

# Gedik Yatırım

## 2023 Strateji Raporu

21 Aralık 2022

*Küresel Resesyon Döneminde Türkiye'de  
Yatırım Stratejileri*

GedikYatırım



# 2023 Strateji Raporu

## Yönetici Özeti – Ekonomik Görünüm



### 2023 yılının ana teması «resesyon ihtimali» olacak gibi duruyor

- Brent petrol varil fiyatının yılın genelinde 80-100 \$ arasında salınacağını (bu aralığın dışında seviyelerin kalıcı olmayacağını) varsayıyoruz. Rusya'dan Avrupa'ya gaz kesintilerinin süreceğini ve TTF spot doğalgaz fiyatının tarihsel ortalamaların çok üzerinde kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.
- ABD'de kısa vadede enflasyondaki düşüşün hız kazanmasını beklemekle beraber, tedarik zincirindeki potansiyel duraklamalar ve jeopolitik risklerin yukarı yönlü risk yaratmaya devam etmesini bekliyoruz. TÜFE enflasyonu 2023 sonunda %3,0-3,5 civarına gerilese de, sene ortalaması %4,5 civarında gerçekleşebilir.
- FED'in politika faizini 2023 ilk çeyreğinde %5.0 seviyesine yükselttikten sonra yılın sonlarına kadar bu seviyede tutmasını bekliyoruz. FED 2023 sonu/2024 başı gibi bir dönemde faiz indirimlerine kademeli bir şekilde başlayabilir.
- ABD ekonomisinin 2023'te (muhtemelen ilk çeyrek sonu/ikinci çeyrek başına denk gelen bir dönemde) resesyona girmesini beklemekle beraber, bunun hafif ölçekte ve kısa süreli olacağını öngörüyoruz.
- ABD'de kısa vadede devam etmesini beklediğimiz enflasyon düşüşü piyasadaki olumlu risk iştahını destekleyebilir. Ancak, ilerleyen süreçte resesyon emarelerinin daha somut bir hal almasıyla, ABD hisse senedi endekslerinde sert geri çekilmeler yaşanabileceğini öngörüyoruz. S&P-500 endeksinde dip seviyenin henüz görülmediğini, endeksin mevcut seviyelerin (3,818) %10-15 altına kadar sarkabileceğini düşünüyoruz.
- Bununla beraber, 2022'de resesyonun ardından FED başta olmak üzere merkez bankalarının para politikasına ilişkin mesajlarını yumuşatmaları, yılın ilerleyen aylarında beraberinde borsalarda hızlı yükselişleri de getirebilir.
- Dolar endeksinin güvenli liman algısıyla yükselişe geçebileceğini, bu süreçte €/ \$ paritesinde de yeniden 1.0 seviyesinin altına test edilebileceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, €/ \$ paritesi yılın sonlarına doğru 1,05-1,10 aralığına kadar yükselebilir.

### Hızlı büyüme isteği devam ederken, TL'deki değer kaybı eğilimi güçlenebilir

- TCMB'nin para politikasına ilişkin olarak faizler düşük tutulurken, TL'deki değer kaybı eğilimini önlemek adına kredi büyümesinin makroihtiyati tedbirlerle ilgili sektörlerde yoğunlaştırılmasına çalışıldığı politika duruşunun devam edeceğini düşünüyoruz.
- Hükümetin mali genişlemeye ek olarak kredileri de canlandırma potansiyeli yılın ilk yarısında iç talebe bir miktar ivme kazandırabilir. Ancak, iç talebin yıl boyunca güçlü kalması zor görünmesi ve de ihracatta beklediğimiz yavaşlamaya bağlı olarak, GSYH büyümesinin 2022'deki 5,0 seviyesinden 2023'te %2,0-2,5 seviyelerine gerileyebileceğini düşünüyoruz.
- Kredi faizlerindeki gerilemeye karşın, kredi büyümesinde çok kayda değer bir ivmelenme olmaması TL'de son dönemdeki stabilizasyona yardımcı oluyor. Kısa vadede TL'deki stabilizasyonun korunmasını beklemekle beraber, hızlı mali ve parasal genişlemeye bağlı olarak, ilerleyen dönemde değer kaybı baskısının güçlenebileceğini düşünüyoruz. \$/TL kurunu 2023 sonu için 24,50, yıllık ortalama olarak da 22,70 olarak öngörüyoruz (varsayıyoruz).
- Önümüzdeki aylarda güçlü baz etkilerinin de desteğiyle, TL'de sınırlı sayılabilecek bir değer kaybı varsayımıyla, yıllık TÜFE enflasyonu sene sonunda %67,5, ilk çeyrek sonunda %50, ikinci çeyrekte de %45 civarlarına gerileyebilir. TÜFE enflasyonuna ilişkin tahminlerimiz 2023 sonu için %40, yıllık ortalama olarak da %47 seviyesinde bulunuyor. Ancak, TL'deki değer kaybının yeniden hızlanması potansiyeli bu tahminler üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutuyor.
- Cari açık 2022 sonunda 49 milyar \$ (GSYH'nin kabaca %5,6'sı), ilk çeyrekte de 55 milyar \$ civarlarına yükselebilir. 2023'ün ikinci yarısında enerji ithalat maliyetlerindeki düşüş ve güçlü turizm geliri beklentilerimize bağlı olarak, cari açığın düşüş trendine girmesini ve sene sonunda 40 milyar \$'a (GSYH'nin %4,1'i) gerilemesini bekliyoruz.
- 2022 sonunda merkezi bütçe açığı/GSYH oranının %3,0'ün altında kalması oldukça muhtemel görünüyor. Ancak, hızla artacak faiz harcamaları ve KKM sistemine bağlı transferler nedeniyle, bütçe açığı/GSYH oranının ilerleyen yıllarda %4,0'e doğru (hatta üzerine) yükselmesi riskinin oldukça yüksek olduğunu düşünüyoruz.

Serkan Gönençler  
Baş Ekonomist

# 2023 Strateji Raporu



## Yönetici Özeti – Hisse Senetleri Piyasası Görünümü

**Endeksin kısa vade trendinde önemli bir değişiklik beklemekle birlikte, değerlendirme bazında doyum noktalarına geldiğini düşünüyoruz.**

- 2021 yılını %26'lık bir mutlak getiri ile kapatan BIST 100 endeksi, TL'nin değer kaybından dolayı GOÜ'lerin %26 gerisinde bir performans göstermişti.
- Yılbaşından bu yana BIST 100 endeksinin oldukça güçlü %153 getirisi bulunmakta ve sağlanan getirin aynı dönemde yaşanan açıklanan %62,4'lük enflasyonun (TÜFE) ve %33 değer kazanan döviz sepetinin oldukça üzerinde. Yüksek getirinin temel nedenleri: 1. Mevduat başta olmak üzere alternatif para piyasalarında düşük kalan faizler nedeni ile alternatif getirilerin sınırlı kalması, 2. Şirket karlarının talep bazlı büyüme, ve enflasyonunda katkısı ile yakaladıkları yüksek ürün fiyat ayarlamaları, ve 3. Zayıf TL ile ihracat ağırlıklı şirketlerin elde ettikleri enflasyonun üzerindeki karlılıklar olarak yorumlamaktayız. Aynı dönemde, USD bazında getirinin de dahil edildiği, GOÜ'lere karşı göreceli performansa baktığımızda, BIST-100 endeksinin rölatif getirisinin yıllık bazda tarihsel olarak en yüksek seviye olan %139 olduğunu görmekteyiz.
- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise (enflasyondan arındırılmış, yani reel, 2022-2023 yılları averajı) net kar büyümesi açısından gördüğümüz gelişme global büyüme beklentilerinin oldukça yavaşladığı, hatta hemen her ülkede negatife geçmiş olduğu. Bu bağlamda piyasa beklentisi önümüzdeki 2 yılda averaj olarak BIST şirketlerinin dünya averajına paralel %10'un üzerinde reel kar ve FAVÖK daralması (Gedik Yatırım beklentisi: 25) yaşayacağı. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise 6 ay önce %38'den %25'e düşmüş durumda.
- **BIST-100 Endeks hedefimiz %18'lik yükselme potansiyeliyle 6000.** Güçlü devam eden şirket büyümeleri ve enflasyonist ortamın yarattığı etki ile endeks hedefimizi 4,650'den 6,000'e çıkartıyoruz. Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %22, sanayii sektörlerindeki ise %16. Öte yandan beklentilerden uzun sürebilecek (yüksek) faiz ortamının değerlemeler üzerinde bir risk unsuru olduğunu belirtmek isteriz.

**2023'de takibimizdeki şirketleri karlarının reel olarak daralmasını bekliyoruz**

- Raporun içeriğinde sunulan iki grafik 2022 ve 2023 yıllarında ana sektörlerdeki faaliyet ve net kar büyüme tahminlerimizle averaj TÜFE beklentilerimizi karşılaştırmakta, yani reel büyüme resmini çizmektedir.
- Bu bağlamda, 2022 yılında demir çelik ve madencilik hariç, çoğu ana sektörlerin 2022 yılında yüksek reel kar büyümeleri ile yılı kapamalarını bekliyoruz. Ancak, 2023 yılında reel faaliyet karı büyümesi beklediğimiz madencilik, gıda perakende, yeme içme, ve çimento'dan ibaret. Beklentimiz BIST100 ortalamasının reel olarak %25 üzerinde bir kar düşüşü yaşayacağı.
- Önümüzdeki sene beklediğimiz reel kar daralmasının arkasındaki ana nedenler: 1. 2022 yılında kaynaklanan yüksek baz etkisi, 2. Özellikle seçimlerin ardından daha ortodox macro politikalara dönülme olasılığı ve büyümede yavaşlama, 3. Global büyümede yavaşlama, ve 4. TL'nin üretici fiyatlarına nazaran güçlü kalması ve özellikle ihracatçı şirketlerin karlılıklarını azaltma olasılığıdır
- **Model portföy güncellemesi**
- **Bankacılık sektöründe portföyümüzdeki Garanti Bankası pozisyonumuzu Akbank ile değiştiriyoruz:** Değişiklik taktiksel olup, Akbank'ın göreceli daha düşük çarpanları ve 4.çeyrekte TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü sayesinde güçlü kar beklentimiz sebebiyle model portföyümüze ekliyoruz.
- **Orge Enerjiyi portföyümüze ekliyoruz:** Şirket'in aktif olduğu metro projelerinin orta vadede büyümesine ek olarak yeni iş alanı olan yenilenebilir enerji tarafında güçlü potansiyel görüyoruz. Her ne kadar bu gelişmelerin bir kısmını BIST 100 göreceli olarak YBB %55 bandında pozitif ayırarak fiyatlasa da, potansiyelin hala çok yüksek olduğuna inanıyoruz.
- **Tekfen Holding'i portföyümüze ekliyoruz:** İnşaat segmentindeki güçsüzlüğün orta vadede sona erdiğini, gübre ve hizmetler segmentinde ise güçlü görünümün 2023 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket'in BIST 100 endeks göreceli olarak YBB %20'lik negatif ayrışmasını alışı fırsatı olarak görmekteyiz.

Ali Kerim Akkoynlu  
Araştırma Direktörü

# Strateji Raporu

## İçerik

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



# 2023 Makro Görünüm: Özet



## Global ekonomiye ilişkin beklentilerimize ilişkin genel özet

### Global ekonomiye ilişkin beklentilerimizde öne çıkan noktalar şöyle özetlenebilir:

- Global büyümedeki yavaşlamaya rağmen, devam eden jeopolitik riskler ve OPEC'in üretim kesintileri nedeniyle petrol fiyatlarındaki olası düşüşlerin sınırlı kalmasını bekliyoruz. Buna göre, **Brent petrol varil fiyatının yılın genelinde 80-100 \$ arasında salınacağını (bu aralığın dışında seviyelerin kalıcı olmayacağını) varsayıyoruz.** Rusya'dan Avrupa'ya gaz kesintilerinin süreceğini ve TTF spot doğalgaz fiyatının tarihsel ortalamaların çok üzerinde kalmaya devam edeceğini öngörüyoruz.
- ABD'de parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri, emtia fiyatlarının düşük (stabil) seyretmeye devam etmesi, yüksek stokların fiyatları baskılaması ve gayrimenkul piyasasındaki durgunluğa bağlı olarak kira fiyatlarının ılımlı seyretmesi gibi unsurlar kısa vadede enflasyondaki düşüşü destekleyebilir. Çin'in sıfır Covid politikasını sürdürmesine bağlı olarak tedarik zincirinde yaşanabilecek sıkıntıların ve jeopolitik risklere bağlı enerji fiyatlarındaki potansiyel yükselişlerin ise yukarı yönlü risk oluşturmaya devam edeceğini düşünüyoruz. **ABD'de TÜFE enflasyonu 2023 sonunda %3,0-3,5 civarına gerilese de, sene ortalaması %4,5 civarında gerçekleşebilir. FED'in politika faizini 2023 ilk çeyreğinde %5.0 seviyesine yükselttikten sonra yılın sonlarına kadar bu seviyede tutmasını bekliyoruz. FED 2023 sonu/2024 başı gibi bir dönemde faiz indirimlerine kademeli bir şekilde başlayabilir.**
- Halihazırda istihdam piyasası güçlü seyretse de, birçok öncü gösterge ABD ekonomisinin 2023 yılı içinde resesyona girme ihtimalinin oldukça güçlü olduğuna işaret ediyor. ABD'de büyümedeki yavaşlamanın (resesyon emarelerinin) ilk çeyrekte daha somut bir şekilde ortaya çıkmasını bekliyoruz. **ABD ekonomisinin 2023'te (muhtemelen ilk çeyrek sonu/ikinci çeyrek başına denk gelen bir dönemde) resesyona girmesini beklemekle beraber, bunun hafif ölçekte ve kısa süreli olacağını öngörüyoruz.**
- **ABD'de kısa vadede devam etmesini beklediğimiz enflasyon düşüşü piyasadaki olumlu risk iştahını destekleyebilir.** Resesyon ihtimali FED'in para politikası duruşunu yumuşatacağı beklentilerini besleyerek hisse senedi piyasasını bir süre daha olumlu etkilemeye devam edebilir. Ancak, resesyonun daha somut bir nitelik kazanması ve de hisse kar beklentilerinin aşağı çekilmesiyle, ABD hisse senetlerinde yeniden sert geri çekilmeler yaşanabileceğini öngörüyoruz. Buna göre, **S&P-500 endeksinde dip seviyenin henüz görülmediğini, endeksin mevcut seviyelerin (3,818) %10-15 altına kadar sarkabileceğini düşünüyoruz.**
- Öte yandan geçmiş tecrübeler, S&P-500 endeksinde dip seviyelerden toparlanma sürecinin resesyonların bitişinden çok önce (ortalama 3-4 ay) başladığına da işaret ediyor. Buna göre, **resesyonun ardından FED başta olmak üzere merkez bankalarının para politikasına ilişkin mesajlarını yumuşatmaları, yılın ilerleyen aylarında beraberinde borsalarda hızlı yükselişleri de getirebilir.**
- Küresel risk iştahının bozulduğu dönemde Dolar endeksinin güvenli liman algısıyla yükselişe geçebileceğini, bu süreçte **€/ \$ paritesinde de yeniden 1.0 seviyesinin altına test edilebileceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, yılın sonlarına doğru FED'den faiz indirimi beklentilerinin yükselmesi ve risk iştahının iyileşmesiyle €/ \$ paritesi 1,05-1,10 aralığına kadar yükselebilir. Bu sürecin altın fiyatları için de destekleyici olması ve Ons altın fiyatının 2000 \$ seviyelerine yaklaşması da muhtemel.**

# 2023 Makro Görünüm: Özet



## Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimize ilişkin genel özet

Türkiye ekonomisine ilişkin beklentilerimizde öne çıkan noktalar şöyle özetlenebilir:

- TCMB'nin para politikasına ilişkin olarak, önümüzdeki dönemde de, faizler düşük tutulurken, TL'deki değer kaybı eğilimini de önlemek adına kredi büyümesinin makroihtiyati tedbirlerle ilgili sektörlerde yoğunlaştırılmasına çalışıldığı politika duruşunun devam edeceğini düşünüyoruz.
- Kredi faizlerindeki gerilemeye karşın, kredi büyümesinde henüz çok kayda değer bir ivmelenme olmadığı görülüyor. Bu durumun, TL'deki son dönemdeki stabilizasyona da yardımcı olduğunu söyleyebiliriz. Ancak, büyümedeki ivme kaybının devam etmesiyle, **seçimler de yaklaşırken, hükümetin mali genişlemeye ek olarak kredileri de canlandırma eğiliminde olabileceğini düşünüyoruz.** Buna göre, kısa vadede KGF teşviklerinin de yardımıyla özellikle kamu bankaları üzerinden selektif kredilere ivme kazandırarak büyüme desteklenmek istenebilir.
- Yılın ilk yarısında yıllık %7,6'ya ulaşan GSYH büyümesi 3Ç22'de güçlü iç talebe karşın, ihracattaki ivme kaybına bağlı olarak %3,9 seviyesine geriledi. Mevcut verilerle **GSYH büyümesinin yılın son çeyreğinde %2,0 civarına gerileyebileceğini düşünüyoruz.** Bu ivme kaybına karşın, 2022 yılı GSYH büyümesinin yılın ilk yarısındaki büyümenin yardımıyla **%5,0 civarında gerçekleşeceği anlaşılıyor.** Hükümetin mali genişlemeye ek olarak kredileri de canlandırma potansiyeli iç talebe bir miktar ivme kazandırabilir. Ancak, iç talebin 2023 yılı boyunca güçlü kalması zor görünmesi ve de ihracatta beklediğimiz yavaşlamaya bağlı olarak, **GSYH büyümesinin 2023 yılında %2,0-2,5 seviyelerine gerileyebileceğini düşünüyoruz.**
- Kısa vadede TL'deki stabilizasyonun korunmasını beklemekle beraber, mali ve parasal genişlemenin birlikte yaşandığı bir durumda, hızla yükselmeye devam eden cari açık ve yoğun dış borç geri ödeme takvimi de dikkate alındığında TL üzerinde değer kaybı baskılarının önümüzdeki aylarda güçlenme ihtimalinin bulunduğunu düşünüyoruz. **\$/TL kurunu 2023 sonu için 24,50, yıllık ortalama olarak da 22,70 olarak öngörüyoruz (varsayıyoruz).**
- **Yıllık TÜFE enflasyonu** önümüzdeki aylarda güçlü baz etkilerinin de desteğiyle, TL'de sınırlı sayılabilecek bir değer kaybı varsayımıyla, **sene sonunda %67,5, ilk çeyrek sonunda %50, ikinci çeyrekte de %45 civarlarına gerileyebilir.** Ancak, TL'deki değer kaybının yeniden hızlanması potansiyeli bu tahminler üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutuyor. **TÜFE enflasyonuna ilişkin tahminlerimiz 2023 sonu için %40, yıllık ortalama olarak da %47 seviyesinde bulunuyor.**
- **Cari açığındaki yükselişin önümüzdeki aylarda da yükselişini sürdürerek sene sonunda 49 milyar \$ (GSYH'nin kabaca %5,6'sı), 2023'ün ilk çeyreğinde de 55 milyar \$ civarlarına yükselmesini bekliyoruz.** Bu açığın finansmanının da ağırlıklı olarak net-hata noksan kaleminden (ve bir miktar da rezerv kaybıyla) karşılanmaya devam etmesini bekliyoruz. **2023'ün ikinci yarısında ise enerji ithalat maliyetlerindeki düşüş ve güçlü turizm geliri beklentilerimize bağlı olarak, cari açığın düşüş trendine girmesini ve sene sonunda 40 milyar \$'a (GSYH'nin %4,1'i) bekliyoruz.**
- **2022 sonunda merkezi bütçe açığı/GSYH oranının %3,0'ün altında kalması oldukça muhtemel görünüyor.** Ancak, hızla artacak faiz harcamaları ve KKM sistemine bağlı transferler nedeniyle, **bütçe açığı/GSYH oranının ilerleyen yıllarda %4,0'e doğru (hatta üzerine) yükselmesi riskinin oldukça yüksek olduğunu düşünüyoruz.**

# 2023 Makro Görünüm: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet



Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler Tablosu

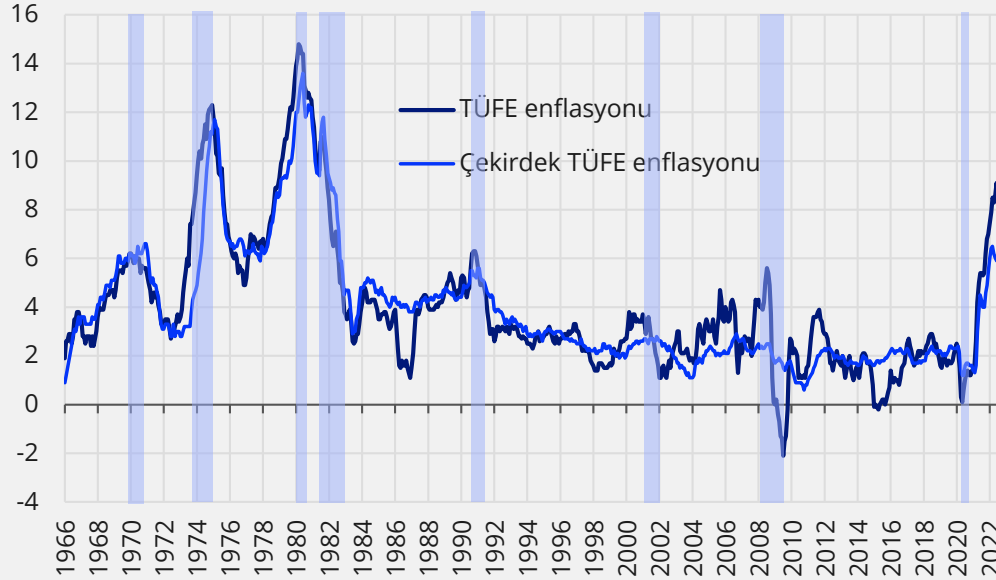
		2020	2021	2022T	2023 T
USD/TL	Dönem sonu	7.42	13.33	18.80	24.50
	Dönem ortalaması	7.02	8.89	16.55	22.70
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	14.6%	36.1%	67.5%	40.0%
	Dönem ortalaması	12.3%	19.6%	72.6%	46.7%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	14.3%	31.9%	52.4%	38.0%
	Dönem ortalaması	11.2%	18.3%	57.1%	43.1%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	1.8%	11.0%	5.0%	2.5%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	5,047	7,209	14,653	22,295
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	717	810	874	976
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-3.4%	-2.7%	-2.7%	-4.0%
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.8%	-0.2%	-0.5%	-1.4%
Faiz-Dışı Denge (IMF)	GSYH'ye oranı	-2.5%	-1.6%	-1.8%	-3.5%
Cari Denge	Milyar \$	-31.9	-7.3	-49.3	-40.0
	GSYH'ye oranı	-4.5%	-1.7%	-5.6%	-4.1%
<b>Ek Bilgi:</b>					
Brent Petrol (USD)	Dönem sonu	42.0	71.2	87.0	90.0
Brent Petrol (USD)	Dönem ortalaması	51.2	77.2	101.0	87.0
FED politika faizi	Dönem sonu	0.00%	0.00%	4.25-4.50%	4.75-5.0%
Dünya GSYH büyümesi	Dönem ortalaması	-3.1%	6.0%	3.0%	1.9%
ABD	Dönem ortalaması	-3.4%	5.7%	1.5%	0.2%
AB	Dönem ortalaması	-6.1%	5.2%	3.0%	-0.6%
Çin	Dönem ortalaması	2.2%	8.1%	3.3%	4.5%
EUR/USD	Dönem sonu	1.14	1.18	1.03	1.05
EUR/USD	Dönem ortalaması	1.23	1.13	1.05	1.03

# Ekonomik Görünüm: Global

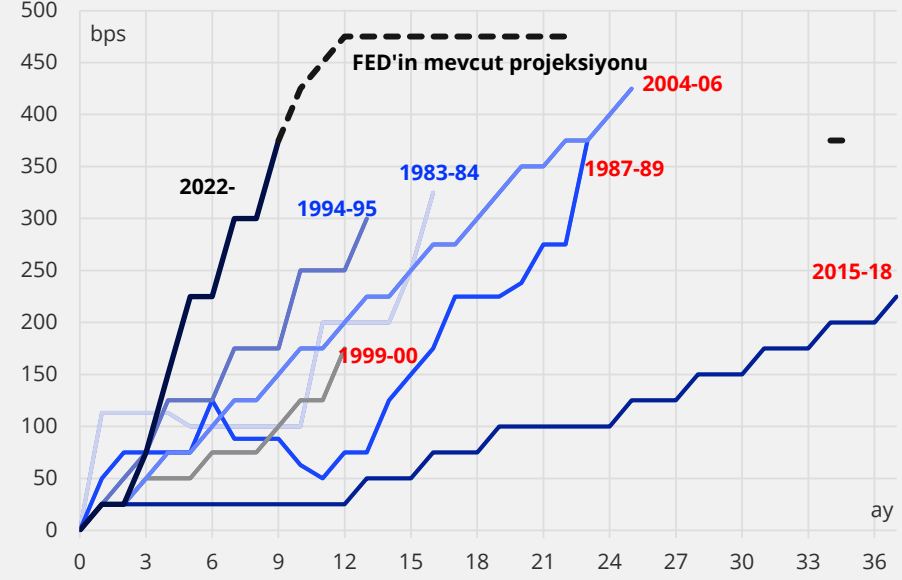


ABD'de TÜFE enflasyonunun uzun süredir tarihsel ortalamaların üzerinde seyretmesi resesyon ihtimalini artırıyor

ABD'de TÜFE enflasyonu ve resesyon dönemleri



1983'ten itibaren FED'in parasal sıkılaştırma süreçleri



- **1950'lerden itibaren, TÜFE enflasyonu %4,0'ü her aştığında ABD ekonomisinin en geç 2 yıl içinde resesyona girdiği görülüyor.** Bunun ana nedeni olarak, FED'in enflasyonu kontrol altına almak için para politikasını agresif bir şekilde sıkılaştırmak (politika faizini nötr faiz seviyesinin üzerine getirmek) zorunda kalması gösterilebilir.
- **FED'in mevcut sıkılaştırması 1983'ten sonraki dönemdeki en hızlı faiz artış hızına işaret ediyor** (her ne kadar faiz artışlarına %0,0-0,25 aralığından başlandıysa da). **Bu da resesyon endişelerinin arkasında yatan temel faktör olarak öne çıkıyor.**
- Bununla beraber, mevcut faiz artış süreci, Paul Volcker'in 1980'lerin başında %20'ye yaklaşan TÜFE enflasyonunu dizginlemek üzere gerçekleştirdiği faiz artırım döngüsünün ise çok gerisinde kaldığını belirtmek lazım.

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

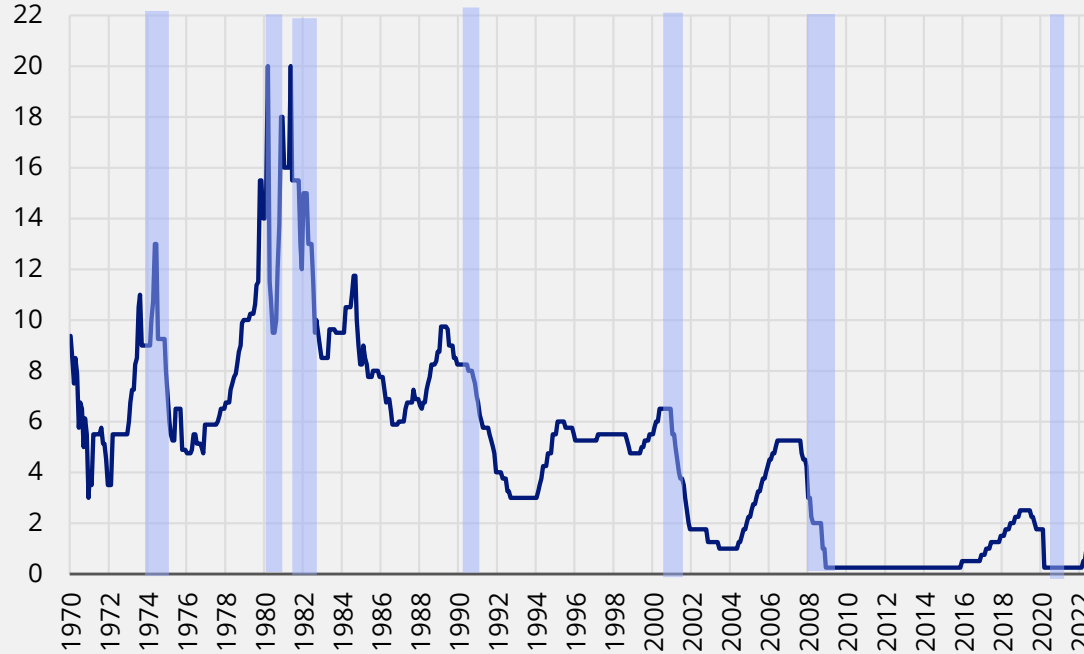


# Ekonomik Görünüm: Global



Tarihsel süreçte FED'in sıkılaştırma dönemleri sonrası «yumuşak iniş» pek rastlanan bir durum değil

Fed'in politika faizi ve resesyon dönemleri (ABD)



- Tarihsel süreç, FED'in sıkılaştırma dönemleri sonrası yumuşak inişin pek başarısız olduğunu gösteriyor. **New York FED'e göre, 1955'ten beri 15 parasal sıkılaştırma döneminin 11'inin resesyonla sonuçlandığı belirtiliyor. 1970 sonrası dönemde ise bu oran 10'da 7 olarak ortaya çıkıyor.**
- FED'in sıkılaştırma dönemleri genelde resesyon ile sonuçlansa da, geçmişte sıkılaştırma başlangıcı ve resesyon arasında geçen sürenin 10 aydan 50 aya kadar farklılık gösterdiği görülüyor.

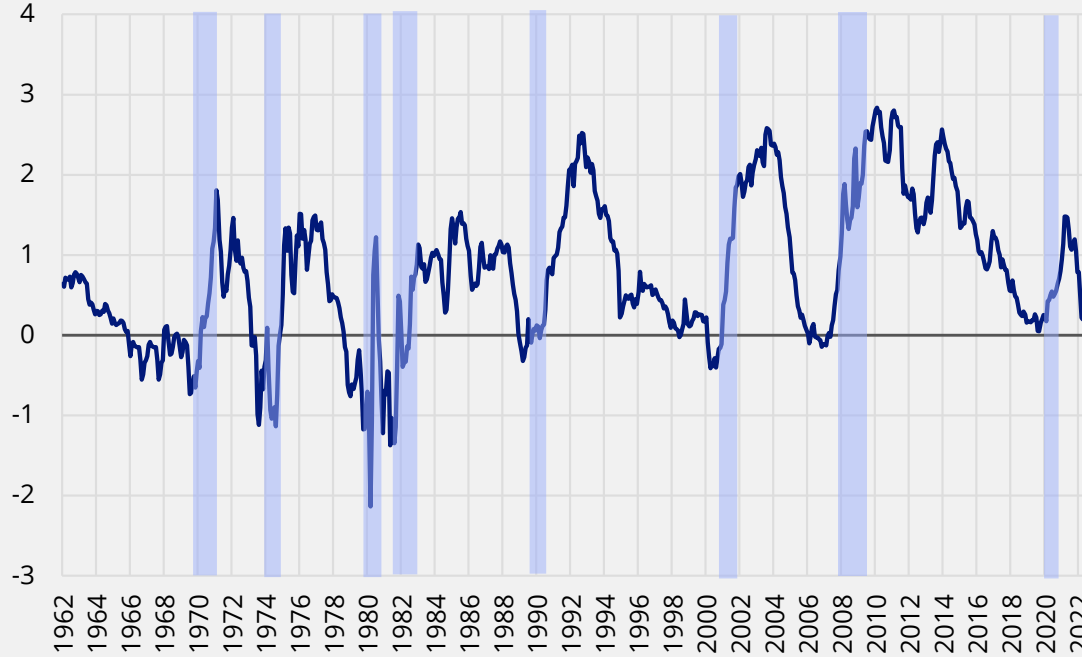
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



ABD’de her resesyon öncesinde verim eğrisi negatife dönüyor

Verim eğrisi farkı (% , 10 yıllık – 2 yıllık) ve resesyon dönemleri (ABD)



- **1960’lardan itibaren verim eğrisinin her resesyon öncesinde negatife döndüğü görülüyor.**
- Öte yandan, verim eğrisinin şeklinin resesyonun zamanlamasını tahmin konusunda güvenilirliğinin oldukça zayıf olduğunu söyleyebiliriz. Örneğin, 1970 resesyonu öncesinde, verim eğrisinin tam 1.456 gün (kabaca 4 yıl) boyunca negatif bölgede kaldığı görülüyor. Daha yakın sürece bakıldığında, 2008-2009 Finansal Krizi öncesinde verim eğrisinin 670 gün (2 yıla yakın) boyunca negatif bölgede kaldığını görüyoruz.
- **Son 9 resesyon döneminde negatif eğime geçiş ile resesyon başlangıcı arasında geçen ortalama sürenin 592 gün (kabaca 1,5 yıl) olduğu görülüyor. Ancak, bu sürenin farklı resesyon dönemleri için 239 gün ile 1.456 gün arasında dalgalandığını söylemek lazım.** Verim eğrisi halihazırda Temmuz başlarından itibaren negatife geçmiş durumda.

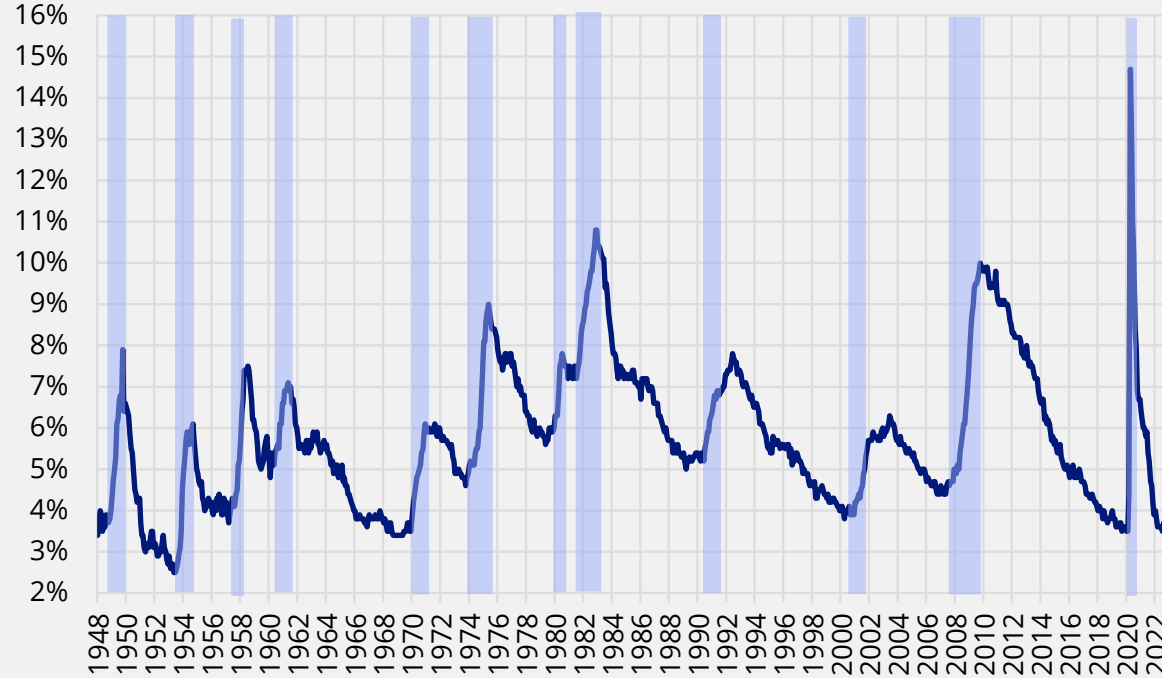
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



ABD’de tüm resesyonlar, işsizlik oranının (İÖ) dip seviyelere görmesinin hemen ardından ortaya çıktı

İşsizlik Oranı (İÖ) ve resesyon dönemleri (ABD)



- İşsizlik oranının (İÖ) aslında «öncü» değil «takip eden» bir resesyon göstergesi olduğunu söylemek lazım. Şöyle ki, geçmişte resesyonun başlamasıyla beraber işsizlik oranının dramatik bir şekilde yükseldiği görülüyor. Buna karşın, **resesyonların hemen öncesinde, işsizliğin aslında dip seviyelerine yakın seyretmesi nedeniyle, işsizlik oranının da güçlü bir resesyon göstergesi olduğunu söyleyebiliriz. Örneğin, 1950’lerden itibaren işsizlik oranının %5,0’in altına düştüğü her dönemde, 2 yıl içinde bir resesyonun takip ettiği görülüyor.**
- Dolayısıyla, işsizlik oranının halihazırda tarihi düşük seviyelerine yakın olmasının, resesyona karşı rahatlatıcı bir unsur olmaktan uzak olduğunu söyleyebiliriz. Aksine, bu durum yaklaşan bir resesyonun habercisi olabilir.

# Ekonomik Görünüm: Global



ABD’de işsizlik oranının dip seviyesinden 0,50 puan veya daha fazla artması resesyona işaret ediyor

Resesyon Adı	Resesyon Dönemi	Resesyon Öncesi Dip İO Seviyesi	Dip İO ile Resesyon Arasında Geçen Süre	Resesyon Başında İO Seviyesi	Resesyon Başında İO Seviyesindeki Değişim	Zirve İO Seviyesi	Dipten Zirve İO'daki Değişim	Dip ve Zirve İO Seviyeleri Arasında Geçen Süre
1960 – 1961 Resesyonu	Nis. 60 - Şub. 62	4.8% (Şub 60)	2 ay	5.2%	0.4%	7.1% (May 61)	2.3%	15 ay
1969 – 1970 Resesyonu	Ara. 69 - Kas. 70	3.4% (May 69)	7 ay	3.5%	0.1%	6.1% (Ara 70)	3.6%	7 ay
1973 – 1975 Resesyonu	Eki. 73 - Mar. 75	4.6% (Eki 73)	1 ay	4.8%	0.2%	9.0% (May 75)	4.4%	19 ay
1980 Resesyonu	Oca. 80 - Tem. 80	5.6% (May 79)	8 ay	6.3%	0.7%	7.8% (Tem 80)	2.2%	14 ay
1981-1982 Resesyonu	Tem. 81 - Eki. 82	7.2% (Ara 80)	7 ay	7.2%	0.0%	10.8% (Kas 82)	3.6%	23 ay
*1990'lar Resesyonu	Tem. 90 - Mar. 91	5.2% (Haz 90)	1 ay	5.5%	0.3%	7.8% (Haz 92)	2.6%	24 ay
*2000'ler Resesyonu	Mar. 01 - Eki. 01	3.9% (Ara 00)	3 ay	4.3%	0.4%	6.3% (Haz 03)	2.4%	30 ay
Büyük Durgunluk	Ara. 07 - Haz. 09	4.4% (May 07)	7 ay	5.0%	0.4%	10.0% (Eki 09)	5.4%	29 ay
COVID-19 Resesyonu	Şub. 20 - Nis. 20	3.5% (Oca 20)	1 ay	3.5%	0.0%	14.7% (Nis 20)	11.2%	3 ay

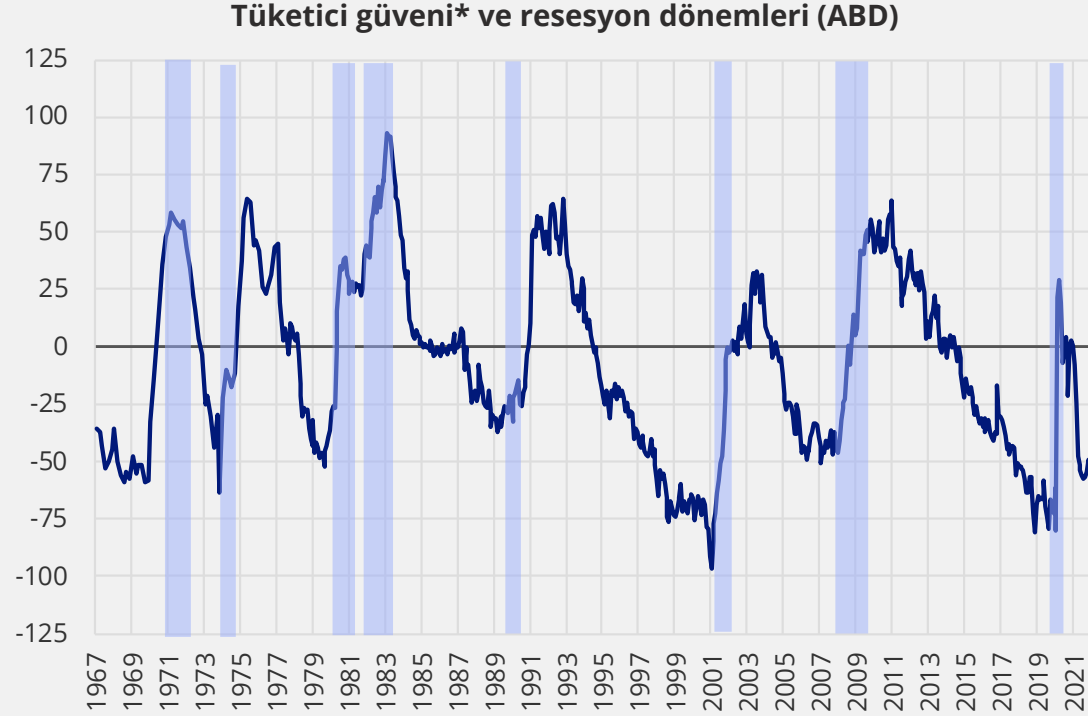
\* İO'daki dip seviye 1990 resesyonunda Mart 1989'da %5,0 ile, 2000 resesyonunda ise Nisan 2000'de %3,8 ile test edildi.

- ABD Merkez Bankası'nın eski ekonomistlerinden Claudia Sahm'ın Ekim 2019'da yayınladığı (St.Louise FED tarafından yayımlanan) «SAHM kuralına» göre, işsizlik oranının üç aylık hareketli ortalamasının önceki 12 aydaki en düşük seviyesine göre 0,50 puan veya daha fazla artması resesyona işaret etmekte.
- Eylül ayı itibariyle %3,5 seviyesinde dip yapan İO, ekim ve kasım aylarında %0,2 puanlık artışla %3,7'ye yükselmişti.

# Ekonomik Görünüm: Global



Tüketici beklentilerindeki bozulma da, farklı bir resesyona göstergesi olarak öne çıkıyor



\* Beklenti Endeksi – Mevcut Durum Endeksi (Conference Board'un açıkladığı tüketici güven endeksinin alt bileşenleri)

- Conference Board tarafından açıklanan tüketici güven endeksinin alt bileşenleri olan «**beklenti endeksi**» ile «**mevcut durum endeksi**» arasındaki fark tarihi dip seviyelerine yakın seyrediyor. Bu da resesyona ihtimalinin ciddi arttığına işaret eden farklı bir gösterge olarak öne çıkıyor.

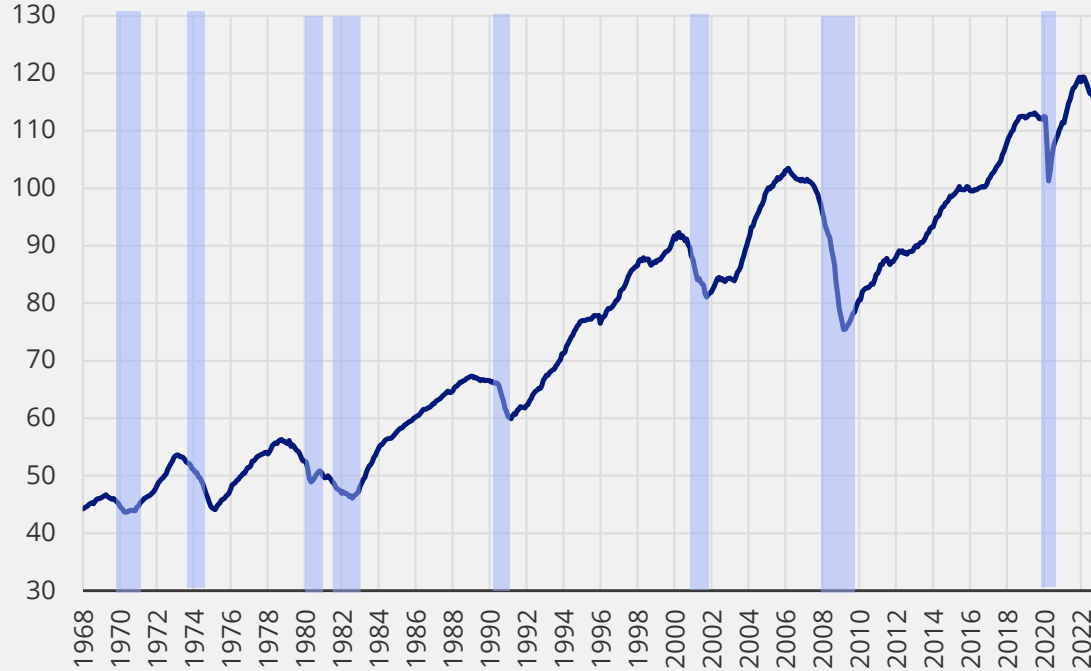
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



ABD’de öncü göstergeler endeksi de Mart’tan bu yana yönünü aşağıya çevirmiş durumda

Öncü göstergeler endeksi ve resesyon dönemleri (ABD)



- Conference Board’un açıkladığı ve 10 farklı tarafından açıklanan ve işsizlik başvuruları, ISM yeni siparişler, S&P-500 endeksi ve inşaat izinleri gibi 10 farklı ekonomik parametreyi baz alan «öncü göstergeler endeksinin» de ekonomideki dönüş noktalarını, dolayısıyla da resesyonları öngörmek adına güvenilir bir gösterge olduğu söylenebilir. **Öncü göstergeler endeksi Mart 2022’den bu yana yönünü aşağıya çevirmiş durumda.**

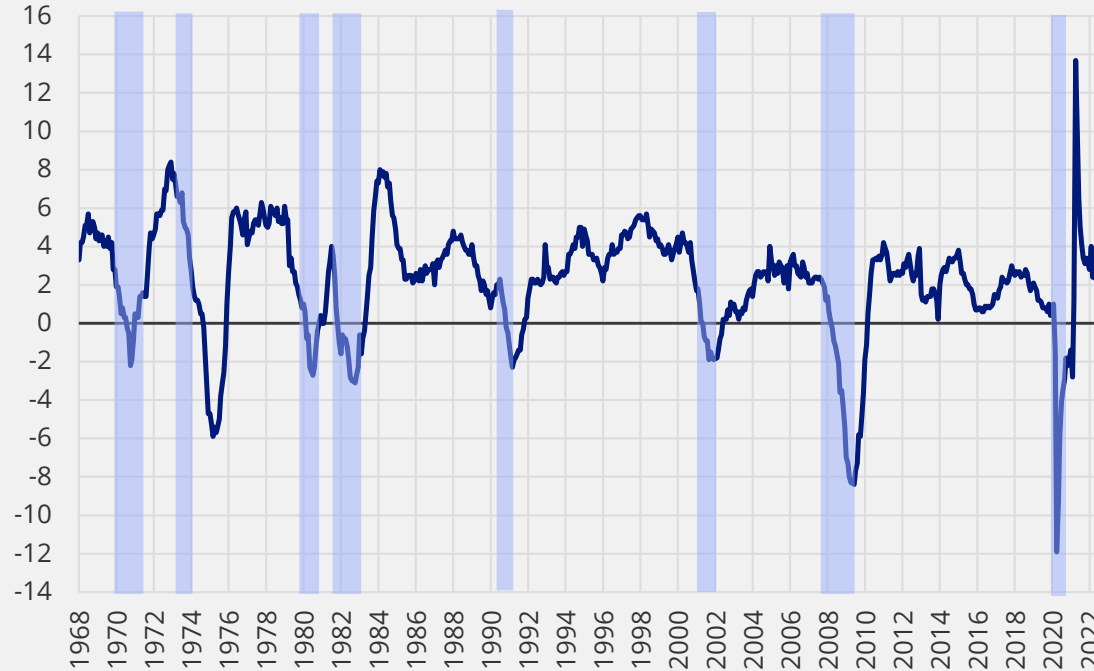
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



ABD’de tesadüf (anlık) ekonomi endeksi ekonominin ivme kaybettiğini ortaya koyuyor

Tesadüf (Anlık) ekonomi endeksinde yıllık değişim ve resesyon dönemleri (ABD)



- Conference Board tarafından açıklanan «anlık ekonomi endeksi (coincident economy index)» tarım-dışı istihdam, kişisel gelirler, sanayi üretimi ve imalat sanayii ve perakende satışlar gibi 4 ana bileşenden oluşmakta ve ekonominin anlık durumunu ölçmektedir. **GSYH büyümesi ile çok yüksek korelasyona sahip bu endeks de ABD ekonomisinde son dönemdeki ivme kaybını ortaya koymaktadır.**

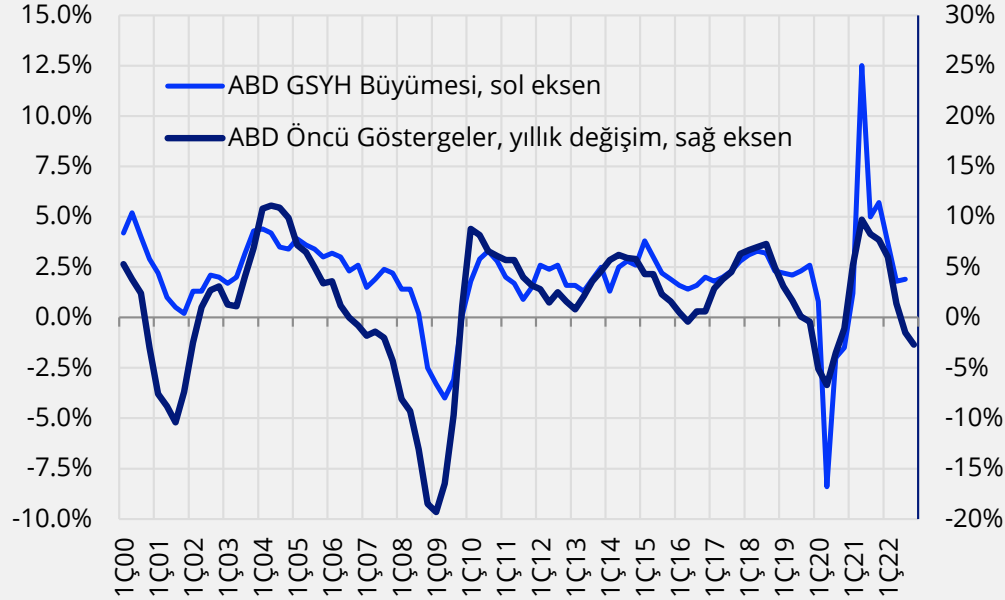
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global

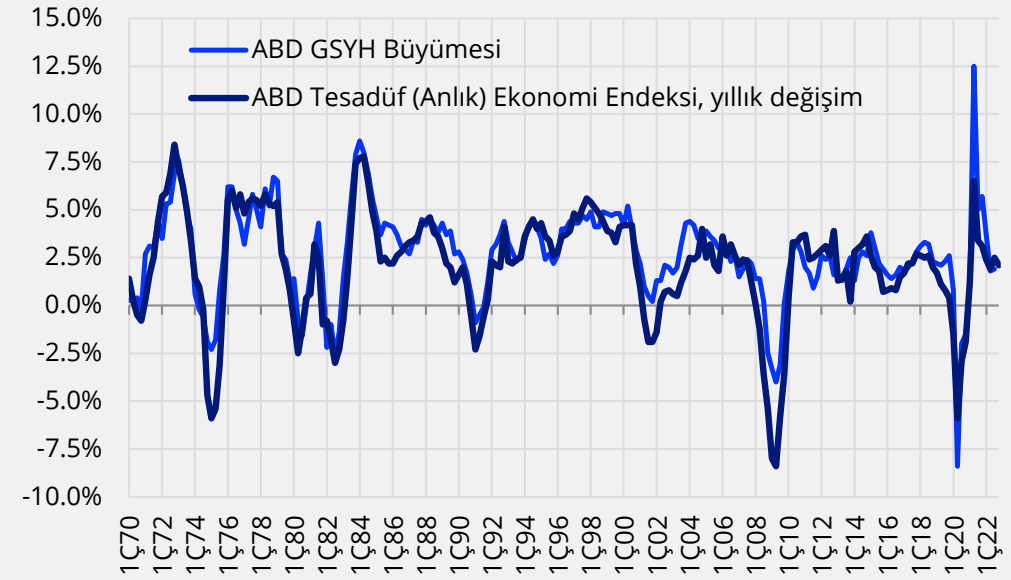


Öncü göstergeler endeksi ve GSYH büyümesi arasında çok güçlü bir ilişki bulunuyor

Öncü göstergeler endeksi - GSYH (ABD)



Tesadüf (Anlık) ekonomi endeksi - GSYH (ABD)



- Öncü göstergeler endeksindeki yıllık değişimler ile GSYH büyümesi arasında çok güçlü bir ilişki olduğu görülüyor. **Öncü göstergeler endeksi mevcut durumda yıllık %2,7'lik bir düşüğe işaret etmekte.**
- Tesadüf (Anlık) ekonomi endeksi ve GSYH arasındaki yakın ilişki de, endeksin ekonominin anlık durumun ortaya koymadaki başarısını gösteriyor. Anlık ekonomi endeksi ABD ekonomisinin henüz resesyonda olmadığına, büyüme temposunu sınırlı da olsa (%2 civarında) sürdürdüğüne işaret ediyor.

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

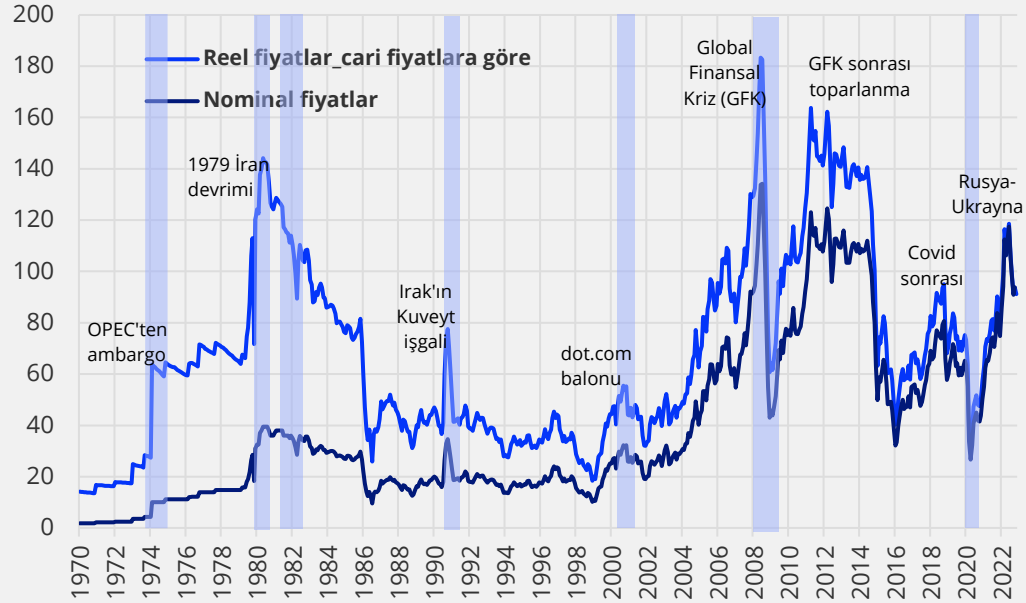


# Ekonomik Görünüm: Global

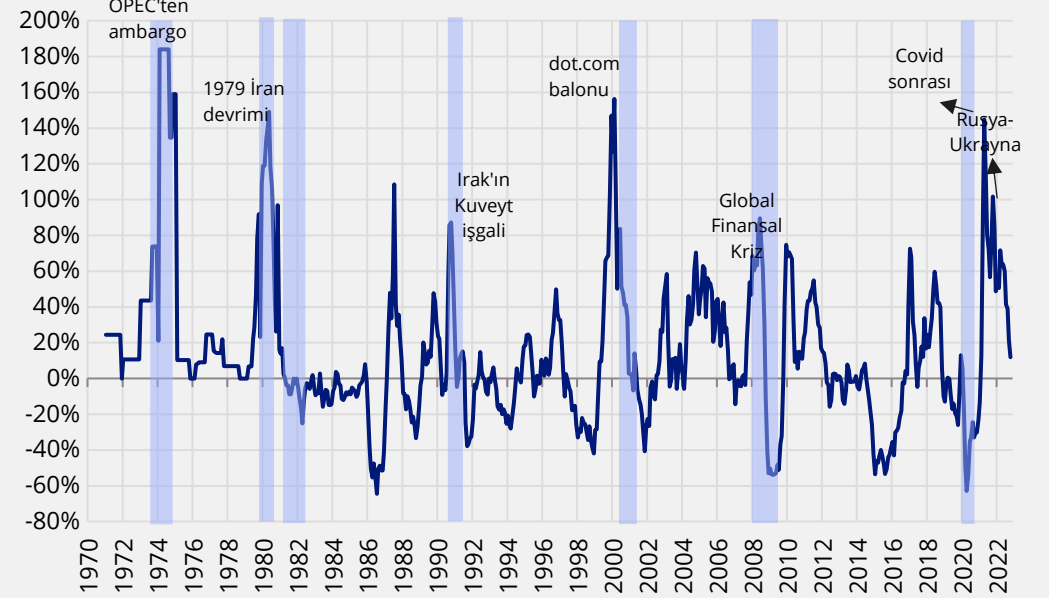


Son 9 resesyon döneminin 7'sinin öncesinde petrol fiyatlarında dramatik yükselişler görülmüştü

Brent petrol fiyatı, nominal ve reel (\$/varil) ve resesyonlar (ABD)



Brent petrol fiyatının son 1 yıl ortalama fiyata değişimi ve resesyonlar (ABD)



- Brent petrol fiyatı Rusya-Ukrayna savaşının ilk zamanlarında 120-130 \$ seviyelerine ulaşarak tarihi zirvelerini test etmişti. Ancak, **reel fiyatlarla bakıldığında, petrol fiyatlarında bu seviyelerin 1979 Petrol Krizi, 2009 Global Finansal Krizi (GFK) ve GFK sonrası toparlanma dönemlerinde görülen seviyelerin altında kaldığı söylenebilir.**
- Petrol fiyatının seviyesinin ötesinde, petrol fiyatlarında yaşanan dramatik yükselişlerin de (örneğin 1 yıllık ve 2 yıllık ortalama seviyelere göre) resesyon konusunda önemli bir belirleyici olduğu söylenebilir. Şöyle ki, **son 9 resesyon döneminin 7'sinin öncesinde petrol fiyatlarında dramatik yükselişler görülmüştü. 2020-2022 döneminde petrol fiyatlarındaki yükseliş son 50 yılın en büyük fiyat değişikliklerine işaret ediyor.**
- **Brent petrol varil fiyatının jeopolitik ve diğer bazı dışsal faktörler nedeniyle yeniden 100 \$'ın üzerine yükselmesi (doğalgaz fiyatlarının mevcut seviyeleri ile beraber), ABD ve Dünya ekonomisini 1970'lerde olduğu gibi resesyona, daha doğrusu buna enflasyonun da eşlik ettiği stagfasyonist bir sürece taşıma potansiyeli taşıyor (daha küçük ölçekli de olsa). Bu durumun hiç şüphesiz piyasalardaki genel risk iştahında olduğu gibi, Dünya ekonomisi, özellikle de borçluluğu yüksek ülkelerin borçlanma maliyetleri üzerinde önemli etkileri olacaktır.**

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global

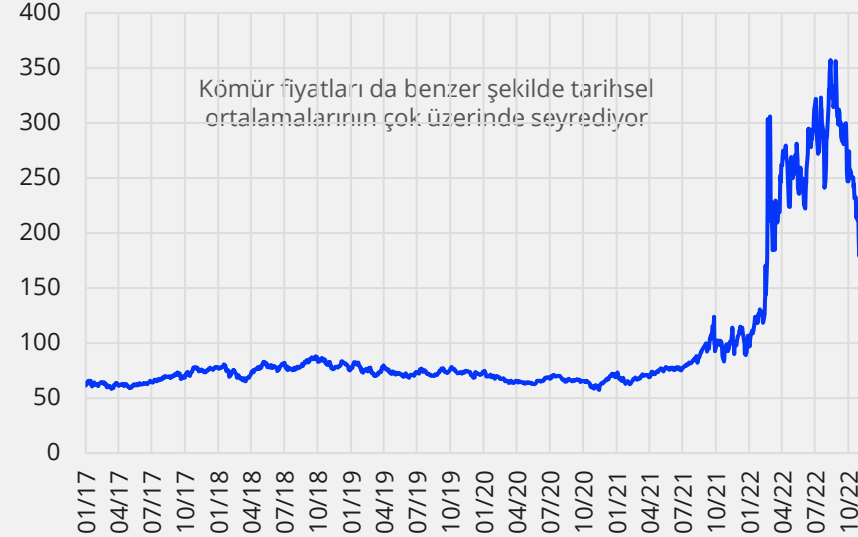


Doğalgaz arzındaki kesintiler Avrupa'yı kış aylarında yeni bir enerji kriziyle baş başa bırakabilir

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



Kömür fiyatları (\$/ton)



- Rusya'nın Avrupa'ya Büyük Kuzey Akım boru hattından gaz akımını kısması zaten tarihsel ortalamaların çok üzerinde seyreden doğalgaz fiyatlarını daha da baskıladı. Doğal gaz fiyatları son dönemde bir miktar gerilediyse de, kış aylarında yeniden yükselişlerin görülmesi şaşırtıcı olmayacaktır. Yenilenebilir enerji kaynaklarının henüz yetersiz kalması nedeniyle doğalgaza alternatif enerji kaynağı olarak görülen kömür fiyatları da benzer şekilde tarihsel ortalamalarının çok üzerinde seyrediyor. Elektrik fiyatları da üretim maliyetlerindeki bu artışlar nedeniyle 3-4 kat artmış durumda.
- Bu durum Avrupa ekonomisini soğuk kış ayları öncesinde bir enerji kriziyle baş başa bırakıyor. «The Economist» dergisinde yayınlanan bir makaleye göre, Rusya'dan **Avrupa'ya doğalgaz akımının kesilmesi Avro bölgesi GSYH'sini %3,4 puan aşağıya, enflasyonu ise %2,7 puan yukarı taşıma potansiyeline sahip**. Buna göre, Avrupa'nın ABD'den daha önce ve daha şiddetli yaşanabilecek bir resesyona girebileceği endişeleri €/ \$ paritesini aşağı yönlü baskılayan bir unsur olarak da öne çıkıyor.

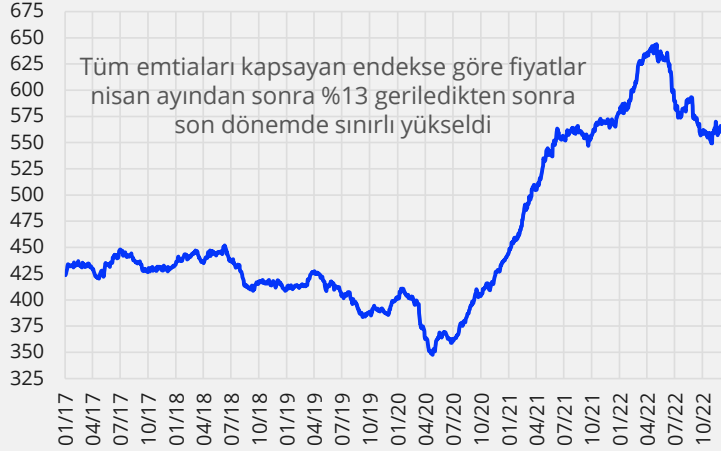
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global

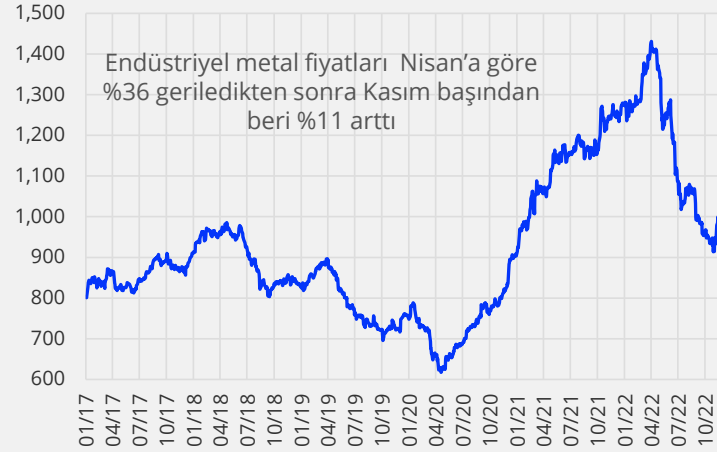


Emtia fiyatları da zirve seviyelerden önemli oranda geri çekildiyse de, geçmiş yıllar ortalamalarının çok üzerinde

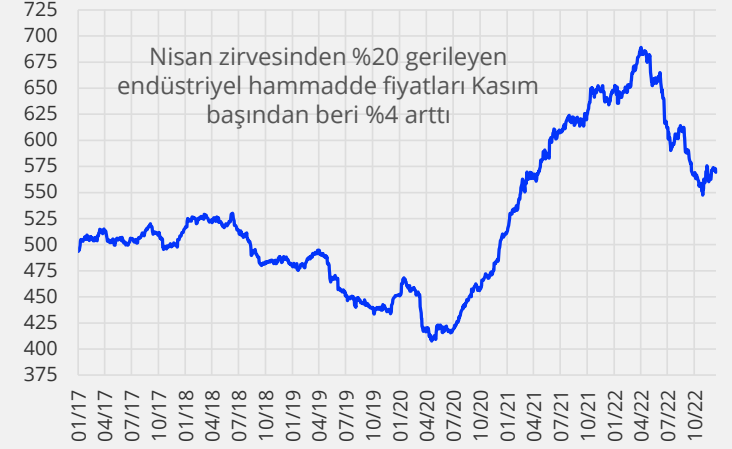
**Emtia fiyatları (CRB/Reuters US All Commodities Index )**



**Endüstriyel metal fiyatları (CRB Base Metals Index)**



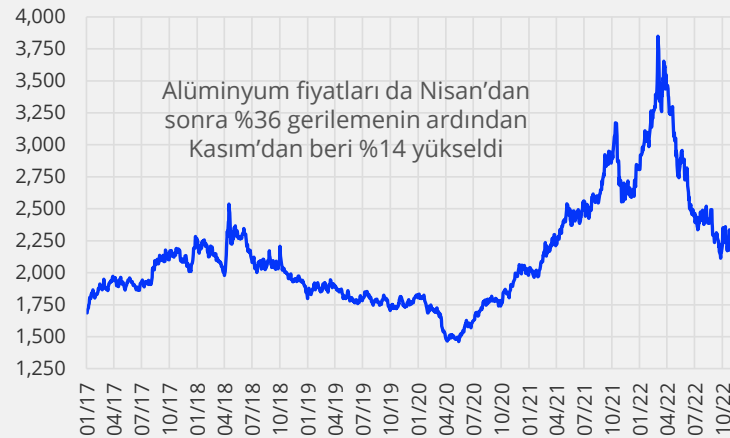
**Hammadde fiyatları (CRB Raw Industrials Index )**



**Bakır fiyatları, spot (\$/ton)**



**Alüminyum fiyatları, spot (\$/ton)**



**Paladyum fiyatları, spot (\$/ton)**



Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



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

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

Dönem	Endeks Zirve Tarihi	Endeks Dip Tarihi	Endeks Zirve Seviyesi	Endeks Dip Seviyesi	Düşüş Süresi (Gün)	Endeks Düşüş Oranı	Resesyon Başlangıç Tarihi	Resesyon - Endeks Zirve (Gün)	Resesyon Öncesi Düşüş Oranı	Endeks Dip - Resesyon (Gün)	Resesyon Sonrası Düşüş Oranı
1970	14/05/69	26/05/70	106.16	69.29	377	-35%	12/69	215	-15%	162	-23%
1973-1974	11/01/73	03/10/74	120.24	62.28	630	-48%	10/73	277	-8%	353	-43%
1981-1982	28/11/80	12/08/82	140.52	102.42	622	-27%	07/81	229	-7%	393	-21%
1987	25/08/87	04/12/87	336.77	223.92	101	-34%	-	-	-	-	-
1990	16/07/90	11/10/90	368.95	295.46	87	-20%	07/90	0	-	88	-20%
2001	01/09/00	09/10/02	1,520.77	776.76	768	-49%	03/01	195	-23%	573	-34%
2008-2009	09/10/07	09/03/09	1,565.15	676.53	517	-57%	12/07	67	-6%	450	-54%
2020	19/02/20	23/03/20	3,386.15	2,237.40	33	-34%	02/20	0	-	51	-31%
<b>Ortalama:</b>					<b>392</b>	<b>-38%</b>		<b>140</b>	<b>-12%</b>	<b>296</b>	<b>-32%</b>
<b>Ortalama (pandemi dönemi hariç):</b>					<b>443</b>	<b>-38%</b>		<b>164</b>	<b>-12%</b>	<b>337</b>	<b>-33%</b>
<b>Ortalama (Kara Pazartesi ve pandemi dönemleri hariç):</b>					<b>500</b>	<b>-39%</b>					

- 1970 sonrasında S&P-500 endeksinin ayı piyasasına girdiği, yani %20'yi aşan kayıplar yaşadığı 8 ayı dönemleri incelediğimizde, tarihe «Kara Pazartesi» olarak geçen 1987 yılındaki düşüşün haricinde tüm ayı piyasalarının resesyon dönemlerine denk geldiği dikkati çekiyor. **Bu süreçlerde ortalama kayıp oranının %38'e ulaştığı ve düşüş sürecinin ortalama 392 güne yayıldığı görülüyor.** 2020'de pandemi dönemindeki kısa dönemli düşüş süreci dışarıda tutulduğunda ortalama düşüş süresinin 443 gün (kabaca 14 ay) sürdüğü görülüyor. **Kara Pazartesi ve pandemi dönemi hariç tutulursa, ayı piyasalarının ortalama süresi 500 günü (yaklaşık 16 ay) buluyor.** Bunun dışında, **S&P-500 endeksindeki kayıpların resesyon başlangıcından ortalama 4-5 ay önce başladığı ve resesyona girilmesinin ardından da ortalama 11-12 ay daha artan bir hızda devam ettiği görülüyor.**
- Geçmiş dönemlerden farklı olarak, 2022'de yaşanan ayı piyasası döneminde resesyonun önden daha fazla fiyatlanmış olabileceğini düşünüyoruz. Bununla beraber, endeksteki kayıpların resesyona girilmesinden sonra da devam ettiği dikkate alındığında, S&P-500 endeksinde dip seviye henüz görülmemiş olabilir. ABD'de 2023 yılı içinde bir resesyon yaşanması durumunda, **S&P-500 endeksinde mevcut seviyelere (3,818) göre %10-15 daha düşüş potansiyeli olduğunu değerlendiriyoruz.** Enerji fiyatlarındaki hızlı yükselişlerin eşlik ettiği bir resesyon yaşanması durumunda daha yüksek oranlı kayıplar da görülebilir. Örneğin, 1973-74 petrol krizi sürecinde, S&P-500 endeksinde ayı piyasası 630 günü bulurken toplam kayıp %48'e ulaşmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



Endekste dip seviyeden toparlanma resesyon bitişinden ortalama 3-4 ay önce başlıyor

Ayı Piyasaları Sonrası S&P-500 Endeksindeki Yükselişler: S&P-500 (1970 – Bugün)

Endeks Dip Tarihi	Endeks Dip Seviyesi	Resesyon Bitiş Tarihi	Resesyon Sonu Endeks Seviyesi	Endeks Dip Tarihi - Resesyon Sonu (Gün)	Dip Seviyeden Yükseliş
26/05/70	69.29	11/70	83.37	-173	20%
03/10/74	62.28	03/75	84.76	-163	36%
12/08/82	102.42	10/82	133.57	-64	30%
04/12/87	223.92				
11/10/90	295.46	03/91	373.59	-155	26%
09/10/02	776.76	10/01	1,089.98	359	n.m.
09/03/09	676.53	06/09	923.72	-98	37%
23/03/20	2,237.40	04/20	2,783.36	-23	24%
Ortalama:				-113	29%
Ortalama (pandemi dönemi hariç):				-131	30%

- Öte yandan geçmiş tecrübeler, **S&P-500 endeksinde dip seviyelerden toparlanma sürecinin resesyonların bitişinden çok önce (ortalama 3-4 ay) başladığına da işaret ediyor.** Bu durumun tek istisnasının, 2000'lerin başında yaşanan «dot.com balonu» sonrası yaşanan düşüş sürecinin olduğunu söyleyebiliriz.
- **Dip seviyelerden resesyondan çıkışa kadar olan dönemde endeksin ortalama %29-30 yükseliş yaşadığı görülüyor.**
- Buna göre, **2022'de resesyona dair işaretlerin belirginleşmesi ya da resesyonun ardından FED başta olmak üzere merkez bankalarının para politikasına ilişkin mesajlarını yumuşatmaları beraberinde borsalarda hızlı yükselişleri de getirebilir.** Bu açıdan enerji fiyatlarının seyri de kritik önemde olacaktır.

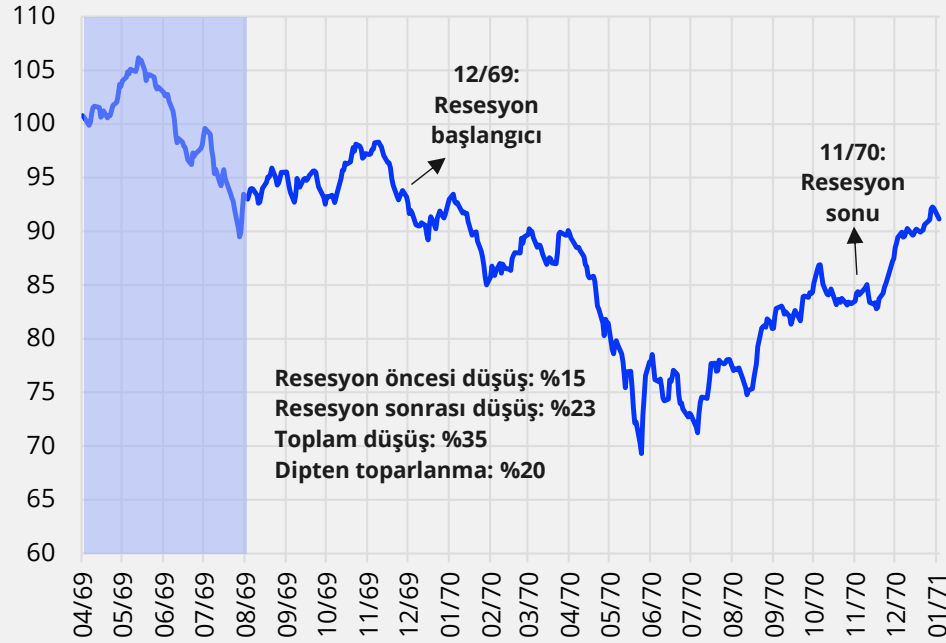
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



1970'lerde yaşanan resesyonlarda S&P-500 endeksi 5-6 ay öncesinden yükselişine başladı

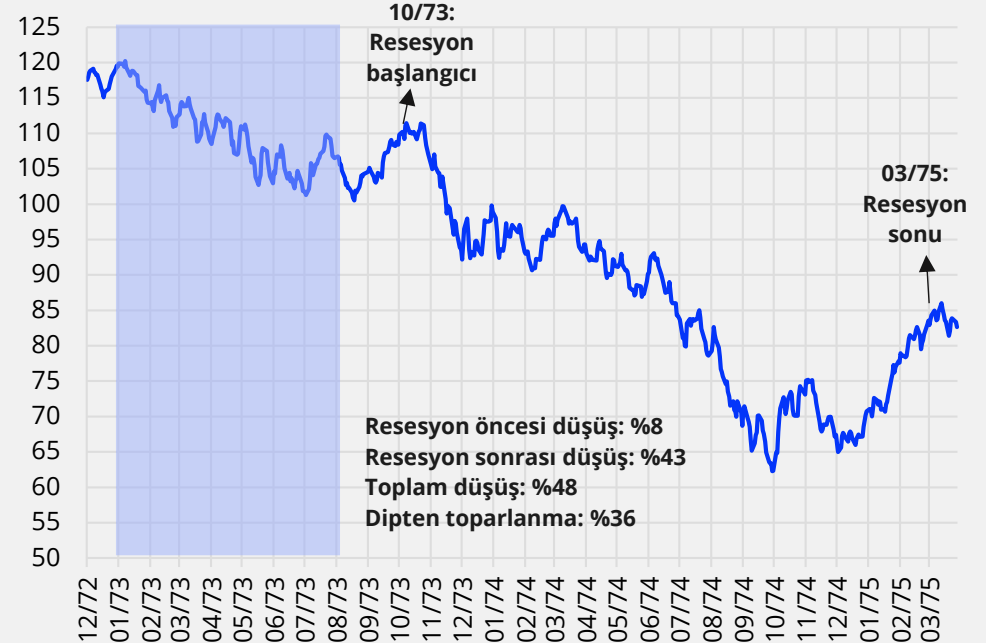
S&P-500 Endeksi: 1969-70 Resesyonu



- 1969/70 resesyon döneminde S&P-500 endeksi %35'lik düşüş yaşadıysa da, endeks resesyon sonlanmadan yaklaşık 6 ay (173 gün) önceden toparlanmaya başlamış ve resesyonun sonuna kadar kabaca %20 yükselmiştir.

\* Taralı alanlar FED'in parasal sıkılaştırma dönemlerini göstermektedir.

S&P-500 Endeksi: 1973-74 Resesyonu



- 1973/74 resesyon döneminde S&P-500 endeksi %48'lik düşüş yaşadıysa da, endeks resesyon sonlanmadan yaklaşık 5-6 ay (163 gün) önceden toparlanmaya başlamış ve resesyonun sonuna kadar kabaca %36 yükselmiştir.

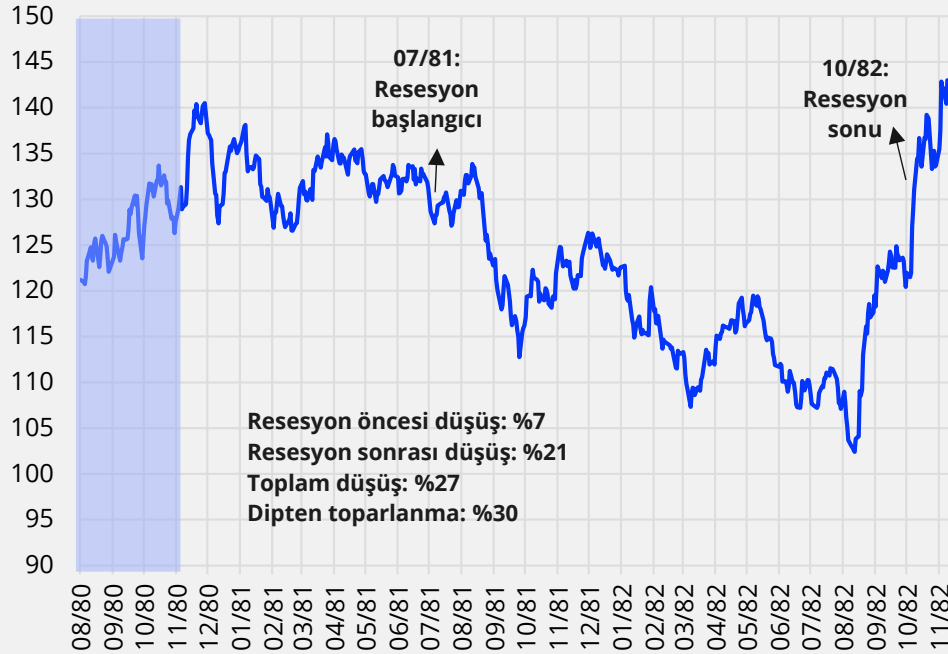
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



Endeksteki toparlanma 1981/82'de 2 ay, 1990'da 5 ay öncesinden başladı

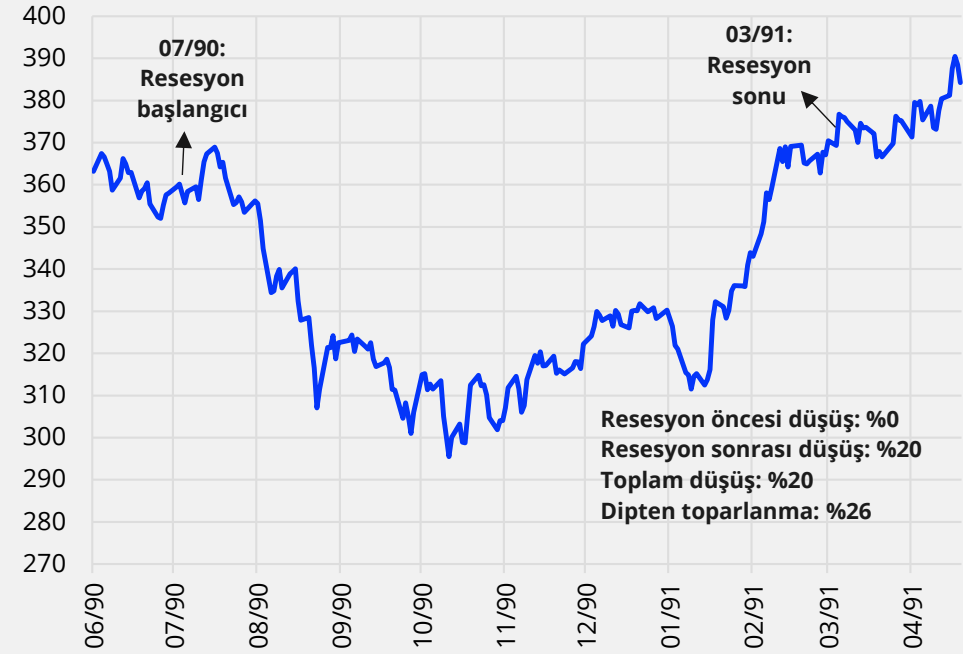
S&P-500 Endeksi: 1981-82 Resesyonu



- 1981/82 resesyon döneminde S&P-500 endeksi %27'lik düşüş yaşadıysa da, endeks resesyon sonlanmadan yaklaşık 2 ay (64 gün) önceden toparlanmaya başlamış ve resesyonun sonuna kadar kabaca %30 yükselmiştir.

\* Taralı alan FED'in parasal sıkılaştırma dönemlerini göstermektedir.

S&P-500 Endeksi: 1990 Resesyonu



- 1990 resesyon döneminde S&P-500 endeksi %20'lik düşüş yaşadıysa da, endeks resesyon sonlanmadan yaklaşık 5 ay (155 gün) önceden toparlanmaya başlamış ve resesyonun sonuna kadar kabaca %26 yükselmiştir.

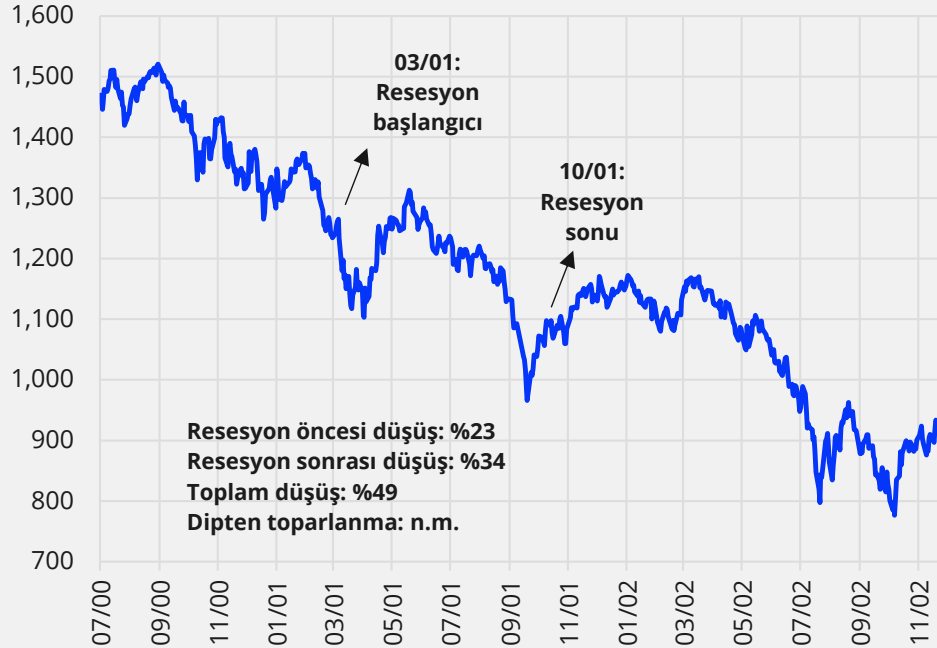
Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Global



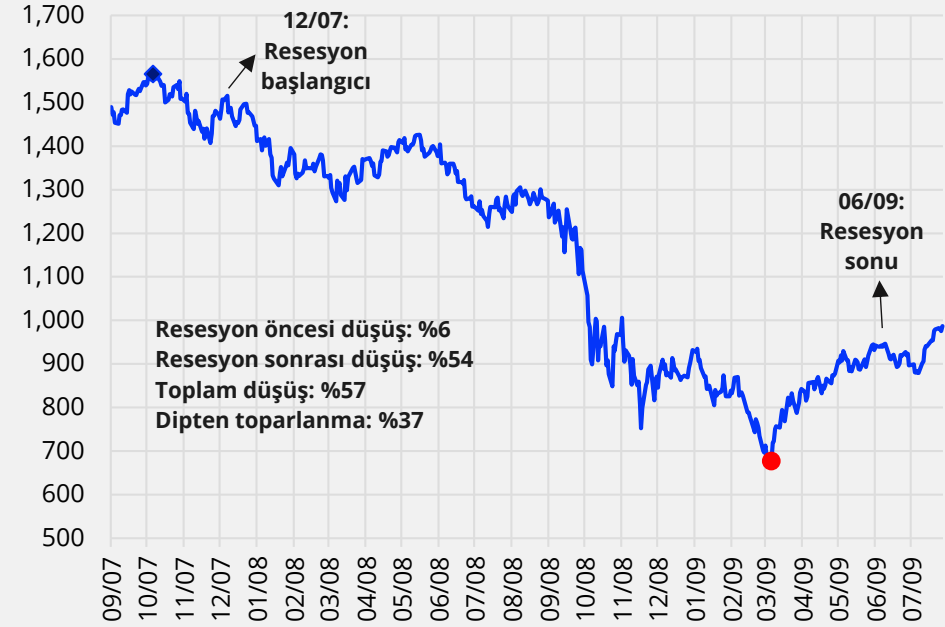
2001 resesyonunda S&P-500 endeksindeki kayıp dönemi 2 seneyi aşarken, 2009'da yükseliş 3 ay önceden başladı

S&P-500 Endeksi: 2001 Resesyonu



- 2001 resesyon döneminde S&P-500 endeksi 2 seneyi aşan ve %49'u bulan bir düşüş süreci yaşamıştır. Endeksteki kayıp resesyonun sonlanmasından sonra da devam etmiştir.

S&P-500 Endeksi: 2008-09 Resesyonu



- 2008/09 resesyon döneminde S&P-500 endeksi %57'lik düşüş yaşadıysa da, endeks resesyon sonlanmadan yaklaşık 3 ay (98 gün) önceden toparlanmaya başlamış ve resesyonun sonuna kadar kabaca %37 yükselmiştir.

Kaynak: Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma



# Ekonomik Görünüm: Global



ABD ekonomisi 1960'lardan bu yana 9 kez resesyona girdi

Resesyon Adı	Resesyon Dönemi	Uzunluk	Önceki Resesyona Göre Geçen Süre	Zirve İşsizlik Oranı Seviyesi	GSYH'deki Düşüş	Resesyonun Nedenleri
1960 – 1961 Resesyonu	Nis. 60 - Şub. 62	10 ay	2 yıl	7.1% (May. 61)	-1.6%	1959 yılında <b>Fed'in faiz oranlarında artırıma</b> gitmesiyle kısa bir durgunluk dönemi yaşandı.
1969 – 1970 Resesyonu	Ara. 69 - Kas. 70	11 ay	8 yıl 10 ay	6.1% (Ara. 70)	-0.6%	Bu hafif resesyon dönemi, <b>Vietnam savaşının bütçe açıklarını</b> kapatma dönemiyle birleşti.
1973 – 1975 Resesyonu	Eki. 73 - Mar. 75	16 ay	3 yıl	9.0% (May. 75)	-3.2%	<b>OPEC</b> tarafından <b>petrol fiyatlarının dört katına</b> çıkması ve <b>1973-1974 borsa çöküşü</b> stagflasyonist bir dönem yaşanmasına yol açtı.
1980 Resesyonu	Oca. 80 - Tem. 80	6 ay	4 yıl 10 ay	7.8% (Tem. 1980)	-2.2%	<b>Paul Volcker</b> yönetimindeki FOMC'nin 1970'lerin yüksek enflasyonu ile mücadele etmek için <b>faiz oranlarını çarpıcı biçimde yükseltmesiyle</b> başladı.
1981–1982 Resesyonu	Tem. 81 - Eki. 82	16 ay	1 yıl	10.8% (Eki. 82)	-2.7%	<b>İran Devrimi</b> , petrol fiyatını sert bir şekilde artırarak <b>1979 enerji krizine</b> neden oldu. ABD'de enflasyonu kontrol etmek için <b>sıkı para politikası</b> ise başka bir durgunluğa yol açtı. 1980 resesyonunu takip eden bu resesyon (çift-dipli resesyon), yaklaşık %11 işsizlik oranıyla Büyük Buhran'dan bu yana ABD'deki en kötü ekonomik gerileme oldu.
1990'lar Resesyonu	Tem. 90 - Mar. 91	8 ay	7 yıl 8 ay	7.8% (Haz. 92)	-1.4%	<b>1990 petrol fiyatları şoku</b> , <b>1980'lerde biriktirilen borçlar</b> ve <b>artan tüketici karamsarlığı</b> kısa süreli bir resesyona yol açtı.
2000'ler Resesyonu	Mar. 01 - Eki. 01	8 ay	10 yıl	6.3% (Haz. 03)	-0.3%	Spekülatif <b>dot-com balonunun çöküşü</b> , yatırımlardaki belirgin düşüş ve <b>11 Eylül saldırıları</b> , on yıllık büyümeyi sona erdirdi.
Büyük Durgunluk	Ara. 07 - Haz. 09	18 ay	6 yıl 1 ay	10.0% (Kas. 09)	-5.1%	Ortaya çıkan <b>mortgage krizi</b> , ABD konut balonunun çökmesine yol açtı ve II. Dünya Savaşı'ndan sonra görülen en büyük durgunluğu ve ekonomik krizi başlattı.
COVID-19 Resesyonu	Şub. 20 - Nis. 20	2 ay	10 yıl 8 ay	14.7% (Nis. 20)	-19.2%	Bu resesyon, küresel ekonomiyi krize sürükleyen <b>COVID-19</b> karantinaları nedeniyle küresel ekonomik yavaşlamayla başladı.

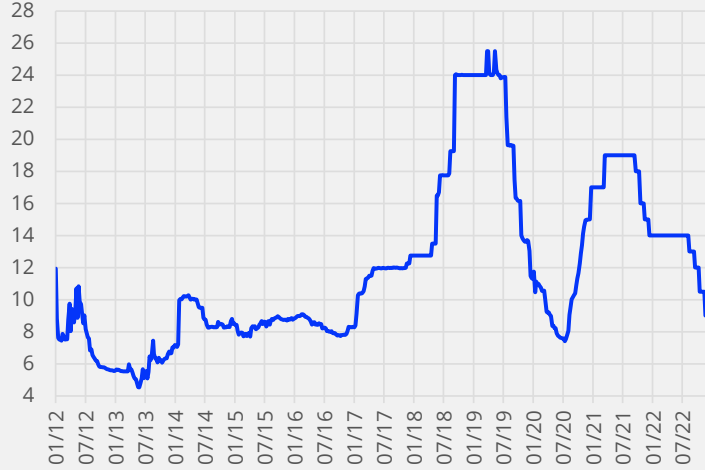
Kaynak: Wikipedia

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

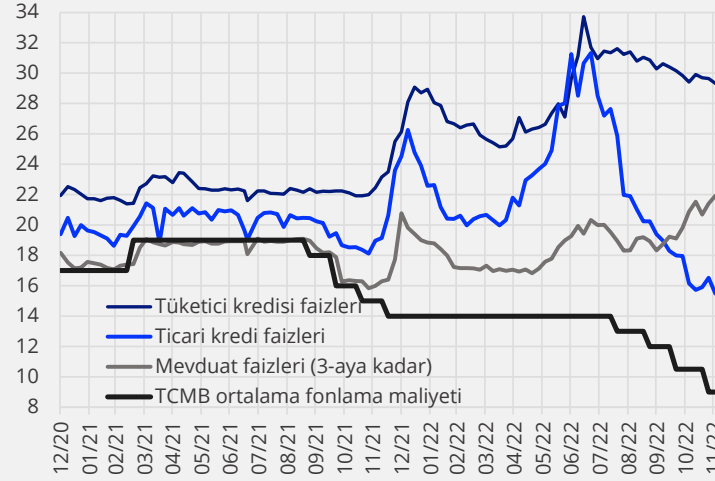


Büyüme önceliğini koruyan TCMB'nin mevcut para politikası duruşunu korumasını bekliyoruz

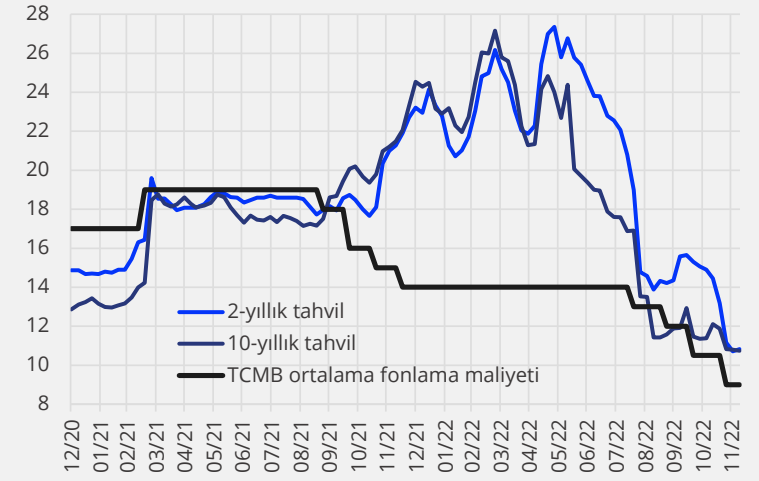
TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti



Politika faizi - bankacılık faizleri



Politika faizi - DİBS faizleri



- TCMB 24 Kasım'daki PPK toplantısında politika faizini beklentilere paralel 150 baz puan indirerek %9,0'a çekti. TCMB önceki ay da belirttiği üzere yapılan 150 baz puanlık indirimle beraber ağustos ayında başlatılan faiz indirim döngüsünün tamamlandığını ifade etti.
- TCMB parasal aktarım mekanizmasının etkinliğini destekleyecek araçların kararlılıkla kullanılmaya devam edileceğini ve ilave tedbirlerin devreye alınacağını söylüyor. Buna göre, son dönemde TL mevduat faizlerindeki yükseliş nedeniyle politika faizi ile olan ayrışmayı gidermek üzere adımların atıldığını da görebiliriz. Ancak bu durumda, bankacılık sisteminin TL mevduat ağırlığının artırılması yükümlülüğünü nasıl yerine getireceği konusu da bir belirsizlik unsuru olarak ortaya çıkabilir.
- Özetle, **önümüzdeki dönemde de, faizler düşük tutulurken, TL'deki değer kaybı eğilimini de önlemek adına kredi büyümesinin makroihtiyati tedbirlerle ilgili sektörlerde yoğunlaştırılmasına çalışıldığı mevcut politika duruşunun devam edeceği anlaşılıyor.**

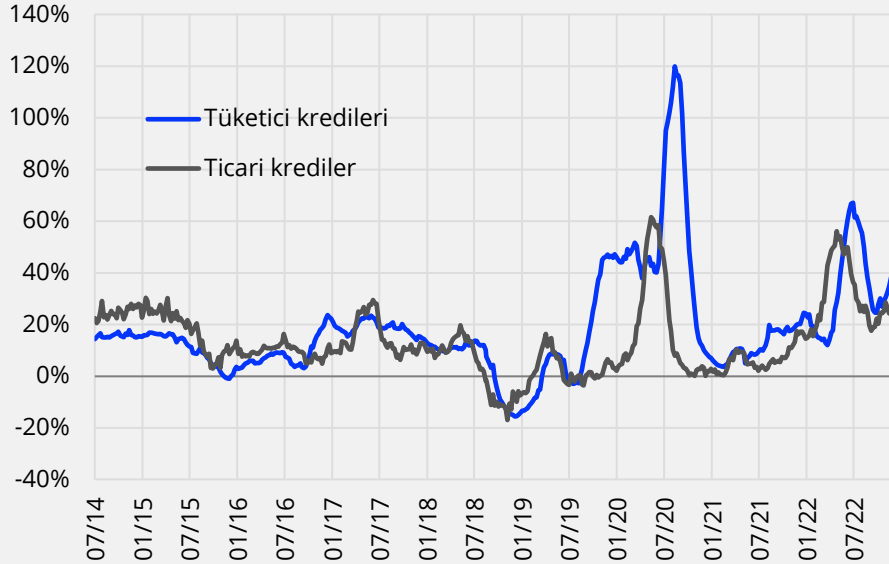
Kaynak: TCMB, Turkey Data Monitor

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

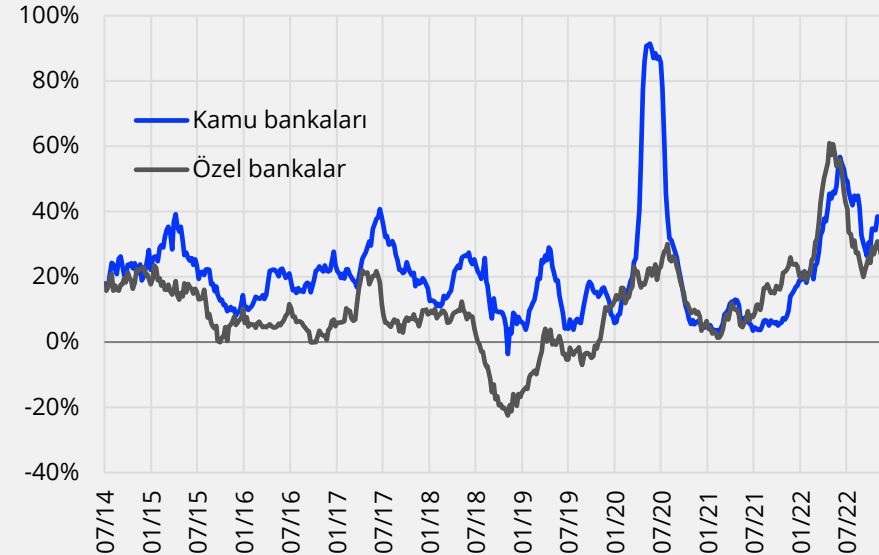


Faizlerdeki düşüğe karşın, kredi büyümesindeki ivme kaybı arz kaynaklı olarak devam ediyor

13-haftalık ortalama yıllıklandırılmış kredi büyümesi\*



13-haftalık ortalama yıllıklandırılmış kredi büyümesi\*



- TCMB özetle döviz talebi yarattığını düşündüğü TL ticari kredileri sınırlarken, ihracat ve istihdama destek vereceğini düşündüğü KOBİ kredileri, ihracat kredileri, tarımsal krediler gibi selektif kredilerde büyüme olmasını istiyor. Son dönemde **kredi faizlerindeki gerilemeye karşın, getirilen düzenlemelere bağlı olarak, kredi büyümesindeki ivme kaybının büyük ölçüde arz kaynaklı olarak devam ettiği görülüyor.**
- Buna göre, reel sektör şirketlerinin işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması için finansmana erişim konusunda şikayetleri artmış durumda. Bu durumun büyüme üzerinde olumsuz etkileri ilerleyen aylarda güçlenebilir.
- Ancak, büyümedeki ivme kaybının devam etmesiyle, seçimler de yaklaşırken, hükümetin mali genişlemeye ek olarak kredileri de canlandırma eğiliminde olabileceğini düşünüyoruz. Buna göre, **kısa vadede KGF teşviklerinin de yardımıyla özellikle kamu bankaları üzerinden selektif kredilere ivme kazandırarak büyüme desteklenmek istenecektir.**

\* Kur etkisinden arındırılmış

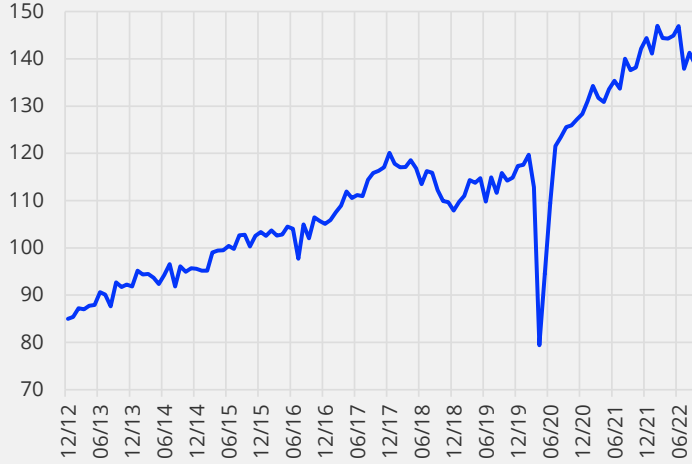
Kaynak: BDDK, Turkey Data Monitor

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

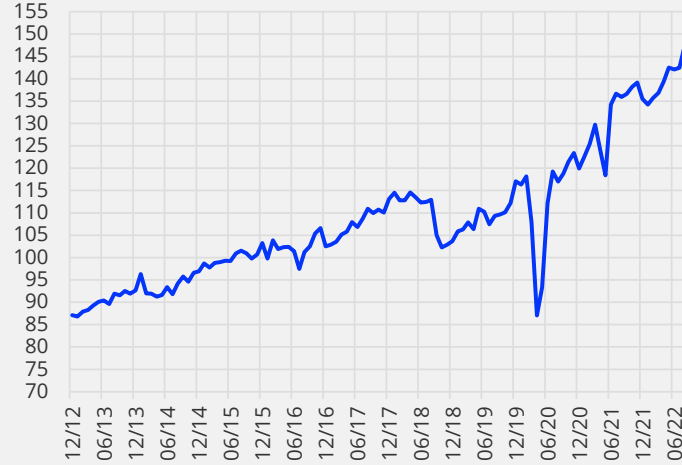


GSYH büyümesi 2022'deki %5 seviyesinden 2023'te ihracat kaynaklı olarak %2,5 civarına gerileyebilir

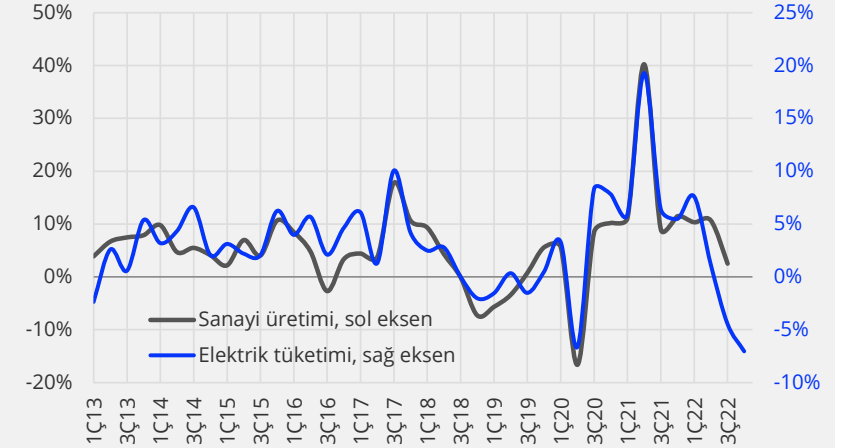
Sanayi üretim endeksi



Perakende hacim endeksi



Elektrik tüketimi ve sanayi üretimi, yıllık değişim



- Yılın ilk yarısında yıllık %7,6'ya ulaşan GSYH büyümesi 3Ç22'de beklentilere paralel %3,9 seviyesinde gerçekleşti. GSYH büyümesindeki yavaşlamanın genele yayıldığını söyleyebiliriz. Şöyle ki, yıllık büyüme sanayi sektöründe ilk yarıyıldaki %8,0'den %0,3'e, hizmetler (iç ticaret, ulaştırma ve turizm) sektöründe ise %16,9'dan %6,9'a gerilerken, inşaat sektöründeki daralmanın da aynı süreçte %8,9'dan %14,1'e çıktığı görülüyor. Diğer hizmet sektörlerinde (bilgi-işlem, finansal hizmetler, idari hizmetler, vb.) ise çift haneye yakın, güçlü büyüme eğiliminin korunduğunu söyleyebiliriz. Harcama tarafından bakıldığında, **özel tüketim harcamalarındaki yıllık büyümenin %19,9'a ulaştığı dikkate alındığında, sanayi üretimindeki yavaşlamanın temel olarak ihracattan kaynaklandığını söyleyebiliriz.**
- İmalat PMI endeksinin Mart ayından beri 50 seviyesinin altında seyretmeye devam etmesi (Ekim'de 46,4'e geriledi) ve elektrik tüketiminde bir süredir yaşanan gerileme (Temmuz: yıllık -5%, Ağustos: -2%, Eylül: -%6, Ekim: -%7, Kasım: -%7) sanayi üretimindeki ivme kaybının ihracat kaynaklı olarak devam edebileceğine işaret ediyor. Mevcut verilerle GSYH büyümesinin yılın son çeyreğinde %2,0 civarına gerileyebileceğini (sanayi üretiminde bazı aylar negatif büyüme görülebilir) düşünüyoruz. **GSYH büyümesinde yılın ikinci yarısındaki bu ciddi ivme kaybına karşın, 2022 yılı büyümesinin yılın ilk yarısında elde edilen %7,6'lık büyüme performansının yardımıyla %5,0 civarında gerçekleşeceği anlaşılıyor.**
- Hükümetin mali genişlemeye ek olarak kredileri de canlandırma potansiyeli iç talebe bir miktar ivme kazandırabilir. Buna rağmen, iç talebin 2023 yılı boyunca güçlü kalması zor görünüyor. Buna ek olarak, **ihracatta beklediğimiz yavaşlamaya da bağlı olarak, GSYH büyümesinin 2023 yılında %2,0-2,5 seviyelerine gerileyebileceğini düşünüyoruz.**

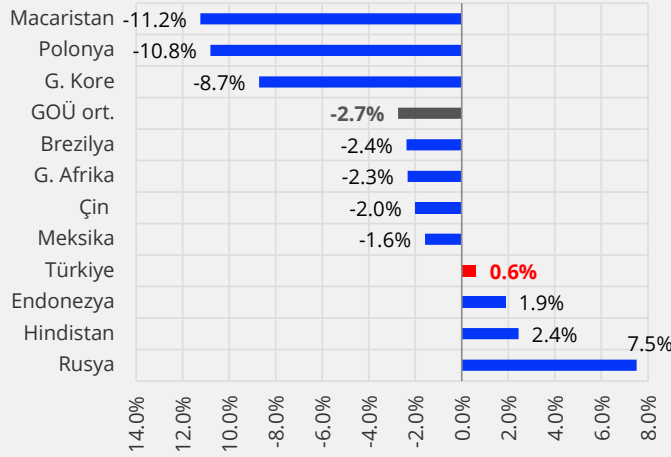
Kaynak: TÜİK, TEİAŞ, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

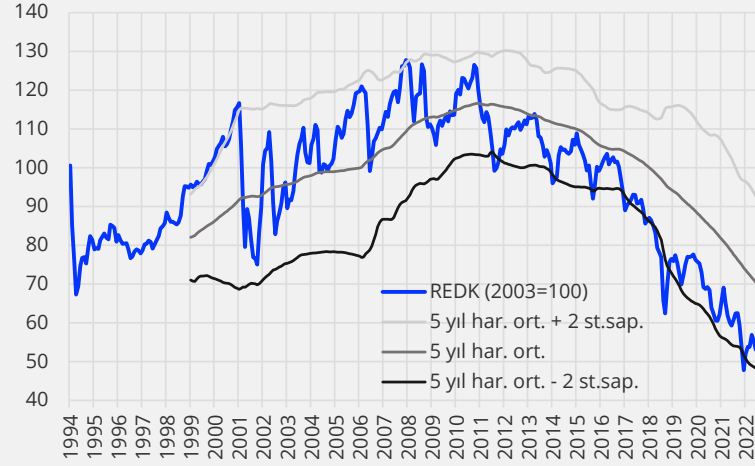


Kısa vadede TL'deki stabilizasyon korunsa da, orta vadede değer kaybı baskısının sürmesini bekliyoruz

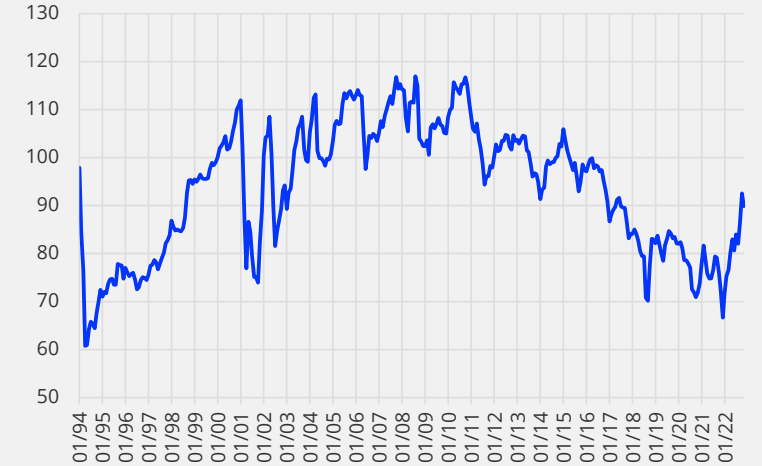
USD paritesindeki değişim (31/07/22 - 16/12/22)



TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru (2003=100)



Yurtiçi ÜFE bazlı reel efektif döviz kuru (2003=100)



- TCMB'nin başlattığı politika faizi indirim sürecine karşın \$/TL kurundaki stabilizasyonun korunduğu görülüyor. Bu sonuçta kısmen güçlü turizm gelirleri ve net-hata-ve-noksan kaleminde takip ettiğimiz sermaye girişlerinin etkisinden bahsedebiliriz. Ek olarak, **faizlerdeki düşümlere karşın kredi genişlemesinde henüz bir ivmelenme olmamasının da TL üzerindeki olumsuz baskıları sınırladığını düşünüyoruz.**
- Bununla beraber, yıl boyu küresel ölçekte güçlenen Dolar (DXY) Ekim ortalarından sonra küresel risk iştahındaki iyileşmeyle beraber bir zayıflama süreci yaşadı. Bu süreçte, €/ \$ paritesi 0,97 seviyesinden 1,05'e yükselirken, Doların pek çok GOÜ para birimine karşı da değer kaybettiği görülüyor. Buna göre, \$/TL kurundaki stabilizasyona karşın, TL'nin bu süreçte diğer GOÜ para birimlerine karşı negatif ayrıştığı söylenebilir.
- Eylül başında açıklanan OVP hedefleri, önümüzdeki aylarda mali tarafta bir genişleme olabileceğine işaret ediyor. Buna ek olarak, seçimler de yaklaşırken, iç talebe ivme kazandırmak amacıyla kredilerde bir genişlemeye (parasal genişleme) gidilmesi beklenebilir, **Kısa vadede TL'deki stabilizasyonun sürmesini beklemekle beraber, mali ve parasal genişlemenin birlikte yaşandığı böyle bir durumda, hızla yükselmeye devam eden cari açık ve yoğun dış borç geri ödeme takvimi de dikkate alındığında (büyük merkez bankalarının sıkı para politikası duruşlarını koruduğu bir ortamda), TL üzerinde değer kaybı baskılarının önümüzdeki aylarda güçlenme ihtimalinin bulunduğunu düşünüyoruz.**
- \$/TL kurunu 2023 sonu için 24,50, yıllık ortalama olarak da 22,70 olarak öngörüyoruz (varsayıyoruz).

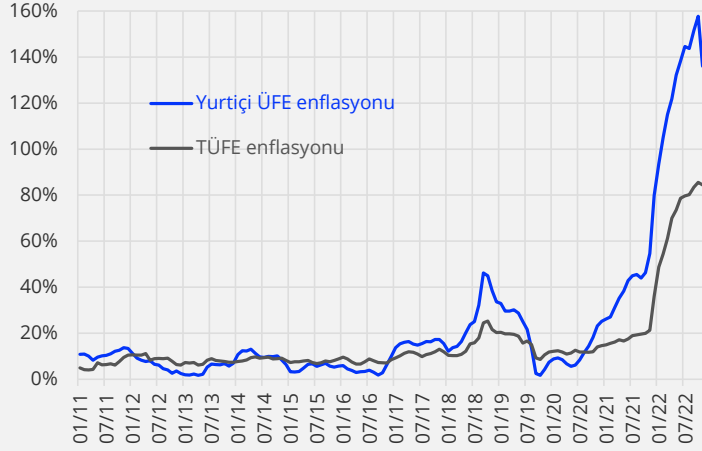
Kaynak: TCMB, Bloomberg

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

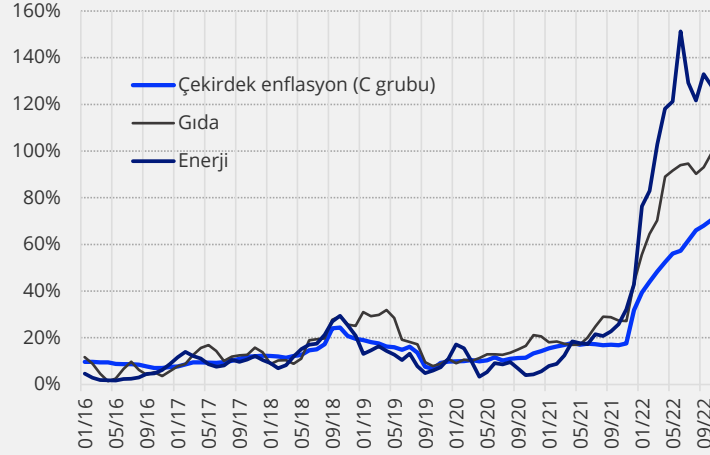


TÜFE enflasyonu 2. çeyrekte %45 civarına gerileyebilir, ancak TL'de değer kaybına bağlı yukarı yönlü riskler mevcut

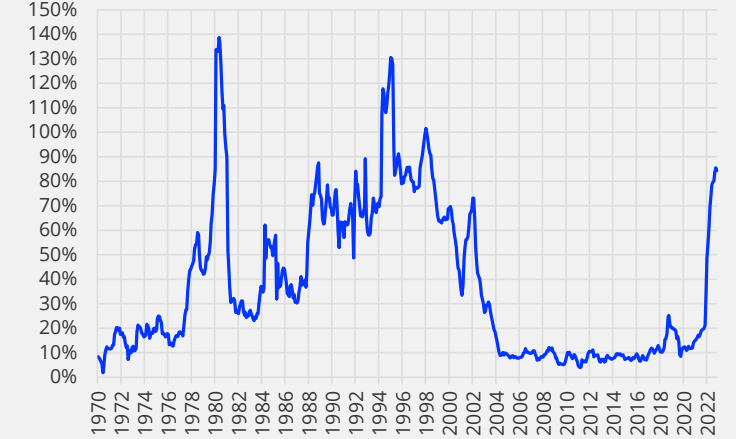
Yurtiçi ÜFE enflasyonu - TÜFE enflasyonu



TÜFE enflasyonu, alt kalemler



Uzun dönemli TÜFE enflasyonu



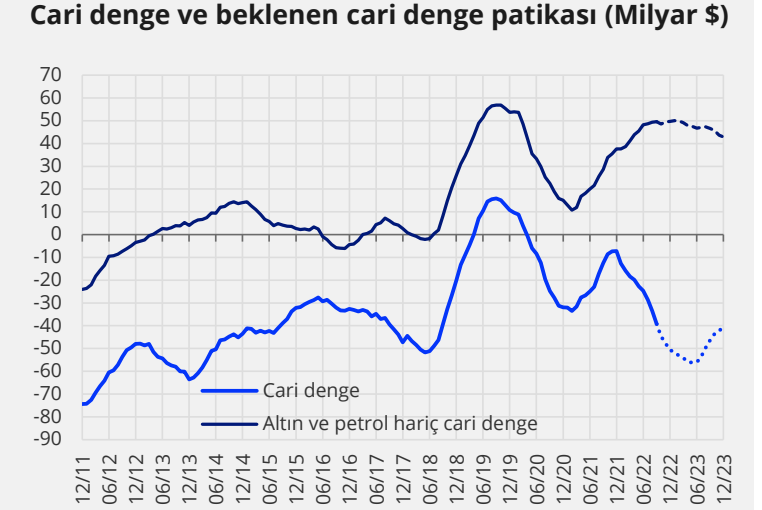
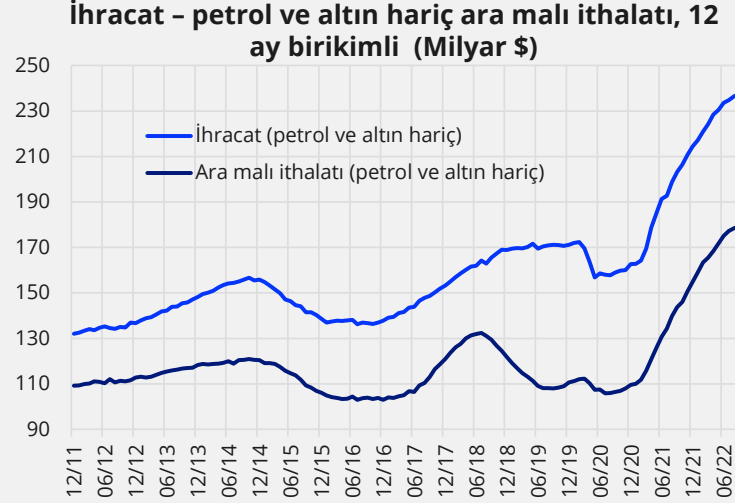
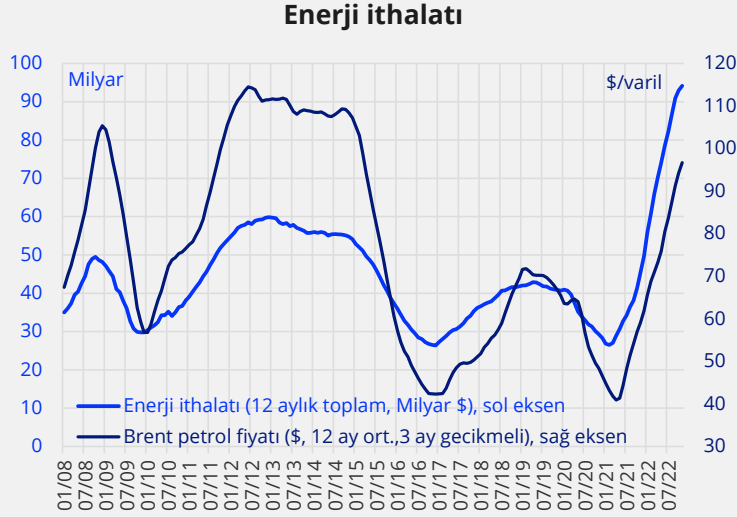
- Geçen yıl TL'deki dramatik değer kaybının ardından Aralık-Nisan arası dönemde birikimli TÜFE enflasyonu %49,6'ya ulaşmıştı. Dolayısıyla, önümüzdeki aydan itibaren bu enflasyon gerçekleştirmelerinin enflasyon serisinden çıkmasıyla yıllık enflasyonda hızlı bir düşüş süreci yaşanması muhtemel görünüyor (benzer bir kur şoku olmayacağı varsayımıyla). **Önümüzdeki aylarda TL'de sınırlı sayılabilecek bir değer kaybı varsayımıyla, yıllık TÜFE enflasyonu sene sonunda %67,5, ilk çeyrek sonunda %50, ikinci çeyrekte de %45 civarlarına gerileyebilir.**
- **TÜFE enflasyonuna ilişkin tahminlerimiz 2023 sonu için %40, yıllık ortalama olarak da %47 seviyesinde bulunuyor.**
- Ancak, TL'deki değer kaybının yeniden hızlanması potansiyeli bu tahminler üzerindeki yukarı yönlü riskleri canlı tutuyor. Büyümedeki ivme kaybının devam etmesiyle, seçimler de yaklaşırken, hükümetin mali genişlemeye ek olarak kredileri de canlandırma eğiliminde olabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan, ihracattaki ivme kaybı ve ithalattaki ivmelenmeye bağlı olarak cari açığın da yükselişini sürdürmesini bekliyoruz. Bu iki faktör, ilerleyen aylarda TL üzerinde baskı yaratabilir. Bu da yukarıdaki enflasyon tahminlerinin yeniden gözden geçirilmesini gerektirebilir.

Kaynak: TÜİK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



Cari açık, güçlü turizm sezonuna rağmen, enerji maliyetleri ve ithalattaki ivmelenme nedeniyle yükselişini sürdürecektir



- Eylül'de cari denge 3,0 milyar \$ olarak gerçekleşirken, turizm gelirlerine yapılan yaklaşık 7 milyar \$'lık revizyonla birlikte 12-aylık birikimli cari açık 33,5 milyar \$'dan (revizyon öncesi 40,7 milyar \$) 39,2 milyar \$'a yükseldi.
- **Geçen yıl 50 milyar \$ seviyesindeki enerji ithalat maliyetinin (son 10 yıl ortalaması da kabaca 45 milyar \$), 2022 yılı tamamında kabaca 95 milyar \$'a ulaşacağı görülüyor.** Bu hızlı artışın arkasındaki temel faktör olarak da, spot doğalgaz fiyatlarında yaşanan dramatik yükseliş öne çıkıyor.
- Sene başından bu yana enerji ithalat maliyetindeki dramatik yükseliş ve ara malı ithalatının ihracata paralel artışının yanı sıra, ikinci çeyrekte bu yana da ihracattaki ivme kaybı ve tüketim ve yatırım malları ithalatındaki canlanma da dış ticaret açığındaki hızlı bozulmada öncü rol oynuyor. Buna bağlı olarak, altın ve petrol hariç cari açığındaki iyileşme de sektöre uğramış durumda. Örneğin, **son 4-5 aylık süreçte yatırım ve tüketim mali ithalatındaki yükseliş %23 ve %40 seviyelerinde gerçekleşirken, aynı dönemde ihracat (altın ve petrol dışı) artışı %5'te kaldı.**
- **Cari açığındaki yükselişin önümüzdeki aylarda da yükselişini sürdürerek sene sonunda 51 milyar \$ (GSYH'nin kabaca %5,8'i), 2023'ün ilk çeyreğinde de 55 milyar \$ civarlarına yükselmesini bekliyoruz.** Bu açığın finansmanının da ağırlıklı olarak net-hata noksan kaleminden (ve bir miktar da rezerv kaybıyla) karşılanmaya devam etmesini bekliyoruz.
- **2023'ün ikinci yarısında ise enerji ithalat maliyetlerindeki düşüş ve güçlü turizm geliri beklentilerimize bağlı olarak, cari açığın düşüş trendine girmesini ve sene sonunda 40 milyar \$'a (GSYH'nin %4,1'i) bekliyoruz.**

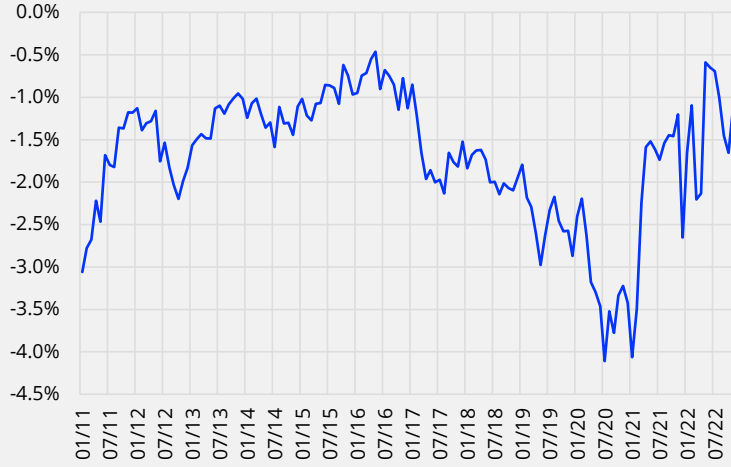
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

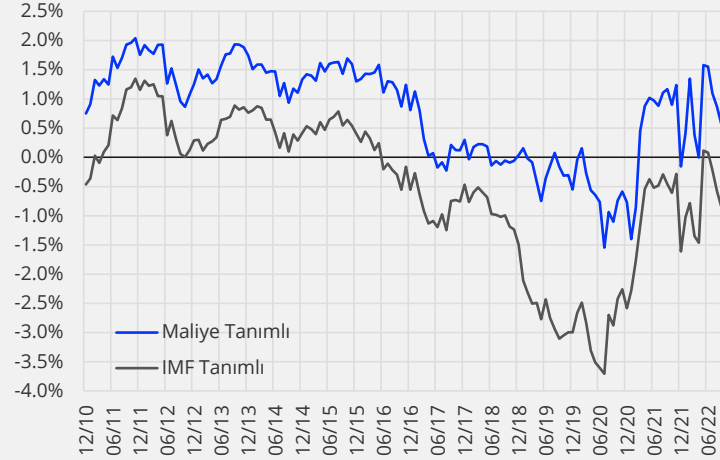


OVP hedefleri ilerleyen aylarda bütçe harcamalarında kayda değer bir artışa işaret ediyor

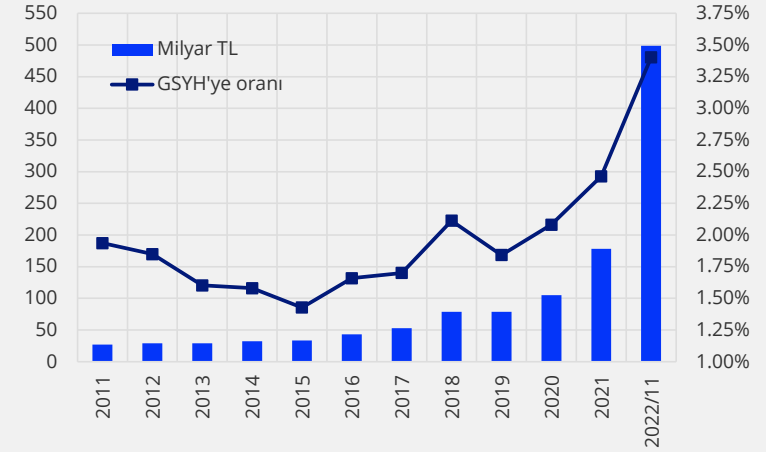
Merkezi bütçe dengesi (12 ay birikimli, GSYH'ye oranı)



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



Kurumlar vergisi tahsilatı



- 2021'in kasım ayında, 32,0 milyar TL fazla veren merkezi bütçe, 2022'nin aynı ayında 108,3 milyar TL fazla verdi. Buna göre, Kasım rakamlarının merkezi bütçede Temmuz'dan beri süregelen bozulmaya şimdilik son verdiğini söylenebilir. Bu performansa en önemli katkısı geçen yılki 47 milyar TL'den 123 milyar TL'ye çıkan kurumlar vergisi tahsilatı Ocak-Kasım döneminde de 500 milyar TL'ye yaklaşarak bütçeye çok önemli bir katkı yaptı.
- Ocak-Kasım döneminde, bütçe açığı 20,4 milyar TL'de kalırken, 272,2 milyar TL faiz-dışı fazla (IMF tanımlı: 97 milyar TL) verildi.
- Hatırlanacağı gibi Hükümet 4 Eylül'de açıkladığı yeni OVP ile 2022 yılı bütçe açığı projeksiyonunu 278 milyar TL'den 461 milyar TL'ye yükseltmişti. **Kamu kurumlarının kalan bütçe ödeneklerini yılın son ayında kullanma eğilimleri nedeniyle, Aralık'ta faiz-dışı harcamalarda çok yüksek oranlı bir artış görülmesi olası görünüyor. Buna göre, Aralık'ta merkezi bütçe açığının 350-400 milyar TL gibi rekor seviyede yüksek gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Bu rakamla sene sonu bütçe açığı da 400 milyar TL civarında gerçekleşebilir, ki bu da bütçe açığı/GSYH oranının %3,5'lük hükümet hedefinin altında %2,7 civarında gerçekleşmesi anlamına gelecek.**
- **Bununla beraber, hızla artacak faiz harcamaları ve KKM sistemine bağlı transferler nedeniyle, bütçe açığı/GSYH oranının ilerleyen yıllarda %3,5-4,0 aralığına, hatta üzerine yükselmesi riskinin halen yüksek olduğunu düşünüyoruz.**

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma



# Ekonomik Görünüm: Türkiye



Hükümet merkezi bütçe açığı bütçe açığı projeksiyonunu 278 milyar TL'den 461 milyar TL'ye yükseltmişti

## 2022 Merkezi Bütçe, Revize Hedefler (Milyar TL)

	İlk Tahmin	Revize Tahmin *	Son Tahmin
<b>Gelirler</b>	<b>1,472.6</b>	<b>2,553.1</b>	<b>2,672.5</b>
Vergi gelirleri	1,258.3	2,185.2	2,269.6
Vergi-dışı gelirler	214.3	367.9	402.9
<b>Harcamalar</b>	<b>1,751.0</b>	<b>2,831.5</b>	<b>3,133.7</b>
Faiz harcamaları	240.4	329.8	329.8
Faiz-dışı harcamalar	1,510.6	2,501.7	2,803.9
Personel	424.8	613.6	617.3
SGK primleri	69.1	97.1	98.1
Mal ve hizmet alımları	128.2	214.9	258.3
Cari transferler	657.3	1,078.3	1,224.4
Sermaye harcamaları	132.3	206.4	277.6
Sermaye transferleri	10.0	23.6	35.9
Borç verme	88.9	267.8	292.2
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-278.4</b>	<b>-278.4</b>	<b>-461.2</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>-38.0</b>	<b>51.4</b>	<b>-131.4</b>
<b>IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge</b>	<b>-94.1</b>		<b>-294.3</b>
<b>GSYH'ye Oranı:</b>			
<b>Bütçe Dengesi</b>	<b>-3.5%</b>		<b>-3.4%</b>
<b>Faiz Dışı Denge</b>	<b>-0.5%</b>		<b>-1.0%</b>
<b>IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge</b>	<b>-1.2%</b>		<b>-2.2%</b>

\* 29 Haziran 2022 tarihli Ek Bütçe

Kaynak: Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



Hükümet 2023'te enerji fiyatlarında geri çekilmeyle enflasyonda hızlı düşüş ve güçlü büyüme bekliyor

## Orta Vadeli Plan Hedefleri (2023-2025 Dönemi)

	2021 Gerçek.	2022 İlk Tah.	2022 Revize Tah.	2023	2024	2025
GSYH (Milyar TL)	7,249	7,880	13,429	18,654	23,438	27,440
GSYH (Milyar \$)	807	850	808	867	952	1,065
GSYH Büyümesi	11.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.5%	5.5%
Kişi Başı GSYH (\$)	9,592	9,947	9,485	10,071	10,931	12,091
İstihdam Seviyesi (x1000 kişi)	28,797	29,918	30,655	31,520	32,423	33,316
İstihdam Oranı	45.2%	46.1%	47.4%	48.1%	48.8%	49.5%
İssizlik Oranı	12.0%	12.0%	10.8%	10.4%	9.9%	9.6%
İşgücüne Katılım Oranı	51.4%	52.4%	53.1%	53.6%	54.2%	54.7%
TÜFE Enflasyonu (dönem sonu)	36.1%	9.8%	65.0%	24.9%	13.8%	9.9%
Deflatör	29.0%	12.9%	76.5%	32.3%	19.1%	11.0%
İhracat (Milyar USD)	225.2	230.9	255.0	265.0	285.0	305.0
İthalat	271.4	282.7	360.0	345.0	363.0	384.0
o/w: enerji	50.7	42.5	102.0	85.0	76.3	70.9
Dış Ticaret Dengesi	-46.2	-51.8	-105.0	-80.0	-78.0	-79.0
Turizm Gelirleri	20.8	25.0	34.0	45.0	55.0	62.0
Cari Denge	-13.6	-18.6	-47.3	-22.0	-13.7	-10.0
Cari Denge / GSYH	-1.7%	-2.2%	-5.9%	-2.5%	-1.4%	-0.9%
<u>Ek Bilgi:</u>						
Brent Petrol	70.7	68.3	102.0	88.0	83.9	80.7
USD/TRY	8.98	9.27	16.62	21.52	24.62	25.77

Kaynak: Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



2023'te %3,5'lik bütçe açığı/GSYH hedefini koruyan hükümet, 2024'te %2,5'e, 2025'te %1,5'e düşüş hedefliyor

Orta Vadeli Plan Merkezi Bütçe Hedefleri, 2023-2025 Dönemi (Milyar TL)

	2021 Gerçek.	2022 İlk Tah.	2022 Revize Tah.	2023	2024	2025
Gelirler	1,402.0	1,472.6	2,672.5	3,810.1	4,778.3	5,594.5
Vergi gelirleri	1,165.0	1,258.3	2,269.6	3,199.5	4,031.3	4,719.7
Vergi-dışı gelirler	237.0	214.3	402.9	610.6	747.0	874.8
Harcamalar	1,603.5	1,751.0	3,133.7	4,469.6	5,361.0	6,003.5
Faiz harcamaları	180.9	240.4	329.8	565.6	697.8	774.5
Faiz-dışı harcamalar	1,422.7	1,510.6	2,803.9	3,904.0	4,663.1	5,229.0
Bütçe Dengesi	-201.5	-278.4	-461.2	-659.4	-582.7	-409.0
Faiz Dışı Denge	-20.7	-38.0	-131.4	-93.8	115.2	365.5
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-108.4	-94.1	-294.3	-323.6	-182.9	20.5
<u>GSYH'ye oranı:</u>						
Bütçe Dengesi	-2.8%	-3.5%	-3.4%	-3.5%	-2.5%	-1.5%
Faiz Dışı Denge	-0.3%	-0.5%	-1.0%	-0.5%	0.5%	1.3%
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-1.5%	-1.2%	-2.2%	-1.7%	-0.8%	0.1%
IMF Tanımlı Faiz Dışı Denge	-2.5%	-2.2%	-1.8%	-1.5%	-1.2%	-2.2%

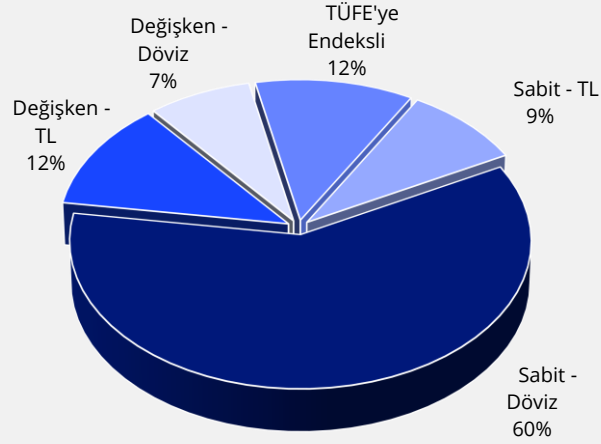
Kaynak: Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

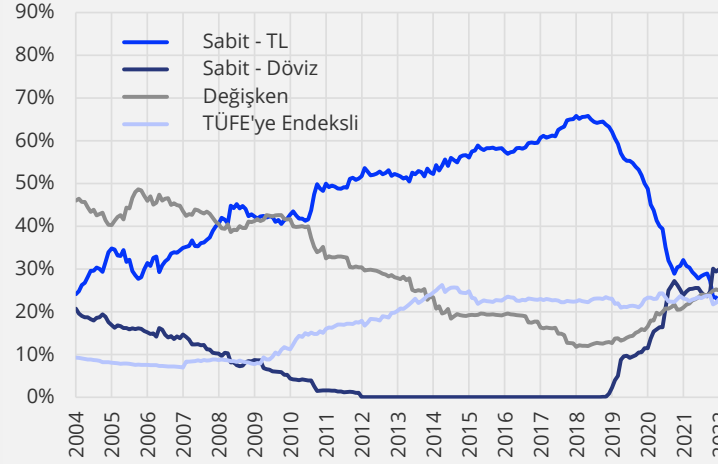


Kamu borç stoğu içinde değişken faizli ve döviz cinsi tahvillerin payı %90'ı geçti

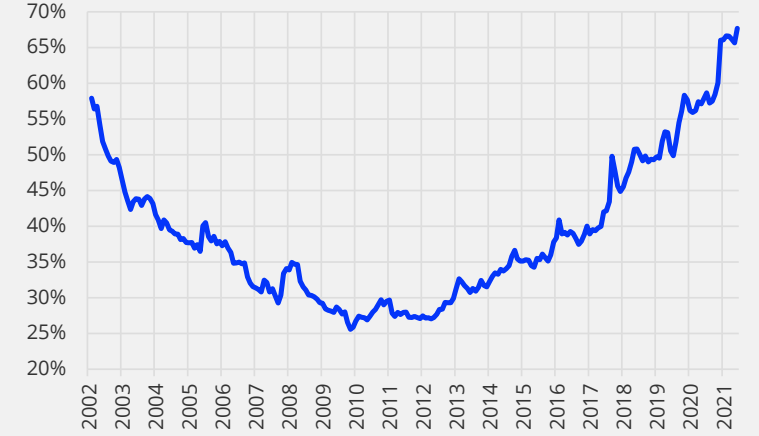
Kamu borç stoğunun dağılımı



İç borç stoğu dağılımının gelişimi



Kamu borç stoku içinde döviz cinsi borcun payı



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

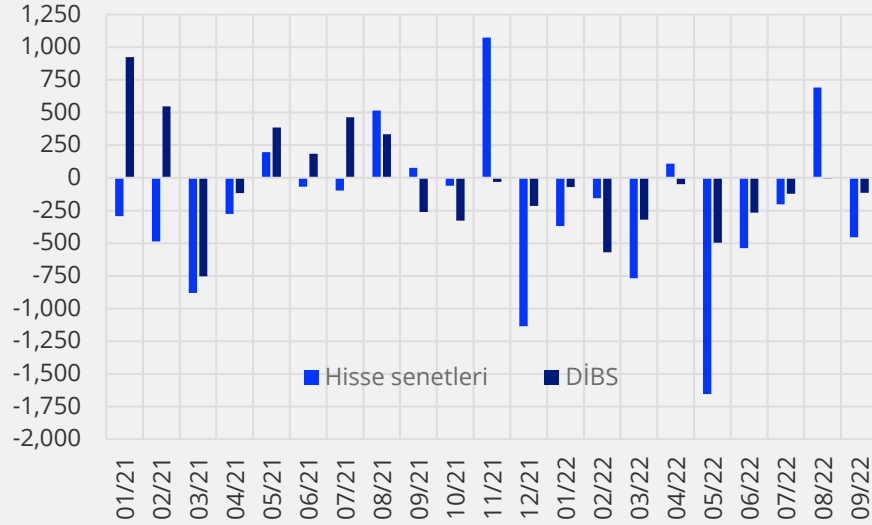
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

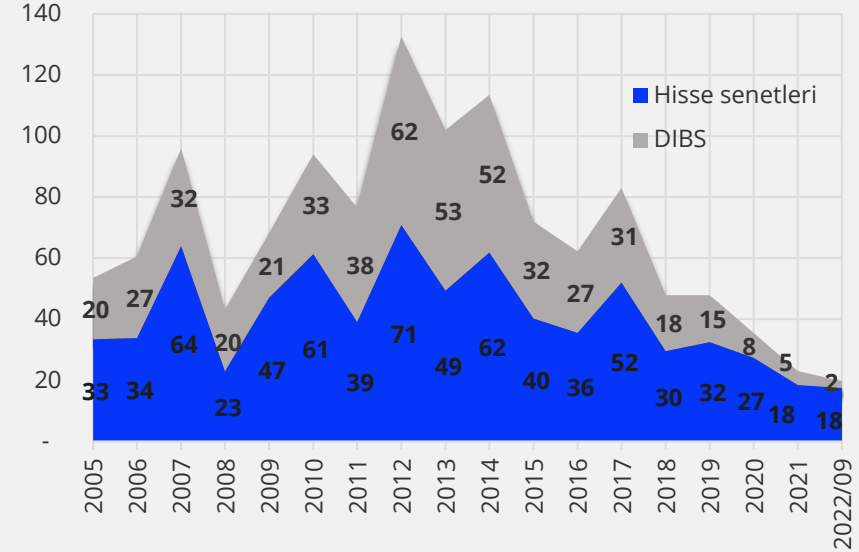


2022'de hisse senedi ve bonolardan toplamda 5,4 milyar \$ yabancı sermaye çıkışı oldu

Yurtdışı yerleşiklerin net sermaye hareketleri, Aylık (Milyon \$)



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



- 2021 yılının tamamına bakıldığında, DİBS'lere 1,1 milyar \$'lık yabancı sermaye girişi yaşanırken, hisse senetlerinden 1,4 milyar \$'lık sermaye çıkışı yaşanmıştı.
- **2022'nin ilk çeyreğinde DİBS'lerden 1,0 milyar \$, hisse senetlerinden 1,3 milyar \$'lık çıkış yaşanırken, 2. çeyrekte DİBS'lerden 0,8 milyar \$, hisse senetlerinden ise 2,1 milyar \$'lık çıkış olmuştur.**
- **Hisse senetlerinden Temmuz'da 203 milyon \$ çıkış yaşanmasının ardından, Ağustos'ta kabaca 692 milyon \$ giriş, Eylül'de ise 454 milyon \$ çıkış gerçekleşti. Böylece 3. çeyreğin tamamında hisse senetlerine çok sınırlı bir miktarda, 35 milyon \$'lık giriş oldu. Aynı dönemde DİBS'lerden ise 241 milyon \$ çıkış daha oldu.**
- **Böylece 2022'nin başından beri hisse senetlerinden 3,34, DİBS'lerden 2,01 milyar \$ olmak üzere toplamda 5,35 milyar \$ sermaye çıkışı yaşandı.**
- Yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi stoğu 2020 sonundaki 27,3 milyar \$'dan 2021 sonunda 18,4 milyar \$'a, 2022'nin Eylül sonunda da 17,6 milyar \$'a geriledi (Haziran sonunda 15,4 milyar \$ idi). 2020 sonunda 8 milyar \$ seviyesindeki DİBS stoğu da 2 milyar \$'a kadar gerilemiştir.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



2022'de 3 derecelendirme kuruluşu da Türkiye'nin kredi notunda indirmeye gitti (Fitch 2 kez)

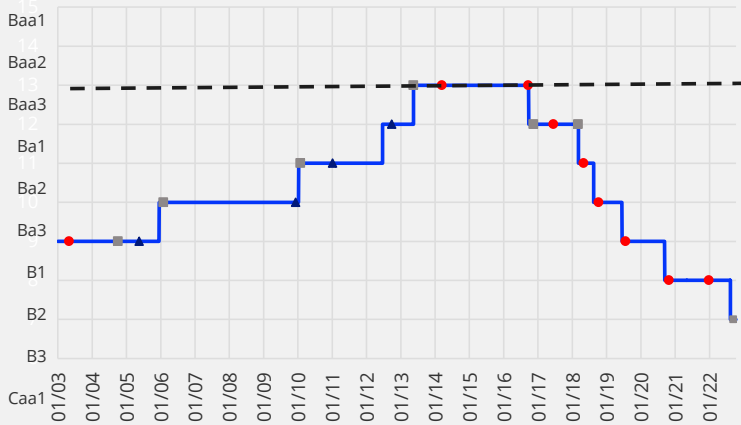
	S&P	Moody's*	Fitch
Son güncelleme tarihi:	30/09/22	12/08/22	08/07/22
Kredi notu güncellemesi:	B+ teyit edildi	B3'e indirildi	B'ye indirildi
Görünüm güncellemesi:	Durağana güncellendi	Durağana güncellendi	Negatif teyit edildi
Yatırım yapılabilir kademe:	5 kademe altı	6 kademe altı	5 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	-	25/11/22	18/11/22

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

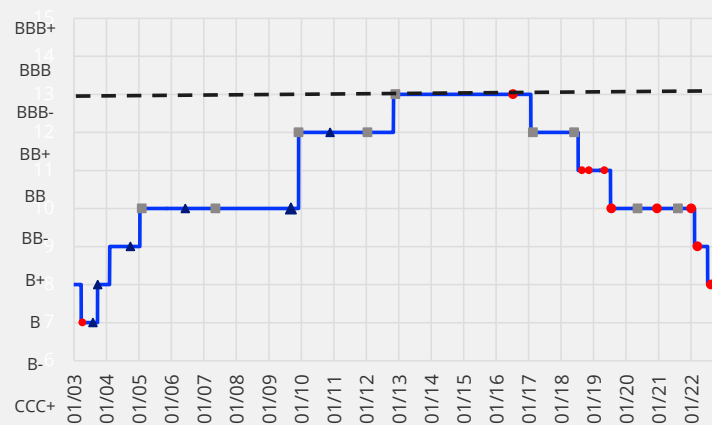
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
30/09/22	S&P	B	↓	durağan	↑
12/08/22	Moody's	B3	↓	durağan	↑
08/07/22	Fitch	B	↓	negatif	→
01/04/22	S&P	B+	→	negatif	→
11/02/22	Fitch	B+	↓	negatif	→
10/12/21	S&P	B+	→	negatif	↓
04/12/21	Moody's	B2	→	negatif	→
03/12/21	Fitch	BB-	→	negatif	↓
28/10/21	S&P	B+	→	durağan	→

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

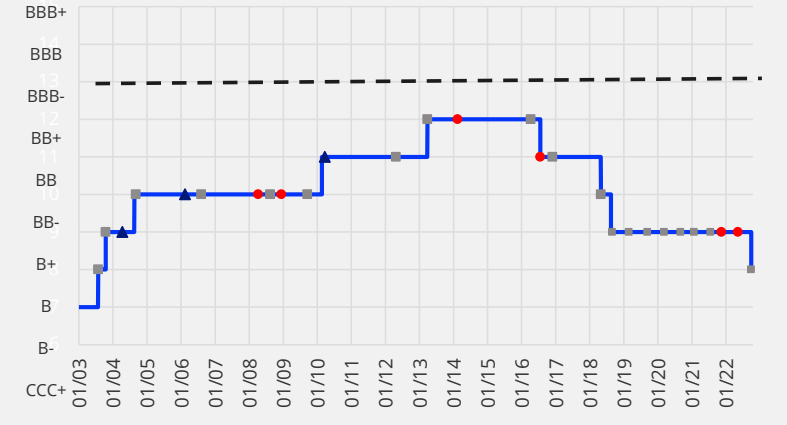
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



▲ Pozitif görünüm ■ Durağan görünüm ● Negatif görünüm

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

# Piyasalara Dair Beklentiler

## Ekonomi ve Piyasa Takvimi



### MB Faiz Toplantıları

Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
18 	2 	10 	28 	3 	14 	26 	3 	14 		2 	13 
19 	2 	16 		4 	15 	27 		20 			14 
	2 	22 		11 	16 	28 					19 
	2 	23 			22 						
	23 	23 									
26 Enflasyon Raporu 1/4 	9 MSCI Endeks Değişiklikleri 			11 MSCI Endeks Değişiklikleri 			10 MSCI Endeks Değişiklikleri 	9-10 G20 Yeni Delhi Zirvesi 		14 MSCI Endeks Değişiklikleri 	
		23-24 BM 2023 Su Konferansı (New York) 	10-16 IMF/Dünya Bankası Bahar Toplantıları 						13-15 Dünya Bankası Yıllık Toplantısı (Marakeş, Fas) 		
								19-20 BM SDG Zirvesi (New York) 			



### Önemli Olaylar

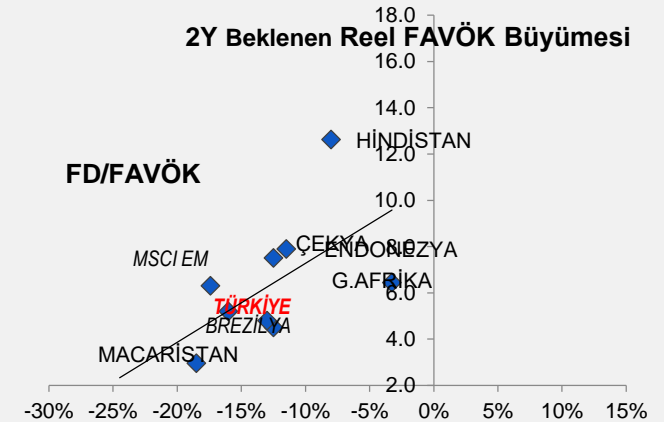
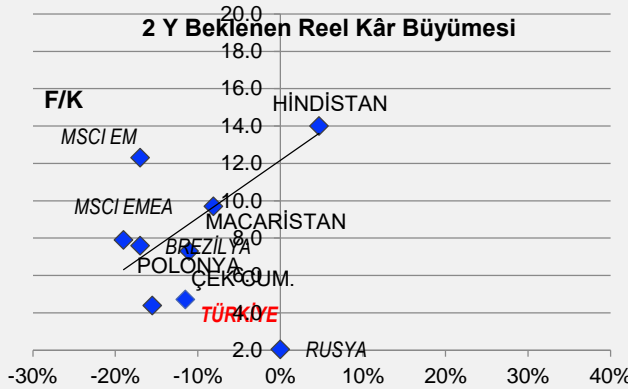
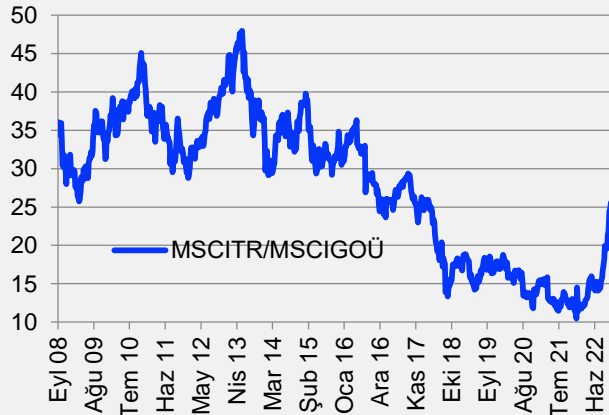
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Piyasalara Dair Beklentiler (I)



## Endeksin Doym Noktalarına Geldiğini Düşünüyoruz

- Endeksin kısa vade trendinde önemli bir değişiklik beklemekle birlikte, değerlendirme bazında doyum noktalarına geldiği düşünüyoruz.
  - 2021 yılını %26'lık bir mutlak getiri ile kapatan BIST 100 endeksi, TL'nin değer kaybından dolayı GOÜ'lerin %26 gerisinde bir performans göstermişti.
  - Yılbaşından bu yana BIST 100 endeksinin oldukça güçlü %153 getirisi bulunmakta ve sağlanan getirin aynı dönemde yaşanan açıklanan %62,4'lük enflasyonun (TÜFE) ve %33 değer kazanan döviz sepetinin oldukça üzerinde. Yüksek getirin temel nedenleri: 1. Mevduat başta olmak üzere alternatif para piyasalarında düşük kalan faizler nedeni ile alternatif getirilerin sınırlı kalması, 2. Şirket karlarının talep bazlı büyüme, ve enflasyonunda katkısı ile yakaladıkları yüksek ürün fiyat ayarlamaları, ve 3. Zayıf TL ile ihracat ağırlıklı şirketlerin elde ettikleri enflasyonun üzerindeki karlılıklar olarak yorumlamaktayız. Aynı dönemde, USD bazında getirin de dahil edildiği, GOÜ'lere karşı göreceli performansa baktığımızda, BIST-100 endeksinin rölatif getirisinin yıllık bazda tarihsel olarak en yüksek seviye olan %139 olduğunu görmekteyiz.
  - Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise (enflasyondan arındırılmış, yani reel, 2022-2023 yılları averajı) net kar büyümesi açısından gördüğümüz gelişme global büyüme beklentilerinin oldukça yavaşladığı, hatta hemen her ülkede negatife geçmiş olduğu. Bu bağlamda piyasa beklentisi önümüzdeki 2 yılda averaj olarak BIST şirketlerinin dünya averajına paralel %10'un üzerinde reel kar ve FAVÖK daralması (Gedik Yatırım beklentisi: 25) yaşayacağı. BIST-100 endeksinin GOÜ'lere karşı FD/FAVÖK iskontosu ise 6 ay önce %38'den %25'e düşmüş durumda.
  - **BIST-100 Endeks hedefimiz %18'lik yükselme potansiyeliyle 6000.** Güçlü devam eden şirket büyümeleri ve enflasyonist ortamın yarattığı etki ile endeks hedefimizi 4,650'den 6,000'e çıkartıyoruz. Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz %22, sanayii sektörlerindeki ise %16. Öte yandan, İNA modellerinde kullandığımız risksiz faiz oranlarının %25'den başlayıp, yıllar itibarı ile makro beklentilerimize paralel kademeli olarak düşürüldüğünü, ve beklentilerden uzun sürebilecek (yüksek) faiz ortamının değerlendirme üzerinde bir risk unsuru olduğunu belirtmek isteriz.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

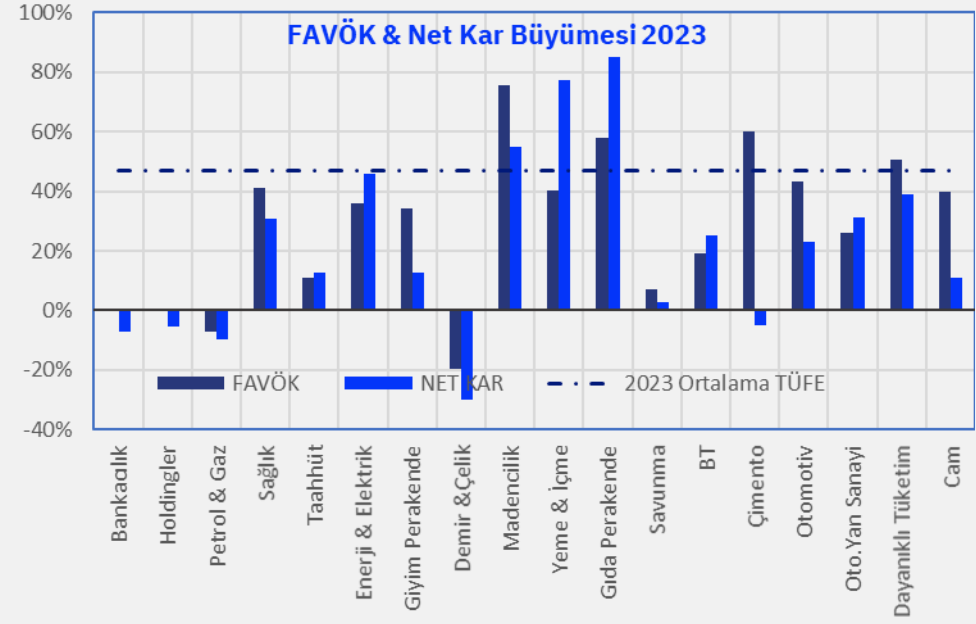
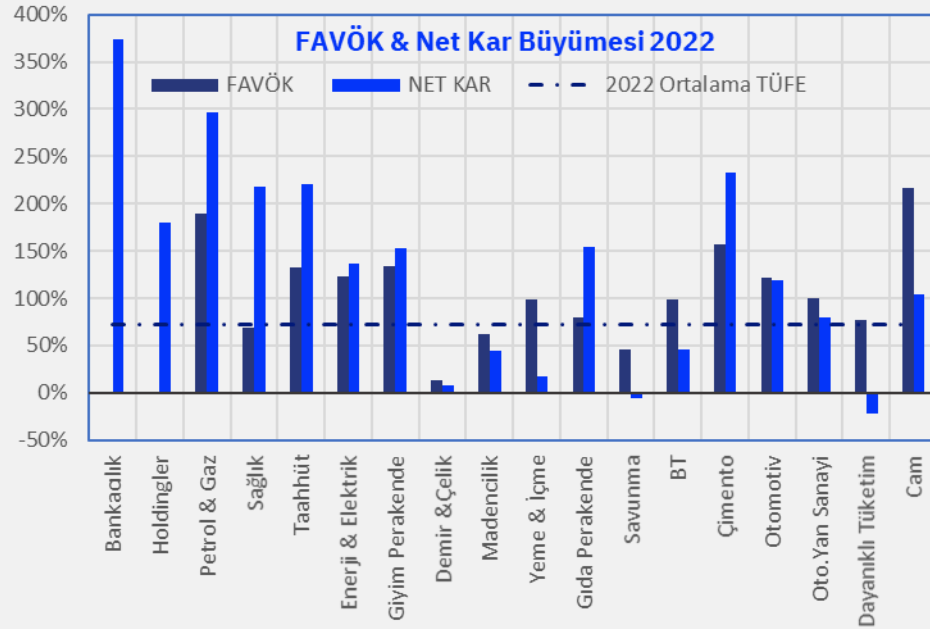


# Piyasalara Dair Beklentiler (II)



## Endeksin Doym Noktalarına Geldiğini Düşünüyoruz

- Bu sayfada sunulan iki grafik 2022 ve 2023 yıllarında ana sektörlerdeki faaliyet ve net kar büyüme tahminlerimizle averaj TÜFE beklentilerimizi karşılaştırmakta, yani reel büyüme resmini çizmektedir.
- Bu bağlamda, görüldüğü üzere, 2022 yılında demir çelik ve madencilik hariç, çoğu ana sektörlerin 2022 yılında yüksek reel kar büyümeleri ile yılı kapamalarını bekliyoruz. Ancak, 2023 yılında reel faaliyet karı büyümesi beklediğimiz sektörler madencilik, gıda perakende, yeme içme, ve çimento'dan ibaret. Beklentimiz BIST100 ortalamasının reel olarak %25 üzerinde bir kar düşüşü yaşayacağı.
- Önümüzdeki sene beklediğimiz reel kar daralmasının arkasındaki ana nedenler: 1. 2022 yılında kaynaklanan yüksek baz etkisi, 2. Özellikle seçimlerin ardından daha ortodox macro politikalara dönülmesi ve büyümede yavaşlama, 3. Global büyümede yavaşlama, ve 4. TL'nin üretici fiyatlarına nazaran güçlü kalması ve özellikle ihracatçı şirketlerin karlılıklarını azaltma olasılığıdır.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



## Bankalar

Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2022 T		2023 T		F/K		PD/DD		Özsermaye Karlılığı (%)	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	NFG	Net Kar	NFG	Net Kar	2022 E	2023 E	2022 E	2023 E	2022 E	2023 E
Akbank	20,50	24,44	25,88	26%	EÜG	EÜG	77.718	58.024	79.668	54.152	1,8	2,0	0,7	0,5	53,6	32,6
Garanti Bankası	31,62	37,00	40,36	28%	EÜG	EÜG	85.923	58.594	98.580	58.124	2,3	2,3	0,6	0,5	46,9	29,2
İş Bankası	13,67	13,26	16,57	21%	EÜG	EÜG	75.975	53.403	83.552	55.220	2,6	2,5	0,8	0,6	42,5	29,6
TSKB	5,50	4,62	4,62	-16%	EÜG	EPG	7.311	3.932	7.621	3.783	3,9	4,1	1,4	1,1	45,5	30,0
Vakıfbank	13,77	12,06	13,56	-2%	EPG	EPG	73.990	29.187	69.251	24.711	3,4	4,0	0,9	0,8	36,2	21,5
Yapı ve Kredi Bankası	12,87	15,74	15,98	24%	EÜG	EÜG	74.894	54.243	79.397	52.408	2,0	2,1	0,8	0,6	56,3	35,3

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

\*\***EÜG:** Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG:** Endekse Paralel Getiri / **EAG:** Endeksin Altında Getiri / **G/G:** Gözden Geçiriliyor

19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri

## Banka Dışı



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2022 T			2023 T			F/K		FD/FAVÖK		FD/SATIŞ	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2022 E	2023 E	2022 E	2023 E	2022 E	2023 E
Akiş GMYO	7,74	7,38	7,38	-5%	EPG	EPG	771	547	3.568	1.158	834	4.038	1,7	1,5	17,6	12,1	-	10,3
Akçansa	56,30	83,24	83,24	48%	EÜG	EÜG	8.567	1.253	1.518	14.149	2.100	1.836	7,1	5,9	8,8	5,6	1,3	0,9
Aksa Akrilik	87,35	94,05	94,05	8%	EPG	EPG	18.148	4.395	2.896	23.176	4.965	3.108	9,8	9,1	6,3	5,6	1,5	1,3
Aksa Enerji	49,78	52,56	52,56	6%	EPG	EPG	50.280	7.680	5.520	68.912	11.878	7.026	11,1	8,7	8,9	5,3	1,4	1,0
Anadolu Efes	68,80	75,00	75,00	9%	EÜG	EÜG	82.212	13.264	1.949	112.662	18.262	2.115	20,9	19,3	6,5	4,6	1,0	0,9
Anadolu Holding	112,60	131,33	130,00	15%	EÜG	EPG	-	-	5.550	-	-	8.000	4,9	3,4	-	-	-	-
Arçelik	105,40	104,21	104,21	-1%	EPG	EPG	130.622	12.101	2.403	181.987	18.225	3.345	29,6	21,3	8,2	6,1	0,8	0,8
Aygaz	92,80	67,81	67,81	-27%	EPG	EPG	36.911	710	3.817	57.079	1.281	3.088	5,3	6,6	23,2	12,4	0,4	0,3
Bim Mağazaları	131,10	167,00	167,00	27%	EÜG	EÜG	140.504	11.523	6.201	236.193	18.866	11.106	12,8	7,2	7,3	4,5	0,6	0,4
Brisa	55,10	64,59	64,59	17%	EPG	EPG	13.995	2.822	1.834	19.579	3.629	2.473	9,2	6,8	5,7	4,1	1,2	0,9
Coca Cola İçecek	208,40	221,00	221,00	6%	EPG	EPG	47.038	9.031	3.508	67.875	13.425	4.091	15,1	13,0	6,4	4,2	1,2	0,9
Çimsa	91,80	121,06	121,06	32%	EÜG	EÜG	8.695	1.306	3.250	12.300	1.932	1.336	3,8	9,3	8,3	5,8	1,2	0,9
Doğan Holding	10,02	10,18	10,00	0%	EÜG	EPG	-	-	5.800	-	-	7.500	4,5	3,5	-	-	-	-
Doğuş Otomotiv	165,60	163,47	163,47	-1%	EPG	EPG	44.568	8.168	7.729	62.309	7.658	6.976	4,7	5,2	3,8	4,0	0,7	0,5
Enerjisa	30,52	31,70	31,70	4%	EPG	EPG	85.218	8.986	2.828	109.477	12.166	4.857	12,7	7,4	6,2	5,3	0,7	0,7

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

\*\***EÜG:** Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG:** Endekse Paralel Getiri / **EAG:** Endeksin Altında Getiri / **G/G:** Gözden Geçiriliyor

19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



## Banka Dışı

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2022 T			2023 T			F/K		FD/FAVÖK		FD/SATIŞ	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2022 E	2023 E	2022 E	2023 E	2022 E	2023 E
Enka İnşaat	26,58	27,52	33,00	24%	EPG	EÜG	66.500	14.249	50	88.000	16.829	14.750	3.189,6	10,8	1,3	1,3	-	-
Ereğli	41,50	38,32	41,59	0%	EPG	EPG	132.496	30.007	16.551	137.527	18.134	7.334	8,8	19,8	5,5	9,3	1,2	1,3
Ford Otosan	469,90	591,64	591,64	26%	EÜG	EÜG	204.996	22.212	17.272	374.695	38.776	27.504	9,5	6,0	9,4	6,0	1,0	0,7
Galata Wind	24,70	23,73	23,73	-4%	EPG	EPG	1.268	1.059	1.018	1.829	1.498	1.375	13,0	9,6	12,3	8,3	10,3	6,7
Good Year	20,90	23,39	23,39	12%	EPG	EPG	11.100	1.463	624	16.178	1.779	754	9,0	7,5	4,5	4,0	0,6	0,5
İndeks Bilgisayar	21,64	16,55	16,55	-24%	EPG	EPG	28.054	915	541	31.140	1.016	601	9,0	8,1	4,4	3,9	0,1	0,1
Kardemir	18,26	18,41	21,79	19%	EPG	EÜG	26.010	3.718	2.266	27.634	3.234	1.399	9,2	14,9	3,7	4,1	0,5	0,3
Koç Holding	75,35	90,93	91,00	21%	EÜG	EÜG	-	-	57.258	-	-	59.063	3,3	3,2	-	-	-	-
Kordsa	86,00	93,62	93,62	9%	EPG	EPG	18.631	2.414	1.653	26.631	3.771	3.246	10,1	5,2	10,0	6,5	1,3	1,2
Koza Altın	490,30	304,12	304,12	-38%	EAG	EAG	6.558	3.512	4.338	10.763	6.171	6.713	17,2	11,1	18,3	10,0	9,8	4,7
Koza Anadolu	54,25	40,12	40,12	-26%	EAG	EAG	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Logo	64,85	84,36	84,36	30%	EÜG	EÜG	1.457	499	429	2.010	671	614	15,1	10,6	12,5	9,0	4,3	2,9
Lokman Hekim	30,10	35,16	35,16	17%	EPG	EPG	827	169	89	1.363	271	132	12,2	8,2	7,7	4,7	1,6	1,2
Mavi Giyim	130,20	G/G	197,00	51%	EÜG	EÜG	10.149	2.466	1.706	15.785	3.362	2.565	7,6	5,0	4,8	3,3	1,2	0,7
Migros Ticaret	140,20	223,00	223,00	59%	EÜG	EÜG	69.074	5.501	1.551	113.305	8.854	3.421	16,4	7,4	4,9	3,0	0,4	0,2

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

\*\***EÜG**: Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG**: Endekse Paralel Getiri / **EAG**: Endeksin Altında Getiri / **G/G**: Gözden Geçiriliyor

19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri

## Banka Dışı



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2022 T			2023 T			F/K		FD/FAVÖK		FD/SATIŞ	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2022 E	2023 E	2022 E	2023 E	2022 E	2023 E
MLP Sağlık Hizmetleri	80,50	88,68	88,68	10%	EPG	EPG	9.790	2.301	1.057	13.668	3.211	1.367	15,8	12,3	7,6	5,1	1,8	1,3
Orge Elektrik	27,00	43,08	43,08	60%	EÜG	EÜG	643	244	238	998	330	281	9,1	7,7	9,2	6,6	3,5	2,2
Otokar	950,10	580,00	810,00	-15%	EÜG	EPG	7.432	1.330	987	10.521	1.423	1.015	23,1	22,5	18,3	17,1	3,3	2,7
Petkim	19,87	17,72	22,20	12%	EPG	EPG	53.490	4.214	6.488	66.383	6.901	5.311	7,8	9,5	14,8	9,5	1,2	1,2
Sabancı Holding	41,58	51,92	51,00	23%	EÜG	EÜG	-	-	33.034	-	-	29.912	2,6	2,8	-	-	-	-
Şişecam	40,88	42,29	42,29	3%	EPG	EPG	103.914	23.939	18.643	149.569	33.527	20.720	6,7	6,0	5,8	4,9	1,3	4,4
Şok Marketler	26,72	32,00	32,00	20%	EÜG	EÜG	56.300	4.500	1.457	79.946	6.300	2.532	10,9	6,3	4,0	3,1	0,3	0,6
Tekfen Holding	45,14	57,50	63,00	40%	EÜG	EÜG	29.614	2.908	2.719	41.978	4.557	4.255	6,1	3,9	4,9	3,0	-	-
Tofaş	147,50	181,89	181,89	23%	EÜG	EÜG	61.919	9.749	7.398	78.477	11.593	5.140	10,0	14,3	8,6	8,1	1,4	1,2
Türk Telekom	21,44	21,19	26,23	22%	EPG	EÜG	47.195	18.131	5.257	61.539	25.819	10.840	14,3	9,9	5,9	4,1	2,3	2,2
Türk Traktor	546,10	571,32	571,32	5%	EPG	EPG	24.364	2.789	2.056	33.873	3.526	2.770	14,2	10,5	10,4	8,7	1,2	0,9
Türkcell	35,48	43,93	43,93	24%	EÜG	EÜG	52.768	21.286	7.095	77.683	31.221	14.212	11,0	5,5	4,8	3,1	1,9	1,5
Tüpraş	469,00	647,72	647,72	38%	EÜG	EÜG	502.238	53.071	31.984	601.081	44.117	26.297	4,0	4,9	2,1	2,4	0,2	0,2
Ülker Gıda	42,50	31,25	31,25	-26%	EPG	EPG	23.160	4.301	-2.100	31.200	5.621	-257			4,2	2,9	0,8	0,5
Zorlu Enerji	7,20	5,61	5,61	-22%	EPG	EPG	28.695	5.569	227	31.852	6.182	749	79,3	24,0	8,1	6,7	1,6	2,2

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

\*\***EÜG**: Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG**: Endekse Paralel Getiri / **EAG**: Endeksin Altında Getiri / **G/G**: Gözden Geçiriliyor

19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



Model Portföy		19.12.2022		
Model Portföy	BIST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Potansiyel Getiri (%)
Akbank	3,85	106.600	3.325,8	21,4%
BİM	3,62	79.604	1.115,5	27,0%
Logo Yazılım	0,32	6.485	94,8	30,8%
Mavi	0,71	12.931	146,1	51,4%
Migros	0,95	25.384	438,9	60,9%
Orge Enerji	-	2.160	69,2	59,1%
Tekfen Holding	0,60	16.702	612,8	39,6%
Tüpraş	4,64	129.095	2.781,0	39,6%
Turkcell	3,18	78.056	1.770,4	22,7%
Yapı Kredi	2,27	108.714	3.550,0	25,6%
Değişiklik				
Eklene	AKBNK, ORGE, TKFEN			
Çıkartılan	GARAN			
Performans		BIST-100 Röl. (%)		
Yıl Başı		-8,1%		
28 Mayıs 2019* - Bugün		5,6%		
G/G: Gözden Geçiriliyor				
* Portföy başlangıcı.		Kaynak: Gedik Yatırım, Rasyonet		

- **Model portföy güncellemesi:**
- **Bankacılık sektöründe portföyümüzdeki Garanti Bankası pozisyonumuzu Akbank ile değiştiriyoruz:** Değişiklik taktiksel olup, Akbank'ın göreceli daha düşük çarpanları ve 4.çeyrekte TÜFE'ye endeksli tahvil portföyü sayesinde güçlü kar beklentimiz sebebiyle model portföyümüze ekliyoruz.
- **Orge Enerjiyi portföyümüze ekliyoruz:** Şirket'in aktif olduğu metro projelerinin orta vadede büyümesine ek olarak yeni iş alanı olan yenilenebilir enerji tarafında güçlü potansiyel görüyoruz. Her ne kadar bu gelişmelerin bir kısmını BIST 100 göreceli olarak YBB %55 bandında pozitif ayrışarak fiyatlasa da, potansiyelin hala çok yüksek olduğuna inanıyoruz.
- **Tekfen Holding'i portföyümüze ekliyoruz:** İnşaat segmentindeki güçsüzlüğün orta vadede sona erdiğini, gübre ve hizmetler segmentinde ise güçlü görünümün 2023 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz. Şirket'in BIST 100 endeks göreceli olarak YBB %20'lik negatif ayrışmasını alış fırsatı olarak görmekteyiz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse önerileri

BIST-100'e göre performans



Detaylı Model Portföy											19.12.2022
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2022T	FK 2022T
Akbank	16.12.2022	18,91	20,14	6,5%	3,0%	24,44	21,4%	106.600	3325,8	0,66	1,7
BİM	26.07.2022	87,07	131,55	51,1%	-28,9%	167,00	27,0%	79.604	1115,5	7,24	12,8
Logo Yazılım	17.03.2022	40,12	64,51	60,8%	-36,4%	84,36	30,8%	6.485	94,8	12,29	14,8
Mavi	1.03.2021	25,37	130,09	412,7%	45,3%	197,00	51,4%	12.931	146,1	4,75	7,5
Migros	26.07.2022	53,88	138,61	157,3%	21,1%	223,00	60,9%	25.384	438,9	4,94	16,4
Orge Enerji	16.12.2022	27,44	27,08	-1,3%	-4,6%	43,08	59,1%	2.160	69,2	9,18	9,1
Tekfen Holding	16.12.2022	46,23	45,11	-2,4%	-5,6%	63,00	39,6%	16.702	612,8	4,95	6,1
Tüpraş	26.07.2022	259,71	463,89	78,6%	-16,0%	647,72	39,6%	129.095	2781,0	2,14	4,0
Turkcell	17.10.2022	24,54	35,80	45,9%	4,1%	43,93	22,7%	78.056	1770,4	4,77	11,0
Yapı Kredi	26.07.2022	4,78	12,53	162,1%	23,3%	15,74	25,6%	108.714	3550,0	0,74	1,8
Performans											
YBB					-8,1%						
Başlangıçtan beri (28 Mayıs 2019)					5,6%						

\* Banka rasyoları PD/DD

OGH: Ortalama Günlük Hacim

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Akbank



## AKBNK T1 / AKBNK.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	25,88
Hisse Fiyatı (TL)	20,50
Yükseliş Potansiyeli (%)	26%
Piyasa Değeri	106.600

## Finansal Göstergeler

TL mn	2021	2022T	2023T
Net Faiz Geliri	22.835	77.718	79.668
Net Kar	12.126	58.024	54.152
artış	93%	379%	-7%
Özsermaye Karlılığı	16%	54%	33%
F/K	2,4	1,8	2,0
PD/DD	0,39	0,73	0,55

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Akbank hisseleri bankacılık endeksine göre göreceli olarak son 1 ayda %3 yılbaşından beri ise %13 negatif performans göstermiştir. Özellikle bankanın özsermaye karlılığı yaratma konusunda benzerlerinden farklı olmadığı halde hisse performansının son 1 ayda ve yılbaşından bu yana benzerlerinin oldukça gerisinde kalmasından dolayı hisseyi tavsiye etmekteyiz.
- TL ticari kredi fiyatlamaları ve mevduat payı ile ilgili son düzenlemelerden kaynaklı olarak 4.çeyrekte sektör TL çekirdek marjlarında bir miktar baskılanma beklemekteyiz. Fakat bankanın yüksek miktardaki yaklaşık 99 milyar TL'lik TÜFE'ye endeksli tahvil portföyünün (özsermayenin yaklaşık %78'i) önümüzdeki çeyreklerde de marjları desteklemeye devam etmesini bekleriz.
- Banka yasal sınırların oldukça üzerinde güçlü sermaye tamponlarıyla (19.3% SYR ve 16.1% Tier 1) sektörde ön plana çıkmaktadır.
- Banka 2022 tahminlerimize göre 1.6x F/K 0.66x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir. Aynı beklentilere göre, diğer özel bankalar 2.2 F/K ve 0.80 PD/DD çarpanlarında işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg



# Model Portföy ve Hisse Önerileri

BİM



BIMAS T1 / BIMAS.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			167,00
Hisse Fiyatı (TL)			131,10
Yükseliş Potansiyeli (%)			27%
Piyasa Değeri			79.604
Firma Değeri			86.903
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	70.527	140.504	236.193
artış	27%	99%	68%
FAVÖK	6.481	11.523	18.866
marj	9,2%	8,2%	8,0%
Net Kar	2.932	6.201	11.106
marj	4,2%	4,4%	4,7%
Net Borç	5.184	4.042	4.951
HB Temettü	6,0	3,0	7,7
Tem. Verimi	4,6%	2,3%	5,8%
FD/FAVÖK	7,2	7,3	4,5
F/K	14,0	14,0	7,8
PD/DD	5,39	6,64	4,32

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün (faaliyet) öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlere göre daha net olarak devam etmekte.
- 2022 yılı için şirketin satışlarında %99, FAVÖK'ünde %78'lik büyüme beklentilerimiz bulunmakta. Büyüme ivmesinin 2023 yılında, enflasyon üzerinde devam etmesini bekliyoruz.
- Şirket hisseleri, BIM özelinde oldukça düşük sayılabilecek 2023B 4.5x FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Logo Yazılım



LOGO TI / LOGO.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			84,36
Hisse Fiyatı (TL)			64,85
Yükseliş Potansiyeli (%)			30%
Piyasa Değeri			6.485
Firma Değeri			6.355
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	767	1.457	2.010
artış	41%	90%	38%
FAVÖK	286	499	671
marj	37,3%	34,3%	33,4%
Net Kar	265	429	614
marj	34,5%	29,5%	30,5%
Net Borç	-167	-312	-555
HB Temettü	1,2	1,4	2,0
Tem. Verimi	1,9%	2,1%	3,1%
FD/FAVÖK	13,4	12,5	9,0
F/K	14,8	14,8	10,4
PD/DD	5,17	5,42	3,95

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Logo Yazılım, güçlü operasyonel performansı ve tekrarlayan gelirleri ile öne çıkmaktadır. eLogo (e-devlet çözümleri) müşteri sayılarındaki yükseliş devam etmiştir. 3Ç21'de 80 bin olan eLogo müşteri sayısı, 3Ç22'de 124 bine (2Ç22: 117 bin) çıkmıştır.
- Yurtiçi gelirlerinde yeni müşteri kazanımı, mevcut müşteri harcamalarında artış ve e-devlet segmentinde güçlü kontör satışlarıyla birlikte Romanya'daki iştiraki Total Soft'un gelirlerinde yaşanan Euro bazlı artış sayesinde güçlü büyümesi devam ettirmektedir.
- 2022 yılı beklentilerimize göre 12.5x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi



MAVI TI / MAVI.IS		Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat				197,00
Hisse Fiyatı (TL)				130,20
Yükseliş Potansiyeli (%)				51%
Piyasa Değeri				12.931
Firma Değeri				12.355
Finansal Göstergeler				
TL mn	2021	2022T	2023T	
Gelirler	4.619	10.149	15.785	
artış	92%	120%	56%	
FAVÖK	1.016	2.466	3.362	
marj	22,0%	24,3%	21,3%	
Net Kar	400	1.706	2.565	
marj	8,7%	16,8%	16,2%	
Net Borç	-112	-1.194	-1.993	
HB Temettü	0,6	5,2	5,2	
Tem. Verimi	0,5%	4,0%	4,0%	
FD/FAVÖK	2,8	4,8	3,3	
F/K	7,2	7,2	4,8	
PD/DD	2,60	5,91	3,32	

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2021 yılından itibaren model portföyümüzde bulunan ve getirisi oldukça yüksek olan hissedeki güçlü performansın devam etmesini beklemekteyiz.
- Şirketin geçen yılın ikinci yarısında başlayan Covid sonrası açılmalar ile yakaladığı güçlü talebin devam etmesiyle sağlam performansını içimizde bulduğumuz dönemde de sürdüreceğini düşünüyoruz.
- Hammadde fiyatlarındaki artışın yeni sezon ürünlerine yansıtacağı beklentisi paralelinde karlılığın bu yıl bir miktar azalma riskine karşılık, şirketin üretim maliyet avantajlarından kaynaklanan nedenler ve rakiplerine göre uygun fiyat üstünlüğü nedeniyle pazar payı, ciro, ve nakit akışı kalemlerindeki tahminlerimiz muhafazakar kalabilir.
- Normal trendinde 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümesinin %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklediğimiz Mavi, 2022 beklentilerimize göre cazip 4,8x FD/FAVÖK (2023: 3,3x) çarpanlarından işlem görmekte.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Migros



MGROS TI / MGROS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat			223,00
Hisse Fiyatı (TL)			140,20
Yükseliş Potansiyeli (%)			59%
Piyasa Değeri			25.384
Firma Değeri			25.268
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	36.272	69.074	113.305
artış	26%	90%	64%
FAVÖK	2.894	5.501	8.854
marj	8,0%	8,0%	7,8%
Net Kar	359	1.551	3.421
marj	1,0%	2,2%	3,0%
Net Borç	2.445	1.733	813
HB Temettü	0,0	0,0	0,0
Tem. Verimi	0,0%	0,0%	0,0%
FD/FAVÖK	3,2	4,9	3,0
F/K	19,0	16,3	7,4
PD/DD	12,70	14,68	7,05

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- BIM sayfamızda da bahsettiğimiz üzere, önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlere göre daha net olarak devam etmekte.
- Şirket teknolojik olarak da online işleri ile sektörün lideri konumunda.
- 2022 yılı için şirketin satışlarında muhafazakar %90, FAVÖK'ünde ise %94'lük büyüme beklentilerimiz bulunmakta. 2023 yılı için ise şirketin enflasyon üzeri büyüme beklentilerimiz devam etmekte.
- Ayrıca şirketin net borcunda 2022 yılında uhafazakar yaklaşım ile %29 düşüş beklemekteyiz.
- Şirket hisseleri, oldukça yüksek bir iskonto olan 4,9x FD/FAVÖK rasyosunda işlem görmekte (2023: 3,0x)

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Orge Enerji



ORGE TI / ORGE.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	43,08		
Hisse Fiyatı (TL)	27,00		
Yükseliş Potansiyeli (%)	60%		
Piyasa Değeri	2.160		
Firma Değeri	2.221		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	309	643	998
artış	87%	108%	55%
FAVÖK	104	244	330
marj	33,7%	37,9%	33,1%
Net Kar	104	238	281
marj	33,7%	36,9%	28,2%
Net Borç	16	82	4
HB Temettü	0,0	0,4	0,5
Tem. Verimi	0,0%	1,7%	2,0%
FD/FAVÖK	5,0	9,2	6,6
F/K	4,8	9,3	7,9
PD/DD	1,45	3,72	2,61

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Şirket, İstanbul'da devam eden metro projelerinin (~170km) yaklaşık üçte birlik kısmının (~55km) elektrik taahhüt işlerinde yer almaktadır. Şehir yapılanma planlarına göre gelecek 3 yıllık periyotta metro ağının önce ~450km'ye ve 2030 yılına kadar ise ~700km'ye kadar genişletilmesi beklenmektedir. Bu kapsamda yapılacak yatırımların ~2.5-3mr USD seviyesine yakınsaması beklenmektedir. Metro projelerinde elektrik taahhüt işleri oranının toplam proje büyüklüğünün %15'i bandında olması sebebiyle; İstanbul'da 2030 yılına kadar yapılması planlanan projelerde, elektrik taahhüt sektörü için ~350-450mn USD bandında bir proje potansiyeli bulunmaktadır.
- Özellikle İklim Krizi'nin etkisiyle global anlamda artan yenilenebilir enerji yatırımları, Rusya/Ukrayna savaşının ardından artan enerji maliyetleri ile daha da ivmelenmeye başlamıştır. Dolayısıyla şirketler, enerji maliyetlerini azaltmak amacıyla güneş enerjisi yatırımlarını hızlandırmışlardır. Bu kapsamda Uluslararası Enerji Ajansı (IEA)'nın verilerine göre Türkiye'de kurulu güneş enerjisi kapasitesinin 2025 yılına kadar %20'lik YBBO göstererek ~10GW'den ~17GW'ye kadar yükselmesi beklenmektedir. Şirketlerin fabrika/genel merkez/şubelerine entegre edeceği güneş enerji sistemleri de Şirket için ek proje potansiyeli barındırmaktadır. Bu kapsamda Şirket; 2022 yılında iki adet GES kurulum projesi almış olup, özellikle GES ve RES alanlarında iş geliştirme çalışmalarını sürdürmektedir. Elektrik taahhüt segmentinde oldukça önemli bir husus olan iş güvenliği ve proje bitirme zamanlaması konusunda kendisini ispatlamış bir firma olan Orge, yeni alanlarda proje kazanımı konusunda avantaj sağlayabilir. Firma elektrik taahhüt alanında olduğu gibi, bu alanda da yurtdışı projeler yürütme hedefindedir.
- Türkiye araç parkında henüz oldukça düşük bir ağırlığa sahip olan elektrikli araç talebinin gelecek yıllarda önemli seviyede artması beklenmektedir. Bu kapsamda henüz yaklaşık 3,500 noktada şarj istasyonu barındıran Türkiye'de bu sayının 2023 yılında ~55bin noktaya, 2030 yılında ~1mn noktaya ve 2040 yılında 5mn noktaya çıkması beklenmektedir. Şirket'in bu kapsamdaki iş geliştirme çalışmaları devam etmektedir.
- Şirket payları, 2023T 6,6x FD/FAVÖK ve 7,9x F/K çarpanları ile işlem görmektedir. Yeni iş kollarının büyüme potansiyeli ve 2023-2025 yılları arasında ortalama 3 yıllık FAVÖK marjını %32 olarak kullandığımız muhafazakar modelimiz göz önüne alındığında, hisse senedinin hala cazip seviyelerde işlem görmeye devam ettiğine inanıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

## Tekfen Holding



TKFEN TI / TKFEN.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	63,00		
Hisse Fiyatı (TL)	45,14		
Yükseliş Potansiyeli (%)	40%		
Piyasa Değeri	16.702		
Firma Değeri	14.945		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	16.223	29.614	41.978
artış	38%	83%	42%
FAVÖK	647	2.908	4.557
marj	4,0%	9,8%	10,9%
Net Kar	839	2.719	4.255
marj	5,2%	9,2%	10,1%
Net Borç	-1.614	-2.319	-3.087
HB Temettü	0,2	0,7	1,5
Tem. Verimi	0,4%	1,5%	3,4%
FD/FAVÖK	7,0	5,0	3,0
F/K	7,2	5,5	3,5
PD/DD	0,80	1,60	1,17

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Eylül 2020 itibarıyla birikmiş iş, 2021 yıl sonuna kıyasla %10 artış göstermiş ve 1,4 milyar USD seviyesindedir. Yurt dışı birikmiş işler, toplamın ~%87'sini oluşturmaktadır. Orta Doğu ve Hazar bölgeleri, sırasıyla %49 ve %38 ile toplam birikmiş iş yüküne en fazla katkı sağlayan bölgelerdir.
- Haradh Projesi'nden kaynaklanan ek maliyetlerin de etkisiyle taahhüt segmentinde kârlılık baskısı 2022 yılında da devam etmiştir. Bu nedenle, 1Ç23'ten itibaren segment kârlılığında yukarı yönlü bir normalleşme bekliyoruz. Son on beş yılda, segmentin medyan ve ortalama FAVÖK marjı sırasıyla %8,5 ve %5,6'dır ve negatif marjlar elde edilen yıllar hariç ortalama marj %9,8 ile oldukça güçlüdür. Model varsayımımız %5,0'lik orta/uzun vadeli FAVÖK marjı ile muhafazakardır. Önümüzdeki yıllarda Tekfen'in faaliyet gösterdiği bölgelerde enerji/yeşil enerji/altyapı projelerinin hızlanmasını beklediğimiz için, özellikle uzun vadeli temettü yatırımcıları için Şirket paylarının alım fırsatı yarattığını düşünmeye devam ediyoruz. Son olarak, Tüpraş ile güçlü bir iş ilişkisine sahip olması (Türkiye'deki birikmiş işlerin büyük çoğunluğu Tüpraş'tan gelmektedir) ve Stratejik Dönüşüm Planı, Şirket için daha fazla birikmiş iş potansiyeli yaratabilir.
- Taahhüt segmentindeki zayıf ve belirsiz görünüm konsolide figürler üzerinde baskı oluşturmaya devam etse de, Gübre segmentindeki güçlü seyir 2022 yılında da devam etti. Artan maliyetlere karşın, yüksek gübre fiyatları bir önceki yıla göre hafif aşağı yönlü normalleşmeye rağmen 2022 yılında da kârlılığı desteklemeye devam ediyor. Modelimizde segment kârlılığına muhafazakar yaklaşarak; son üç yılın ortalamasından 250 baz puan daha düşük varsayım kullanıyoruz, ki bu da ~%16'lık uzun vadeli FAVÖK marjına işaret ediyor. Hizmet tarafında ise FAVÖK marjını son üç yılın ortalamasından 600 baz puan daha düşük olacak şekilde, %25'lik bir marj elde edilmesi varsayımını kullanıyoruz.
- Şirket payları, 2023T 3,0x FD/FAVÖK ve 3,5x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Turkcell

TCELL.TI / TCELL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	43,93		
Hisse Fiyatı (TL)	35,48		
Yükseliş Potansiyeli (%)	24%		
Piyasa Değeri	78.056		
Firma Değeri	100.799		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	35.921	52.768	77.683
artış	23%	47%	47%
FAVÖK	15.245	21.286	31.221
marj	42,4%	40,3%	40,2%
Net Kar	5.031	7.095	14.212
marj	14,0%	13,4%	18,3%
Net Borç	18.094	24.480	20.014
HB Temettü	1,2	1,7	2,3
Tem. Verimi	3,3%	4,9%	6,5%
FD/FAVÖK	3,5	4,8	3,1
F/K	7,2	14,2	7,1
PD/DD	1,60	2,84	2,16

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye’de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/populasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun genişbant tarafında da Turkcell’e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülüyor. Pilot bölge olarak seçilen İstanbul Havalimanı’nın bazı noktalarında kullanımına başlanan 5G teknolojisine geçişin sektör oyuncuları ve Turkcell için özellikle data kullanımı tarafında önemli atılımlar sağlayacağını düşünüyoruz. Uzun vadede ise 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırdaki defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğuna da inanıyoruz.
- Şirket hisseleri, 2023 varsayımlarımıza göre, küresel emsallerine göre yaklaşık %40 iskontolu olarak işlem görmektedir. Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle Turkcell payları, enflasyonist ortamlarda fiyat yansıtma zorluğu nedeniyle yıl başından bu yana BIST-100’e kıyasla %32 seviyesinde daha düşük getiri sağladı. 2023 yılında fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının daha belirgin olacağı beklentisiyle, finansallardaki görece zayıflığın en kötüsünün geride kaldığını düşünüyoruz.
- Şirket payları, 2023T 3,1x FD/FAVÖK ve 7,1x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



## Tüpraş

TUPRS TI / TUPRS.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	647,72		
Hisse Fiyatı (TL)	469,00		
Yükseliş Potansiyeli (%)	38%		
Piyasa Değeri	129.095		
Firma Değeri	123.300		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2021	2022T	2023T
Gelirler	150.972	502.238	601.081
artış	139%	233%	20%
FAVÖK	12.996	53.071	44.117
marj	8,6%	10,6%	7,3%
Net Kar	3.319	31.984	26.297
marj	2,2%	6,4%	4,4%
Net Borç	12.017	-13.419	-18.924
HB Temettü	0,0	85,0	100,0
Tem. Verimi	0,0%	18,1%	21,3%
FD/FAVÖK	3,1	2,2	2,5
F/K	8,5	3,9	4,7
PD/DD	1,51	2,35	2,25

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Havacılık sektöründeki güçlü görünüm nedeniyle artan jet yakıtı talebine ek olarak, küresel arz kesintileri ve ucuz Rus petrolünün piyasada yer alamaması gibi sebepler dizel kârlılıkları genişletti ve bu da Tüpraş'ın son 5 yıllık ortalamalarına kıyasla ~3 kat daha yüksek orta distilat crack marjları ile sonuçlandı. Tüpraş'ın marj görünümü 1Ç22'den bu yana yükseliş eğiliminde ve çok güçlü olmasına karşın Şirket payları BIST 100 endeksinde göre YBB yalnızca %5'lik pozitif ayrışma gösterebilmiştir. Şirket'in güçlü finansalların ardından gelecek 2 yılda ortalama ~20% seviyelerinde temettü verimi potansiyeli taşıdığını düşündüğümüzde, uzun vade yatırımcılar için önemli bir alım fırsatı olduğunu düşünüyoruz. Kasım 2022'de dizel crack'lerinde bir miktar normalleşmeye rağmen, jet yakıtı crack'leri ise güçlü görünümünü sürdürdü. Güçlü net rafineri marjı görünümünün 1Y23'te de devam etmesini bekliyoruz.
- Tüpraş'ın net rafineri marjının yüksek primli seyretmesi beklentimizdeki ana argümanlarımız şunlardır: i) Ağır ve ekşi ham petroleri yüksek kompleksite oranları ile işleyebilmesi ii) ham petrol tarafında düşük fiyata erişim imkanının güncel makroekonomik şartlarda önemli düzeyde artması ve bunun devam etmesi beklentimiz iii) yüksek seyrin sürmesini beklediğimiz kapasite kullanım oranı ve bunun pozitif marj katkısı iv) havacılık sektörü verilerindeki iyileşmenin sürmesi
- Tüpraş'ın Stratejik Dönüşüm Planı çerçevesinde 2030 yılına kadar karbon emisyonlarını 2017 yılına kıyasla %30'a yakın düşürme hedefi bulunuyor. 2050 yılına kadar ise karbon nötr seviyeye gelme hedefi bulunuyor. Plan doğrultusunda 2050 yılına kadar 10mr \$ yatırım planı mevcuttur. Gelecek yıllarda emisyon geçişi doğrultusunda, karbon salınımı azalmayan şirketler için önemli seviyede bilanço yükümlülüklerinin doğacağı varsayımıyla yatırım planını genel olarak makul buluyoruz. Öte yandan, Entek Birleşmesi'nin güncel şartlar altında Tüpraş değerlemesini olumsuz etkileme beklentileri bulunmasına karşın, sıfır karbon salınımı hedefi doğrultusunda ihtiyaç duyulan yeşil hidrojen ihtiyacının iç kaynaklar ile karşılanması ve lojistik sektörü ihtiyaçlarına yönlendirilmesi hedefini pozitif olarak yorumluyoruz.
- Ayrıca Şirket, yakın zamanda yayımlanan "Elektrik Piyasasında Depolama Faaliyetlerine İlişkin Yönetmelik" kapsamında; depolama tesisi kurulması şartıyla, mevcut kapasitesine (442MW) ilave olarak, 150MW GES ve 855MW RES (Toplam: 1.005MW) kurulumu için EPDK'ya önlisans başvurusunda bulunmuştur.
- Şirket payları, 2023T 2,5x FD/FAVÖK ve 4,7x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg



# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Yapı Kredi Bankası



## YKBNK TI / YKBNK.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	15,98
Hisse Fiyatı (TL)	12,87
Yükseliş Potansiyeli (%)	24%
Piyasa Değeri	108.714

## Finansal Göstergeler

TL mn	2021	2022T	2023T
Net Faiz Geliri	22.697	74.894	79.397
Net Kar	10.490	54.243	52.408
artış	107%	417%	-3%
Özsermaye Karlılığı	17%	56%	35%
F/K	2,1	2,0	2,1
PD/DD	0,34	0,81	0,62

\* 19/12/2022 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yapı Kredi'nin son düzenlemenin getirdiği mevduat payı barajını 3.çeyrekte halihazırda aşmış olması ve bu sebeple son dönemdeki bankalar arasındaki yüksek faizle mevduat toplama yarışına dahil olmaması sebebiyle 4. çeyrekte çekirdek marjlar konusunda benzerlerine göre avantajlı konumda olmasını öngörmekteyiz.
- Bankanın yüksek miktardaki yaklaşık 90 milyar TL'lik Tüfe'ye endeksli tahvil portföyünün (özsermayenin yaklaşık %80'i) önümüzdeki çeyreklerde de marjları desteklemeye devam etmesini bekleriz.
- Bankanın aktif fonlama yönetimi ve güçlü menkul kıymet portföyü sayesinde 4.çeyrekte benzerlerine göre ayrışıp 2022 yılını %57 özsermaye karlılığı ile tamamlayarak diğer bankalardan ön plana çıkmasını beklemekteyiz. (emsal bankalar ortalama beklentimiz: %50 )
- Banka 2022 tahminlerimize göre 1.8x F/K 0.75x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

**Kaynak:** Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Ana Tahminler

## Makroekonomik Veriler



Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T)
<b>Ekonomik Büyüme</b>						
<b>GSYH</b> (cari, milyar TL)	3,758	4,320	5,048	7,249	14,653	22,295
<b>GSYH</b> (cari, milyar dolar)	785	760	717	814	874	976
<b>GSYH</b> (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	2.9	0.9	1.9	11.4	5.0	2.5
<b>Kişi Başına GSYH</b> (bin dolar)	9,693	9,283	8,576	9,616	10,188	11,222
<b>Enflasyon</b>						
<b>Yılsonu TÜFE</b> (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	36.1	67.5	40.0
<b>Ortalama TÜFE</b> (yıllık, yüzde)	16.2	15.5	12.3	19.8	72.8	46.9
<b>Ödemeler Dengesi</b>						
<b>Cari Denge</b> (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-31.9	-7.2	-49.3	-40.0
<b>Cari Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	-3.5	0.3	-4.4	-0.9	-5.6	-4.1
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi</b>						
<b>Bütçe Dengesi</b> (yılsonu, milyar TL)	-72.6	-130.0	-172.7	-192.2	-390.2	-900.0
<b>Bütçe Dengesi/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-2.7	-2.7	-4.0
<b>Faiz Dışı Denge</b> (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-11.4	-75.2	-310.0
<b>Faiz Dışı Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-0.2	-0.5	-1.4

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

# Ana Tahminler

## Piyasalar



Piyasalara Yönelik Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T)
<b>BİST-100</b>						
Düşük - Yüksek	847 - 1,235	837 - 1,148	842 - 1,420	1,330 - 2,279	1,851 - 5,500	4,200 - 6,000
Kapanış	913	1,144	1,476	1,858	n.a.	n.a.
<b>Dolar/TL</b>						
Düşük - Yüksek	3.74 - 6.88	5.19 - 6.20	5.85 - 8.46	6.92 - 17.47	13.20 -18.80	18.65 -25.00
Ortalama	4.82	5.68	7.02	8.89	16.55	22.70
Kapanış	5.26	5.94	7.4194	13.329	18.8	24.5
<b>2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi</b>						
Düşük - Yüksek	12.9 -27.0	11.7 - 26.1	8.8 - 13.8	14.65 - 24.07	10.41- 28.29	n.a.
Kapanış	19.7	11.7	15.0	22.7	20.29	n.a.
<b>10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi</b>						
Düşük - Yüksek	11.7 - 22.2	12.2 - 21.4	10.1 - 14.8	12.92 - 24.77	10.51 - 27.80	n.a.
Kapanış	16.4	12.3	12.9	24.6	19.43	n.a.
<b>TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi</b>						
Düşük - Yüksek	12.8 -24.1	11.3 - 25.5	7.3 - 16.0	14.0 -19.0	9.00 - 14.00	n.a.
Ortalama	17.7	20.7	10.8	17.6	12.625	n.a.
Kapanış	24.1	11.4	17.0	17.0-18.0	9	n.a.
<b>Brent</b>						
Ortalama	72	64	42	71	101	87

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

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Perakende, Savunma Sanayii, Giyim, Mobilya	aakkoyunlu@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Araştırma Direktörü	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Cam, Çimento, GYO	emre.akyol@gedik.com
Serkan Gönençler	Baş Ekonomist	Makroekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Holdingle, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik & Maden, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Burak Gençtürk	Uzman Yardımcısı	Havacılık, Kimyevi Maddeler, Enerji (Elektrik), Bilişim, Sağlık	burak.gencturk@gedik.com
Çiğdem Ay	Uzman	Veri Uzmanı	cigdem.ay@gedik.com

### Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Gedik Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Gedik Yatırım sorumlu değildir.

### Bizi Takip Edin



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim



/gedikyatirim



[www.gedikyatirim.com.tr](http://www.gedikyatirim.com.tr)