

# Gedik Yatırım Strateji Raporu

29 Nisan 2024

## Türk Lirası İçin Fırsat Penceresi Dönemi

### İlk çeyrekte iç talepte yavaşlama ve enflasyon görünümünde iyileşme beklentileri gerçekleşmedi

- 20 Aralık 2023 tarihinde yayınladığımız son Strateji Raporumuzun başlığını “2024: Sürdürülebilir Büyüme Geçiş Dönemi” olarak seçmiştik. Bu raporumuzda, ilerleyen yıllarda “sürdürülebilir büyüme” ve “sürdürülebilir dezenflasyon” sürecine geçebilmek için 2024 yılında büyümenin yavaşlatılması gerekliliğine vurgu yapmıştık. Bu yavaşlamanın firmaların geriye dönük fiyatlama, tüketicilerin de talebi öne çekme eğiliminin kırılabilmesinin, bu sayede de enflasyondaki düşüş trendinin 2024 yılının ötesine taşınabilmesinin ön şartı olduğunu belirtmiştik.
- 2024’ün ilk 4 aylık dönemdeki gelişmeler ne yazık ki bununla uyumlu şekilde gerçekleşmedi. İç talepte yavaşlama bir yana canlılık daha da güçlenirken, enflasyon görünümünde özellikle hizmet fiyatları öncülüğünde kötüleşme yaşandı. Hizmet enflasyonundaki hızlı yükseliş, enflasyonda atalet yaratan en önemli unsurlar olan talebi öne çekme eğilimi ve fiyatlama davranışlarındaki bozulma konularında herhangi bir iyileşme olmadığını bize gösteriyor. Bu gelişmeler TCMB’yi sene başı öngörülerine göre daha sıkı durmaya ve mart ayında 500 baz puanlık bir faiz artışı yapmaya ve de mevduat faizlerinin yükselmesi amacıyla ek makroihtiyati düzenlemeler yapmaya zorladı.
- İlk çeyrekte ekonomi yönetimi öngördüğümüz gibi TL’de reel değerlenme öngören ve kurların tedrici şekilde yükseldiği stratejisine bağlı kalmaya devam etti. Ancak, bu strateji sene başında düşünülen aksine çok fazla rezerv kaybederek sürdürülebildi. Aralık’ın son haftasından Mart sonuna kadar yaşanan kayıp brüt rezervlerde 22 milyar \$’ı, swaplar hariç rezervlerde ise 29 milyar \$’ı buldu, ki bunun 17 milyar \$’lık kısmı sadece Mart ayı içinde gerçekleşti. Rezerv kayıplarının son dönemde yoğunlaşmasının arkasındaki ana neden de pek tabii kurlarda seçimlerin ardından sert bir yükseliş olacağı beklentisiyle artan döviz talebi oldu. Buna dövizden dönüşümlü KKM hesaplarının tasfiyesi süreci ve de portföy girişlerindeki yavaşlama da eşlik edince rezervlerdeki erime güçlendi.

### Mevcut ekonomi politikalarının devamlılığına ilişkin güçlenen algılama TL için bir fırsat penceresi doğuruyor

- Rezervlerdeki kayıpların hızlanmasına ek olarak iç talebin yavaşlamak bir yana daha da güçlenmesi, enflasyon görünümünün kötüleşmesi ve en önemlisi dövizde seçimlerin ardından artış olacağı yönünde artan spekülasyonların “kendi kendini gerçekleştiren kehanete” dönüşme riski doğurması açıkçası kurlarda sert yükseliş potansiyelini güçlendirmişti. Ancak, TCMB’nin seçimlerin hemen öncesinde, mart PPK toplantısında gerçekleştirdiği 500 baz puanlık faiz artışı mevcut politikaların devamlılığına ilişkin güçlü bir sinyal olarak algılandı ve kurlarda sert yükseliş ihtimalini tırpanladı. Seçimlerin ardından verilen mesajların bu algıyı daha da kuvvetlendirdiğini ve spekülatif döviz talebinin kesilmesiyle döviz mevduatlarında düşüşlerin başladığını ve döviz rezervlerindeki düşüş sürecinin tersine döndüğünü takip ediyoruz. Bu süreç özellikle yabancı kurumların TL’ye ilişkin yayınladıkları iyimser raporları da beraberinde getiriyor.
- Dolayısıyla, seçimlerin hemen ardından oluşan bu olumlu yatırımcı algılamasının, cari açığı iyileşmenin de desteğiyle TL için kısa vadede (önümüzdeki 3-4 aylık süreçte) önemli bir fırsat penceresi yaratabileceğini ve dezenflasyon süreci için TL’de reel değerlendirme öngören TCMB’nin işini kolaylaştırabileceğini düşünüyoruz. Yaz aylarına kadar sürmesinin beklediğimiz bu fırsat penceresinin devamlılığı ise bu süreçte iç talebin yavaşlatılabilmesi ve bu sayede fiyatlama davranışlarındaki iyileşmeyle birlikte aylık enflasyon eğiliminde TCMB’nin öngörülerine paralel düşüşlerin gerçekleşmesi şartına bağlı olacaktır.
- Özetle, önümüzdeki 3-4 aylık süreçte büyüme ve enflasyona ilişkin gelişmelerin yılın geri kalanı ve 2025 yılına ilişkin makro görünüm ve yatırım ortamının şekillenmesi için belirleyici olacağını düşünüyoruz.



### Bu bilgiler ışığında, baz senaryomuzda makro beklentilerimizi şöyle özetleyebiliriz:

- Enflasyonda atalete katkı yapan belki de en önemli unsur olan tüketici davranışlarındaki bozulmayı, yani talebi öne çekme eğilimini tersine çevirmenin zor olacağı ve bunun için tasarruf eğilimini desteklemek üzere mevduat faizlerinde ek yükselişlere ihtiyaç olabileceği yönündeki görüşümüzü koruyoruz. Mevduatta stopaj avantajının 30 Nisan'da sonlanması halinde bu ihtiyaç daha da artacaktır. Dolayısıyla, ek politika faiz artışı potansiyelinin halen güçlü olduğunu değerlendiriyoruz.
- Bununla beraber, TCMB'nin son faiz artışının gecikmeli etkilerini izlemek eğiliminde olması, politika faizinin Mayıs ayında da sabit tutulması ihtimalini güçlendiriyor. TCMB politika faizini sabit tutsa bile, likidite sıkılaştırmasıyla ortalama fonlama maliyetinin faiz koridorunun üst bandı olan %53,0'e yakın seviyelerde gerçekleşmesini sağlayacaktır. Bu süreçte, TCMB politika faizine ilişkin kararlarını mevduat ve kredi faizlerine ve iç talebe göre şekillendirecektir. Bu kapsamda, ek faiz artışı ihtimalini yadsımamakla beraber, politika faizini 2024 sonunda mevcut %50 seviyesinde öngörüyoruz.
- İç talepte sert yavaşlama olması ve bu sayede mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyonun 2024 sonlarında TCMB'nin öngördüğü %1,5-2,0 civarına gerilemesi halinde, TCMB faiz indirimlerini 2025'te seri halde ve hızlı bir şekilde hayata geçirebilir.
- Kurların seyrine ilişkin olarak sene başındaki öngörülerimize kabaca bağlı kalmaya devam ediyoruz. Buna göre, ekonomi yönetiminin dezenflasyon için Türk Lirası'nda reel değerlenme hedeflemeye devam etmesini ve önümüzdeki aylarda artmasını beklediğimiz sermaye girişlerinin TCMB'ye yardımcı olmasını bekliyoruz. \$/TL kuruna ilişkin sene sonu beklentimizi 40,0 seviyesinde korurken, yıl ortalaması beklentimizi 35,60'tan 35,00 seviyesine indiriyoruz.
- Kurların yılın geri kalanındaki seyrine ilişkin olarak sene başına göre daha iyimser bir görünüm çizsek de, ilk 3 aylık süreçte enflasyonun ana eğilimindeki bozulma ve fiyatlandırma davranışlarında devam eden katılık nedeniyle, TÜFE enflasyonu için sene sonu beklentimizi %42,0'den %47,0'ye, yıllık ortalama beklentimizi de %55,4'ten %60,1'e yükseltiyoruz.

- Sene başındaki baz senaryomuzda yapıcı bir duruşla, GSYH büyümesinde (yaklaşan yerel seçimlere karşın) bir yavaşlama olacağını varsaymış, bu çerçevede ilk çeyrek GSYH büyümesini %3,5-4,0 civarlarında öngörmüştük. Ancak, yukarıda da ifade ettiğimiz üzere, ilk çeyrekte iç talepteki canlılığın, seçimlerin ardından kurların artacağı beklentisiyle öne çekilen talebin de desteğiyle, daha da güçlendiği görüldü. Perakende satışlar, kredi kartı harcamaları, kredi büyümesi, KDV tahsilatı ve sanayi üretimi gibi öncü göstergeleri baz alarak, ilk çeyrek GSYH büyümesini halihazırda %6,0-6,5 seviyelerinde tahmin ediyoruz. Mevduat ve kredi faizlerindeki son dönemdeki yükselişlerin iç talepte beklenen yavaşlamayı yılın ilerleyen aylarında gecikmeli olarak sağlamasıyla GSYH büyümesinin %2,0 civarlarına gerileyebileceğini düşünsük (varsaysak) de, ilk çeyrekteki güçlü performans nedeniyle 2024 yılı GSYH büyümesi tahminimizi %2,0'den %2,7'ye revize ediyoruz. Bununla beraber, ekonomik aktiviteye ilişkin mevcut eğilimler halen bu tahminimiz üzerinde yukarı yönlü riskler olduğuna işaret ediyor.
- Önümüzdeki aylarda cari açığındaki gerileme hız kesse de, düşüş trendinin yaz aylarına kadar devam edebileceğini ve bu süreçte cari açığın 25 milyar \$ civarına gerileyebileceğini düşünüyoruz. Yılın son çeyreğinde ise olumlu baz etkisinin terse dönmesiyle cari açığın yeniden yükselişe geçerek 2024 yılını mevcut seviyesine yakın, 32 milyar \$ civarında (GSYH'nin yaklaşık %2,7'si) tamamlamasını bekliyoruz. Son çeyrekteki bu artışa karşın, cari açık/GSYH oranındaki bu seviye 2023 sonundaki %4,2'ye göre önemli bir iyileşmeye işaret ediyor.
- TL tahvil piyasasına yabancı ilgisinin kademeli olarak artmasını bekliyoruz. Politika faizinde tepe noktaya ulaşıldığı algısının güçlenmesiyle, girişlerin verim eğrisinin orta tarafında, yani 2-5 yıl arası vadeli tahvillerde yoğunlaşmasını bekliyoruz. 10-yıl vadeli tahvillere ilginin ise iç talepte yavaşlama ve buna paralel olarak enflasyon görünümünde iyileşme işaretlerinin netleşmesiyle birlikte, biraz daha gecikmeli olarak gerçekleşmesini bekliyoruz. CDS primindeki iyileşmelerin ve uzun vadeli Eurobond faizlerindeki düşüşlerin de benzer şekilde, enflasyondaki iyileşmeye paralel olarak, daha gecikmeli gerçekleşmesini bekliyoruz. Kredi derecelendirme kuruluşlarından not artışları beklemeye de devam ediyoruz.

**Serkan Gönençler**  
Baş Ekonomist

### Borsa ekonomi politikaların meyvelerini vermesini bekliyor...

- 2024 yılına girerken yazdığımız ve çeşitli platformlarda anlattığımız strateji raporunda borsayı etkilemesini beklediğimiz ana faktörleri: (1) Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin reel olarak artış eğilimine girmesi ve borsa için bir rekabet unsuru yaratması, (2) son 2 senedir düşük baz ve enflasyon etkisiyle güçlü artan şirket karlarının doyum noktasına gelmesi ve reel artış hızlarının yavaşlama eğilimine girmesi, (3) global ekonomilerin yavaşlaması, ve (4) senenin ilk yarısında yerel seçim kaynaklı belirsizlikler olarak belirtmiştik.
- Raporun makro bölümünde bahsettiğimiz üzere, sene başından itibaren olan dönemde yukarıdaki faktörlerden göreceli olarak farklılaşan ana unsurlar ise: (1) Özellikle mevduat faizi artış hızının bir nebze gecikmesi, (2) ekonomi programı beklentisiyle talebin ve tüketici harcamalarının öne çekilmesi ve enflasyonist baskılarının devam etmesi, (3) ekonomide not ve görünüm artırımlarının başlaması, ve (4) yabancıların yatırım beklentisi, borsaya destek sağladı.
- Bu faktörlere bağlı olarak, BIST100 endeksi yılbaşından beri bankacılık endeksinin liderliği ile %32 yükselip GOÜ piyasalarının %21 üzerinde bir performans gösterdi. Öte yandan önümüzdeki 3-6 ayda ekonomi yönetimi ve merkez bankasının en sert şekilde enflasyon ile savaşıma dönemine girdiğini düşünmekteyiz. Haliyle bu unsur talebin kısılması anlamına gelmekte.
- Dolayısıyla, artan maliyetler ve yüksek bazlı kar seviyelerini dikkate aldığımızda 2024 yılında reel anlamda net karlarda %20 üzeri ve FAVÖK’de %12 üzeri düşüş olabilir. Bu rakamlara 2025 yılı itibarı ile enflasyon muhasebesi standartlarına geçecek bankaları dahil etmediğimizi belirtmekte fayda var. Ancak, 2024 yılı bir geçiş dönemi olarak görüldüğünden dönem içinde gelecek karlar volatilité yaratmak haricinde borsada süreçli satışlara sebep olmayabilir.

➤ **Sonuç olarak içinde bulunduğumuz dönemde (önümüzdeki 3-6ay) borsanın mevduat faizlerinin üzerinde bir getiri sağlamasının zor olacağını düşünmekle birlikte, 2025-2026 yılının makro ve kar beklenti ve görünürlüğüne odaklanacağını düşünüyoruz.**

➤ Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise net kar ve FAVÖK büyümesi açısından Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran daha yavaş bir yıl geçirme ihtimali olduğu ve büyümelere göre makul çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz.

### BIST-100 Endeks hedefimiz %20'lik yükselme potansiyeliyle 11,900 seviyesinde.

➤ Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz bankalarda %19.2, sanayii sektörlerinde %19.3. ve holdingler 25.8%. Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimiz 26 ve 27. sayfalarda mevcuttur.

### Sektörel beklentiler:

- Öncelikle sanayii şirketlerinde 2023 sene sonu enflasyon muhasebesi standartlarına geçildiğinden dolayı yerli ve yabancı kurumların henüz tüm tahminlerini yeni standartlara göre güncellemediklerini belirtmek isteriz. Dolayısıyla halihazırda borsa şirketlerinin karları ile ilgili güncel konsensüs kar beklentisi bulunmamakta.
- Öte yandan analizlerimiz 2024 yılında yılın geri kalanında yüksek seyretmesini beklediğimiz faizler ve azalan tüketim harcamalarından dolayı yıl genelinde reel olarak %12 üzeri FAVÖK ve %20 üzeri net kar daralması beklemekteyiz. Kar büyümesi anlamında ise demir ve çelik sektörü öne çıkmakta.

### Model portföyden Yapı Kredi Bankası'nı çıkartıyoruz.

- Hissenin güçlü performansı akabinde hedef fiyatımıza yaklaşması sonucu **Yapı Kredi Bankası'nı** model portföyümüzden çıkartıyoruz.
- Model portföyümüze ait detaylı liste ve listedeki şirketlerin neden portföye dahil olduğu ile alakalı detaylar 28. sayfa ve sonrasında mevcuttur.

# Strateji Raporu

## İçerik

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



# Ekonomik Görünüm: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet...



Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler Tablosu

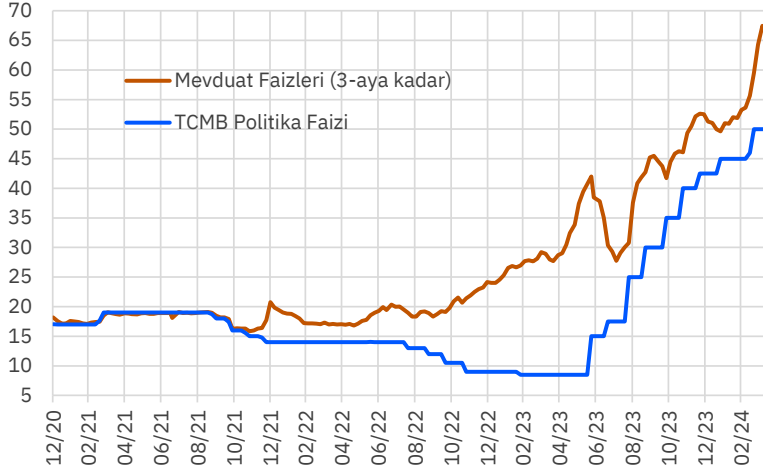
		<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024T</u>	<u>2024T (Eski)</u>	<u>2025T</u>
<b>USD/TL</b>	Dönem sonu	<b>13.33</b>	<b>18.70</b>	<b>29.44</b>	<b>40.00</b>	40.00	<b>48.50</b>
	Dönem ortalaması	<b>8.89</b>	<b>16.62</b>	<b>23.77</b>	<b>35.00</b>	35.60	<b>44.50</b>
<b>TÜFE Enflasyonu</b>	Dönem sonu	<b>36.1%</b>	<b>64.3%</b>	<b>64.8%</b>	<b>47.0%</b>	42.0%	<b>25.0%</b>
	Dönem ortalaması	<b>19.6%</b>	<b>72.3%</b>	<b>53.9%</b>	<b>60.1%</b>	55.4%	<b>32.5%</b>
<b>Çekirdek Enflasyon</b>	Dönem sonu	<b>31.9%</b>	<b>51.3%</b>	<b>70.2%</b>	<b>48.5%</b>	43.9%	<b>25.7%</b>
	Dönem ortalaması	<b>18.3%</b>	<b>57.0%</b>	<b>58.3%</b>	<b>61.5%</b>	55.1%	<b>33.4%</b>
<b>10-yıllık Tahvil</b>	Dönem sonu	<b>24.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>26.6%</b>	<b>25.0%</b>	22.5%	<b>18.7%</b>
	Dönem ortalaması	<b>17.6%</b>	<b>18.3%</b>	<b>18.4%</b>	<b>26.3%</b>	26.3%	<b>22.1%</b>
<b>Fonlama Maliyeti</b>	Dönem sonu	<b>14.00%</b>	<b>9.04%</b>	<b>40.00%</b>	<b>50.00%</b>	37.50%	<b>27.00%</b>
	Dönem ortalaması	<b>17.6%</b>	<b>12.7%</b>	<b>20.0%</b>	<b>49.6%</b>	43.8%	<b>35.4%</b>
<b>GSYH Büyümesi</b>	Dönem ortalaması	<b>11.0%</b>	<b>5.6%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.7%</b>	2.0%	<b>2.5%</b>
<b>GSYH (Milyar TL)</b>	Dönem ortalaması	<b>7,209</b>	<b>15,007</b>	<b>26,260</b>	<b>42,543</b>	40,219	<b>57,636</b>
<b>GSYH (Milyar USD)</b>	Dönem ortalaması	<b>810</b>	<b>893</b>	<b>1092</b>	<b>1,207</b>	1,122	<b>1,289</b>
<b>Bütçe Dengesi</b>	GSYH'ye oranı	<b>-2.7%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>-5.0%</b>	-5.0%	<b>-3.8%</b>
<b>Faiz-Dışı Denge</b>	GSYH'ye oranı	<b>-0.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-2.6%</b>	-2.6%	<b>-1.6%</b>
<b>Faiz-Dışı Denge (IMF)</b>	GSYH'ye oranı	<b>-1.6%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-3.4%</b>	-3.5%	<b>-2.6%</b>
<b>Cari Denge</b>	Milyar \$	<b>-7.3</b>	<b>-48.7</b>	<b>-45.5</b>	<b>-32.0</b>	-37.1	<b>-35.0</b>
	GSYH'ye oranı	<b>-1.7%</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>-2.7%</b>	-3.3%	<b>-2.7%</b>

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

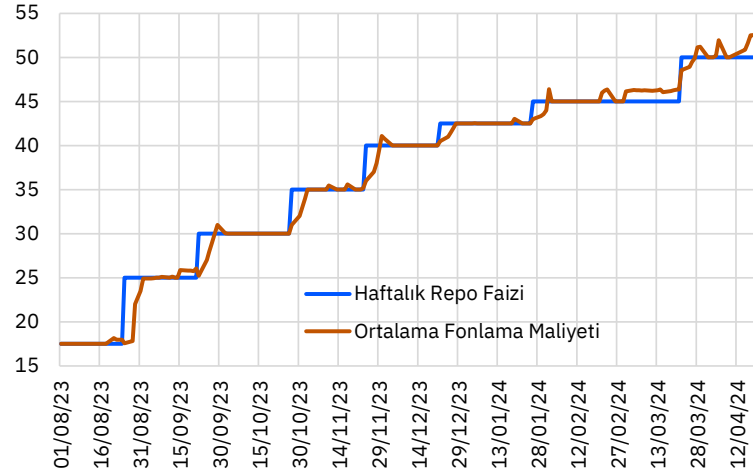
TCMB ihtiyatlı duruşunu korurken, faiz artış kapısını açık tutuyor



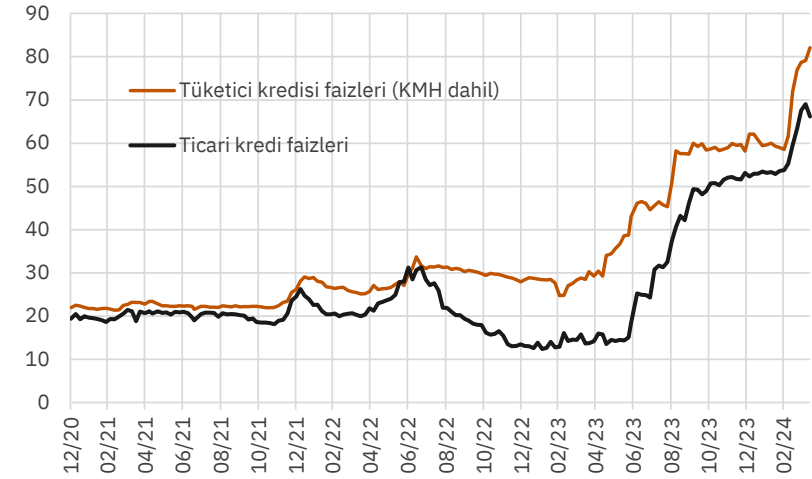
### Politika Faizi ve Mevduat Faizleri (%)



### Politika Faizi ve Ortalama Fonlama Maliyeti (%)



### Kredi faizleri (%)



- Enflasyonda atalete katkı yapan belki de en önemli unsur olan tüketici davranışlarındaki bozulmayı, yani talebi öne çekme eğilimini tersine çevirmenin zor olacağı ve bunun için tasarruf eğilimini desteklemek üzere mevduat faizlerinde ek yükselişlere ihtiyaç olabileceği yönündeki görüşümüzü koruyoruz. Mevduatta stopaj avantajının 30 Nisan'da sonlanması halinde bu ihtiyaç daha da artacaktır. Dolayısıyla, ek politika faiz artışı potansiyelinin halen güçlü olduğunu değerlendiriyoruz.
- Bununla beraber, TCMB'nin son faiz artışının gecikmeli etkilerini izlemek eğiliminde olması, politika faizinin mayıs ayında da sabit tutulması ihtimalini güçlendiriyor. TCMB politika faizini sabit tutsa bile, likidite sıkılaştırmasıyla ortalama fonlama maliyetinin faiz koridorunun üst bandı olan %53,0'e yakın seviyelerde gerçekleşmesini sağlayacaktır. Bu süreçte, TCMB politika faizine ilişkin kararlarını mevduat ve kredi faizlerine ve iç talebe göre şekillendirecektir. Bu kapsamda, **ek faiz artışı ihtimalini yadsımamakla beraber, politika faizini 2024 sonunda mevcut %50 seviyesinde öngörüyoruz.**

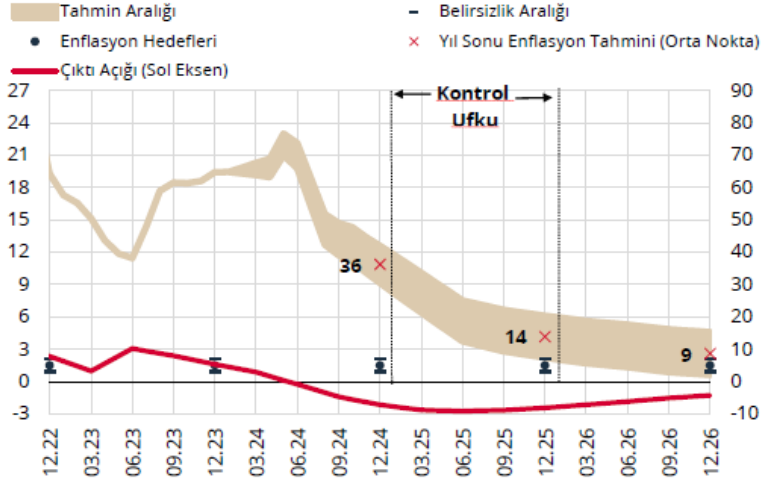
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

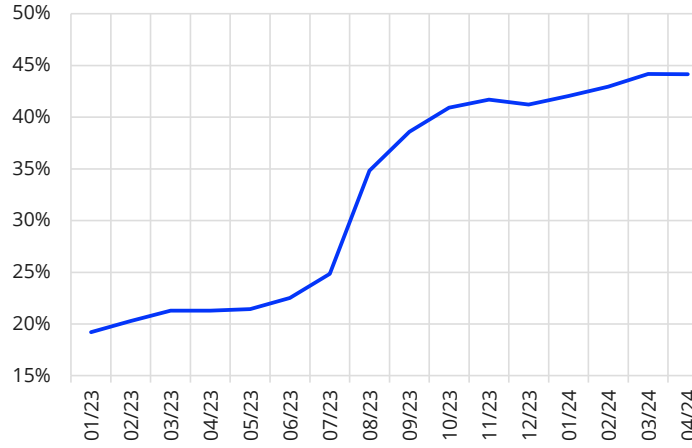


Piyanın enflasyon beklentilerinin TCMB tahminlerinin oldukça üzerinde kalması faiz indirim ihtimalini tırpanlıyor

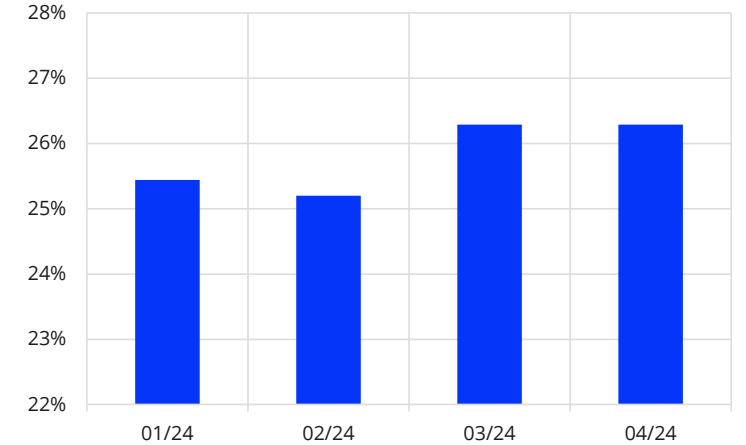
## TCMB'nin TÜFE Enflasyonu ve Çıktı Açığı Projeksiyonları



## Piyanın 2024 Sonu TÜFE Enflasyonu Beklentisi\*



## Piyanın 2025 Sonu TÜFE Enflasyonu Beklentisi\*



\* TCMB Piyasa Katılımcıları Anketindeki medyan beklenti

- TCMB son Enflasyon Raporu'nda 2024 ve 2025 sonlarına ilişkin TÜFE enflasyon tahminlerini %36 ve %14 seviyelerinde sabit tuttu. TCMB Başkanı Fatih Karahan bu toplantıda, faiz indirimlerine başlamak için sadece 2024 değil, 2025 enflasyon tahmininin de tutturulabilir olduğunu görmek istediklerini söylemiş, bunun için de mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyonun son çeyrekte %1,5 civarlarına gerilemesi gerektiğini söylemişti. Karahan faiz indirimleri için bir diğer ön şartı da piyanın enflasyon beklentilerinin kendi tahminlerine yakınsaması olarak ifade etmişti.
- TCMB'nin bu tahminlerine karşılık, piyasada medyan enflasyon beklentileri TCMB öngörülerinin oldukça üzerinde, 2024 sonu için %44'ün üzerinde, 2025 sonu için de %26'nın üzerinde bulunuyor. Mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon rakamları (3-aylık ortalaması) ise TÜFE enflasyonu için %4,0, çekirdek enflasyon için ise %5,0 civarında seyrediyor
- Dolayısıyla, **TCMB'nin kendi açıkladığı ön şartlara göre bu sene içinde faiz indirimlerine başlanması oldukça zor görünüyor. İç talepte sert yavaşlama olması ve bu sayede mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyonun 2024 sonlarında TCMB'nin öngördüğüne yakın, %1,5-2,0 civarlarına gerilemesi halinde, TCMB 2025 yılı içinde faiz indirimlerine başlayabilir. Bu şartlar sağlandığı takdirde, faiz indirimleri seri halde ve hızlı bir şekilde sürebilir.**

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

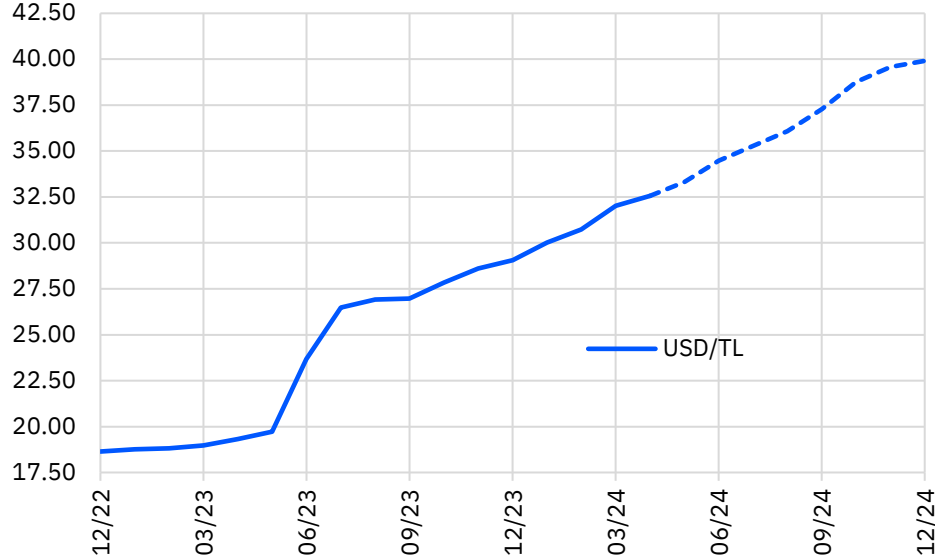


# Ekonomik Görünüm: Türkiye



TL'deki reel değerlenme sürecinin en azından yaz aylarına kadar sürmesini bekliyoruz

\$/TL Projeksiyonumuz



- İlk çeyrekte rezervlerdeki kayıpların hızlanmasına ek olarak iç talebin yavaşlamak bir yana daha da güçlenmesi, enflasyon görünümünün kötüleşmesi ve en önemlisi dövizde seçimlerin ardından artış olacağı spekülasyonlarının “kendi kendini gerçekleştiren kehanete” dönüşme riski doğurması açıkçası kurlarda sert yükseliş potansiyelini güçlendirmiştir.
- **Ancak, TCMB'nin seçimlerin hemen öncesinde, mart PPK toplantısında gerçekleştirdiği 500 baz puanlık faiz artışı mevcut politikaların devamlılığına ilişkin güçlü bir sinyal olarak algılandı ve kurlarda sert yükseliş ihtimalini tırpanladı.** Seçimlerin ardından verilen mesajların bu algıyı daha da kuvvetlendirdiğini ve spekülatif döviz talebinin kesilmesiyle döviz mevduatlarında düşüşlerin başladığını ve döviz rezervlerindeki düşüş sürecinin tersine döndüğünü takip ediyoruz. Bu süreç özellikle yabancı kurumların TL'ye ilişkin yayınladıkları iyimser raporları da beraberinde getiriyor.
- Dolayısıyla, **seçimlerin hemen ardından oluşan bu olumlu yatırımcı algılamasının, cari açığı iyileşmenin de desteğiyle TL için kısa vadede (önümüzdeki 3-4 aylık süreçte) önemli bir fırsat penceresi yaratabileceğini ve dezenflasyon süreci için TL'de reel değerlenme öngören TCMB'nin işini kolaylaştırabileceğini düşünüyoruz.**
- Yaz aylarına kadar sürmesinin beklediğimiz bu fırsat penceresinin devamlılığı ise bu süreçte iç talebin yavaşlatılabilmesi ve bu sayede fiyatlama davranışlarındaki iyileşmeyle birlikte aylık enflasyon eğiliminde TCMB'nin öngörülerine paralel düşüşlerin gerçekleşmesi şartına bağlı olacaktır.
- **Kurların seyrine ilişkin olarak sene başındaki öngörülerimize kabaca bağlı kalmaya devam ediyoruz. Buna göre, ekonomi yönetiminin dezenflasyon için Türk Lirası'nda reel değerlenme hedeflemeye devam etmesini ve önümüzdeki aylarda artmasını beklediğimiz sermaye girişlerinin TCMB'ye yardımcı olmasını bekliyoruz. \$/TL kuruna ilişkin sene sonu beklentimizi 40,0 seviyesinde korurken, yıl ortalaması beklentimizi 35,60'tan 35,00 seviyesine indiriyoruz.**

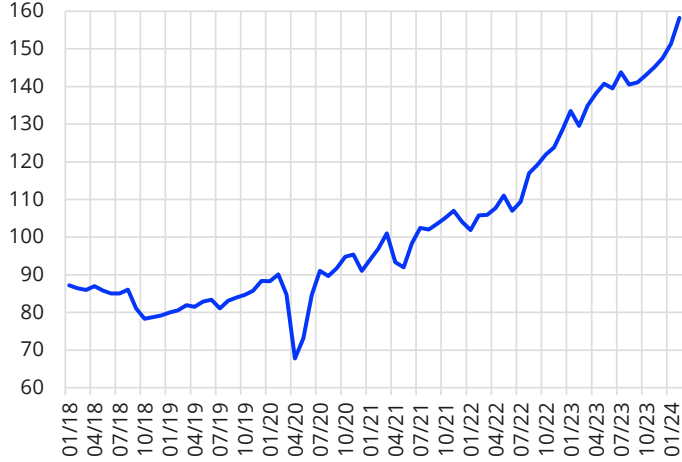
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

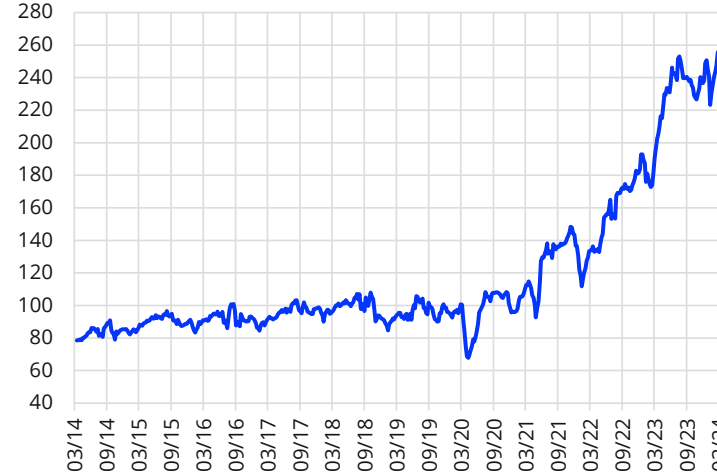
İlk çeyrekte iç talepte yavaşlama yerine ciddi ivmelenme oldu



Perakende Satışlar, Hacim Endeksi (2021=100)



Haftalık Kredi Kartı Harcamaları, Aralık 2023 Fiyatlarıyla (Milyar TL)



Kredi Büyümesi, yıllıklandırılmış 13 haftalık ortalama



- Sene başındaki baz senaryomuzda yapıcı bir duruşla, GSYH büyümesinde (yaklaşan yerel seçimlere karşın) bir yavaşlama olacağını varsaymış, bu çerçevede ilk çeyrek GSYH büyümesini %3,5-4,0 civarlarında öngörmüştük. Ancak, ilk çeyrekte iç talepteki canlılığın, seçimlerin ardından kurların artacağı beklentisiyle öne çekilen talebin de desteğiyle, daha da güçlendiği görüldü. Perakende satışlar, kredi kartı harcamaları, kredi büyümesi, KDV tahsilatı ve sanayi üretimi gibi öncü göstergeleri baz alarak, **ilk çeyrek GSYH büyümesini halihazırda %6,0-6,5 seviyelerinde tahmin ediyoruz.**
- Mevduat ve kredi faizlerindeki son dönemdeki yükselişlerin iç talepte beklenen yavaşlamayı yılın ilerleyen aylarında gecikmeli olarak sağlamasıyla **GSYH büyümesinin son 9 aylık dönemde ortalama %2,0 civarlarına gerileyebileceğini düşünsek (varsaysak) de, ilk çeyrekteki güçlü performans nedeniyle 2024 yılı GSYH büyümesi tahminimizi %2,0'den %2,7'ye revize ediyoruz.** Bununla beraber, ekonomik aktiviteye ilişkin mevcut eğilimler halen bu tahminimiz üzerinde yukarı yönlü riskler olduğuna işaret ediyor.

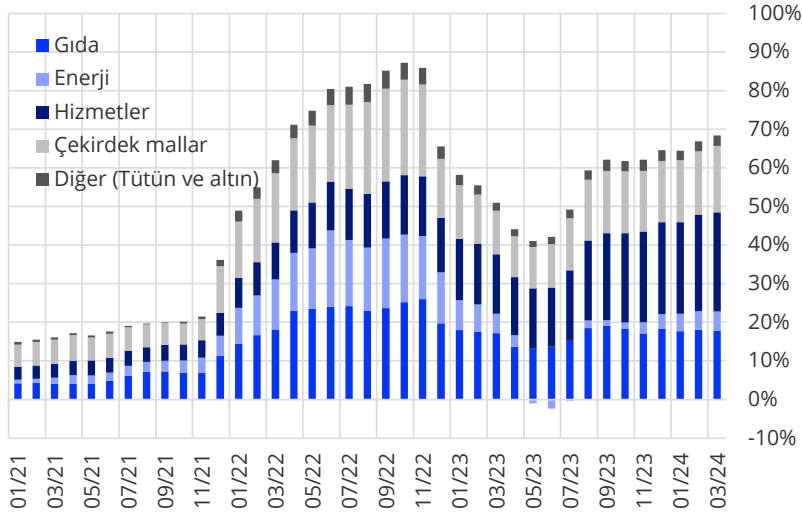
Kaynak: TÜİK, TCMB, BDDK, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

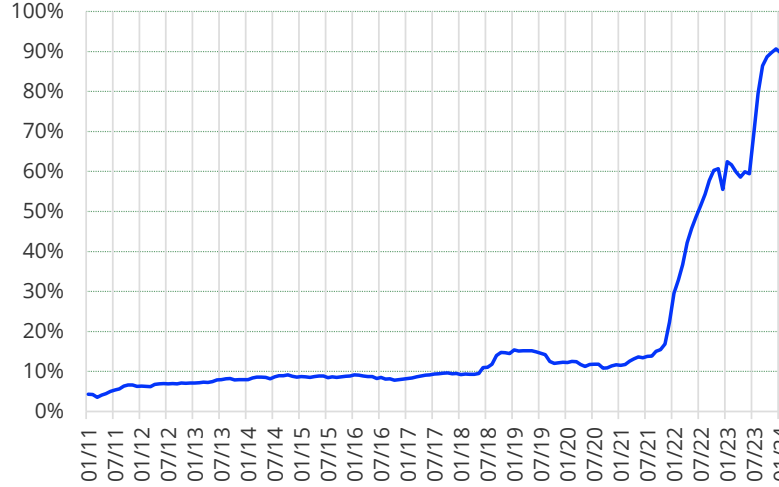


Aylık enflasyon eğilimi de TCMB'nin enflasyon tahminleri ile uyumsuz seyretmeye devam ediyor

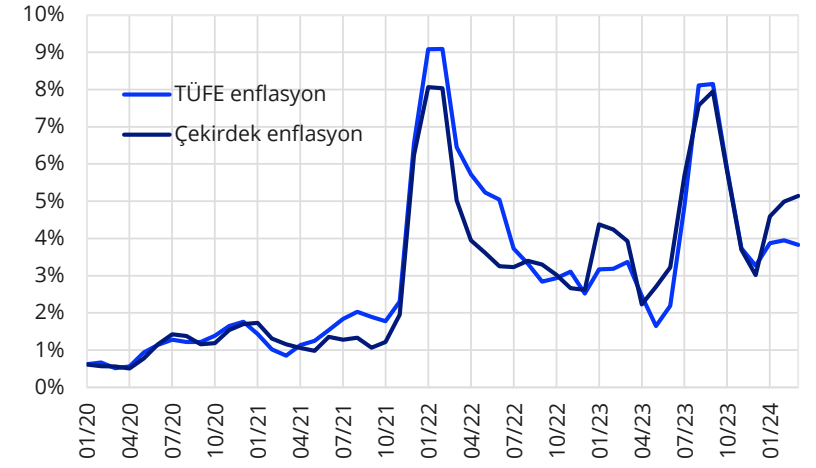
TÜFE Enflasyonunun Kırılımı, Yıllık



Hizmet Enflasyonu



Aylık Enflasyon Eğilimi\*



\* Mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon, 3-aylık hareketli ortalama

- TÜFE enflasyonu ilk 3 aylık dönemde, hizmet enflasyonu öncülüğünde TCMB'nin öngördüğü patikanın oldukça üzerinde gerçekleşti. Hizmet enflasyonunda ilk 3 aylık gerçekleşme %23,5'e ulaşırken, yıllık bazda da sene sonundaki %90,7 seviyesinden %96,5'e yükseliş yaşandı. TÜFE enflasyonu ise ilk 3 ayda %15,1 olurken, yıllık bazda %64,8'den %68,5'e yükseldi. Bu yükselişlerin ardından, daha önce enflasyonun mayıs ayında %70 civarında zirve yapacağını söyleyen TCMB yeni zirveyi %75 civarında bekliyor.
- Hizmet enflasyonundaki hızlı yükseliş, enflasyonda atalet yaratan en önemli unsurlar olan talebi öne çekme eğilimi ve fiyatlama davranışlarındaki bozulma konularında herhangi bir iyileşme olmadığını gösteriyor. Bu da aslında bize enflasyon beklentileri bir kere bozulduktan sonra yeniden kalıcı dezenflasyon süreci tesis etmenin ne derece zorlu olduğunu anlatıyor.
- Kurların yılın geri kalanındaki seyrine ilişkin olarak sene başına göre daha iyimser bir görünüm çizsek de, ilk 3 aylık süreçte enflasyonun ana eğilimindeki bozulma ve fiyatlama davranışlarında devam eden katılık nedeniyle, **TÜFE enflasyonu için sene sonu beklentimizi %42,0'den %47,0'ye, yıllık ortalama beklentimizi de %55,4'ten %60,1'e yükseltiyoruz. Bununla paralel olarak çekirdek TÜFE enflasyonuna (C grubu) ilişkin beklentilerimizi de sene sonu için %43,9'dan %48,5'e, yıl ortalaması için de %55,1'den %61,5'e revize ediyoruz.**

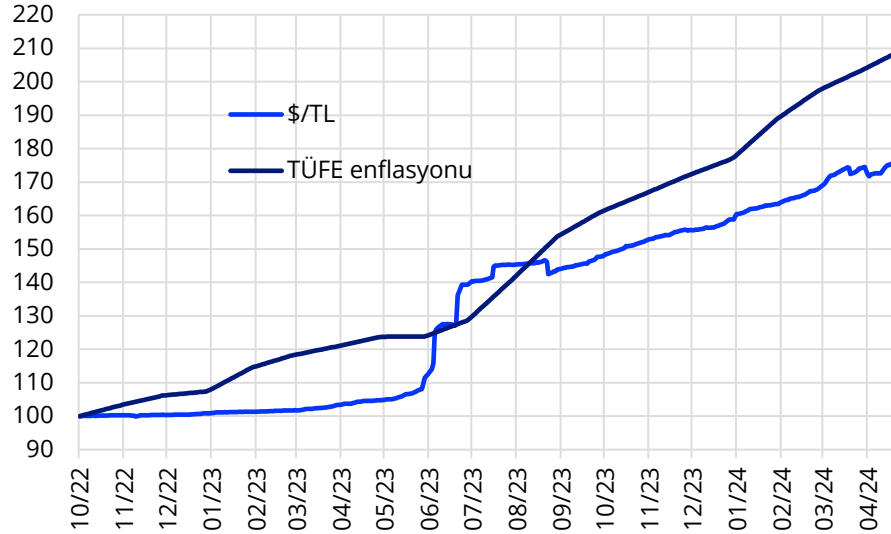
Kaynak: TÜİK, Turkey Data Monitor, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

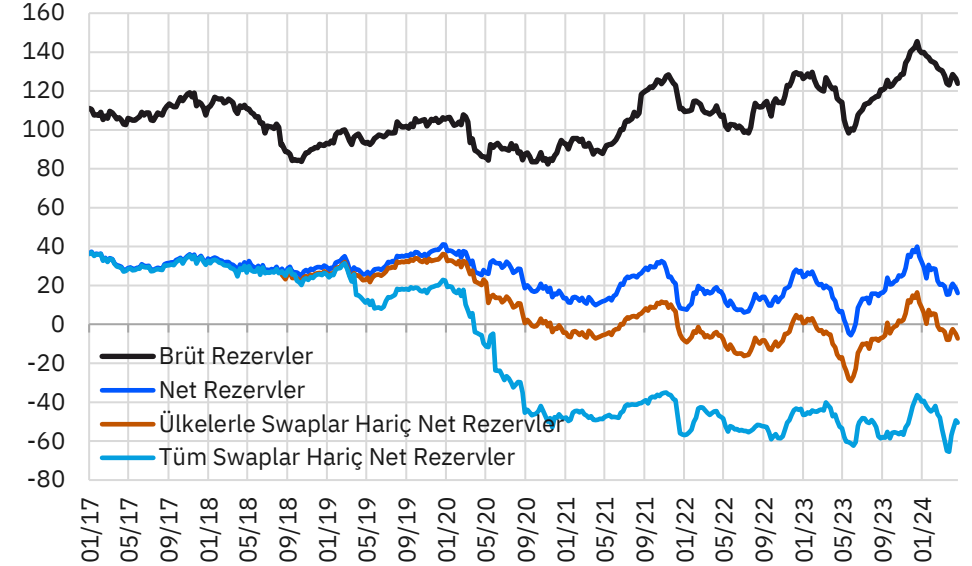


Resmi döviz rezervleri ilk çeyrekte 20 milyar \$'dan fazla geriledikten sonra yeniden yükselişe geçti

\$/TL Kuru - TÜFE Enflasyonu (1 Ekim 2022=100)



Uluslararası Rezervler (Milyar \$)



- Ekonomi yönetimi ilk çeyrekte öngördüğümüz gibi TL'de reel değerlenme öngören ve kurların tedrici şekilde yükseldiği stratejisine bağlı kalmaya devam etti. Ancak, bu strateji sene başında düşünülenden daha fazla rezerv kaybederek sürdürülebilirdi. Aralık'ın son haftasından Mart sonuna kadar yaşanan kayıp brüt rezervlerde 22 milyar \$'ı, swaplar hariç rezervlerdeki düşüş de 29 milyar \$'ı buldu, ki bunun 17 milyar \$'lık kısmı sadece Mart ayı içinde gerçekleşti.
- Rezerv kayıplarının son dönemde yoğunlaşmasının arkasındaki ana neden de pek tabii kurlarda seçimlerin ardından sert bir yükseliş olacağı beklentisiyle artan döviz talebi oldu. Buna dövizden dönüşümlü KKM hesaplarının tasfiyesi süreci ve de portföy girişlerindeki yavaşlama da eşlik edince rezervlerdeki erime güçlendi.
- Seçimlerin ardından, mevcut ekonomi politikalarına devam edileceği algısının güçlenmesiyle, döviz rezervlerindeki trend yeniden pozitive geçmiş durumda. Seçimlerden sonraki 2 haftalık dönemde (12 Nisan ile biten hafta itibarıyla) brüt döviz rezervleri 5,3 milyar \$, net rezervler 5,5 milyar \$ artmıştı. Aynı dönemde MB'nın bankalarla swap pozisyonu da 5,4 milyar \$ civarında azaldığından, rezerv artışının swaplar hariç bakıldığında 11 milyar \$'a yaklaştı. Analitik bilançodan bakıldığında, resmi döviz rezervleri sonraki 2 haftada yeniden geri çekildiyse de, bunun TCMB'nin ticari bankalarla swap pozisyonlarını ciddi anlamda azaltmasından kaynaklandığını söyleyebiliriz.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

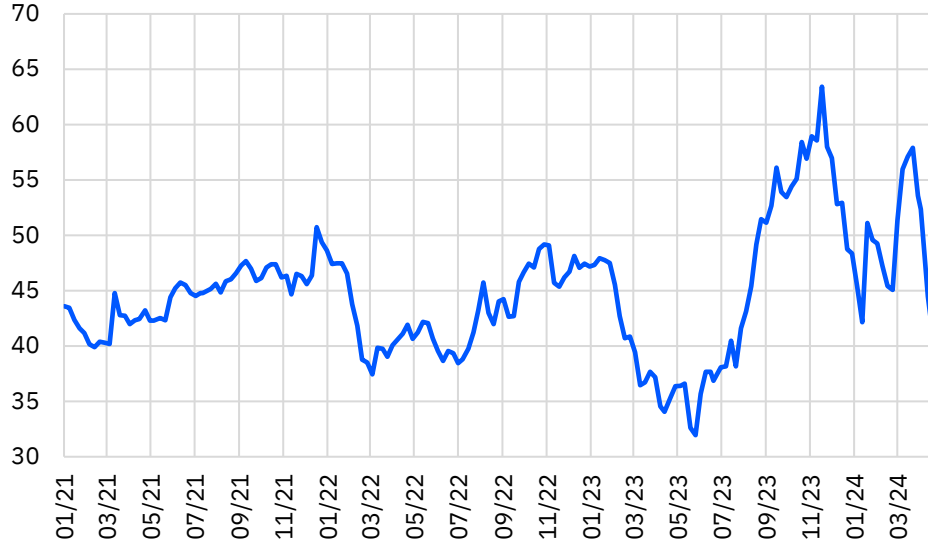


# Ekonomik Görünüm: Türkiye

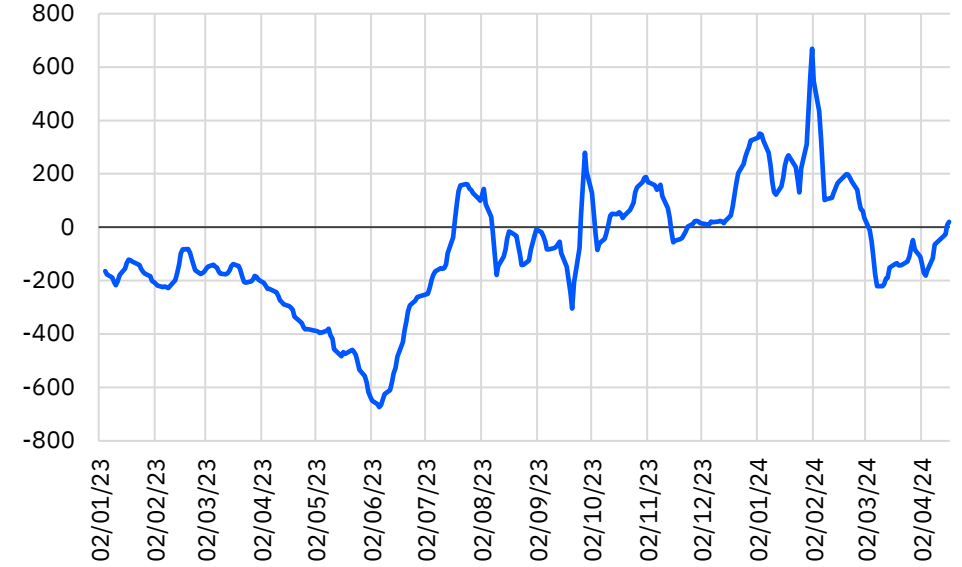


TCMB bankalarla gerçekleştirdiği döviz swap işlemlerini küçültmeyi hedefliyor

TCMB'nin Ticari Bankalarla Swap Pozisyonu (Milyar \$)



Açık Piyasa İşlemleri, APİ (Milyar TL)



- TCMB'nin ticari bankalarla swap pozisyonunu son haftalarda ciddi küçülttüğü takip ediliyor. 1 Nisan'da 58,5 milyar \$ seviyesinde bulunan TCMB'nin ticari bankalarla swap pozisyonu 25 Nisan itibariyle kabaca 17 milyar \$'lık bir düşüşle 41,3 milyar \$'a gerilemiş durumda. Dolayısıyla, brüt döviz rezervlerindeki iyileşmeyle birlikte, Mart sonunda -65,5 milyar \$ ile dip seviyeyi gören TCMB'nin swaplar hariç döviz pozisyonunda da -48,5 milyar \$'a doğru bir iyileşme görüldü.
- TCMB ticari bankalarla swap pozisyonunu azalttıysa da, TCMB'nin açık piyasa işlemlerinden (APİ) takip edildiği üzere sistemdeki likidite ihtiyacında önemli bir artış olmadığı görülüyor. Aksine, piyasada sınırlı da olsa fazla likidite olduğu söylenebilir. Döviz mevduatlarında son dönemdeki düşüşlerin de piyasanın APİ fonlama ihtiyacını azalttığı söylenebilir.
- TCMB bir politika aracı olarak ticari bankalarla swap pozisyonlarını küçültmeye devam etme niyetindeyse, bu bir noktada offshore swap piyasasının yeniden açılmasını zorunlu kılabilir. Bunun da sermaye girişlerini destekleyici bir durum olacağı değerlendiriyoruz.

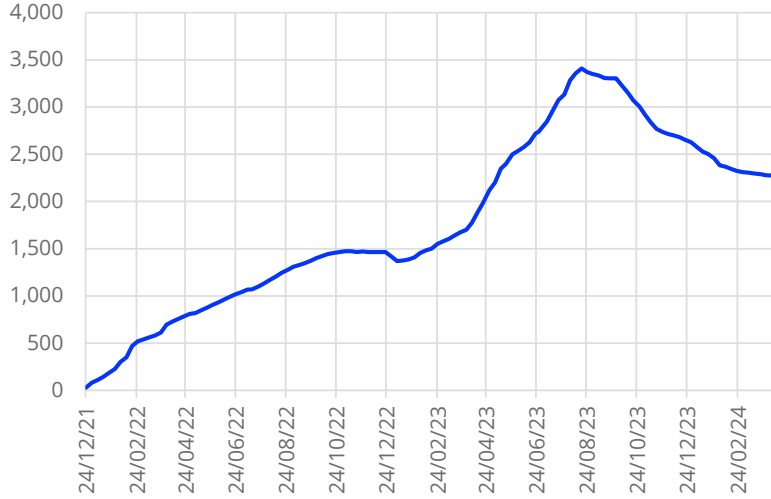
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

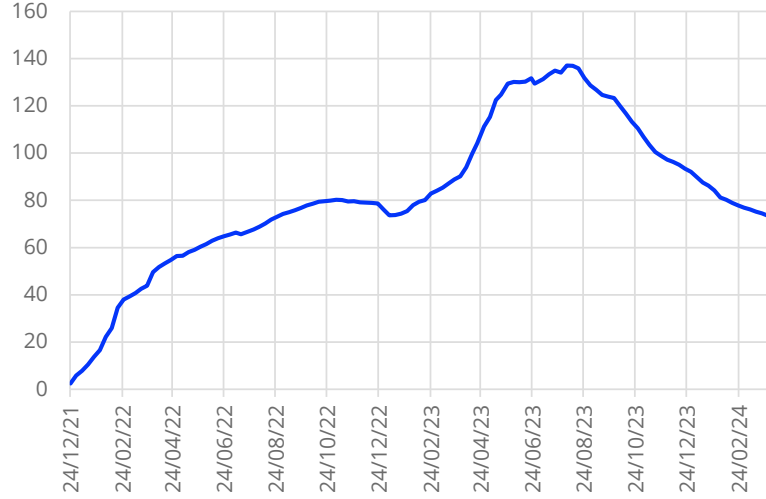


Kur korumalı mevduatlardaki düşüş yavaşladı, ilk çeyrekte artan döviz talebi seçimlerin ardından terse döndü

Kur Korumalı Mevduat (Milyar TL)



Kur Korumalı Mevduat (Milyar \$)



Döviz Tevdiat Hesapları, DTH (Milyar \$)



- KKM sisteminden Ağustos ortasından bu yana yaşanan çıkışlar 65 milyar \$'a yaklaştıysa da, son haftalarda çıkışların oldukça yavaşladığı, hatta neredeyse yataya geçtiği görülüyor. Mevcut KKM stoğunun çok büyük bir çoğunluğunun (%90 civarı) dövizden dönüşümlü KKM hesapları olduğu dikkate alındığında, bu yavaşlamanın devam etmesi beklenebilir.
- Seçimlerin öncesinde artan döviz talebiyle yükselişe geçen döviz tevdiat hesaplarında da seçimlerin ardından yaklaşık 6,5 milyar \$'lık bir azalma gerçekleşti.

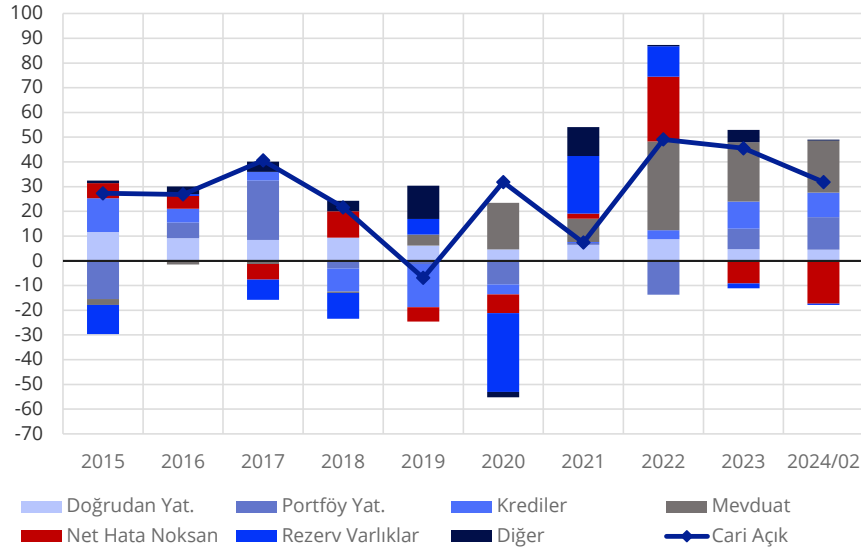
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

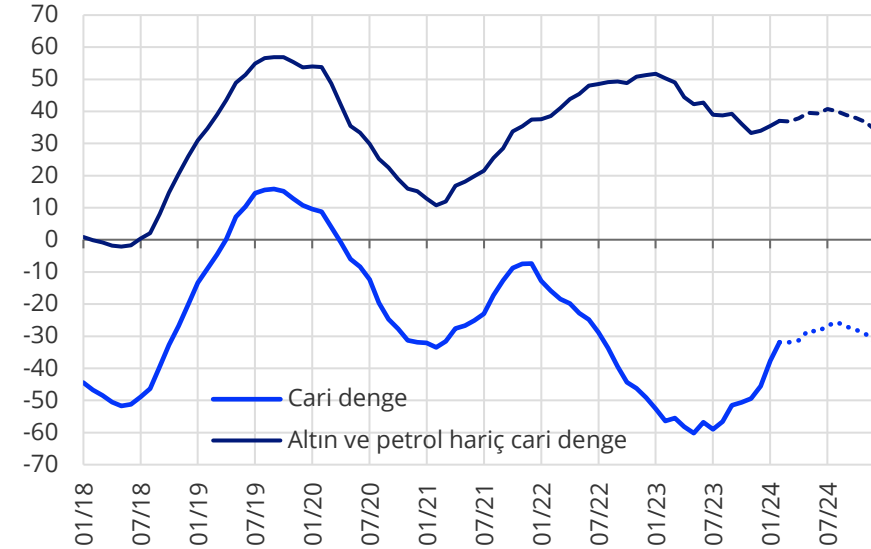


Cari açık son 2 ayda yaklaşık 14 milyar \$ gerileyerek 32 milyar \$'a düştü, yaz aylarında 25 milyar \$'a kadar gerileyebilir

Cari Açığın Finansmanı, 12-ay Birikimli (Milyar \$)



Cari Dengeye İlişkin Projeksiyonumuz (Milyar \$)



- 12-aylık birikimli cari açıktaki gerileme Mayıs 2023'ten bu yana kabaca 28 milyar \$'a ulaşmış durumda, ki bunun 14 milyar \$'lık kısmı son iki aylık dönemde gerçekleşti. Bu gerilemedeki temel faktörler altın ve enerji ithalatındaki normalleşmeye ek olarak son dönemde hammadde fiyatlarının ılımlı seyretmesinin de desteğiyle ara malı ithalatındaki düşüşler oldu.
- **Önümüzdeki aylarda cari açıktaki gerileme hız kesse de, düşüş trendinin yaz aylarına kadar devam edebileceğini ve bu süreçte cari açığın 25 milyar \$ civarına gerileyebileceğini düşünüyoruz. Yılın son çeyreğinde ise olumlu baz etkisinin terse dönmesiyle cari açığın yeniden yükselişe geçerek 2024 yılını mevcut seviyesine yakın, 32 milyar \$ civarında (GSYH'nin yaklaşık %2,7'si) tamamlamasını bekliyoruz.**
- Son çeyrekteki bu artışa karşın, cari açık/GSYH oranındaki bu seviye 2023 sonundaki %4,2'ye göre önemli bir iyileşmeye işaret ediyor.

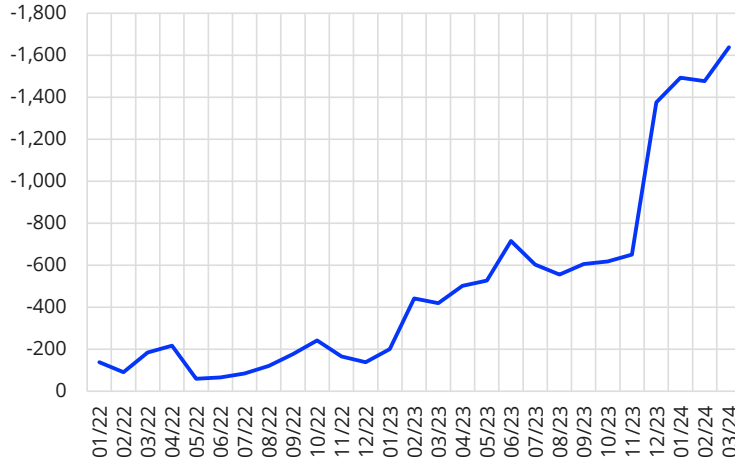
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

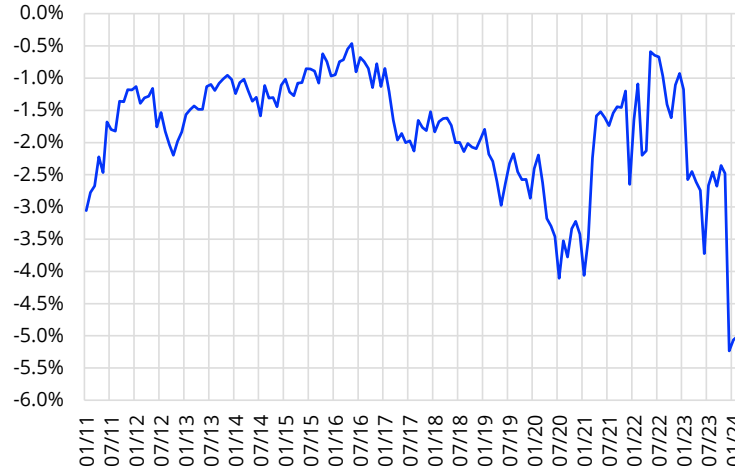


Bütçe açığı çok güçlü seyreden vergi gelirlerine rağmen artıyor, hükümet tasarruf tedbirlerini açıklamaya hazırlanıyor

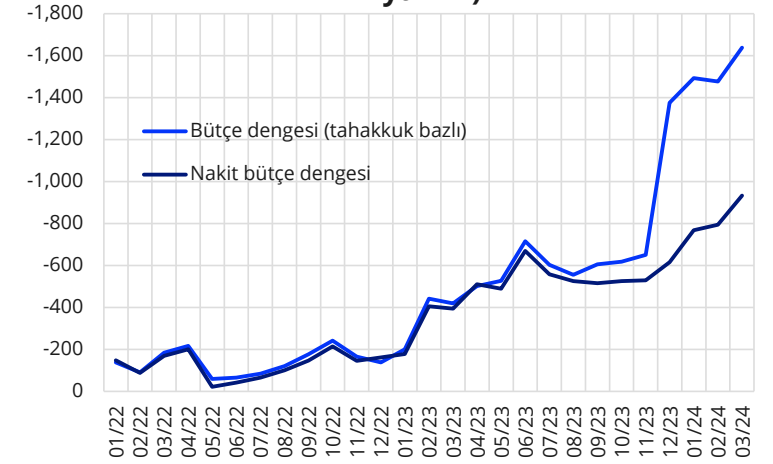
Merkezi Bütçe Dengesi, 12 aylık (Milyar TL)



Merkezi Bütçe Dengesi/GSYH, 12 aylık



Nakit ve Tahakkuk Bazlı Bütçe Dengesi  
Milyar TL)



- Faiz dışı harcamalardaki hızlı artış eğilimi Mart'ta da yıllık nominal %114 ile devam ederken, Ocak-Mart dönemi için de yıllık %101'lik artış olduğu görülüyor. Bu artışta depreme bağlı harcamaların etkisinin henüz çok sınırlı olduğunu, artışların genele yayıldığını da belirtmek lazım. Faiz harcamaları da bütçeyi olumsuz etkilemeye devam ediyor; Ocak-Mart döneminde faiz harcamalarının geçen yıldan bu yıla 101 milyar TL'den 251 milyar TL'ye yükseldiği görülüyor. Harcama tarafındaki bu bozulmaya karşı, seçimlerin ardından alınan vergi artışı tedbirleri ve daha büyük ölçüde güçlü devam eden tüketime bağlı olarak vergi gelirlerindeki iyileşme 2023'ün ikinci yarısından itibaren manşet bütçe dengesindeki kötüleşmeyi sınırlamaya devam ediyor.
- Hatırlanacağı gibi, 2023'ün aralık ayında 191,5 milyar TL'lik nakit açığına karşılık, tahakkuk bazlı bütçe açığı 842,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşmişti. Bu farkın nedeni, 2023'te depreme bağlı bütçe ödeneklerinin önemli bir bölümünün henüz kullanılmaması nedeniyle 2024 yılı içinde kullanılmak üzere "emanet" hesabına alınmasıydı. Nakit bazlı ve tahakkuk bazlı bütçe açığı arasındaki farkın mart ayı itibarıyla devam ediyor olması bütçeden depreme bağlı yapılan ödemelerin öngörülenin altında kalmaya devam ettiğini gösteriyor.
- **2025 sonu bütçe açığı/GSYH oranını sene başında olduğu gibi %5,0 civarında öngörmeye devam ediyoruz.**
- Hükümetin bütçe açığındaki bozulmaya karşı ve de dezenflasyon sürecini desteklemek amacıyla, mayıs ayı içinde kamuda tasarruf kalemlerini içeren bir paket açıklaması bekleniyor.

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

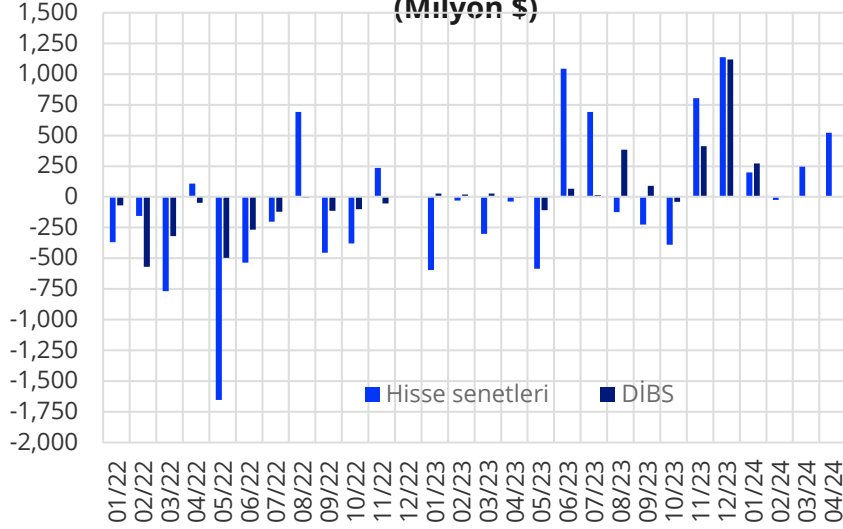


# Ekonomik Görünüm: Türkiye

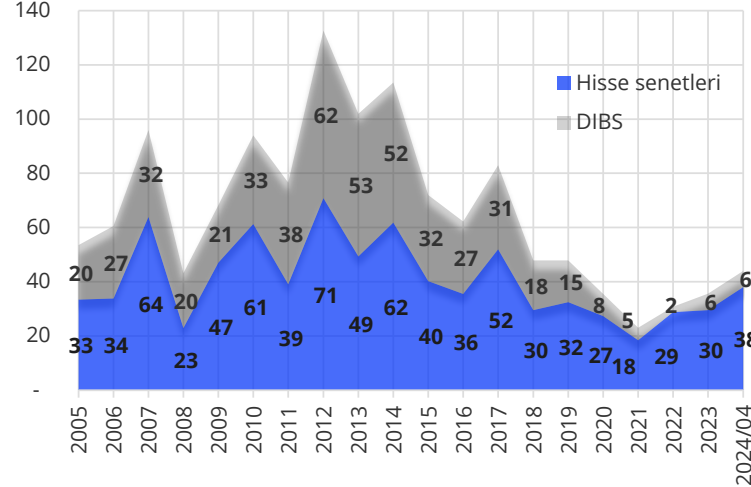


Sıkı para politikası korunmasıyla sermaye girişlerinin kademeli olarak hızlanmasını bekliyoruz

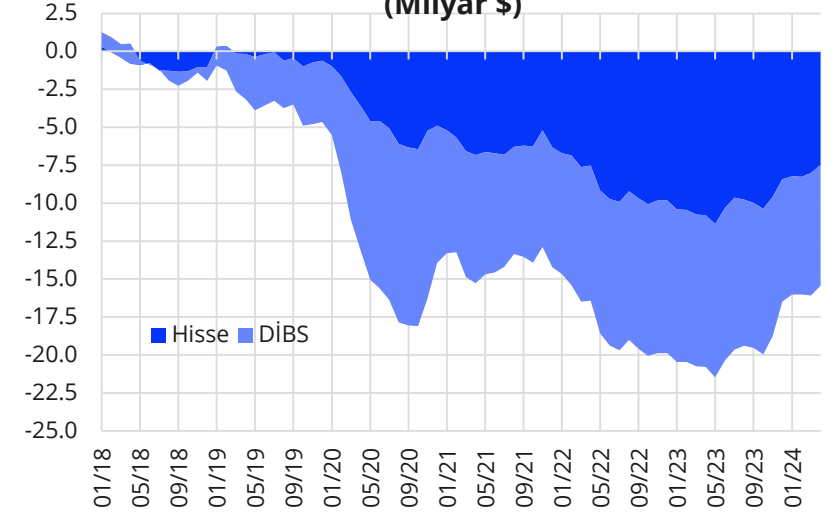
Yurtdışı Yerleşiklerin Net Sermaye Hareketleri  
(Milyon \$)



Yurtdışı Yerleşiklerin Hisse Senedi & DİBS Stoğu  
(Milyar \$)



Yurtdışı Yerleşiklerin Hisse Senedi & DİBS Stoğu  
(Milyar \$)



- Kasım ve Aralık aylarında hisse senetlerine 2,0 milyar \$, TL bonolara 1,5 milyar \$ olmak üzere toplam 3,5 milyar \$ yabancı sermaye girişi yaşandı. 2024 yılında ise enflasyon gerçekleşmelerinin beklentileri aşmasının da etkisiyle sermaye girişlerinde bir yavaşlama oldu. 2024 yılında 19 Nisan itibariyle, hisse senetlerine 0,8 milyar \$, TL bonolara ise 0,2 milyar'lık yabancı sermaye girişi olurken, girişlerin yerel seçimlerin ardından hızlandığı görülüyor.
- 2021 sonunda 23 milyar \$'a kadar gerileyen yurtdışı yerleşiklerin elindeki hisse senedi ve DİBS stoğunun nominal değeri 44 milyar \$'a yükselmiş durumda. Ancak bu miktarın 2012 yılında 130 milyar \$'ın üzerine çıktığını da hatırlatmak gerek.

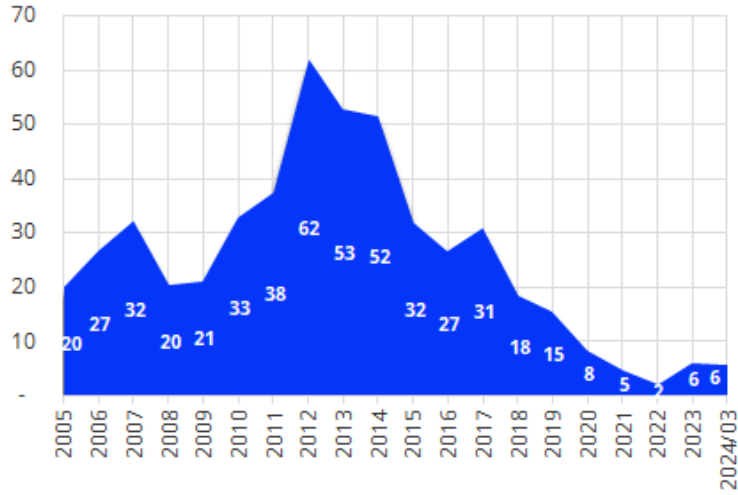
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

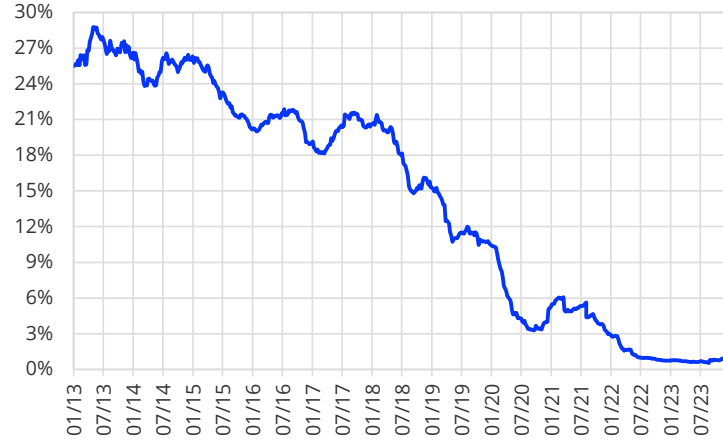


TL tahvil (DİBS) piyasasına yabancı ilgisinin kademeli olarak artmasını bekliyoruz

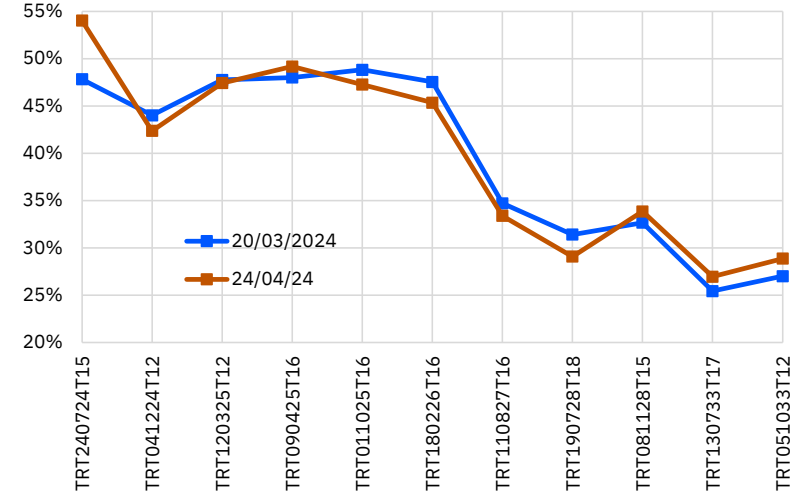
Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Stoğu (Milyar \$)



Yurtdışı Yerleşiklerin DİBS Sahipliği (Payı)



DİBS Verim Eğrisi



- TL tahvillere (DİBS) artan yatırımcı ilgisini TL tahvil faizlerinde Haziran'dan itibaren yaşanan normalleşmeyle birlikte uluslararası yatırım bankalarının tahvil piyasasına ilişkin yayınladığı raporlardaki ve bize gelen yurtiçi ve yurtdışı kurumsal yatırımcı sorularındaki artışlardan görüyoruz. Öte yandan, DİBS piyasasında Haziran 2023'ten bu yana yaşanan yabancı girişlerinin 2 milyar \$ gibi çok sınırlı bir miktarda kaldığını söylemek lazım. Kıyaslama açısından hatırlatmak gerekirse, yabancı yatırımcının DİBS piyasasında en aktif olduğu 2010-2012 yılları arasında kümülatif yatırım tutarı 40 milyar \$'ı aşmıştı. Yabancıların bu süreçte DİBS portföy stoğu da 60 milyar \$ seviyelerine ulaşırken, toplam stok içindeki payları da %30'a yaklaşmıştı. Yabancıların mevcuttaki DİBS stoğu ise 6 milyar \$, toplam stok içindeki payları da %2 seviyesinde bulunuyor
- **DİBS piyasasına yabancı ilgisinin kademeli olarak artmasını bekliyoruz. Politika faizinde tepe noktaya ulaşıldığı algısının güçlenmesiyle, girişlerin verim eğrisinin orta tarafında, yani 2-5 yıl arası vadeli tahvillerde yoğunlaşmasını bekliyoruz. 10-yıl vadeli tahvillere ilginin ise iç talepte yavaşlama ve buna paralel olarak enflasyon görünümünde iyileşme işaretlerinin netleşmesiyle birlikte, biraz daha gecikmeli olarak gerçekleşmesini bekliyoruz.**
- CDS primindeki iyileşmelerin ve uzun vadeli Eurobond faizlerindeki düşüşlerin de benzer şekilde, enflasyondaki iyileşmeye paralel olarak, daha gecikmeli gerçekleşmesini bekliyoruz.

Kaynak: TCMB, BIST, Gedik Yatırım Araştırma



# Ekonomik Görünüm: Türkiye

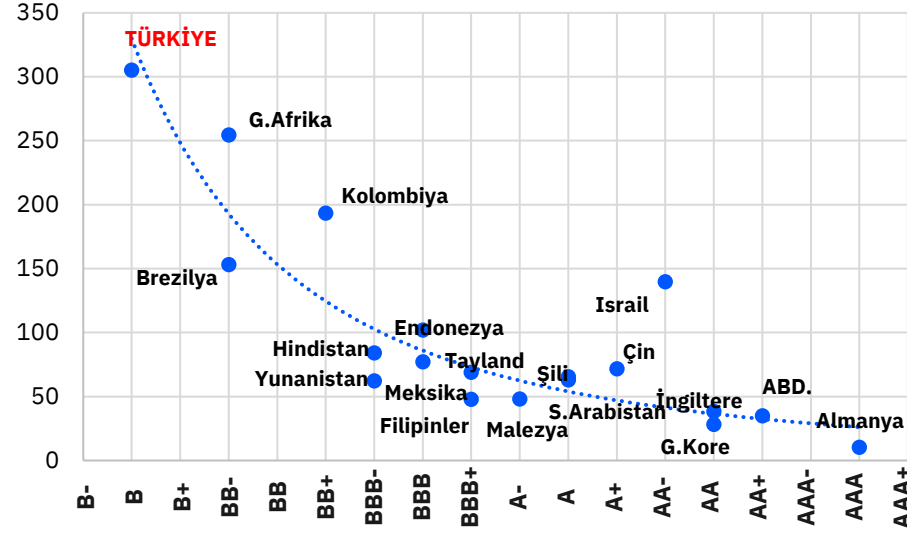
Türkiye'nin kredi notunda her 3 derecelendirme kuruluşundan da artışlar bekliyoruz



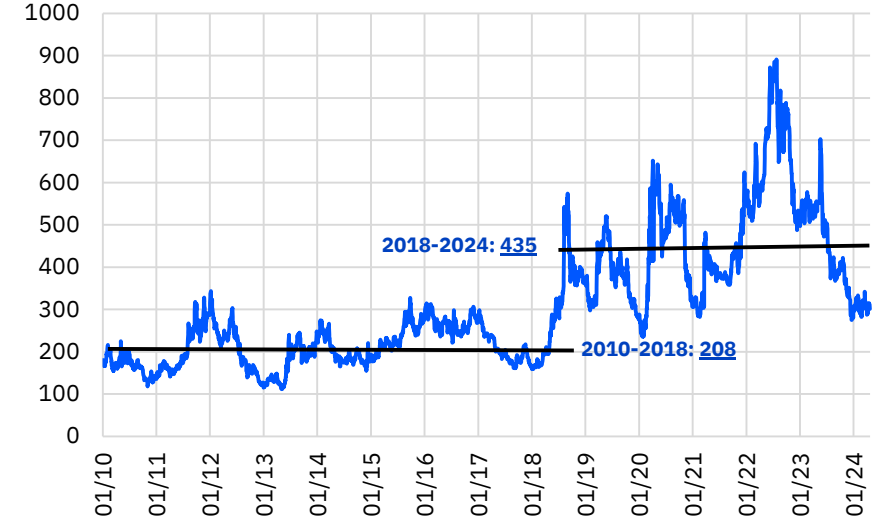
## Ülkelerin CDS Primleri (16/04 İtibariyle)

Ülke	Kredi Notu (S&P)	CDS
Almanya	AAA	11
ABD	AA+	35
G.Kore	AA	39
İngiltere	AA	28
İsrail	AA-	140
Çin	A+	72
S.Arabistan	A	63
Şili	A	66
Malezya	A-	48
Tayland	BBB+	48
Filipinler	BBB+	69
Endonezya	BBB	77
Meksika	BBB	102
Hindistan	BBB-	84
Yunanistan	BBB-	62
Kolombiya	BB+	194
Brezilya	BB-	153
G.Afrika	BB-	254
<b>TÜRKİYE</b>	<b>B</b>	<b>305</b>

## Ülkelerin CDS Primi - Kredi Notu Matrisi



## 5-Yıllık CDS Primi (bazpuan)



- Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseldiği 2012'nin sonları ve 2013'ün başlarını kapsayan dönemde Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 110'lu seviyelere kadar gerilerken, bu dönemde ortalama CDS primi kabaca 130 olmuştur. 2015-2017 arasında 300 civarında seyreden CDS primi 2017 içinde 160'lu seviyelere kadar geriledikten sonra 2018'den itibaren yüksek bir patikaya yerleşti. CDS priminin 2010-2018 arası ortalaması kabaca 208 bazpuan olurken, 2018-2023 arasında CDS primi ortalaması 443 puan civarında seyretti.
- Fitch'in ardından diğer 2 kurumun da kredi notu artışı yapması kuvvetle muhtemel görünüyor. Bu artışlarla beraber, mevcut ekonomik görünümün korunması ve de küresel risk iştahında ani bir bozulma olmaması durumunda, Türkiye'nin CDS priminin kısa vadede ilk etapta 250 bazpuan seviyelerine kadar gerilemesi beklenebilir.
- Bununla beraber, küresel risk iştahında bozulma olması durumunda ülkelerin CDS primlerinde topyekûn yükselişler olabileceği de not edilmeli.

Kaynak: Trading Economics, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma



# Strateji Raporu

## Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - I



	S&P	Moody's	Fitch
<b>Prime</b>	<b>AAA</b> Avustralya, Kanada, Danimarka, Almanya, Lihtenştayn, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre	<b>Aaa</b> Avustralya, Kanada, Danimarka, Avrupa Birliği, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre, Amerika Birleşik Devletleri	<b>AAA</b> Avustralya, Danimarka, Avrupa Birliği, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Singapur, İsveç, İsviçre
<b>Yüksek Not</b>	<b>AA+</b> Avusturya, Finlandiya, Hong Kong, Yeni Zelanda, Tayvan, Amerika Birleşik Devletleri	<b>Aa1</b> Avusturya, Finlandiya	<b>AA+</b> Avusturya, Kanada
	<b>AA</b> Belçika, Avrupa Birliği, Fransa, İrlanda, Katar, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık	<b>Aa2</b> Fransa, Katar, Güney Kore	<b>AA</b> Makao, Katar, Tayvan
	<b>AA-</b> Çek Cumhuriyeti, Estonya, İsrail, Slovenya	<b>Aa3</b> Belçika, Cayman Adaları, Çek Cumhuriyeti, Hong Kong, İrlanda, Man Adası, Makao, Tayvan, Birleşik Krallık	<b>AA-</b> Belçika, Çek Cumhuriyeti, Fransa, Hong Kong, İrlanda, Kuveyt, Güney Kore, Birleşik Arap Emirlikleri, Birleşik Krallık,
<b>Yüksek Orta Not</b>	<b>A+</b> Bermuda, Çin, İzlanda, Japonya, Kuveyt, Letonya, Litvanya, Slovakya	<b>A1</b> Çin, Estonya, Japonya, Kuveyt, Suudi Arabistan	<b>A+</b> Çin, Estonya, İsrail, Malta, Suudi Arabistan
	<b>A</b> Şili, Suudi Arabistan, İspanya	<b>A2</b> Bermuda, Şili, İzlanda, İsrail, Litvanya, Malta, Polonya, Slovakya	<b>A</b> İzlanda, Japonya, Litvanya, Slovakya, Slovenya
	<b>A-</b> Malezya, Malta, Polonya	<b>A3</b> Botswana, Letonya, Malezya, Slovenya	<b>A-</b> Andorra, Şili, Polonya, Portekiz, İspanya
<b>Alt Ara Not</b>	<b>BBB+</b> Andorra, Botswana, Hırvatistan, Filipinler, Tayland, Uruguay	<b>Baa1</b> Bulgaristan, Peru, İspanya, Tayland	<b>BBB+</b> Hırvatistan, Malezya, Tayland
	<b>BBB</b> Aruba, Bulgaristan, Kıbrıs, Endonezya, İtalya, Meksika, Panama, Peru	<b>Baa2</b> Andorra, Kolombiya, Hırvatistan, Kıbrıs, Macaristan, Endonezya, Kazakistan, Meksika, Panama, Filipinler, Portekiz, Uruguay	<b>BBB</b> Bulgaristan, Kıbrıs, Macaristan, Endonezya, İtalya, Kazakistan, Peru, Filipinler, Uruguay
	<b>BBB-</b> Yunanistan, Macaristan, Hindistan, Kazakistan, Mauritius, Montserrat, Romanya, Trinidad ve Tobago	<b>Baa3</b> Hindistan, İtalya, Mauritius, Romanya	<b>BBB-</b> Meksika, Hindistan, Romanya

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

# Strateji Raporu

## Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - II



	S&P	Moody's	Fitch
Spekülatif	<b>BB+</b> Azerbaycan, Kolombiya, Fas, Umman, Sırbistan, Vietnam	<b>Ba1</b> Azerbaycan, Guatemala, Fas, Umman, Paraguay	<b>BB+</b> Aruba, Azerbaycan, Kolombiya, Yunanistan, Makedonya, Fas, Panama, Paraguay, Sırbistan
	<b>BB</b> Dominik Cumhuriyeti, Gürcistan, Guatemala, Paraguay	<b>Ba2</b> Brezilya, Gürcistan, Sırbistan, Güney Afrika, Trinidad ve Tobago, Vietnam	<b>BB</b> Brezilya, Kosta Rika, Gürcistan, Guatemala, Umman, San Marino, Vietnam
	<b>BB-</b> Ermenistan, Bangladeş, Brezilya, Kosta Rika, Honduras, Fildişi Sahili, Jamaika, Makedonya, Güney Afrika, Uzbekistan	<b>Ba3</b> Ermenistan, Dominik Cumhuriyeti, Yunanistan, Fildişi Sahili, Senegal, Özbekistan	<b>BB-</b> Ermenistan, Bangladeş, Dominik Cumhuriyeti, Fildişi Sahili, Jamaika, Ürdün, Namibya, Seyşeller, Güney Afrika, Özbekistan
Çok Spekülatif	<b>B+</b> Arnavutluk, Bahamalar, Bahreyn, Benin, Bosna Hersek, Fiji, Ürdün, Ruanda, Senegal	<b>B1</b> Arnavutluk, Bahamalar, Bangladeş, Benin, Kosta Rika, Fiji, Honduras, Jamaika, Ürdün, Karadağ, Namibya, Tanzanya	<b>B+</b> Benin, Bahreyn, Uganda, Ruanda, Tanzanya, <b>Türkiye</b> , Türkmenistan
	<b>B</b> Kenya, Moğolistan, Karadağ, Nikaragua, Togo, <b>Türkiye</b>	<b>B2</b> Bahreyn, Kamboçya, Nikaragua, Papua Yeni Gine, Ruanda, Uganda	<b>B</b> Barbados, Kamerun, Mısır, Kenya, Lesoto, Moğolistan,
	<b>B-</b> Angola, Barbados, Belize, Kamerun, Yeşil Burun Adaları, Kongo, Ekvador, Mısır, El Salvador, Irak, Madagaskar, Nijerya, Papua Yeni Gine, Kongo Cumhuriyeti, Tacikistan, Uganda	<b>B3</b> Angola, Barbados, Bosna Hersek, Kongo, Kenya, Kırgızistan, Moldova, Moğolistan, St Vincent ve Grenadinler, Svaziland, Tacikistan, Togo, <b>Türkiye</b>	<b>B-</b> Angola, Bolivya, Yeşil Burun Adaları, Gabon, Irak, Maldivler, Nikaragua, Nijerya
Aşırı riskli	<b>CCC+</b> Bolivya, Mozambik, Pakistan, Surinam, Burkina Faso	<b>Caa1</b> Bolivya, Kamerun, Mısır, Gabon, Irak, Maldivler, Nijerya, Solomon Adaları	<b>CCC</b> Kongo
	<b>CCC</b> Arjantin	<b>Caa2</b> Belize, Etiyopya, Mali, Mozambik, Nijer, Kongo Cumhuriyeti, Tunus	<b>DDD</b>
	<b>CCC-</b>	<b>Caa3</b> Ekvador, El Salvador, Laos, Pakistan, Surinam	<b>DD</b>
	<b>CC</b> Ukrayna	<b>Ca</b> Arjantin, Küba, Gana, Sri Lanka, Ukrayna, Zambiya	<b>D</b>
Batık	<b>C</b>	<b>C</b> Belarus, Lübnan, Venezuela	<b>D</b>
	<b>DD</b>	<b>DDD</b>	<b>D</b>
	<b>D</b> Lübnan, Porto Riko	<b>D</b>	

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

# Piyasalara Dair Beklentiler

## Ekonomi ve Piyasa Takvimi



2024								
Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
11 	1 	6 	18 	1 	12 	17 	7 	12 
25 	9 	12 	25 	22 	18 	17 	7 	18 
26 	23 	14 	31 		19 	31 	21 	19 
		20 			19 			19 
		27 			19 			26 
19-21 IMF - DB Bahar Toplantısı 	3 S&P kredi notu STANDARD & POOR'S		19 'Moody's kredi notu MOODY'S	8 Enflasyon Raporu 	6 'Fitch kredi notu FitchRatings	25-27 2024 Yıllık Toplantılar 	1 S&P kredi notu STANDARD & POOR'S	
	9 Enflasyon Raporu 			12 Endeks Değişiklikleri MSCI	22-23 2024'te Geleceğin Zirvesi New York United Nations	31 Enflasyon Raporu 	5 ABD seçimleri 	
	12 MSCI Endeks Değişiklikleri MSCI						7 MSCI Endeks Değişiklikleri MSCI	
							29 Finansal İstikrar Raporu 	

MB Faiz Toplantıları

Önemli Olaylar



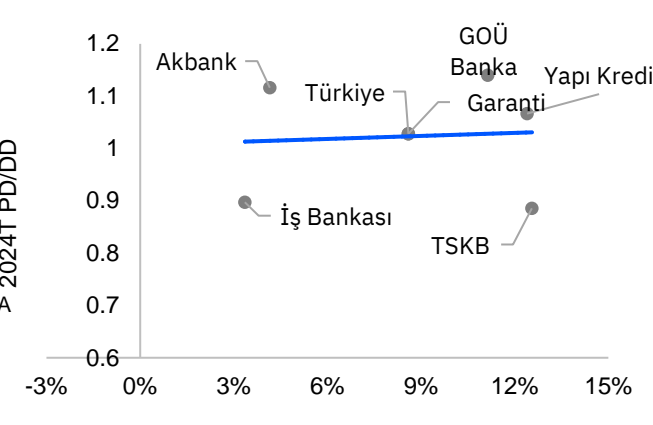
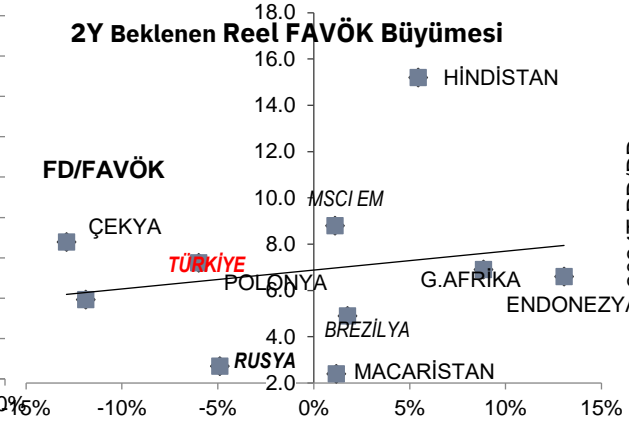
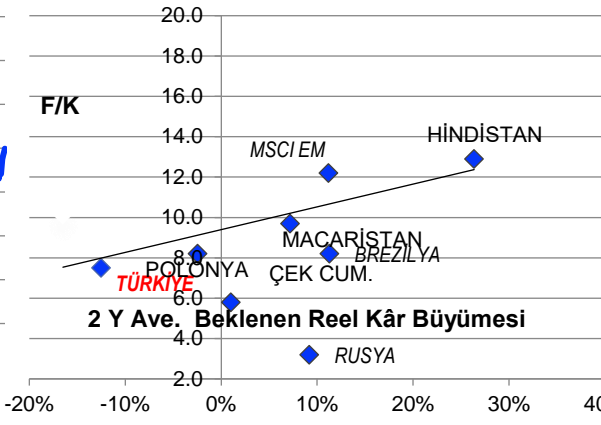
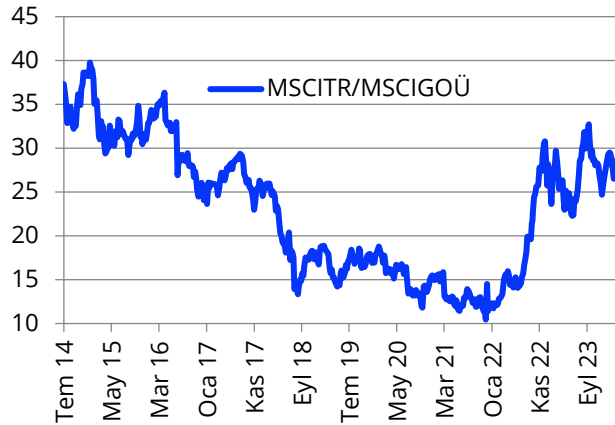
Kaynak: Trading Economics, S&P, Moody's, Fitch, Gedik Yatırım Araştırma

# Piyasalara Dair Beklentiler (I)



## Borsa ekonomi politikaların meyvelerini vermesini bekliyor...

- 2024 yılına girerken yazdığımız ve çeşitli platformlarda anlattığımız strateji raporunda borsayı etkilemesini beklediğimiz ana faktörleri: (1) Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin reel olarak artış eğilimine girmesi ve borsa için bir rekabet unsuru yaratması, (2) son 2 senedir düşük baz ve enflasyon etkisiyle güçlü artan şirket karlarının doyum noktasına gelmesi ve reel artış hızlarının yavaşlama eğilimine girmesi, (4) global ekonomilerin yavaşlaması, ve (5) senenin ilk yarısında yerel seçim kaynaklı belirsizlikler olarak belirtmiştik.
- Raporun makro bölümünde bahsettiğimiz üzere, sene başından itibaren olan dönemde yukarıdaki faktörlerden göreceli olarak farklılaşan ana unsurlar ise: (1) Özellikle mevduat faizi artış hızının bir nebze gecikmesi, (2) ekonomi programı beklentisiyle taleplerinin ve tüketici harcamalarının öne çekilmesi ve enflasyonist baskılarının devam etmesi, (3) ekonomide not ve görünüm artırımlarının başlaması, ve (4) yabancıların yatırım beklentisi, borsaya destek sağladı. Sonuç olarak yılbaşından beri BIST100 endeksi bankacılık endeksinin liderliği ile %32 yükselip GOÜ piyasalarının %21 üzerinde bir performans gösterdi. Öte yandan önümüzdeki 3-6 ayda ekonomi yönetimi ve merkez bankasının en sert şekilde enflasyon ile savaşa dönemine girdiğini düşünmekteyiz. Haliyle bu unsur talebin kısılması anlamına gelmekte. Dolayısıyla, artan maliyetler ve yüksek bazlı kar seviyelerini dikkate aldığımızda 2024 yılında reel anlamda net karlarda %20 üzeri ve FAVÖK'de %12 üzeri düşüş olabilir. Bu rakamlara 2025 yılı itibarı ile enflasyon muhasebesi standartlarına geçecek bankaları dahil etmediğimizi belirtmekte fayda var. Ancak, 2024 yılı bir geçiş dönemi olarak görüldüğünden dönem içinde gelecek karlar volatilité yaratmak haricinde borsada süreçli satışlara sebep olmayabilir. **Sonuç olarak içinde bulunduğumuz dönemde (3-6ay) borsanın mevduat faizlerinin üzerinde bir getiri sağlamasının zor olacağını düşünmekle birlikte, 2025-2026 yılının makro ve kar beklenti ve görünürlüğüne odaklanacağını düşünüyoruz.**
- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise net kar ve FAVÖK büyümesi açısından Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran daha yavaş bir yıl geçirme ihtimali olduğu ve büyümelere göre makul çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz.
- **BIST-100 Endeks hedefimiz %20'lik yükselme potansiyeliyle 11,900 seviyesinde bulunuyor.** Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz bankalarda %19.2, sanayi sektörlerinde %19.3. ve holdingler 25.8%. Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimiz 26 ve 27. sayfalarda mevcuttur.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

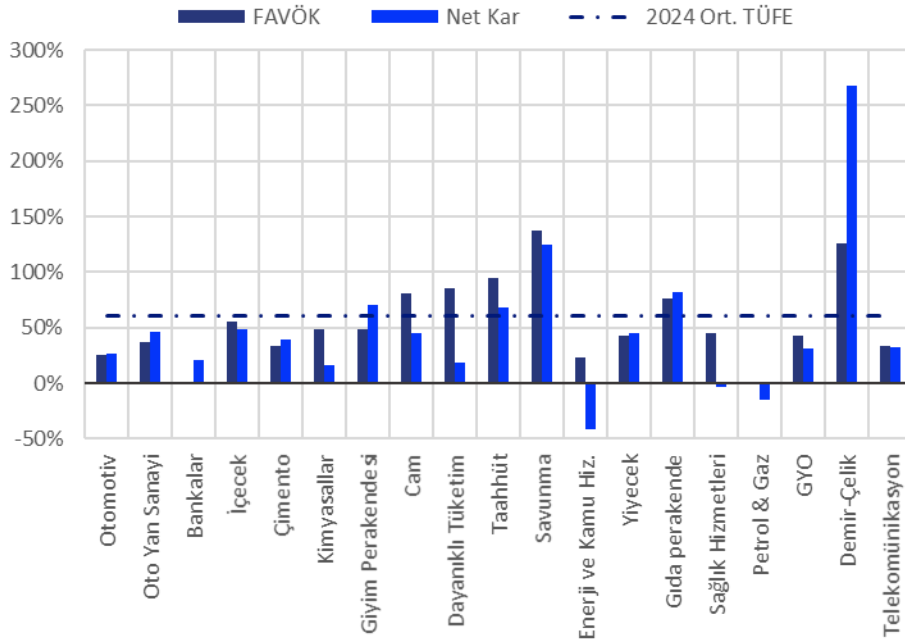
# Piyasalara Dair Beklentiler (II)



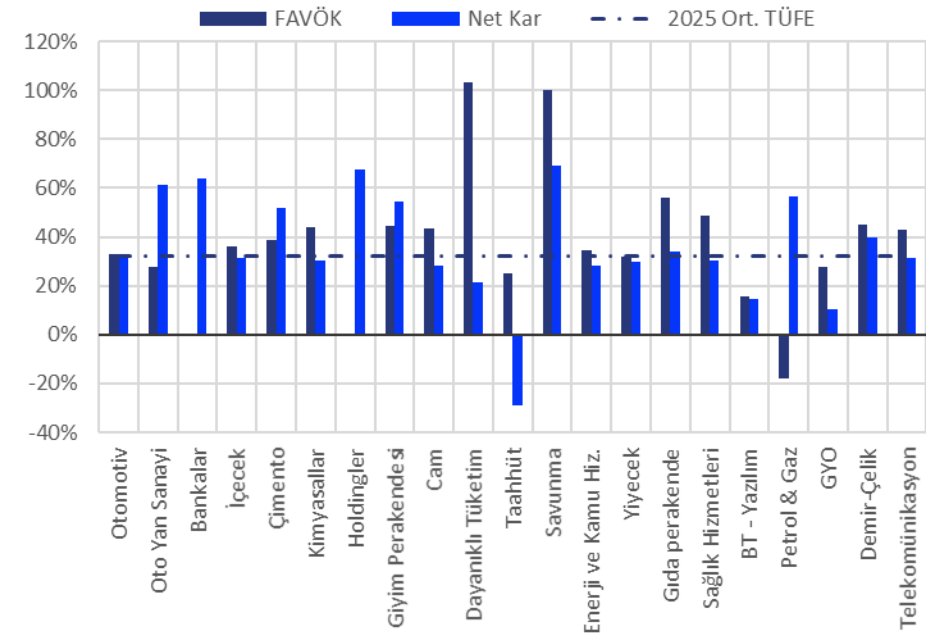
## 2024 sektörel kar beklentileri

- Öncelikle sanayii şirketlerinde 2023 sene sonu enflasyon muhasebesi standartlarına geçildiğinden dolayı yerli ve yabancı kurumların henüz tüm tahminlerini yeni standartlara göre güncellemediklerini belirtmek isteriz. Dolayısıyla halihazırda borsa şirketlerinin karları ile ilgili güncel konsensüs kar beklentisi bulunmamakta.
- Öte yandan analizlerimiz 2024 yılında yılın geri kalanında seyretmesini beklediğimiz faizler ve azalan tüketim harcamalarından dolayı yıl genelinde reel olarak % 12 üzeri FAVÖK ve %20 üzeri net kar daralması beklemekteyiz. Kar büyümesi anlamında ise demir ve çelik sektörü öne çıkmakta.

### FAVÖK & Net Kar Büyümesi 2024T



### FAVÖK & Net Kar Büyümesi 2025T



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni
Akbank	59,05	60,50	66,55	13%	EÜG	EPG
Garanti Bankası	80,85	91,80	96,25	19%	EÜG	EPG
İş Bankası	13,29	17,28	17,28	30%	EÜG	EÜG
TSKB	9,86	12,41	12,41	26%	EÜG	EÜG
Vakıfbank	19,35	15,00	23,46	21%	EPG	EPG
Yapı ve Kredi Bankası	31,24	35,00	37,50	20%	EÜG	EÜG

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni
Akiş GMYO	16,44	11,37	19,04	16%	EPG	EPG
Akçansa	152,00	151,28	191,38	26%	EPG	EPG
Aksa Akrilik	113,10	93,80	115,71	2%	EPG	EPG
Aksa Enerji	38,58	46,24	48,14	25%	EÜG	EÜG
Anadolu Efes	180,20	GG	253,00	40%	EÜG	EÜG
Anadolu Holding	315,00	322,70	427,44	36%	EÜG	EÜG
Arçelik	168,20	147,91	194,81	16%	EPG	EPG
Aygaz	181,20	143,49	183,60	1%	EPG	EPG
Bim Mağazaları	386,50	306,00	306,00	-21%	EPG	EPG
Brisa	119,20	GG	140,17	18%	GG	EPG
Coca Cola İçecek	697,00	630,00	792,00	14%	EÜG	EÜG
Çimsa	32,98	32,83	38,51	17%	EPG	EPG
Doğan Holding	14,34	17,50	17,50	22%	EÜG	EÜG
Doğuş Otomotiv	310,25	281,62	352,74	14%	EPG	EPG
Enerjisa	66,70	65,22	76,58	15%	EÜG	EPG

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

26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma



# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni
Enka İnşaat	38,90	42,12	42,12	8%	EPG	EPG
Ereğli	42,80	52,21	52,18	22%	EPG	EÜG
Ford Otosan	1109,00	938,42	1487,06	34%	EPG	EÜG
Galata Wind	28,20	38,00	41,09	46%	EÜG	EÜG
Good Year	21,24	21,59	24,29	14%	EPG	EPG
İndeks Bilgisayar	9,26	10,40	11,63	26%	EÜG	EÜG
Kardemir	25,90	39,77	39,61	53%	EÜG	EÜG
Kocaer Çelik	59,55	68,18	68,18	14%	EPG	EPG
Koç Holding	217,00	177,04	247,99	14%	EPG	EPG
Kordsa	100,70	94,87	142,64	42%	EPG	EÜG
Koza Altın	23,40	25,50	25,50	9%	EPG	EPG
Koza Anadolu	51,85	76,50	76,50	48%	EPG	EPG
Logo	90,05	84,60	96,12	7%	EPG	EPG
Lokman Hekim	82,90	71,98	90,47	9%	EPG	EPG
Mavi Giyim	88,70	120,00	130,00	47%	EÜG	EÜG
Migros Ticaret	442,75	454,00	620,00	40%	EÜG	EÜG

Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye	
		Eski	Yeni		Eski	Yeni
MLP Sağlık Hizmetleri	230,00	245,87	252,85	10%	EÜG	EÜG
Orge Elektrik	71,90	99,49	99,49	38%	EÜG	EÜG
Otokar	496,00	580,00	580,00	17%	EPG	EPG
Petkim	20,74	25,85	25,14	21%	EÜG	EÜG
Sabancı Holding	91,30	121,78	142,04	56%	EÜG	EÜG
Şişecam	50,45	54,14	57,32	14%	EPG	EPG
Şok Marketler	57,55	86,00	86,00	49%	EÜG	EÜG
Tekfen Holding	48,80	62,55	62,55	28%	EÜG	EÜG
Tofaş	270,50	259,24	316,42	17%	EPG	EPG
Türk Telekom	40,22	42,00	49,50	23%	EÜG	EÜG
Türk Traktor	905,00	798,61	1056,49	17%	EPG	EPG
Turkcell	79,10	90,49	99,68	26%	EÜG	EÜG
Tüpraş	192,10	202,19	246,00	28%	EPG	EÜG
Ülker Gıda	110,20	GG	120,00	9%	EPG	EPG
Zorlu Enerji	6,71	5,55	6,34	-6%	EPG	EPG

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

26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BİST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri (%)
Aksa Enerji	0,4%	47.312	251,8	48,1	24,4%
Galata Wind Enerji	0,2%	15.228	157,9	41,1	47,1%
Is Bankasi (C)	3,7%	332.250	4.857,2	17,3	31,6%
Kardemir (D)	0,7%	20.208	1.512,7	39,6	55,0%
Mavi Giyim	1,0%	35.237	308,6	130,0	45,7%
Migros	1,5%	80.162	718,8	620,0	39,5%
Sabancı Holding	3,6%	191.764	2.423,7	137,0	50,7%
Turkcell	3,5%	174.020	2.071,0	99,7	26,2%
Türk Telekom	0,7%	140.770	1.073,9	49,5	24,5%

Çıkarılanlar	Portföye Girişinden	1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	YBB
Yapı Ve Kredi Bankasi	47%	42%	87%	87%	143%	34%

Değişiklikler	
Eklenen	-
Çıkarılan	YKBNK

Portföy Performans	Nominal Getiri (%)	BİST-100 Rölatif Getiri (%)
2023	64,6%	21,4%
2024 Yıl Başından Beri	45,7%	5,4%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

## ➤ Model portföyden Yapı Kredi Bankasını çıkartıyoruz

➤ Hissenin güçlü performansı akabinde hedef fiyatımıza yaklaşması sonucu bankayı model portföyümüzden çıkartıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



Detaylı Model Portföy											
26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla											
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Nominal Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2024T	FK 2024T
Aksa Enerji	20.12.2023	29,63	38,69	30,5%	0,9%	48,14	24,4%	47.312	251,8	8,1	7,4
Galata Wind Enerji	7.11.2023	28,14	27,94	-0,7%	-21,5%	41,09	47,1%	15.228	157,9	7,5	8,8
İş Bankası (C)	20.12.2023	9,31	13,13	41,1%	9,0%	17,28	31,6%	332.250	4857,2	0,9	3,4
Kardemir (D)	21.06.2023	19,55	25,56	30,8%	-31,6%	39,61	55,0%	20.208	1512,7	2,6	4,8
Mavi Giyim	18.03.2024	75,51	89,24	18,2%	3,9%	130,00	45,7%	35.237	308,6	4,5	11,5
Migros	26.07.2022	53,07	444,56	737,7%	114,3%	620,00	39,5%	80.162	718,8	13,3	5,3
Sabancı Holding	21.06.2023	42,74	90,92	112,7%	11,3%	137,02	50,7%	191.764	2423,7	0,8	14,1
Turkcell	25.07.2023	44,24	78,98	78,5%	18,9%	99,68	26,2%	174.020	2071,0	3,6	6,4
Türk Telekom	8.02.2024	32,37	39,75	22,8%	10,8%	49,50	24,5%	140.770	1073,9	3,9	12,3

Çıkarılan	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Portföye Girişinden İtibaren		Rölatif Performans				
				Nominal Getiri	Rölatif Getiri	1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	YBB
Yapi Ve Kredi Bankasi	2.10.2023	17,95	30,82	71,7%	47,0%	-1,5%	42,4%	87,0%	142,8%	33,9%
Performans										
2023 Yılı				64,6%	21,4%					
YBB				45,7%	5,4%					

\* Banka rasyoları PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonel

OGH: Ortalama Günlük Hacim

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Aksa Enerji



AKSEN TI / AKSEN.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			48,14
Hisse Fiyatı (TL)			38,58
Yükseliş Potansiyeli (%)			25%
Piyasa Değeri (TL mn)			47.312
Firma Değeri (TL mn)			56.441
Finansal Göstergeler			
TL mn	2023T	2024T	2025T
Gelirler	29.243	39.156	37.502
artış	-36%	34%	-4%
FAVÖK	7.168	7.068	11.187
marj	24,5%	18,1%	29,8%
Net Kar	4.712	6.416	9.104
marj	16,1%	16,4%	24,3%
Net Borç	9.512	9.982	10.285
HB Temettü	0,82	0,94	1,02
Tem. Verimi	2,1%	2,4%	2,6%
FD/FAVÖK	8,3	8,1	5,1
F/K	10,0	7,4	5,2
PD/DD	2,0	1,7	1,5

\* 26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Aksa Enerji şu anda yabancı doğalgaz operasyonlarını güçlendirme sürecindedir; Özbekistan'ın Tallimarjon şehrinde 430 MW kapasiteli doğal gaz çevrim santrali faaliyete geçmiştir, ilgili kombin çevrim santralinin kurulumu için ekipman sağlamak amacıyla şirket yönetimi, yerel taraftaki ilgili lisansını EPDK aracılığıyla sonlandırarak Şanlıurfa doğalgaz kombinasyon santralinden kaynak aktarımı yapmıştır.
- Aksa Enerji ve Kıbrıs Türk Elektrik Kurumu (KIB-TEK) arasında Türkiye Cumhuriyeti'nin Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde (KKTC) bulunan Kalecik Akaryakıt Enerji Santrali'nin 15 yılına kira ve işletme üzerine Amerikan doları bazında bir anlaşma imzalanmıştı. 1Ç24'ün ortasında 17,5 MW'lık yeni kapasite devreye alınmış ve santralin kapasitesi 153 MW'dan 170,5 MW'ya yükselmiştir, ilgili sermaye harcamasından kalan 17,5 MW'nın 2Ç24'te devreye alınması planlanmıştır.
- Şirketin yerel olarak yenilenebilir enerjiye odaklı büyüme plan ile depolama dahil güç santralleri için ön lisans onaylarında prospektif kurulu kapasitesi 831 MW'ya yükselmiştir. Yenilenebilir alana çeşitlilik sağlamak firma için net bir artıdır. Aksa Enerji'nin büyüme retoriği, mevcut ölçeğini göz önüne aldığımızda enerji sektöründe cazip bir büyüme profil sunmaktadır.
- Aksa Enerji, şirketin yurt dışındaki doğalgaz iş kollarındaki kurulu kapasiteyi artırımı odaklanırken Türkiye operasyonlarında yenilenebilir enerji yatırımları ön plana çıkmaktadır. Bu bağlamda, adil değerimizi 46,24 TL'den 48,14 TL'ye yükseltiyoruz
- Şirket hisseleri, 2025T 5,1x FD/FAVÖK çarpanından işlem görmekte ve BIST100 Endeksi'ne göre %0,2 daha iyi performans sergilemiştir.

Source: Gedik Investment Research, Rasyonet

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Galata Wind



GWIND TI / GWIND.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat			41,09
Hisse Fiyatı (TL)			28,20
Yükseliş Potansiyeli (%)			46%
Piyasa Değeri (TL mn)			15.228
Firma Değeri (TL mn)			15.847
Finansal Göstergeler			
TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	1.859	3.105	4.199
artış	-19%	67%	35%
FAVÖK	1.405	2.061	3.345
marj	75,6%	66,4%	79,7%
Net Kar	624	1.714	2.408
marj	33,5%	55,2%	57,3%
Net Borç	619	312	415
HB Temettü	0,74	0,23	0,61
Tem. Verimi	2,6%	0,8%	2,2%
FD/FAVÖK	8,9	7,5	4,7
F/K	19,1	8,9	6,3
PD/DD	1,7	4,1	3,6

\* 26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Galata Wind'de kapasite artışları devam etmekte olup en son 1Ç24'te 13 MW'lik Taşpınar'da RES devreye alındı. Yönetim öngörülerine uyumlu olarak, kurulu kapasitenin 2024 sonunda 362 MW'ye ulaşmasını bekliyoruz, bu da yaklaşık %25'lik bir yıllık kapasite artışına tekabül etmektedir.
- 2023'te nispeten hafif rüzgarlı bir yıl geçirmiştik ve bunu göz önüne aldığımızda, mevcut mali yılımız için üretimde normalleşmenin ve yeni kapasitenin devreye alınmasıyla Galata Wind özelinde olumlu bir tablo beklentimiz mevcuttur.
- Galata Wind, büyümeye yönelik sermaye harcamalarını geçmişte serbest nakit üretimi ile finanse edebilen ve operasyonel verimliliği ile öne çıkan ve şirkette cazip bir iskontonun var olduğunu düşünüyoruz. Adil değerimizi pay başı 38,00 TL'den 41,09 TL'ye yükseltiyoruz.
- Model portföyümüze dahil edilmesinden bu yana endekse göre göreceli bir performans eksikliği yaşamış olan şirket, 2024 tahminlerimize istinaden anarak 2025T 4,68x FD/FAVÖK oranından işlem görüyor ve yılbaşından beri BIST100 endeksinin %1,5 altında performans sergilemiştir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

İş Bankası



ISCTR TI / ISCTR.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	17,28		
Hisse Fiyatı (TL)	13,29		
Yükseliş Potansiyeli (%)	30%		
Piyasa Değeri	332.250		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2023	2024T	2025T
Net Kar	72.265	94.748	168.865
artış	17%	31%	78%
Özsermaye Karlılığı	34%	31%	38%
F/K	2,3	3,5	2,0
PD/DD	0,7	0,9	0,6

\* 26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2024 şüphesiz bankacılık sektörü açısından zorlu bir yıl. Bankanın 10 milyar TL ( özsermayenin yaklaşık %4'ü) serbest karşılık stoğu bulunmaktadır. 2024 yılının zorlu koşullarında gerekli görülmesi halinde serbest karşılıkların geri çevrilerek bankaya rahatlık sağlayacağını düşünmekteyiz.
- TÜFE'ye endeksli tahvil muhasebeleştirme politikası emsallerine göre farklı olan İş Bankası'nın marjlarının önümüzdeki yıllarda enflasyondaki düşüşten daha az etkilenebileceğini düşünmekteyiz.
- İş Bankası iştiraklerinin kısmi bölünme ile bankadan ayrılması işleminin gerekli otorite izinlerinin ardından Ağustos ayı itibariyle tamamlanması beklenmektedir. Yeni yapılanmaya gidilmesinin banka finansallarına herhangi olumlu/olumsuz etkisi olmamakla birlikte verimlilik artışı sağlaması sebebiyle tercih edilmektedir. TİBAŞ Holding ve iştiraklerinin ileriki yıllarda halka arz potansiyeli barındırması ve bununla birlikte bankaya serbest sermaye sağlayabilme potansiyeli sebebiyle hisseler için katalizör oluşturabileceğini düşünmekteyiz.
- İş Bankası güçlü iştirak portföyü sayesinde hem sürdürülebilir gelir elde etmekte hem de maddi duran varlıklarının sermayeye oranının yüksek olmasından kaynaklı enflasyon muhasebesinden emsallerine kıyasla daha az olumsuz etkilenmektedir.
- Hisse son 1 ayda %9, yılbaşından bu yana %12 endeks üzeri getiri sağlarken, özel benzerleri ortalama %12 ve %22 rölatif getiri sağladı.
- Banka 2024 ve 2025 tahminlerimize göre sırasıyla 3.5x-2.0x F/K ve 0.9x-0.6x PD/DD çarpanlarıyla işlem görmektedir.

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



# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Kardemir



KRDM TI / KRDM.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	39,61		
Hisse Fiyatı (TL)	25,90		
Yükseliş Potansiyeli (%)	53%		
Piyasa Değeri (TL mn)	29.544		
Firma Değeri (TL mn)	31.091		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2023T	2024T	2025T
Gelirler	38.406	63.692	80.359
artış	105%	66%	26%
FAVÖK	6.750	12.874	17.241
marj	17,6%	20,2%	21,5%
Net Kar	2.156	5.918	8.553
marj	5,6%	9,3%	10,6%
Net Borç	2.024	4.318	6.123
HB Temettü	0,22	0,76	2,08
Tem. Verimi	0,8%	2,9%	8,0%
FD/FAVÖK	4,7	2,6	2,1
F/K	13,7	5,0	3,5
PD/DD	2,3	1,6	1,2

\* 26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Kardemir'in ton başına FAVÖK'ü 3Ç22'de 52 USD ile son yıllardaki en güçsüz verilerden birisi olurken, 1Ç23'te bir miktar toparlanma göstererek 94 USD'ye kadar toparlanma gösterdi. 2Ç23'te ise çeyreklik %72'lik artışla 162 USD'ye ulaştı ancak 3Ç23'te bu ivmelenme korunamadı ve 114 USD'lik ton başına FAVÖK figürü gördük. 4Ç23 sonuçlarını da içerecek şekilde; 2023 yıl sonu finansalları henüz yayımlanmamıştır.
- Hatırlanacağı üzere 2Ç sonuçlarının ardından 2023T için 118 USD'de olan muhafazakar beklentimizi 135 USD'ye; 2024T için 133 USD olan beklentimizi ise 150 USD olarak güncellemiştik. 2024 beklentimizi 155 USD olarak hafif yukarı güncelliyoruz. Son yıllardaki en güçlü verilerin elde edildiği 2021'de ton başına FAVÖK 196USD-282USD arasında seyretmişti.
- Satış hacminin 2023'te yıllık ~%10 artışla 2,3 milyon tona çıkması bekleniyor. Yönetim, 1Ç yatırımcı toplantısında 2023 yılında ton başına FAVÖK'ün 110-130 USD arasında beklendiğini belirtmişti, 2Ç ve 3Ç yatırımcı toplantısında ise spesifik bir aralık verilmedi. 2024 yılı satış hacmi beklentimiz ise 2,4 milyon tondur.
- Şirketin önümüzdeki beş yıl içinde yaklaşık 1 milyar USD tutarında yatırım gerçekleştirmesi bekleniyor. Bu tür yatırımlar, Şirket'in operasyonel kârlılığını desteklemesi beklenen katma değeri daha yüksek ürünlerin payındaki artışı hızlandırabilecektir. Özellikle nispeten daha güçlü marjlara sahip olan demiryolu ürünlerinde/tekerleklerine ilişkin girişimler sürmektedir. Ayrıca, liman girişimi gibi olası yatırımlar, daha yüksek operasyonel marjla birlikte müşteri/ihracat ağını güçlendirebilir.
- Avrupa&Ortadoğu&Hazar bölgesindeki demografik, ekonomik ve siyasi gelişmelerin ticaret yollarını dönüştürebileceğini ve/veya yeni ticaret yolları ekleyebileceğini düşünüyoruz ve Kardemir'in yeni altyapı projelerinden faydalanabileceğine inanıyoruz.
- Şirket payları, 2024 beklentilerimize göre 2,6x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Mavi



MAVI TI / MAVI.IS	Endeksin Üzerinde Getiri
Hedef Fiyat	130,00
Hisse Fiyatı (TL)	88,70
Yükseliş Potansiyeli (%)	47%
Piyasa Değeri (TL mn)	35.237
Firma Değeri (TL mn)	32.651

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	26.293	44.698	67.047
artış	25%	70%	50%
FAVÖK	4.854	7.196	10.392
marj	18,5%	16,1%	15,5%
Net Kar	1.784	3.039	4.693
marj	6,8%	6,8%	7,0%
Net Borç	-2.586	-3.000	-3.500
HB Temettü	0,30	4,25	5,00
Tem. Verimi	0,3%	4,8%	5,6%
FD/FAVÖK	2,8	4,5	3,1
F/K	9,0	11,6	7,5
PD/DD	2,6	5,0	4,3

\* 26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2024 yılı için şirket %70 (+/-%5) satış geliri büyümesi, stabil FAVİK marjı (+/-50bps), satışların %5'i kadar yatırım harcaması ve net nakdini arttırmayı hedeflemektedir.
- Güncel satış ivmesinin Türkiye genelinde tüketim ürünlerinde beklediğimiz yavaşlamaya rağmen, Mavi'nin maliyet avantajından kaynaklanan uygun fiyatlama politikası dolayısıyla güçlü devam etmesini beklemekteyiz. Uzun vade açısından 5 yıllık sürdürülebilir (reel) büyümenin ise %20'lerin üzerinde gerçekleşmesini beklemeye devam ediyoruz.
- Mavi hisseleri sene başından beri BIST100 endeksinin %21 üzerinde güçlü bir performans sergiledi. Bu performansa ve şirket beklentilerinden muhafazakar tahminlerimize rağmen 2024 beklentilerimize göre hisseler hala cazip olan 4,5x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmekte. Buna ek olarak, şirketin büyüme trendinin 2025'de de öngörülür olduğu nadir BIST şirketlerinden olduğunu düşünüyoruz.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Migros



## MGROS TI / MGROS.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	620,00
Hisse Fiyatı (TL)	442,75
Yükseliş Potansiyeli (%)	40%
Piyasa Değeri (TL mn)	80.162
Firma Değeri (TL mn)	77.614

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	181.674	308.845	432.384
artış	29%	70%	40%
FAVÖK	3.221	5.713	8.647
marj	1,8%	1,8%	2,0%
Net Kar	8.829	15.133	17.906
marj	4,9%	4,9%	4,1%
Net Borç	-2.547	-3.895	-5.124
HB Temettü	2,61	6,90	8,00
Tem. Verimi	0,6%	1,6%	1,8%
FD/FAVÖK	13,7	13,3	8,7
F/K	5,2	5,3	4,5
PD/DD	1,5	1,8	1,4

\* 26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Önümüzdeki dönemde gıda perakende sektörünün faaliyet karlılığının güçlü seyretmesini beklerken, sektörün öngörülebilirliği de göreceli olarak diğer sektörlerle göre daha net olarak devam etmekte. Buna ek olarak, fast food, yemek, kafe vb. gibi tüm ev dışı gıda maliyetlerinin ortalama ücret artışlarının önemli ölçüde üzerinde artmasının tüketiciyi evde yemeğe, ve dolayısıyla gıda perakende şirketlerinin müşteri trafiğini daha da arttırmasına neden olmasının muhtemel olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket teknolojik olarak da online işleri ile sektörün lideri konumunda.
- Şirket 2024 yılında için %70 satış gelirleri büyümesi ve stabil FAVÖK marjı beklemekte. Buna ek olarak şirketin güçlü bir şekilde nakit taratmaya devam etmesini bekleriz.
- Şirket hisseleri, 5.3x gibi düşük bir F/K çarpanında işlem görmektedir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Sabancı Holding



## SAHOL TI / SAHOL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	141,94
Hisse Fiyatı (TL)	89,05
Yükseliş Potansiyeli (%)	59%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-42%
Piyasa Değeri (TL mn)	187.038
Firma Değeri (TL mn)	1.585.370

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023T	2024T	2025T
Net Kar	15.427	13.260	30.594
artış	-60,9%	-14,0%	130,7%
HB Temettü	1,8	2,9	2,5
Tem. Verimi (%)	2,0	3,3	2,8
Özsermaye Karlılığı	7,0	5,8	8,7
F/K	6,7	14,1	6,1
PD/DD	0,5	0,8	0,5

\* 25/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Enerji segmentine baktığımızda, 26 enerji santrali, gelecek vaat eden %45,5 yenilenebilir enerji payı ve 3,8 GW kurulu güç ile Türkiye'nin en büyük özel üreticisini görüyoruz. 655 milyon ABD doları defter değeri ve bağımsız değerlendirme raporuna dayalı 3,95 milyar ABD doları değerlemesi ile Enerjisa Üretim, net aktif değere katkısı açısından ikinci en büyük holding varlığı ve ülkenin parçalanmış enerji üretim pazarında yüksek inorganik büyüme potansiyeline sahip.
- Enerji segmenti, 2026 yılına kadar kurulu gücünü 5 GW'a çıkarmayı ve yenilenebilir enerji payını %45'ten %60'a çıkararak 1 GW rüzgâr enerjisi ve 150 MW güneş enerjisi santrali eklemeyi planlıyor. Ayrıca, Avrupa ve ABD'de hidrojen gibi daha yeni kaynakları kullanan yatırımlar da beklentilerimiz arasında.
- Sabancı'nın portföyü, kaldıraç azaltma ve sağlıklı nakit akışı sağlayan güçlü banka dışı özsermaye karlılığı performansı ile iyi bir kazanç kalitesi sağlamıştır. 5,9 milyar TL'lik net nakit ve 0,4x Finansal Borç/Banka Dışı FAVÖK oranı ile Sabancı'nın savaş sandığı, stratejik sermaye dağıtımı ve portföy ayarlamaları için hazır vaziyette.
- Holding, sermaye ve borcun sağlıklı kullanımı ile Net Borç/FAVÖK'ü 2 kattan daha düşük tutarken, sermaye harcamalarını ikiye katlamayı ve portföyünü yeni ekonomiye endekslemeyi hedefliyor.
- Sabancı, yeni ekonominin banka dışı gelirler içindeki payının artmasıyla beraber AOSM'den yaklaşık 100 baz puan ila 300 baz puan daha yüksek bir iç karlılık oranı oluşturmayı hedefliyor. Stratejik birleşme ve satın alma faaliyetleri ve zamana uygun sektör riskleri sunan iyi çeşitlendirilmiş portföyün, önümüzdeki yıllarda NAD iskontosunu azaltacağına inanıyoruz.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Turkcell



TCELL TI / TCELL.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		99,68	
Hisse Fiyatı (TL)		79,10	
Yükseliş Potansiyeli (%)		26%	
Piyasa Değeri (TL mn)		174.020	
Firma Değeri (TL mn)		199.256	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	102.963	143.600	202.261
artış	14%	39%	41%
FAVÖK	47.053	62.132	88.546
marj	45,7%	43,3%	43,8%
Net Kar	12.554	26.948	31.230
marj	12,2%	18,8%	15,4%
Net Borç	25.236	50.961	136.046
HB Temettü	1,03	3,93	6,12
Tem. Verimi	1,3%	5,0%	7,7%
FD/FAVÖK	2,6	3,6	3,5
F/K	7,7	6,5	5,6
PD/DD	0,8	1,3	1,3

\* 26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle Turkcell payları, enflasyonist ortamlarda fiyat yansıtma zorluğu nedeniyle 2022 yılında BIST-100'e kıyasla %30'a yakın daha düşük getiri sağladı. Bu derin ayrışmaya karşın 2023 yılında %11'lik endeks üzeri getiri görüyoruz. 2023 yılında fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının daha belirgin olduğunu geçtiğimiz çeyreklerdeki güçlü finansallarda görürken, bu durumun 2024 yılında da devam etmesini; marjların -şu aşamada muhafazakar bir yaklaşımla- yataya yakın seyretmesini bekliyoruz.
- Şirket; 2024 yılı beklentilerini yayımlamıştır. Buna göre; yüksek tek haneli ciro büyümesi ve %42'lik FAVÖK marjı (2023 Düzeltilmiş: %41) öngörülmüştür.
- Uzun vadede ise; mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/popülasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun geniş bant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülmüştür. Pilot bölge olarak seçilen İstanbul Havalimanı'nın bazı noktalarında kullanımına başlanan 5G teknolojisine geçişin sektör oyuncularını ve Turkcell için özellikle data kullanımı tarafında önemli atılımlar sağlayacağını düşünüyoruz. Yine uzun vadede; 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırda defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğu da inaniyoruz.
- Şirket payları, 2024 beklentilerimize göre 3,6x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Türk Telekom



## TTKOM TI / TTKOM.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	49,50
Hisse Fiyatı (TL)	40,22
Yükseliş Potansiyeli (%)	23%
Piyasa Değeri (TL mn)	140.770
Firma Değeri (TL mn)	185.230

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	100.185	121.778	166.089
artış	10%	22%	36%
FAVÖK	32.646	44.604	63.948
marj	32,6%	36,6%	38,5%
Net Kar	16.422	11.374	19.074
marj	16,4%	9,3%	11,5%
Net Borç	44.460	36.097	106.710
HB Temettü	0,00	2,04	2,92
Tem. Verimi	0,0%	5,1%	7,3%
FD/FAVÖK	3,6	4,0	3,9
F/K	4,4	12,4	7,4
PD/DD	0,8	1,3	1,1

\* 26/04/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2022 yılında zayıf geçen bir seneye karşın BIST-100'e kıyasla yalnızca %3'lük negatif ayrışma gösteren Türk Telekom hisseleri, 2023 yılında finansallardaki düzelmeye karşın endeks göreceli olarak %27'lik negatif ayrışma göstermiştir. Fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının daha belirgin olduğunu geçtiğimiz çeyreklerdeki güçlü finansallarda görürken, bu durumun 2024 yılında da devam etmesini; marjların -şu aşamada muhafazakar bir yaklaşımla- yataya yakın seyretmesini bekliyoruz.
- Şirket; 2024 yılı beklentilerini yayımlamıştır. Buna göre; %11-13 seviyesinde ciro büyümesi ve %36-38 aralığında FAVÖK marjı (2023 Düzeltilmiş: %34) öngörülüyor.
- Uzun vadede ise; mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/popülasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun geniş bant 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. Yine uzun vadede; 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 bulunduğu da inanıyoruz.
- Şirket payları, 2024 beklentilerimize göre 4,0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

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



# Ana Tahminler

## Makroekonomik Veriler



Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (T)	2025 (T)
<b>Ekonomik Büyüme</b>								
<b>GSYH</b> (cari, milyar TL)	3,758	4,320	5,049	7,256	15,012	26,260	42,543	57,636
<b>GSYH</b> (cari, milyar dolar)	785	760	717	815	894	1,092	1,207	1,289
<b>GSYH</b> (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	2.9	0.9	1.9	11.4	5.5	4.5	2.7	2.5
<b>Kişi Başına GSYH</b> (bin dolar)	9,693	9,283	8,576	9,625	10,418	12,560	13,698	14,444
<b>Enflasyon</b>								
<b>Yılsonu TÜFE</b> (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	36.1	64.3	64.8	47.0	25.0
<b>Ortalama TÜFE</b> (yıllık, yüzde)	16.2	15.5	12.3	19.8	72.5	54.1	60.3	32.7
<b>Ödemeler Dengesi</b>								
<b>Cari Denge</b> (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-31.9	-7.4	-49.1	-45.5	-32.0	-35.0
<b>Cari Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	-3.5	0.3	-4.4	-0.9	-5.5	-4.2	-2.7	-2.7
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi</b>								
<b>Bütçe Dengesi</b> (yılsonu, milyar TL)	-72.6	-130.0	-172.7	-192.2	-139.1	-1,375.0	-2,127.1	-2,190.2
<b>Bütçe Dengesi/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-2.6	-0.9	-5.2	-5.0	-3.8
<b>Faiz Dışı Denge</b> (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-11.4	171.8	-700.4	-1,106.1	-922.2
<b>Faiz Dışı Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-0.2	1.1	-2.7	-2.6	-1.6

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

# Ana Tahminler

## Piyasalar



Piyasalara Yönelik Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (T)	2024 (T)
<b>BİST-100</b>							
Düşük - Yüksek	847 - 1,235	837 - 1,148	842 - 1,420	1,330 - 2,279	1,851 - 5,500	4,401 - 8,514	7,412 - 11,900
Kapanış	913	1,144	1,476	1,858	5,509	7,470	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 -29.50	29.67 - 40.00
Ortalama	4.82	5.68	7.02	8.89	16.62	23.77	35.00
Kapanış	5.26	5.94	7.4194	13.329	18.6983	29.44	40.00
<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	5.47 - 41.74	36.0 - 45.0
Kapanış	19.7	11.7	15.0	22.7	20.29	39.2	36.0
<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	8.32 - 31.85	25.0 - 29.0
Kapanış	16.4	12.3	12.9	24.6	19.43	26.6	25.0
<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	8.50 - 42.50	45.00 - 50.00
Ortalama	17.7	20.7	10.8	17.6	12.66	20.0	49.6
Kapanış	24.1	11.4	17.0	17.0-18.0	9	40	50
<b>Brent</b>							
Ortalama	72	64	42	71	101	81	82

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

Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Perakende, Savunma Sanayii, Giyim, Mobilya	ali.akkoyunlu@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	Holdingleler, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Servis ve Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Yönetici	Veri Yönetimi	cigdem.ay@gedik.com
Batuhan Civelek	Uzman	Sabit Getirili Menkul Kıymetler	batuhan.civelek@gedik.com
Yunus Emre Yenikalaycı	Uzman	Havacılık, Kimyevi Maddeler, Enerji (Elektrik), Bilişim, Sağlık	yunus.yenikalayci@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Doğu Kurnaz	Uzman Yardımcısı	Düşük Piyasa Değerli Şirketler, Holdingleler, Demir-Çelik, Taahhüt, Değerli Maden	dogu.kurnaz@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



[www.gedik.com](http://www.gedik.com)

[/gedikyatirim](https://www.facebook.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.instagram.com/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.linkedin.com/company/gedikyatirim)



[/gedikyatirim](https://www.youtube.com/channel/UC...)



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



 **TVF** | **GedikYatırım**  
Voleybol Milli Takımlar Ana Sponsoru