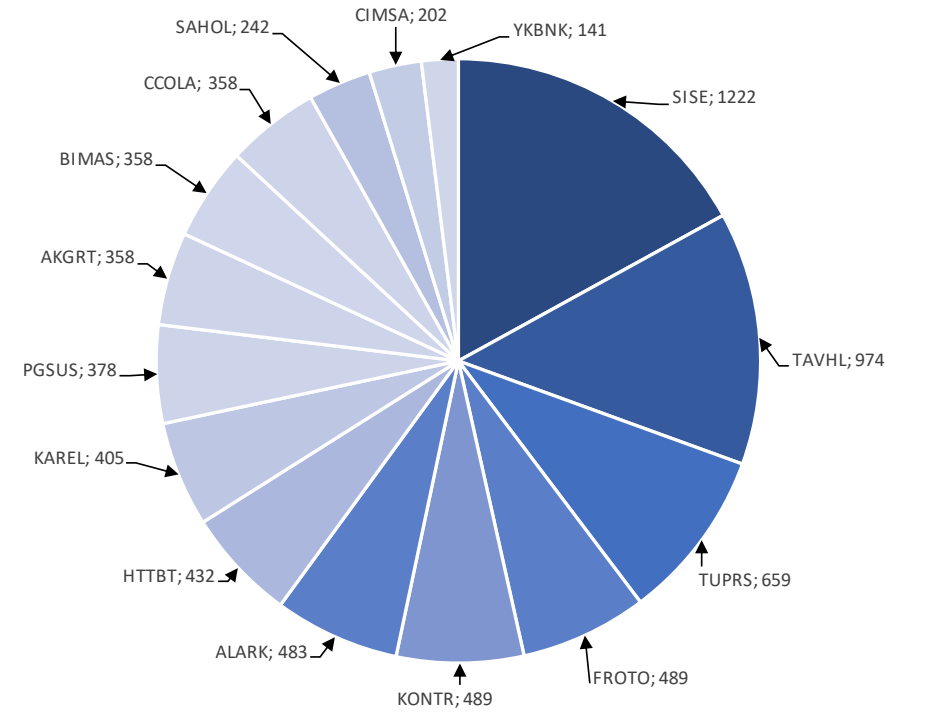
Model Portföy hisse rölatif performans & taşındığı gün sayısı

Deniz Yatırım Model Portföy, hisse performans dağılımı, BIST 100 rölatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Deniz Yatırım Model Portföy, hisselerin taşındığı gün sayısı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

■ Deniz Yatırım Döngüsel Portföy

Döngüsel Portföy, Ocak 2024

- **AKBNK** : Daha cazip çarpanları ve yüksek özsermaye karlılığı beklentimiz
- **AKCNS** : Marmara bölgesindeki güçlü etkinliği, sıkı maliyet yönetimi ve güçlü tedarik ağı
- **ALKIM** : Potasyum sülfat tesisinin devreye girmesi, sodyum sülfat segmentinde artan karlılık, döviz bazlı gelir yapısı, güçlü net nakit yapısı ve düzenli temettü ödeme alışkanlığı
- **ASELS** : Türkiye ve diğer ülkelerin savunma sanayiine ayırdıkları bütçelerin artması, döviz pozisyonu, geniş ürün gamı, ihracat odaklı büyüme, seri üretim siparişleri
- **AYGAZ** : Sektördeki lider konumu, kargo tarafında büyümesini sürdürmesi, dünyanın en hızlı büyüyen LPG pazarı olan Bangladeş'deki sürecin uzun vadede değer yaratacak bir yatırım olması ve iştiraki Tüpraş'ın katkısı
- **MAVI** : Pazardaki konumu, satış geliri büyümesi, nakit üretimi ve artan girdi maliyetlerine karşı fiyatlama stratejisi
- **MGROS** : Rekabetçi fiyatlama stratejisi, pazardaki payını artırması ve alt marka & iştirakleri ile entegre güçlü bir perakende ağı kurma süreci
- **MPARK** : Yatırım stratejileri ile kapasite kazanması, sağlık turizminden pozitif etkilenmesi, güçlü nakit yaratımı ve hisse geri alım programı
- **SELEC** : Defansif bir sektörde pazar lideri olması, güçlü dağıtım ağı ve son yapılan düzenlemelerden pozitif etkilenmesi
- **SOKM** : Daha büyük mağazalar açıp maliyet yönetimi sağlanması, düşen alım gücünün indirimli marketlerdeki trafiği pozitif etkilemesi ve uygun çarpanlarla fiyatlanması
- **TCELL** : Pazardaki güçlü konumu, istikrarlı fiyat artışları, artan mobilite ile birlikte gelirlerde büyüme, pozitif bilanço yapısı ve yenilenebilir enerjiye yönelik yatırımları
- **TEZOL** : Kapasite artışı, yurt dışı pazarlarda daha fazla etkin olma süreci ve ürünlerindeki talebin katı olması
- **THYAO** : Artan yolcu sayısı, geniş filo yapısı, uçuş ağı genişliği, çeşitlendirilmiş gelir tabanı ve büyüme hedefleri
- **ULKER** : Borçluluğun azaltılması, fiyatlama stratejisi ve miktar geçişleri, güçlü ihracat konumu, artan pazar payı ve marjlardaki toparlanma
- **VESBE** : Devam eden yatırımları ile beklenen kapasite artışı, ihracat kası, güçlü bilanço yapısı ve düzenli temettü ödemeleri

Akbank

Hisse Verileri

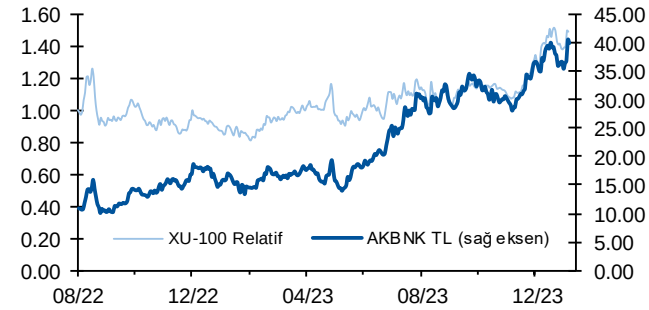
Bloomberg Hisse Kodu	AKBNK
Mevcut Fiyat (TL)	39.84
Hedef Fiyat (TL)	54.70
Getiri Potansiyeli (%)	37.3%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	13.02 41.82
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	3,098
Sermaye (mln TL)	5,200
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	207,168
Hedeflenen Piyasa Değeri	284,440

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	14%	23%	147%	106%
BIST100 Rölatif Getiri	17%	31%	65%	52%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Akbank (AKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 54,70 TL

- Akbank, 2023 yılında %106 nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %52 üzerinde performans göstermiştir. Hisse, 2024 tahminlerimize göre 2,5x F/K ve 0,7x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %32,8 seviyesindedir. Faiz durasyonu açısından önemli bir marj avantajı olan bankanın yüksek sermaye yeterliliği ile sektörün üzerinde büyümesini bekliyoruz. Diğer bankalara kıyasla daha cazip çarpan ve daha yüksek özsermaye karlılığı beklentisi ile AKBNK Döngüsel Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.
- Sermaye yeterlilik ve mevduatın krediye dönüşüm oranları yüksek olan bankanın orta-uzun dönemde sektöre kıyasla daha hızlı kredi büyüme temposu yakalayabileceğini düşünüyoruz.
- 2023 yılında 320 baz puan marj kaybı olabileceğini tahmin ettiğimiz Akbank'ta 2024 yılında 80 baz puan artış bekliyoruz. TÜFE'ye endeksli bonoların marj katkısı 2024 yılında gerilese de TL kredi/mevduat faiz makasının artan katkısı ile marjı yıllık bazda yukarı çekebilir.
- Maliyet yönetimini oldukça başarılı şekilde yapan bankanın 2023 yılında deprem bağış giderleri dahil %124 artmasını beklediğimiz faaliyet giderlerinin 2024 yılında ise %50 civarında yükseleceğini öngörüyoruz. Komisyon gelirlerindeki %62'lik artış beklentimizin ise faaliyet gider artışını kompanse edebileceği görüşündeyiz.
- Takipteki kredi oranının 2023 yılında 90 baz puan azalarak %2,1 olarak beklediğimiz bankanın kredi risk maliyetinin muhafazakar şekilde 2023 yılında 150 baz puan civarında olmasını bekliyoruz. 2024 yılında ise yine aynı yaklaşımla takipteki kredi oranını %2,9, kredi risk maliyetini ise 210 baz puan öngörüyoruz. Beklentimizin üzerinde ekonomik büyüme gerçekleşmesi durumunda kredi risk maliyeti beklentimizin altında kalarak net kar tahminimize pozitif yönlü risk oluşturabilir.
- 2023 yılında oldukça yüksek gerçekleşen sermaye piyasası işlemlerinden elde edilen gelirler 2024 yılında daha düşük gerçekleşebilir.

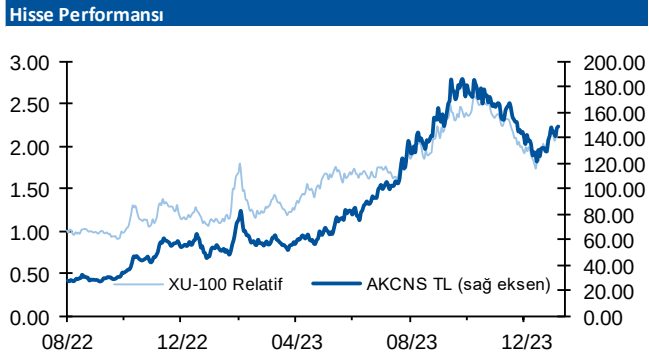
Akçansa

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	AKCNS
Mevcut Fiyat (TL)	149.60
Hedef Fiyat (TL)	235.40
Getiri Potansiyeli (%)	57.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	44.08 199.90
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	183
Sermaye (mln TL)	191
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	28,640
Hedeflenen Piyasa Değeri	45,067
Net Borç	-970
Firma Değeri	27,671

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	2,871	8,899	15,195	23,553
FAVÖK	405	1,340	4,078	5,999
Net Kar	304	1,521	3,578	4,588

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	8%	-14%	195%	135%
BIST100 Rölatif Getiri	11%	-9%	97%	73%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Akçansa (AKCNS) – AL – Hedef Fiyat: 235,40 TL

- Akçansa, 2023 yılında %135 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %73 üzerinde performans göstermiştir. AKCNS hisseleri son 12 aylık verilere göre 8,9x F/K ve 8,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Akçansa'yı 235,40 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Akçansa'yı, Marmara'daki faaliyet bölgesi avantajı, tam kapasite kullanımı ve geniş ürün yelpazesi, iç ve dış talebi takip ederek pazara göre hızlı reaksiyon alabilme, güçlü nakit üretimi ve stabil seyirle marjlardaki güçlü seyrin devam edeceği beklentisi sebeplerinden dolayı beğeniyoruz.
- Marmara bölgesinde pazar lideri olan Şirket için gerçekleştirilmesi planlanan kentsel dönüşüm destekleyici unsur olmaktadır. Daha kısa dönemde ise yerel seçim etkisiyle büyük projelerin yapım süreçlerinin hızlanması öne çıkmaktadır.
- Yakıt ve elektrik gideri sektörün en kritik maliyet kalemlerini oluşturmaktadır. %20 üzerinde alternatif yakıt ve elektrik tarafında hedge kullanabilmesi maliyetlerine karşı avantajını göstermektedir. Şirket, bilanço disiplini başarılı bir şekilde uygulayarak finansallarında verimliliği sağlamaktadır. 2023 yılının ilk 9 ayında 970 milyon TL net nakit pozisyonuna geçerek net borç/FAVÖK rasyosu -0,3x olarak gerçekleşmiştir.
- 2024 yılında 2023 yılı net karından yaklaşık 1 milyar TL temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz. Söz konusu temettü dağıtımı %3,7'lik verime işaret ediyor.
- i) çimento fiyatlarındaki düşüş ii) yurt içi inşaat sektöründeki yavaşlama iii) makro-ekonomik riskler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Alkim Kimya

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	ALKIM
Mevcut Fiyat (TL)	36.04
Hedef Fiyat (TL)	56.00
Getiri Potansiyeli (%)	55.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	23.50 49.60
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	46
Sermaye (mln TL)	150
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	5,406
Hedeflenen Piyasa Değeri	8,400
Net Borç	-461
Firma Değeri	4,945

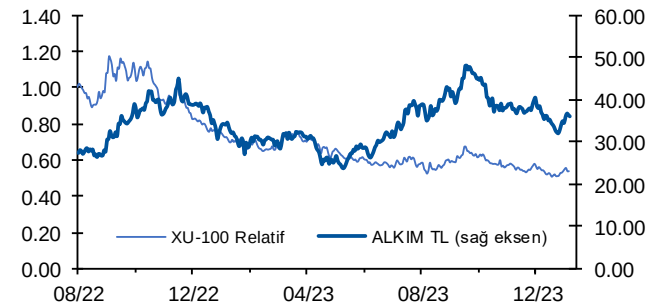
Hisse Verileri (mln TL)

	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	1,096	2,797	3,272	4,992
FAVÖK	261	766	690	1,060
Net Kar	248	572	561	769

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-6%	-20%	5%	-11%
BIST100 Rölatif Getiri	-4%	-15%	-30%	-34%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Alkim Kimya (ALKIM) – AL – Hedef Fiyat: 56,00 TL

- Alkim Kimya, 2023 yılında %11 negatif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %34 altında performans göstermiştir. ALKIM hisseleri son 12 aylık verilere göre 10,4x F/K ve 7,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Alkim Kimya'yı 56,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Alkim Kimya'yı sektördeki güçlü konumu, potasyum sülfat tesisinin devreye girmesi, sodyum sülfat segmentinde artan karlılık, döviz bazlı gelir yapısı, güçlü net nakit yapısı ve düzenli temettü ödeme alışkanlığı dolayısıyla beğeniyoruz.
- 2021 yılının Kasım ayında devreye alınan, ancak, ham madde teminindeki sorun nedeniyle durdurulan potasyum sülfat tesisi, gerekli ham madde bağlantısının gerçekleştirilmesinin ardından tekrardan üretime başlamıştır. 2024 yılı için potasyum sülfat satışlarının Türk lirasındaki değer kaybı beraberinde büyümenin ana dinamiklerinden biri olmasını bekliyoruz.
- Alkim Kâğıt'ın kapasite artışına ilişkin yatırım süreci planlandığı şekilde devam etmektedir. Mevcut durumda, inşaat süreci sürerken, inşaatın 2024 Şubat ayı içinde bitirilmesi ve sonrasında kâğıt makinası montajının 2024 yılının son çeyreğinde tamamlanarak üretime başlaması planlanmaktadır.
- Alkim Kimya, konsolide olarak son 9 çeyrektir net nakit pozisyonunda bulunmaktadır. Şirket, ayrıca, büyük çoğunlukla ABD Doları olmak üzere 307 milyon TL döviz uzun pozisyonundadır. Ek olarak, Şirket, halka arz olduğu 2000 yılından bu yana her yıl düzenli şekilde temettü dağıtmaktadır. Önümüzdeki dönemde de temettü politikasını benzer şekilde sürdüreceğini düşünüyoruz.
- i) üretimde aksama ii) tedarik zincirindeki olası problemler iii) beklentimizin altında gerçekleşebilecek satış hacmi ve birim fiyatlar değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

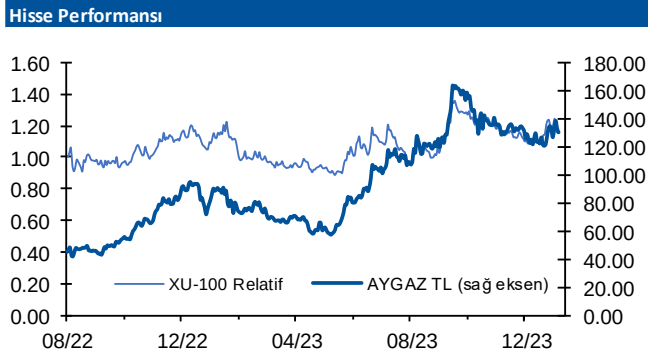
Aygaz

Hisse Verileri			
Bloomberg Hisse Kodu	AYGAZ		
Mevcut Fiyat (TL)	130.50		
Hedef Fiyat (TL)	193.00		
Getiri Potansiyeli (%)	47.9%		
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	57.70	171.10	
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	135		
Sermaye (mln TL)	220		
Pazar	Yıldız Pazar		

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	28,684
Hedeflenen Piyasa Değeri	42,422
Net Borç	29
Firma Değeri	28,713

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	15,893	37,507	50,695	74,405
FAVÖK	705	537	1,259	1,645
Net Kar	670	4,733	4,819	4,985

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	4%	-15%	61%	43%
BIST100 Rölatif Getiri	6%	-10%	8%	6%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Aygaz (AYGAZ) – AL – Hedef Fiyat: 193,00 TL

- Aygaz, 2023 yılında %43 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %6 üzerinde performans göstermiştir. AYGAZ hisseleri son 12 aylık verilere göre 5,0x F/K ve 28,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Aygaz'ı 193,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Aygaz'ı sektördeki lider konumu, devam eden yatırımları, sağlam bilanço yapısı, Tüpraş'ın yüksek katkısı ve düzenli temettü getirisi dolayısıyla beğeniyoruz.
- Bangladeş'te satış operasyonlarına başlayan Aygaz, 9A23'te 40 bin ton satışı yapmıştır. Chittagong'da toplam 6 bin ton kapasiteli 2 küreye ilave olarak toplam 10.000 ton kapasiteli 4 yeni kürenin de kurulum süreci devam etmektedir. Ayrıca, kargo taşıma ve dağıtım yatırımı olan Sendeo'da da Eylül ayında günlük maksimum 131 bin paket teslimata ulaşılmıştır. Her iki yatırımın da doğrudan yatırım olması dolayısıyla istikrarlı bir şekilde pozitif katkılarının zaman alabileceğini düşünmekle birlikte, önümüzdeki dönemde olumlu ilerleme kaydetmeye devam edeceğine inanıyor, hisse fiyatını destekleyeceğini düşünüyoruz.
- 9A23'te özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan 3.292 milyon TL kar kaydedilirken, 2024 yılında da Tüpraş'ın yüksek katkısının hafifçe azalsa da devam edeceğini öngörüyoruz.
- Otogaz pazarında güçlü talep devam ediyor. Şirket de bu paralelde 2023 yılı beklentilerini bir kez daha revize etmişti. Otogazın benzin karşısındaki fiyat avantajını sürdürmesi paralelinde talebin iç tüketimdeki yavaşlamaya da bağlı olarak kısmen daha düşük seviyede olsa da büyümesini sürdüreceğini tahmin ediyoruz.
- i) LPG fiyatlarında düşüş ii) yurt içi otogaz talebinde yavaşlama iii) yatırımların pozitif katkı vermeye başlamasının beklenenden uzun sürmesi değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

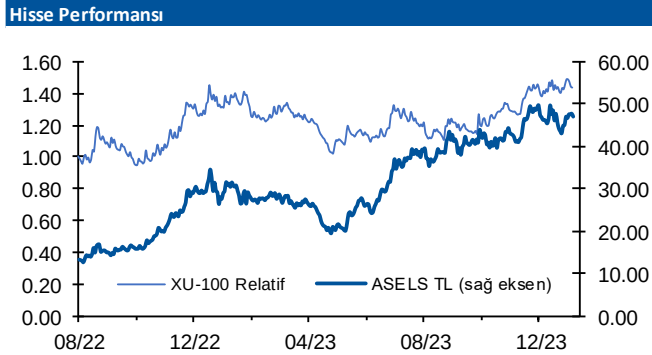
Aselsan

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	ASELS
Mevcut Fiyat (TL)	46.94
Hedef Fiyat (TL)	62.20
Getiri Potansiyeli (%)	32.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	19.35 50.40
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	2,488
Sermaye (mln TL)	4,560
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	214,046
Hedeflenen Piyasa Değeri	283,632
Net Borç	14,738
Firma Değeri	228,785

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	20,139	35,282	64,304	90,485
FAVÖK	5,502	9,472	16,954	23,539
Net Kar	7,131	11,916	17,047	19,691

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	2%	7%	59%	45%
BIST100 Rölatif Getiri	4%	14%	6%	7%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Aselsan (ASELS) – AL – Hedef Fiyat: 62,20 TL

○ Aselsan, 2023 yılında %45 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %7 üzerinde performans göstermiştir. ASELS hisseleri son 12 aylık verilere göre 13,4x F/K ve 18,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Makro tahminlerimizdeki değişikliği modelimize yansıtmanın neticesinde Aselsan için hedefi fiyatımızı 51,06 TL'den 62,20 TL'ye yükseltiyor ve önerimizi AL yönünde sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Jeopolitik ve siyasal koşullar nedeniyle ülkelerin savunma sanayisine ayırdıkları bütçeler her geçen gün artmaktadır. Artan bütçeler, Aselsan'ın ihracat gelirinin giderek ivmelenmesini sağlayacak önemli hikayeler barındırmaktadır. Türkiye'de ise artan savunma sanayii bütçesi ve millileştirme hedefleri doğrultusunda Aselsan'ın ön plana çıkmasını beklemeye devam ediyoruz.

○ Artan backlog rakamları Aselsan'ın ön planda olmasını destekleyecek. Halihazırda, Şirket, 10,8 milyar USD bakiye siparişiyle dikkat çekmektedir. Bunun yanı sıra 2024'e girdiğimiz ilk günlerde 58,8 milyar USD, 9,9 milyar USD ve 21,4 milyar USD'lik 3 yeni sözleşme açıklamış, 2024 yılına dair olumlu sinyaller vermiştir.

○ Şirket'in 2023'ün 9 aylık dönemi için bakiye siparişlerinin %47'si USD, %28'i EUR, %25'i ise TL cinsindeyken; harcamalarının %59'u TL, %28'i USD, %13'ü de EUR cinsindendir. Bu durum olası kur artışı gibi senaryolara karşı Şirket'e doğal hedge sağlamakta olup avantaj kazandırmaktadır.

○ Yayınlanan öngörülerin; 2023 yılında %65'in üzerinde hasılat büyümesi, %24'ün üzerinde FAVÖK marjı ve 10 milyar TL yatırım yapılması yönünde olduğunu tekrardan hatırlatmak isteriz. Açıklanan hedefler ve beklentilerimiz doğrultusunda Şirket'in 2023 yılının son çeyreğinde ilk 9 ayda elde edilen gelirden daha fazla gelir elde etmesini beklemekteyiz.

○ 2024 yılında neredeyse birçok sektör operasyonel marjlarında daralma beklerken, Aselsan'ın diğer şirketlerden pozitif ayrışacağını düşünüyoruz.

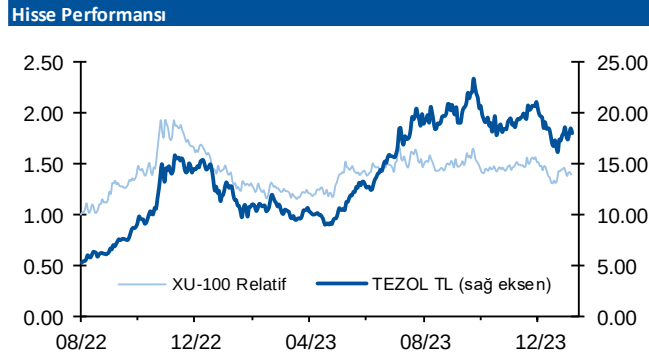
Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret

Hisse Verileri			
Bloomberg Hisse Kodu	TEZOL		
Mevcut Fiyat (TL)	17.96		
Hedef Fiyat (TL)	28.10		
Getiri Potansiyeli (%)	56.5%		
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	8.51	24.20	
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	58		
Sermaye (mln TL)	440		
Pazar	Yıldız Pazar		

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	7,902
Hedflenen Piyasa Değeri	12,364
Net Borç	-315
Firma Değeri	7,587

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	878	2,396	3,065	6,321
FAVÖK	133	518	623	1,325
Net Kar	255	728	651	1,383

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-8%	-12%	48%	22%
BIST100 Rölative Getiri	-6%	-7%	-1%	-10%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Europap Tezol Kağıt (TEZOL) – AL – Hedef Fiyat: 28,10 TL

- Tezol, 2023 yılında %22 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %10 altında performans göstermiştir. TEZOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 9,9x F/K ve 12,3x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Europap Tezol için 12-aylık hedef fiyatımızı 25,50 TL'den 28,10 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Tezol'u, yeni kağıt üretim tesisinin devreye alınmasıyla artacak üretim kapasitesi, yurt dışı pazarlarını önceliklendiren yeni yatırım planları olması, sürdürülebilir iş modeliyle desteklenen döviz bazlı gelir modeli, güçlü pazar payı, ürünlerine olan talebin ekonomik daralmalardan sınırlı etkilenmesi sebeplerinden dolayı beğeniyoruz.
- 2024 yılında Europap Tezol için ihracatın ve büyümenin öne çıkacağını değerlendiriyoruz. Kapasite ile gelen büyüme ek olarak kar marjlarını koruyacağını düşünüyoruz.
- Mersin'de Aralık ayında devreye alınan 40.000 ton/yıl kağıt bobin kapasiteli yeni bir kağıt üretim tesisinin stratejik konumuyla yurt dışı ihracat payında artış olacağını düşünüyoruz. Şirket'in güçlü know-how birikimiyle bu tesisin yıl içerisinde operasyonları ve finansalları destekleyeceğini öngörüyoruz.
- 20239A itibarıyla 315 milyon TL net nakitte bulunan Şirket'in 2024 yılında işletme sermayesi yönetimi ve/veya olası organik/inorganik büyüme fırsatları için avantajlı konumda olduğunu değerlendiriyoruz.
- i) tedarik alanında yaşanabilecek olumsuzluklar ii) girdi kaynaklı maliyet değişimleri iii) makroekonomik riskler iv) yerel para biriminin değer kazanımı değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

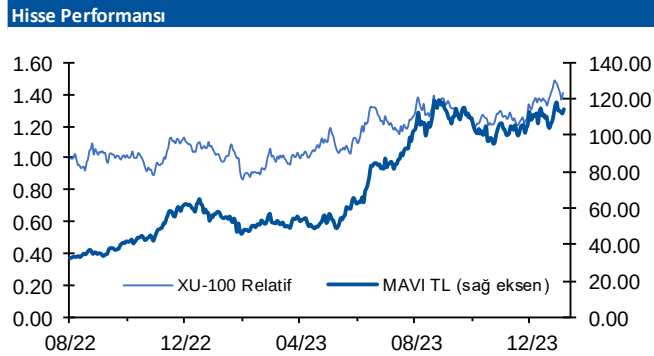
Mavi Giyim

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	MAVI
Mevcut Fiyat (TL)	114.40
Hedef Fiyat (TL)	180.60
Getiri Potansiyeli (%)	57.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	44.82 123.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	211
Sermaye (mln TL)	199
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	22,723
Hedeflenen Piyasa Değeri	35,872
Net Borç	-1,409
Firma Değeri	21,314

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	4,619	10,592	20,490	29,708
FAVÖK	1,016	2,481	4,700	5,954
Net Kar	400	1,439	2,707	3,994

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	3%	5%	97%	84%
BIST100 Rölatif Getiri	5%	11%	32%	35%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Mavi Giyim (MAVI) – AL – Hedef Fiyat: 180,60 TL

- Mavi Giyim, 2023 yılında %84 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %35 üzerinde performans göstermiştir. MAVI hisseleri son 12 aylık verilere göre 9,2x F/K ve 5,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Mavi Giyim'i 180,60 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Jean kategorisinde yaklaşık %18,5 pazar payı ile öncü konumda olan Mavi Giyim'i satış geliri büyümesi, nakit üretimi ve artan girdi maliyetlerine karşı fiyatlandırma stratejisi gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.
- 2023 yılının 9 ayında Şirket'in konsolide satış geliri %94 artarak 14.189 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Satış büyümesinde fiyat artışının yanı sıra adet büyümesi de etkili olmuştur. Şirket, nakit pozisyonunu korumaya devam etmektedir.
- Şirket, 2022'nin ilk yarısında, stoklu çalışma prensibiyle yükselen enflasyondan pozitif etkilenmiş, rekor marjlara ulaşmıştı. Bu nedenle 2023 yılının ilk yarısında Türkiye operasyonlarında yüksek baz etkisi nedeniyle marjlarda daralma görmüştük. **3Ç23 ile birlikte, baz etkisinin ortadan kalkmasıyla, çeyrek ve yıllık bazda yükseliş görmeye devam ettik.**
- Şirket, son açıklanan güçlü sonuçların ardından 2023 yılına ait beklentilerini yukarı yönlü revize etmiştir. Hatırlayacak olursak; i) %80 (±%5) toplam konsolide satış büyümesini %85 üstü büyümeye ii) %19 (±%0,5) UFRS16 hariç ve %22,5 (±%0,5) UFRS16 dahil FAVÖK marjı yerine %20 (±%0,5) UFRS16 hariç ve %23,5 (±%0,5) UFRS16 dahil FAVÖK marjına revize etmiştir. Türkiye perakende mağazalarında net 8 mağaza açılışı ve 7 mağaza genişlemesi beklentilerini korurken, net nakit pozisyonunda değişikliğe gidilmemiş ve yatırım harcamalarının konsolide satışa oranı da %3 olarak aynı kalmıştır.

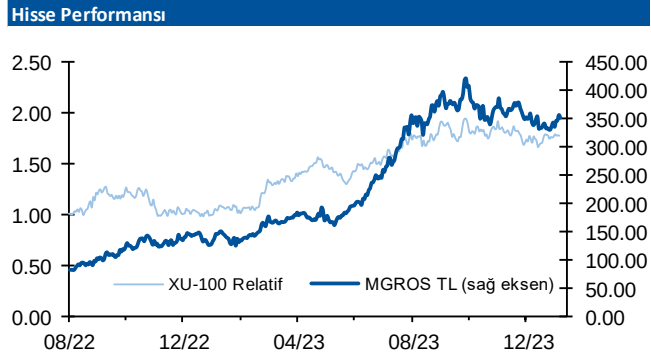
Migros Ticaret

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	MGROS
Mevcut Fiyat (TL)	349.50
Hedef Fiyat (TL)	593.50
Getiri Potansiyeli (%)	69.8%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	115.25 426.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	551
Sermaye (mln TL)	181
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	63,278
Hedeflenen Piyasa Değeri	107,456
Net Borç	-5,115
Firma Değeri	58,164

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	36,272	74,502	145,850	220,525
FAVÖK	2,894	5,968	10,003	14,708
Net Kar	359	2,570	5,692	6,365

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-2%	-13%	162%	132%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	-8%	75%	71%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Migros Ticaret (MGROS) – AL – Hedef Fiyat: 593,50 TL

- Migros Ticaret, 2023 yılında %132 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %71 üzerinde performans göstermiştir. MGROS hisseleri son 12 aylık verilere göre 11,7x F/K ve 6,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Migros Ticaret için 12-aylık hedef fiyatımızı 501,50 TL'den 593,50 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Çoklu kanal yetkinliği ve online operasyonlarıyla fark yaratan Migros Ticaret'i; yüksek kurumsal yönetimi, uzun vadeli büyümeyi sağlamak için yeni iştiraklerle perakende sektöründe birbirine entegre dönüşüm yaratma potansiyeli ve yatırım ve büyüme sürecinde bulunurken nakit yaratma kapasitesindeki iyileşme dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.
- 2023 yılında pazar payını artırmaya yönelik atılımları benimsemesinde yaptığı çeşitli kampanyalarla desteklenmiş fiyatlama stratejisinin etkisi görüldü. Şirket'in 2024 yılında da benzer stratejiler ile büyüme odaklı şekilde operasyonlarını gerçekleştireceğini değerlendiriyoruz.
- 2023 yılının ilk 9 aylık verilerine göre, Şirket'in elinde 5,1 milyar TL net nakit bulunmaktadır. Yüksek bir borç döneminden sonra net nakitteki bu güçlü iyileşmenin finansal verimliliğini destekleyeceğini öngörüyoruz.
- i) iç talepte yaşanacak durgunluk ii) enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

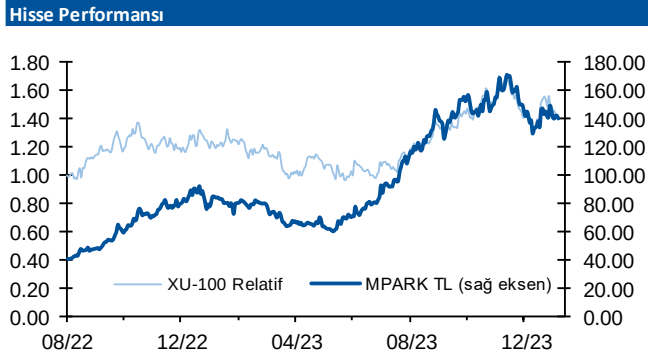
MLP Sağlık Hizmetleri

Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		MPARK
Mevcut Fiyat (TL)		140.00
Hedef Fiyat (TL)		284.30
Getiri Potansiyeli (%)		103.1%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	59.65	177.10
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		125
Sermaye (mln TL)		208
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)		
Piyasa Değeri		29,125
Hedeflenen Piyasa Değeri		59,145
Net Borç		3,073
Firma Değeri		32,198

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	5,796	9,837	17,442	28,283
FAVÖK	1,353	2,346	4,334	7,070
Net Kar	290	1,619	2,440	3,711

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-2%	-8%	65%	65%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	-3%	10%	22%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ MLP Sağlık Hizmetler (MPARK) – AL – Hedef Fiyat: 284,30 TL

- MLP Sağlık Hizmetleri, 2023 yılında %65 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin %22 üzerinde performans göstermiştir. MPARK hisseleri son 12 aylık verilere göre 13,2x F/K ve 8,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. MLP Sağlık Hizmetleri için 12-aylık hedef fiyatımızı 269,40 TL'den 284,30 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde muhafaza ediyoruz.
- MLP Sağlık Hizmetleri'ni, "Asset Light" stratejisi ile düşük yatırım harcamalarıyla hastaneleri portföyüne katması, marka bilinirliğine sahip olması, fiyat stratejisi izleyerek özellikle orta ve üst düzey gelir gruplarına hitap etmesi, yüksek enflasyon ortamında regülatör kuruluşlar tarafından yapılan düzenlemelerden pozitif şekilde etkilenmesi ve sağlık turizminin canlı olması sebebiyle beğeniyoruz.
- Şirket, 2026 yılına kadar 4 adet hastaneyi portföyüne eklemeyi planlamaktadır. Bu hastanelerin mevcut kapasiteye %30 oranında katkı sağlaması beklenmektedir.
- Türkiye'de son yıllarda tamamlayıcı sağlık sigortası ve özel sağlık sigortası primlerinin artış göstermesi de sağlık turizmi gibi orta-uzun vadede destekleyici bir kriter olarak öne çıkmaktadır. 2024 yılında da bu iki kriterin katkılarının güçlü bir şekilde devam edeceğini öngörüyoruz.
- Şirket, operasyonlarından elde ettiği gelirleri finansallarına, finansallarındaki karlılığını da nakit yaratımına yansıtabilmektedir. 2024 yılında bu verimliliğini devam ettireceğini değerlendiriyoruz.
- i) malzeme fiyatlarında yaşanabilecek ani artışlar ii) asgari ücret artışı iii) küresel ekonomideki yavaşlamanın ve/veya küresel çapta sağlık hizmetlerinin rekabetçi olmasının sağlık turizminde aşağı yönlü baskıya neden olabilme ihtimali değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Selçuk Ecza Deposu

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	SELEC
Mevcut Fiyat (TL)	56.85
Hedef Fiyat (TL)	73.50
Getiri Potansiyeli (%)	29.3%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	26.44
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	122
Sermaye (mln TL)	621
Pazar	Yıldız Pazar

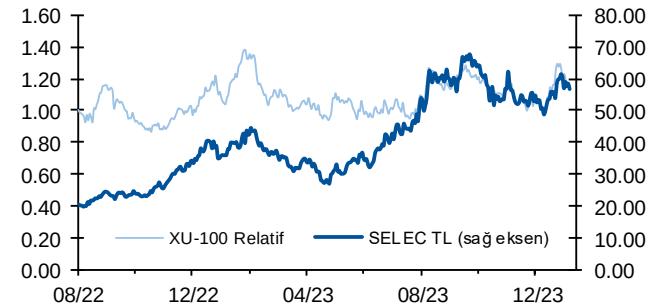
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	35,304
Hedeflenen Piyasa Değeri	45,644
Net Borç	-2,641
Firma Değeri	32,663

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	26,215	44,712	75,586	126,263
FAVÖK	1,158	3,038	3,601	6,574
Net Kar	923	2,381	2,812	4,308

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	7%	-11%	49%	53%
BIST100 Rölatif Getiri	9%	-6%	-1%	13%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Selçuk Ecza Deposu (SELEC) – AL – Hedef Fiyat: 73,50 TL

- Selçuk Ecza Deposu, 2023 yılında %53 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %13 üzerinde performans göstermiştir. SELEC hisseleri son 12 aylık verilere göre 10,9x F/K ve 8,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Selçuk Ecza Deposu'nu 73,50 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Selçuk Ecza Deposu'nu, defansif özellikleri olan bir sektörde pazar lideri olması, geniş satış ve dağıtım ağına sahip olması, düzenli temettü dağıtması sebebiyle beğeniyoruz.
- Şirket tarafından paylaşılan bilgilere göre, yılın ilk dokuz ayında pazar büyüklüğü kutu adedi bazında %38,68, TL bazında ise %38,35 olarak gerçekleşti. Şirket, bulunduğu sektörde açık ara pazar lideri olmayı sürdürüyor ve sahip olunan bu avantajın uzun bir süre değişmeyeceğini düşünüyoruz.
- 2022 yılında yüksek enflasyon nedeniyle 3 kez yapılan zammın 2023 yılından itibaren yılda 2 kere yapılacağı Sağlık Bakanlığı tarafından belirtilmiştir. Aralık ayında yapılan beşeri tıbbi ürünlerin fiyatlandırılmasında kullanılacak Türk lirası cinsinden 1 Euro değeri Temmuz ayında yüzde 25 oranında artırıldı. Böylece, Dönemsel Avro Değeri (DAD) 17,55 TL'ye ulaşarak, güncel EURTRY karşılama oranı %55 oldu. Ek olarak, son yapılan düzenlemeyle depocuya satış fiyatı üzerinden hesaplanan eczacı ve depocu kar fiyat aralıkları 3 aşamalı olarak belirlenmiştir (5 aşamalı olarak kullanılmaktaydı). **Fiyat aralıklarında yapılan bu düzenlemenin kar marjlarını olumlu olarak etkileyeceğini değerlendiriyoruz.**
- Şirket, 2,6 milyar TL net nakit pozisyonundadır (net nakit/FAVÖK 0,6x). **Finansman maliyetlerinin yüksek olduğu makroekonomik şartlar altında net nakit pozisyonunu önemli bir etken olarak değerlendiriyoruz.**
- i) kur değişimi, regülasyon değişme riski ve enflasyon ortamının ilaç fiyatları üzerindeki baskısı
ii) ilaç geri ödeme sürecinde meydana gelebilecek minor aksaklıklar değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Şok Marketler

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	SOKM
Mevcut Fiyat (TL)	52.85
Hedef Fiyat (TL)	112.10
Getiri Potansiyeli (%)	112.1%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	21.57 70.15
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	521
Sermaye (mln TL)	593
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	31,355
Hedeflenen Piyasa Değeri	66,508
Net Borç	1,870
Firma Değeri	33,225

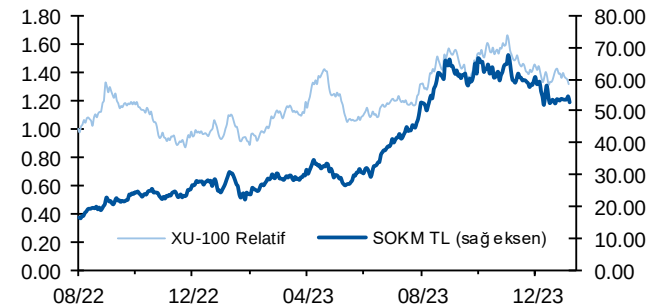
Hisse Verileri (mln TL)

	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	28,412	59,292	109,080	167,982
FAVÖK	2,622	4,772	7,987	11,692
Net Kar	324	2,380	2,807	4,916

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-11%	-15%	86%	95%
BIST100 Rölaf Getiri	-9%	-10%	24%	44%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Şok Marketler (SOKM) – AL – Hedef Fiyat: 112,10 TL

- Şok Marketler, 2023 yılında %95 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %44 üzerinde performans göstermiştir. SOKM hisseleri son 12 aylık verilere göre 9,7x F/K ve 5,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Şok Marketler için 12-aylık hedef fiyatımızı 96,80 TL'den 112,10 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Şok Marketler'i, mağaza bazında hızlı büyüme, private label ürünlerinin portföyündeki ağırlığıyla fiyatlama avantajı sağlaması ve uygun çarpanlarıyla beğenmeye devam ediyoruz.
- 2024 yılında yatırımlarında daha az ama metrekare bakımından daha büyük mağazalar açma stratejisini planlayarak hem maliyetlerini kontrol altına alacağını hem de mağazalarındaki trafiği yoğunlaştıracağını değerlendirmekteyiz. Ek olarak, makroekonomik koşulları dikkate aldığımızda, tüketicilerin düşen alım güçleri çerçevesinde alışveriş trafiğini indirimli mağazalara yönlendireceğini öngörüyoruz.
- Şirket, sürdürülebilir iş modeli çerçevesinde öngörülebilir yatırım harcamaları, işletme sermayesi yönetimi ve 20239A itibarıyla 0,3x'lık düşük net borç/FAVÖK çarpanlarıyla öne çıkmaktadır. Ayrıca, uygun değerlendirme çarpanlarıyla fiyatlanmaktadır.
- i) iç talepte beklenenden daha sert yaşanacak durgunluk ii) enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış iii) sektördeki fiyatlama rekabetinin artması değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Turkcell

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TCELL
Mevcut Fiyat (TL)	61.00
Hedef Fiyat (TL)	102.00
Getiri Potansiyeli (%)	67.2%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	29.63
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,693
Sermaye (mln TL)	2,200
Pazar	Yıldız Pazar

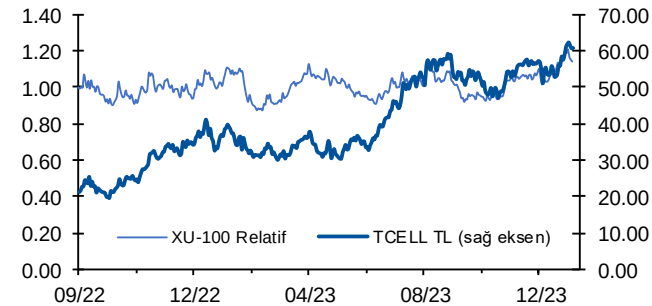
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	134,200
Hedeflenen Piyasa Değeri	224,400
Net Borç	30,997
Firma Değeri	165,197

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	34,907	52,170	90,814	135,403
FAVÖK	15,245	22,160	38,879	56,773
Net Kar	5,031	11,053	15,752	26,709

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	12%	15%	82%	51%
BIST100 Rölaf Getiri	8%	19%	13%	11%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Turkcell (TCELL) – AL – Hedef Fiyat: 102,00 TL

○ Turkcell, 2023 yılında %51 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %11 üzerinde performans göstermiştir. TCELL hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,9x F/K ve 4,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Makro tahminlerimizdeki değişikliği modelimize yansıtmamız neticesinde Turkcell için hedefi fiyatımızı 80,77 TL'den 102,00 TL'ye yükseltiyor, önerimizi ise AL olarak sürdürüyor ve Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Sektördeki güçlü konumu, dinamik fiyatlandırma stratejisi, ARPU büyümesinde güçlü ivme kazanımı, nette abone kazanımı, ihtiyatlı maliyet yönetimi, yenilenebilir enerji üretimine yönelik yatırım, dengeli müşteri portföyü ve temettü getirisi dolayısıyla Turkcell'i beğeniyoruz.

○ 2023 yılın ilk çeyreğindeki yaşanan depremin negatif etkilerinin ikinci çeyrekte hafiflediğini görmüştük. Şirket'in operasyonları yaz aylarında artan mobilite ile pozitif yönde etkilendi. Ayrıca, enflasyonist fiyatlandırma politikası ile Ağustos ayında da fiyat düzenlemesi aksiyonlarına devam etmiştir. Abone bazının genişlemesi, müşterileri üst paketlere taşıma stratejileri, hızlanan ARPU, dijital servisler ve techfin işinin katkısı ile 9A23 döneminde gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %71 artarak 62.697 milyon TL olmuştur.

○ Hatırlatmak gerekirse, Şirket, güçlü açıklanan finansallardan sonra 2023 beklentilerini; %73 oranında konsolide gelir büyümesi ve yaklaşık 39 milyar TL FAVÖK olarak yukarı yönlü revize etmişti. Operasyonel yatırım harcamalarının gelire oranı yaklaşık %22 olarak sabit bırakmıştı.

○ 2024 yılının ikinci yarısından sonra kurulu GES kapasitesinin 54 MW'a çıkması planlanmaktadır. Ayrıca, hatırlatmak isteriz ki, yatırımların tamamlanması ile 2026 yılında Turkcell Grubu tarafından tüketilen elektriğin yaklaşık %65'inin yenilenebilir kaynaklardan sağlanması hedeflenmektedir.

Türk Hava Yolları

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	THYAO
Mevcut Fiyat (TL)	242.90
Hedef Fiyat (TL)	380.00
Getiri Potansiyeli (%)	56.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	115.90 269.80
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	8,666
Sermaye (mln TL)	1,380
Pazar	Yıldız Pazar

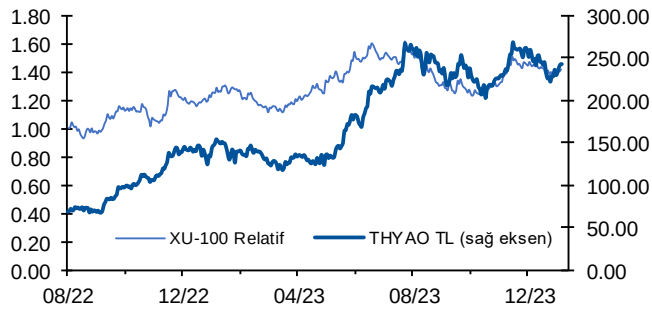
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	335,202
Hedeflenen Piyasa Değeri	524,400
Net Borç	196,328
Firma Değeri	531,530

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	97,378	311,169	494,098	759,765
FAVÖK	27,922	78,684	179,410	182,344
Net Kar	8,213	47,429	110,708	114,725

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-4%	7%	76%	62%
BIST100 Rölatif Getiri	-2%	13%	17%	20%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Türk Hava Yolları (THYAO) – AL – Hedef Fiyat: 380,00 TL

○ Türk Hava Yolları, 2023 yılında %62 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %20 üzerinde performans göstermiştir. THYAO hisseleri son 12 aylık verilere göre 4,3x F/K ve 4,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Havacılık sektöründe talebin normalleşmesi ve makro tahminlerimizdeki değişiklikleri modelimize yansıtmamız neticesinde Türk Hava Yolları için 12 aylık hedef fiyatımızı 408,80TL'den 380,00 TL'ye indiriyor, önerimizi ise AL olarak sürdürürken, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Türk Hava Yolları'nı; AKK büyümesi, geniş filo yapısı, uçuş ağı genişliği ve çeşitlendirilmiş gelir tabanı gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz. Şirket, 2023 yılında depremin etkilerine rağmen bayram ve turizmin etkisiyle artan yolcu sayısı paralelinde oldukça güçlü sonuçlar açıklamıştır. 2023 yılında jet yakıt fiyatlarının yatay seyri bu sonuçları desteklemiştir. 2024'te Şirket'in düşük çift haneli AKK büyümesini beklemekteyiz.

○ Eurocontrol verilerine göre, Türk Hava Yolları, 1 Ocak-30 Aralık 2023 tarihleri arasında Avrupa'da günlük ortalama en fazla uçuş gerçekleştiren havayolu şirketleri arasında ortalama 1.443 uçuşla 3. sırada yer almıştır. 2024 yılının ilk haftasında ise uçuş sayılarını 2019'a göre %6, 2023'e göre %6 üzerinde gerçekleştirmiş ve 3. sırada yer almaya devam etmiştir. Şirket, 2023 yılında 2019 yılına göre toplam yolcu sayısını %12 artırarak 83.377.777 yolcuya hizmet vermiştir. Toplam yolcu sayısının %64'ü yurt dışı yolcu ağırlıklıdır. Bölgeler arasında 2019 yılına göre en çok Amerika kıtası yolcu sayısı artmıştır.

○ Şirket, 2022 yılında 394 uçak ile hizmet verirken, 2023 yılında bu uçak sayısını 440'e çıkartmıştır. Şirket, 2023 yılında uçak alımı ve arızalı uçak haberleriyle karşımıza çıkmıştır. Öncelikle, 2023-2033 yıllarını kapsayan Stratejik Planı çerçevesinde ortaya koyduğu büyüme hedefleri doğrultusunda 355 adet uçağın Airbus'tan satın alınmasına karar verdiğini açıklamıştır. İlk olarak Pratt & Whitney'in motorları ile donatılmış Airbus A320 ve A321neo uçakların yere indirilmesi, daha sonra da "Boeing 737 MAX 9" tipi uçakların uçuşlarının geçici olarak askıya alınması haberlerini takip ettik. İki haberin de Şirket operasyonlarına olumsuz etki yapmasını beklememekteyiz.

Ülker Bisküvi

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	ULKER
Mevcut Fiyat (TL)	79.00
Hedef Fiyat (TL)	154.50
Getiri Potansiyeli (%)	95.6%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	26.28 100.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	684
Sermaye (mln TL)	369
Pazar	Yıldız Pazar

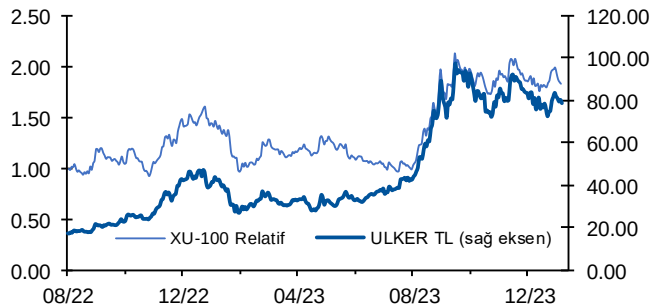
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	29,173
Hedeflenen Piyasa Değeri	57,053
Net Borç	18,888
Firma Değeri	48,061

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	12,537	28,197	47,158	68,662
FAVÖK	2,328	5,467	9,956	13,703
Net Kar	-464	-353	2,269	3,830

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	-6%	-9%	71%	87%
BIST100 Rölaf Getiri	-4%	-3%	14%	38%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Ülker Bisküvi (ULKER) – AL – Hedef Fiyat: 154,50 TL

- Ülker Bisküvi, 2023 yılında %87 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %38 üzerinde performans göstermiştir. ULKER hisseleri son 12 aylık verilere göre 17,8x F/K ve 5,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Ülker Bisküvi'yi 154,50 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Atıştırmalık pazarında %35 pazar payı ile lider konumda olan Ülker Bisküvi'yi; pazar payı ve marka bilinirliği, FAVÖK marjındaki iyileşme, coğrafi yaygınlığı, dinamik fiyatlandırma stratejisi, güçlü ihracat konumuna ek olarak döviz açık pozisyonunu kapatması için atılan adımlar gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.
- Şirket, 9A23 dönemi sonunda, maliyet kontrolüne odaklanma stratejisinin etkileriyle brüt kar ve FAVÖK marjını iyileştirmeye devam etmiştir. Karlılık artışında satın alımlar önemli rol oynamıştır.
- Döviz açık pozisyonunun %71'ini hedge eden Şirket yönetimi, sunumunda, kur hareketlerinin Şirket'i eskisi kadar etkilemediğini dile getirmiştir. Eylül 2023 itibarıyla 362 milyon USD açık pozisyonunu hedge etmiştir.
- i) emtia fiyatlarındaki artış ii) tedarik zincirindeki olası problemler iii) küresel iklim sorunları nedeniyle yaşanan kuraklık iv) kurdaki dalgalı seyir değerlendirmemiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Vestel Beyaz Eşya

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	VESBE
Mevcut Fiyat (TL)	16.13
Hedef Fiyat (TL)	24.30
Getiri Potansiyeli (%)	50.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	9.58 19.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	160
Sermaye (mln TL)	1,600
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	25,808
Hedeflenen Piyasa Değeri	38,880
Net Borç	4,800
Firma Değeri	30,608

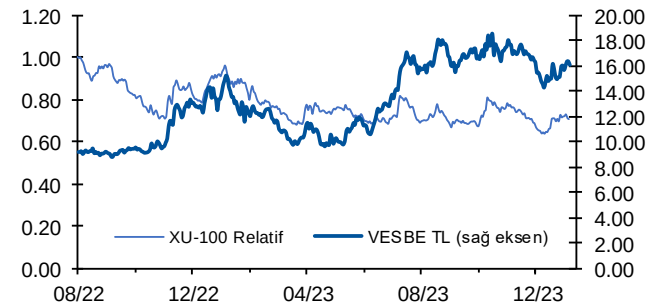
Hisse Verileri (mln TL)

	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	16,178	31,387	48,342	68,565
FAVÖK	2,488	2,900	8,074	10,191
Net Kar	1,519	1,424	5,168	6,467

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay	2023
Nominal Getiri	6%	-3%	18%	18%
BIST100 Rölatif Getiri	8%	3%	-21%	-13%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 09 Ocak 2024 tarihi itibarıyla.

■ Vestel Beyaz Eşya (VESBE) – AL – Hedef Fiyat: 24,30 TL

- Vestel Beyaz Eşya, 2023 yılında %18 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %13 altında performans göstermiştir. VESBE hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,4x F/K ve 5,1x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Vestel Beyaz Eşya'yı 24,30 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Vestel Beyaz Eşya'yı devam eden yatırımları ile beklenen kapasite artışı, ihracat kası, güçlü bilanço yapısı ve düzenli temettü ödemeleri dolayısıyla beğeniyoruz.
- Şirket'in kapasitesini artıracak yatırım çalışmaları devam ederken, yeni fabrikanın 2024 yılı başı itibarıyla tam kapasiteye ulaşması hedeflenmektedir. Böylece, yatırımların tamamlanmasıyla üretim kapasitesinin 13,6 milyon adetten 16 milyon adede ulaşması bekleniyor.
- Şirket, A markalı müşteri portföyünü genişletmeyi hedeflemektedir. Ayrıca, yeni ihracat pazarlarına giriş ve mevcut pazarlarda pay kazanımları beraberinde gelir büyümesinin destekleneceğini, ihracatını artıracığını ve toplam gelirler içerisindeki payını artıracığını düşünüyoruz.
- Haziran 2023 sonunda 6.935 milyon TL olan Şirket'in net borç pozisyonu Eylül 2023 sonu itibarıyla 4.800 milyon TL seviyesine gerilemiştir. Ayrıca, devam eden yatırımlara karşılık Şirket'in net borç/FAVÖK rasyosunun 0,8x ile oldukça düşük seviyede olduğunu da belirtelim.
- i) ham madde fiyatlarındaki hızlı yükseliş ii) yurt içi ve yurt dışı beyaz eşya talebinde yavaşlama iii) küresel ölçekte güçlü dolar teması ve Euro/Dolar paritesinde zayıflama değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	BIST 30 Endeksi'ndeki Payı	BIST 100 Endeksi'ndeki Payı	Nominal Hisse Performansı - 2023	Relatif Hisse Performansı - 2023	F/K Son 12 Aylık	PD/DD Son 12 Aylık	Eski Hedef Fiyat (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Hedef Fiyat (TL)	Yeni Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
Finansallar														
Agesa Hayat Emeklilik	9,558	320	---	---	56%	15%	8.0	3.9	60.00	TUT	70.00	TUT	53.10	31.8%
Akbank	207,168	6,933	7.3%	5.2%	106%	52%	2.8	1.1	45.10	AL	54.70	AL	39.84	37.3%
Aksigorta	8,995	301	---	---	35%	-1%	9.1	3.3	8.30	AL	8.30	AL	5.58	48.7%
Anadolu Hayat Emeklilik	16,486	552	---	---	76%	30%	6.3	2.9	73.40	AL	60.00	AL	38.34	56.5%
Anadolu Sigorta	34,050	1,139	---	---	274%	175%	5.6	2.3	86.70	AL	86.70	AL	68.10	27.3%
Garanti Bank	262,920	8,799	2.4%	1.7%	109%	54%	3.4	1.2	67.70	AL	85.80	AL	62.60	37.1%
Halkbank	99,078	3,316	---	0.4%	-10%	-34%	7.1	0.8	16.60	TUT	17.00	TUT	13.79	23.3%
İş Bankası	251,399	8,413	5.2%	3.7%	97%	45%	3.3	1.1	31.00	AL	33.00	AL	25.14	31.3%
İş Yatırım	48,060	1,608	---	0.7%	118%	61%	5.1	3.6	59.00	AL	50.00	AL	32.04	56.1%
TSKB	20,272	678	---	0.4%	50%	11%	3.1	1.1	10.00	AL	10.50	AL	7.24	45.0%
Türkiye Sigorta	53,593	1,793	---	---	226%	140%	9.7	4.4	54.40	TUT	54.40	TUT	46.14	17.9%
Vakıf Bank	151,218	5,060	---	0.4%	8%	-20%	6.5	1.0	19.40	TUT	22.80	AL	15.25	49.5%
Yapı Kredi Bank	189,383	6,338	4.8%	3.4%	80%	33%	2.9	1.2	26.50	AL	30.60	AL	22.42	36.5%
Holdingle														
Alarko Holding	39,672	1,328	0.8%	0.6%	13%	-17%	3.1	1.7	166.77	AL	166.77	AL	91.20	82.9%
Doğan Holding	30,854	1,033	---	0.5%	8%	-21%	3.3	1.0	18.70	AL	18.70	AL	11.79	58.6%
Enka İnşaat	202,080	6,763	1.6%	1.2%	4%	-23%	13.4	1.2	46.70	AL	50.00	AL	33.68	48.5%
Koç Holding	365,169	12,220	5.4%	3.9%	73%	28%	3.6	1.7	206.00	AL	221.00	AL	144.00	53.5%
Sabancı Holding	126,913	4,247	4.1%	3.0%	40%	3%	2.4	0.9	87.50	AL	96.00	AL	62.20	54.3%
Şişecam	144,584	4,838	4.8%	3.4%	9%	-20%	7.6	1.5	77.70	AL	77.70	AL	47.20	64.6%
Tekfen Holding	13,446	450	---	0.3%	-18%	-39%	6.3	1.1	57.60	AL	57.60	AL	36.34	58.5%
Petrol ve Gaz														
Aygaz	28,684	960	---	---	43%	6%	5.0	2.4	183.00	AL	193.00	AL	130.50	47.9%
Petkim	49,801	1,667	1.6%	1.2%	-9%	-33%	14.1	2.3	22.00	TUT	22.00	TUT	19.65	12.0%
Tüpraş	266,090	8,905	8.8%	6.3%	113%	57%	5.0	3.7	193.00	AL	208.00	AL	138.10	50.6%
Enerji														
Aksa Enerji	39,169	1,311	---	0.4%	-35%	-52%	9.2	1.7	50.70	TUT	50.70	TUT	31.94	58.7%
Alfa Solar Enerji	30,470	1,020	---	0.3%	136%	74%	23.4	16.8	98.28	TUT	103.80	AL	82.80	25.4%
Biotrend Enerji	9,155	306	---	0.2%	-9%	-33%	15.8	15.9	31.80	AL	31.80	AL	18.31	73.7%
Galata Wind Enerji	12,355	413	---	0.2%	1%	-25%	11.9	5.1	35.77	AL	35.77	AL	22.88	56.3%
Enerjisa Enerji	54,872	1,836	---	0.5%	36%	0%	2.2	1.7	77.20	AL	77.20	AL	46.46	66.2%
Demir Çelik														
Erdemir	150,150	5,025	4.8%	3.5%	-1%	-27%	---	0.9	52.60	AL	57.00	AL	42.90	32.9%
Kardemir (D)	26,580	889	1.2%	0.8%	33%	-2%	27.3	2.4	35.39	AL	37.00	AL	24.72	49.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	BIST 30 Endeksi'ndeki Payı	BIST 100 Endeksi'ndeki Payı	Nominal Hisse Performansı - 2023	Relatif Hisse Performansı - 2023	F/K Son 12 Aylık	PD/DD Son 12 Aylık	Eski Hedef Fiyat (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Hedef Fiyat (TL)	Yeni Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
Kimya, Tarımsal İlaç ve Gübre														
Aksa Akrilik	28,522	954	---	0.5%	16%	-15%	8.8	4.1	124.00	AL	124.00	AL	88.10	40.7%
Alkim Kimya	5,406	181	---	---	-11%	-34%	10.4	4.1	56.00	AL	56.00	AL	36.04	55.4%
Hektaş	48,753	1,632	1.4%	1.0%	-47%	-61%	184.9	13.5	28.20	TUT	25.50	TUT	19.27	32.3%
Kimteks Poliüretan	14,501	485	---	0.2%	1%	-25%	15.3	7.3	95.95	AL	95.95	AL	59.65	60.9%
Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi														
Doğuş Otomotiv	55,385	1,853	---	0.9%	49%	10%	3.1	2.2	486.80	AL	412.00	AL	251.75	63.7%
Ford Otosan	264,762	8,860	3.3%	2.3%	50%	10%	7.9	6.5	1423.54	AL	1202.00	AL	754.50	59.3%
Kordsa	15,115	506	---	0.2%	-20%	-41%	80.2	1.3	128.00	AL	128.00	AL	77.70	64.7%
Tofaş	108,750	3,639	1.8%	1.3%	31%	-3%	6.8	5.1	444.40	AL	360.00	AL	217.50	65.5%
Türk Traktor	68,045	2,277	---	0.8%	116%	59%	8.9	8.8	1412.60	AL	1271.40	AL	680.00	87.0%
Otokar	51,420	1,721	---	0.7%	105%	51%	44.8	20.7	469.60	TUT	532.50	AL	428.50	24.3%
Brisa	24,455	818	---	---	39%	2%	9.2	5.7	135.30	AL	135.30	AL	80.15	68.8%
Sağlık														
Anatolia Tanı ve Biyoteknoloji Ürünler	2,790	93	---	---	-39%	-55%	22.8	3.4	15.40	TUT	15.40	TUT	12.68	21.5%
Eczacıbaşı İlaç	30,288	1,014	---	0.3%	38%	2%	8.1	1.6	53.50	TUT	53.50	TUT	44.20	21.0%
Lokman Hekim	1,710	57	---	---	90%	40%	12.8	4.7	61.57	AL	78.30	AL	47.50	64.8%
Meditera Tıbbi Malzeme	3,606	121	---	---	-27%	-46%	10.9	3.7	59.20	AL	59.20	AL	30.30	95.4%
MLP Sağlık	29,125	975	---	---	65%	22%	13.2	11.6	269.40	AL	284.30	AL	140.00	103.1%
Selçuk Ecza Deposu	35,304	1,181	---	---	53%	13%	10.9	4.1	73.50	AL	73.50	AL	56.85	29.3%
Perakende ve Toptan														
BİM	194,000	6,492	7.7%	5.5%	125%	66%	17.0	6.5	421.00	AL	451.20	AL	319.50	41.2%
Bizim Toptan	2,371	79	---	---	6%	-22%	9.4	5.1	62.50	AL	62.50	AL	39.52	58.1%
Mavi Giyim	22,723	760	---	0.8%	84%	35%	9.2	4.8	180.60	AL	180.60	AL	114.40	57.9%
Migros	63,278	2,118	---	1.6%	132%	71%	11.7	7.9	501.50	AL	593.50	AL	349.50	69.8%
Şok Marketler	31,355	1,049	---	0.8%	95%	44%	9.7	6.3	96.80	AL	112.10	AL	52.85	112.1%
Gıda ve İçecek														
Coca Cola İçecek	122,098	4,086	---	1.5%	160%	92%	14.5	3.6	524.90	AL	669.10	AL	480.00	39.4%
Tat Gıda	4,458	149	---	---	-6%	-31%	17.0	3.7	47.70	AL	47.70	AL	32.78	45.5%
Ülker Bisküvi	29,173	976	---	0.6%	87%	38%	17.8	3.3	154.50	AL	154.50	AL	79.00	95.6%
Yayla Agro Gıda	13,446	450	---	0.2%	-23%	-43%	9.1	3.7	24.70	AL	24.70	AL	12.37	99.7%
Büyük Şefler Gıda	2,564	86	---	---	-8%	-32%	13.4	6.4	53.10	AL	53.10	AL	23.96	121.6%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	BIST 30 Endeksi'ndeki Payı	BIST 100 Endeksi'ndeki Payı	Nominal Hisse Performansı - 2023	Relatif Hisse Performansı - 2023	F/K Son 12 Aylık	PD/DD Son 12 Aylık	Eski Hedef Fiyat (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Hedef Fiyat (TL)	Yeni Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
Beyaz Eşya ve Mobilya														
Arçelik	86,696	2,901	0.9%	0.6%	17%	-14%	16.9	2.6	199.94	AL	191.00	AL	128.30	48.9%
Vestel Beyaz Eşya	25,808	864	---	---	18%	-13%	7.4	2.7	24.30	AL	24.30	AL	16.13	50.7%
Vestel Elektronik	15,706	526	---	0.3%	-35%	-52%	42.8	1.1	86.00	AL	86.00	AL	46.82	83.7%
Yataş	3,637	122	---	---	-26%	-45%	8.4	2.5	46.30	AL	46.30	AL	24.28	90.7%
Telekom & Teknoloji & Yazılım														
Aztek Teknoloji	11,990	401	---	---	261%	166%	20.8	11.2	96.90	TUT	96.90	TUT	119.90	-19.2%
Hitit Bilgisayar Hizmetleri	7,618	255	---	---	105%	51%	60.2	5.7	108.80	AL	108.80	AL	59.75	82.1%
İndeks Bilgisayar	4,740	159	---	---	0%	-26%	6.2	2.7	10.89	AL	10.89	AL	6.32	72.3%
Karel Elektronik	9,920	332	---	---	-11%	-34%	---	10.4	21.00	AL	21.00	AL	12.31	70.6%
Kontrolmatik Teknoloji	47,540	1,591	1.1%	0.8%	37%	1%	57.4	24.6	378.00	AL	378.00	AL	237.70	59.0%
Logo Yazılım	7,410	248	---	---	9%	-20%	14.3	5.2	91.40	AL	91.40	AL	74.10	23.3%
Türkcell	137,500	4,601	4.7%	3.4%	51%	11%	7.9	3.4	80.77	AL	102.00	AL	62.50	63.2%
Türk Telekom	93,450	3,127	---	0.6%	-1%	-27%	16.8	2.9	30.10	AL	44.40	AL	26.70	66.3%
Savunma														
Aselsan	214,046	7,163	3.8%	2.7%	45%	7%	13.4	4.4	51.06	AL	62.20	AL	46.94	32.5%
Yapı Malzemeleri														
Akçansa	28,640	958	---	0.3%	135%	73%	8.9	3.4	235.40	AL	235.40	AL	149.60	57.4%
Çimsa	27,290	913	---	0.6%	111%	56%	10.2	3.3	43.40	AL	43.40	AL	28.86	50.4%
Kalekim	9,494	318	---	---	76%	30%	11.7	6.3	39.20	AL	39.20	AL	20.64	89.9%
Havacılık														
Pegasus	71,149	2,381	2.1%	1.5%	35%	0%	5.4	2.0	1478.60	AL	1118.00	AL	695.50	60.7%
TAV Havalimanları	41,596	1,392	---	1.0%	15%	-15%	7.7	1.1	167.60	AL	167.60	AL	114.50	46.4%
Türk Hava Yolları	335,202	11,217	11.1%	8.0%	62%	20%	4.3	1.0	408.80	AL	380.00	AL	242.90	56.4%
Kağıt ve Kağıt Ürünleri														
Europap Tezol Kağıt	7,902	264	---	---	22%	-10%	9.9	4.2	25.50	AL	28.10	AL	17.96	56.5%
GYO														
Emlak GYO	30,894	1,034	1.0%	0.7%	-19%	-40%	6.5	1.4	11.20	AL	12.50	AL	8.13	53.8%
Ozak GYO	12,128	406	---	---	-25%	-45%	1.3	0.5	14.00	AL	14.00	AL	8.33	68.1%
Torunlar GYO	31,300	1,047	---	---	67%	23%	1.5	0.9	30.00	G.G	50.00	AL	31.30	59.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Döngüsel Portföy, Ocak 2024

Deniz Yatırım Döngüsel Portföy									
Hisse senedi	Giriş tarihi	Giriş seviyesi	Son kapanış	Değişim	Rölatif	Portföyde kalma süresi, gün	Yıl başlangıcından değişim	Haftalık beta	Haftalık korelasyon
THYAO	25.01.2022	26.05	242.90	832%	131%	714	6%	0.97	0.73
SELEC	05.04.2022	11.91	56.85	377%	43%	644	-8%	0.73	0.47
TCELL	10.10.2022	23.12	62.50	170%	25%	456	11%	0.86	0.64
ULKER	13.12.2022	38.36	79.00	106%	39%	392	-3%	1.07	0.57
AYGAZ	16.01.2023	81.08	130.50	61%	6%	358	-3%	1.03	0.64
MPARK	16.01.2023	78.44	140.00	78%	18%	358	-6%	0.70	0.51
AKCNS	12.04.2023	56.73	149.60	164%	76%	272	5%	0.92	0.45
MAVI	12.05.2023	56.08	114.40	104%	28%	242	-2%	0.74	0.60
TEZOL	22.05.2023	10.38	17.96	73%	0%	232	0%	1.06	0.62
ASELS	17.07.2023	36.49	46.94	29%	9%	176	4%	1.04	0.69
AKBNK	21.08.2023	27.86	39.84	43%	41%	141	9%	1.16	0.69
VESBE	31.08.2023	18.03	16.13	-11%	-8%	131	1%	0.83	0.65
SOKM	13.10.2023	65.08	52.85	-19%	-14%	88	-2%	0.71	0.46
MGROS	19.12.2023	330.97	349.50	6%	5%	21	4%	0.79	0.59
ALKIM	02.01.2024	34.55	36.04	4%	2%	7	6%	0.94	0.68

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Döngüsel Portföy, Ocak 2024

Hisse	Tarih	Beta (3 ay)	Korelasyon (3 ay)	Ort. işlem hacmi (3 ay, mio TRY)	F/K (Son 4 çeyrek)	FD/FAVÖK (Son 4 çeyrek)	3 ay rölatif perf.	YBB rölatif perf.
THYAO	09.01.2024	1.04	0.83	8,641	4.27	4.66	13%	3%
SELEC	09.01.2024	1.00	0.56	123	10.86	8.03	-6%	-11%
TCELL	09.01.2024	0.92	0.73	1,681	7.88	4.83	27%	8%
ULKER	09.01.2024	1.30	0.72	694	17.76	5.49	-3%	-7%
AYGAZ	09.01.2024	1.15	0.76	135	5.00	28.24	-10%	-7%
MPARK	09.01.2024	0.78	0.53	124	13.23	8.78	-3%	-9%
AKCNS	09.01.2024	1.01	0.63	184	8.87	8.44	-9%	2%
MAVI	09.01.2024	0.91	0.71	211	9.19	5.15	11%	-5%
TEZOL	09.01.2024	1.06	0.72	58	9.92	12.26	-7%	-4%
ASELS	09.01.2024	0.91	0.69	2,605	13.44	18.28	14%	1%
AKBNK	09.01.2024	0.94	0.67	3,148	2.83		31%	5%
VESBE	09.01.2024	1.02	0.72	159	7.38	5.11	3%	-3%
SOKM	09.01.2024	0.90	0.65	527	9.67	5.01	-10%	-5%
MGROS	09.01.2024	0.74	0.64	557	11.72	6.81	-8%	1%
ALKIM	09.01.2024	0.82	0.69	47	10.41	7.45	-15%	2%

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

Döngüsel Portföy, Ocak 2024

Dönem	Döngüsel Portföy endeks seviyesi	Döngüsel Portföy rölatif (XU100)	Döngüsel Portföy rölatif (XU30)	XU100
09.01.2024	853.6	60.5%	60.5%	531.5
02.01.2024	856.1	63.3%	63.3%	523.9
29.12.2023	845.1	64.5%	64.5%	513.3
30.12.2022	539.3	42.4%	42.4%	378.5
31.12.2021	143.9	12.6%	12.6%	127.6
21.10.2021	100.0	0.0%	0.0%	100.0
Haftalık performans (Portföy)	0%			
Yıl başlangıcından performans (Portföy)	1%			
Kurulduğu günden performans (Portföy)	754%			
Haftalık ortalama beta (Portföy)	0.90			
Haftalık ortalama korelasyon (Portföy)	0.60			
Ortalama gün (Portföy)	282			
Toplam gün (Portföy kuruluşundan)	810			
XU100 haftalık performans	1%			
XU100 yıl başlangıcından performans	4%			
XU100 Döngüsel Portföy kurulduğu günden performans	432%			
Döngüsel Portföy, XU100 haftalık rölatif	-2%			
Döngüsel Portföy, XU100 yıl başlangıcından rölatif	-2%			
Döngüsel Portföy, XU100 kurulduğu günden rölatif	61%			

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Yasal Uyarı

Uyarı Notu:

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Disclaimer:

Assessments included in this report/e-mail have been prepared based on information and data obtained from sources deemed to be reliable by Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. The statements in the report may not be suitable with your financial status, risk or income preferences and must not be evaluated as a form of guidance towards carrying out sales or purchases in any way. Deniz Yatırım does not guarantee the accuracy, completeness and permanence of these data. Therefore, readers are recommended to verify the accuracy of these data before they act based on information in these reports, and the responsibility of decisions taken as per these information belongs to the reader. Deniz Yatırım cannot in any way be held liable for the incompleteness or inaccuracy of this information. Also, employees and consultants of Deniz Yatırım and DenizBank Financial Services Group have no direct or indirect responsibility with regards to any losses to be incurred due to information given in this report/e-mail. This information does not constitute an investment recommendation, buy-sell proposal or promise of income in relation to any capital market instruments and does not fall in scope of investment consultancy. Investment Consultancy services are tailor-made for persons based on their risk and income preferences in scope of investment consultancy agreements signed with authorized institutions. None of this content can be copied without the written permission of Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş., published in any form or environment, given reference or utilized.

© DENİZ YATIRIM 2024