
2023 Strateji Güncelleme Raporu

Global & yerel görünüm, beklentiler

Strateji & Araştırma Bölümü

5 Eylül 2023, İSTANBUL

-
- Genel bakış
 - Stratejiye bakış-yönetici özeti
 - Fiyatlama performansları
 - Fon akımları & Türk varlıkları değerlemeleri
 - Kredi notu & CDS | TR-GOÜ
 - Faiz
 - Reel faiz
 - 2023 takvimi
 - BIST
 - Bankacılık & sigorta sektörleri düşüncelerimiz
 - Finans dışı sektörler dair düşüncelerimiz
 - Deniz Yatırım Model Portföy
 - Deniz Yatırım Döngüsel Portföy

■ Genel bakış

16 Ocak 2023 : Bekleyişlerin yılı 5 Eylül 2023 : Farklı bir şeylerin fiyatlaması

■ Resesyon mu daha yavaş büyüme mi?

- 2023'te henüz resesyon endişeleri karşılanabilmiş değil. Bekleyişler 2024'e kaydırılırken, global ekonomi belirgin şekilde yavaşlıyor

■ O esnada küresel enflasyon aşağı yönde seyrini 'yavaş' adımlarla devam ettiriyor...

- Başta gıda grubu olmak üzere enerji ve emtia fiyatlarının genelindeki düşüş yönlü seyir 'manşet' enflasyon için oyun alanı açıyor

■ Beklendiği üzere bölgeler arası ekonomik momentum farklılık gösteriyor

- **Global ekonomi** | Trendin gerisinde kalan büyüme 2024 için de riskleri belirginleştiriyor
- **ABD** | 2023'te resesyondan kaçınıldı ve fakat 2024'ün ilk yarısı tam olarak potadan çıkabilmiş değil
- **Euro Bölgesi** | Pandemi sonrasındaki tüketim tercihlerindeki değişiklik ve Çin'in durumu Bölge açısından risk barındırıyor
- **Çin** | Problemler yapısal başlıklarda değişiklik yok; sınırlı gevşeme alanı ve atılan kısıtlı adımlar ekonomiyi desteklemekte zorlanıyor
- **Emtia fiyatları** | Enerji krizinden kaçınıldı; kısa vade için yukarı yönlü katalizör bulmak güç
- **USD** | Yılın önemli bir bölümünde yukarı yönlü baskı kurmuş olsa da ortalamalar 2022'den geride
- **Hisse senetleri** | Tüm olan bitene rağmen yatırımcıların odak noktasında yer almaya devam ediyor

■ Emtia

- **Petrol** | \$80-100 bandındaki fiyatlamaya eğilimini yılın geri kalan kısmı için de gözetiyoruz
- **Altın & Gümüş** | Önemli bir değişiklik beklemiyoruz

■ Özel başlık: Türkiye

- **Büyüme** | Atılan sıkılaştırma yönlü adımların etkileri 2024'ün ilk yarısında kendisini hissettirecek
- **Enflasyon** | Son çeyrekte riskler yukarı yönde oluşmaya devam ediyor; tek farkla; 'enflasyon' çok daha yüksek sesle konuşulur pozisyonda
- **Ülke risk primi & Lira** | Seçimler öncesi ve sonrası
- **BIST** | 'Farklı bir şeylerin fiyatlaması' teması Türk varlıklarını yeniden merkeze yerleştirme potansiyeli taşıyor

Stratejiye bakış-yönetici özeti

16 Ocak 2023'te paylaştığımız 2023 Strateji Raporumuzda fiyatlamaya teması olarak 'Bekleyişlerin Yılı' başlığını öne çıkarmıştık. Nitekim bu başlık etrafında yılın ilk yarısı gerek global gerekse yerel varlıklar nezdinde şekillendi. 2023'ü tamamlamaya az kala artık Türk varlıkları için 'Farklı bir şeylerin fiyatlaması' söylemini çok daha fazla dile getirir pozisyondayız. Peki, değişen ne?

■ Küresel ekonomi 'resesyon' endişesinden 2023 için kurtulmayı başardı; ancak...

- Fiyatlamaya temaları açısından yıl başlangıcındaki en önemli soru işaretlerinden birisi, küresel ekonominin 2023'te resesyona girip girmeyeceği konusuydu. Geride kalan 9 aylık süreçte genele yayılır şekilde, bilhassa Avrupa ve Asya'daki ekonomilerde, farklı sebeplerle de olsa, ekonomilerde yavaşlama gözlemlendi. Pandemi sonrasındaki süreçte değişen tüketici davranışları bu kez etkisini başlangıç noktasına geri çevirmiş durumda: imalat tarafında, PMI verilerinin de rahatlıkla teyit ettiği üzere, zayıflama baskısı gözlenirken, hizmete kayış ve olabildiğince kuvvetli durma çabasında henüz değişiklik yok. Ancak, devam eden parasal sıkılaştırma hamlelerinin gecikmeli ve kümülatif etkileri artık hizmet kalemlerinin de yaklaşan sonbahar ve kış mevsimleri öncesinde ivme kaybetmesine neden oluyor. Görünen, 2023'te önemli derecede resesyon endişesinin belirmeyeceği. Ancak, gelecek yıl için, özellikle de yılın ilk yarısına yönelik, söz konusu endişelerin kuvvetlenerek devam ettiğini belirtmek mümkün. Bu noktada Avrupa ekonomisinin geleceği ihracat pazarımız olması açısından bizleri de yakından ilgilendiriyor. i) ABD'nin şu aşamada «kötülerin içerisinde en iyi» olma pozisyonunu muhafaza etmesi ii) Çin'in devam eden yapısal problemlerine rağmen para ve maliye politikalarındaki sınırlı manevra alanları nedeniyle rahat pozisyon değişikliğine gidememesi ve Avrupa ile olan ekonomik münasebeti nedeniyle bu bölgeyi de zayıflama yönlü baskılar konumda olması dünya ekonomisi açısından risklerin aşağı yönlü olduğu gerçeğini karşımıza çıkarıyor. Beklentimiz, global ekonomide %3 seviyelerindeki trend büyümenin aşağısındaki aktivitenin 2023 yılı sonunda da geçerli olması. 2024 içinse şu aşamada risklerin belirgin şekilde aşağı yönlü olduğunu söylemek gayet mümkün. ABD'nin kısa vadede resesyona gireceğini düşünmemekle birlikte, 2024'ün ilk yarısında genel tablonun nasıl şekilleneceğine dair soru işaretlerinin korunduğu da unutulmamalı.

■ Para politikalarındaki sıkılaşma büyüme ve enflasyon üzerinde farklı etkilere neden oldu

- 2023'ün ana temalarından birisi de –beklendiği üzere- Fed'in önderliğindeki parasal sıkılaşma kampının adımlarını atmaya devam etmesi oldu. Atlantik'in her iki yakasında sıkı parasal koşullar devam ederken, büyümedeki yavaşlama ve emtia fiyatlarındaki zayıf seyir manşet enflasyonun genele yayılır şekilde aşağı yönlü hareket etmesine zemin hazırladı. Global ekonomide manşet enflasyon çift haneli seviyelerden %6 bölgesine doğru gerilerken, çekirdek enflasyon için aynı ivmeden söz etmek henüz mümkün ve kolay değil. Geline nokta %4-5 aralığındaki çekirdek enflasyon merkez bankalarının faiz artırımı serilerinde sona gelindiği düşüncesinin aksine yatırımcıların bu yönde hareket etmesine olanak tanımıyor. Bu aşamada tahvil piyasalarındaki pozisyonlanmaların belirli dönemlerde yüksek volatilité eşliğinde gerçekleşmesi ve varlık fiyatlamaları üzerinde baskı yaratması yıl içerisinde sıklıkla karşılaştığımız bir problem başlığı olarak belirdi ve belirmeye de devam edeceği izlenimi veriyor. Beklentimiz, Fed ve ECB açısından 2023'ün son çeyreğinde 1x25bp'lık faiz artırımlarının son kez masada yer alır pozisyonda olduğu. Gelecek yılın ikinci yarısı ile birlikte ise sınırlı boyutlarda faiz indirimlerinin gündeme geleceğini değerlendiriyoruz. Hikayenin tam bu kısmında önemli bir ayrıntıya da yer vermek isteriz: gelişmiş-gelişmekte olan ülkelerin para politikaları 2008 sonrasında gösterdikleri ayrışmayı bu kez ters yönde bir kez daha karşımıza çıkarmış durumda. Pandemi ve sonrasındaki ilk süreçte hızlıca gelişmiş ülkelerden önde ve kayda değer boyutlarda parasal sıkılaştırma süreçlerini devreye alan gelişmekte olan ülkeler bu kez faiz indirimlerinde de elleri nispeten daha rahat şekilde davranabiliyor. Yakın zamanda gündemi meşgul eden Brezilya ve Şili'nin yanına farklı örneklerin ilerleyen zamanlarda ekleneceği kanaatindeyiz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Yılın son çeyreğinde para politikaları kaynaklı belirsizlik ve volatilité artışı beklemiyoruz

- Global ekonomi ve yatırımcı kesimi tarihin en ciddi parasal sıkılaşıma süreçlerinden birisinin içerisinde geçiyor. Belki de kümülatif etkilere ve başlangıç noktasına bakıldığında, senkronize atılan adımlar ile birlikte, en ciddi boyuttaki süreçte yer aldığımızı söylemek yanlış olmaz. Fed, ECB ve BOE'nin zaman zaman ayrışmakla birlikte, söylemlerinin de desteğiyle yürüttüğü sıkılaşıma hamleleri para ve sermaye piyasalarında kayda değer ölçeklerde volatilitéye belirli zaman dilimlerinde neden oldu. Ancak, bahse konu etkinin önemli bir kısmını ve hatta neredeyse tamamına yakını geride bırakmış olabileceğimizi değerlendiriyoruz. Nitekim farklı kullanım özelliklerine sahip Amerikan dolarının seyrine baktığımızda düşüncemiz büyük oranda teyit ediliyor. Dolar endeksi 2022 yılını ortalamada 104.00 seviyesinde geçirirken, 2023'ün şu ana dek olan kısmında, Fed'in tüm söylem ve eylemlerini korumasına rağmen 102.80 düzeyinde karşımıza çıkar pozisyonda yer alıyor. Ortalamada Amerikan dolarının %1'lik geri çekilmesi ve fakat yukarı yönde baskıyı kalıcı hale getirmemiş olmasını önemsiyoruz. Küresel enflasyonun manşette çok daha hızlı, çekirdekte ise merkez bankalarının %2'lik hedefinden önemli derecede uzakta yer almasına rağmen geri çekilme eğilimini koruyacak olmasını düşünmemiz nedeniyle volatilité azalışına en azından bu başlıklar üzerinden şans tanıyoruz. Ancak, ABD tahvil piyasasında kısa-uzun vadeli faizlerin seyrini kestirmekte tam olarak emin olmadığımızı da belirtmek isteriz. Bilhassa eğrinin uzun vadeliyelerinin yer aldığı kısmında federal fonlama oranına yakınsama eğiliminin devam etmesi bizleri şaşırtmaz. Burada ise gelecek döneme ait para politikası, enflasyon ve resesyon beklentileri etkili olacak. DXY açısından beklentimiz, stresin arttığı dönemlerde 102-105 aralığının üst kısmına doğru hareket etmesi, ağırlıklı şekilde ise 100-102 aralığında işlem görmesi. Bu, aynı zamanda, Ocak ayında paylaştığımız değerlendirmelerimizle hali hazırda aynı noktada yer aldığımız anlamına da geliyor. (Ocak 2023: Bu kapsamda 102.0-107.0 aralığında seyir bekliyoruz. Zaman zaman değişecek beklentilere paralel-kısa vadeli volatilitesi yüksek fiyatlamalar oluşsa da endeksin 2022 ortalamasından ciddi anlamda yukarı yönlü sapmasını beklemiyor ve hatta yılın ikinci yarısında riskler aşağı yönlü ağır basarak 101.0-104.0 aralığında seyir öngörüyoruz.)

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Emtia fiyatlamalarına yönelik heyecansız duruşumuzu kısa vadede koruyoruz; bilhassa değerli metaller cephesine

- Yıl başlangıcında ons altın için ortalama fiyat beklentimizi \$1900 seviyesinde şekillendirmiştik. Her ne kadar fiyatlamalarda Nisan ayı içerisinde \$2000 üzeri seviyeler test edilmiş olsa da yatırımcılar bu cephede isteksiz davranmayı tercih ettiler. Reel faizlerdeki yükseliş karşısında oyun alanı daralan ons altına en önemli darbenin ETF cephesinden geldiğine inanıyoruz. 2021'de 15.8 milyar dolar ve 2022'de 4.6 milyar dolar satış yapan yatırımcı kesimi, 2023'te şu ana dek bizim hesaplamalarımıza göre 7 milyar doların üzerinde çıkış gerçekleştirdi. **16 Ocak 2023 tarihinde paylaştığımız Deniz Yatırım 2023 Strateji Raporu içerisinde ons altın işlemlerinin yılı ortalama \$1900 seviyesinde tamamlamasını öngördüğümüzü belirtmiştik. Ancak, yıl içerisinde Amerikan para politikasına olan beklentilerin nispeten dengelenmesi ve daha öngörülebilir patikaya erişmesine rağmen değerli metallerde olan ilgi düşüklüğünü sağlam temellere oturur şekilde açıklamakta zorlanıyoruz. Yatırımcıların şu aşamada hisse senetleri, tahviller ve gelişmekte olan ülke varlıkları nezdinde getiri arayışı içerisinde olması daha açıklanabilir duruyor. Öte yandan gerek "ortalama" beklentimizde şu ana dek gözlenen seyir gerekse yılın geri kalan kısmında ons altında önemli bir fiyat değişikliği beklentisine sahip olmamız nedeniyle \$1900 seviyesinde şekillendirdiğimiz ortalama fiyat beklentimizi \$1945 seviyesine hafif yukarı yönlü güncelliyoruz. Söz konusu yaklaşımımıza temel oluşturan gerekçelerimizde ise önemli bir değişiklik henüz bulunmuyor: i) global faiz hadlerindeki artışın patika yapacağı beklentisi ii) ETF'lerin son 2 yılda 21 milyar dolar satış gerçekleştirmesi iii) riskli varlıklara yönelimin yılın ikinci yarısına sarkma ihtimaline karşı başta ons altın olmak üzere değerli metallerdeki yükseliş beklentimizi 2024 yılına ötelememiz iv) Amerikan para politikasının bekle-gör aşamasına girmek üzere olduğunu düşünmemiz gerekçe olarak gösterilebilir.**
- Mevcut pozisyonumuzda petrol fiyatlamaları için de değişiklik yok. **Yine Ocak ayında belirttiğimiz üzere, petrol fiyatlarının (Brent) \$80-100 bandında hareket etmesini öngörüyoruz.** OPEC+ cephesinden gelen piyasayı daha sıkı hale getirme çabaları fiyatların en azından \$70 bölgesinin aşağısına hareketlenmesine şu aşamada engel olabildi. Yılın geri kalanı için de risklerin dengeli ve hatta hafif yukarı yönlü olduğunu düşünüyoruz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ 'Farklı bir şeylerin fiyatlaması'

- Daha önce sizlerle paylaştığımız stratejimiz Mayıs ayında gerçekleştirilen seçimlerden önceki süreci kapsıyordu ve üzücü deprem felaketini henüz yaşamak zorunda kalmamıştık. Türk varlıkları son 2-3 yıllık süreçte, daha uzun periyotta ise 2013'ten bu yana, volatilitenin ne anlama geldiği ve nasıl mücadele edilebileceği başlıklarında yatırımcılara oldukça önemli deneyimler sunuyor: i) Kredi notu cephesinde peşi sıra gelen indirimler ii) yabancı yatırımcıların portföy yatırımları kanalı üzerinden gerçekleştirdikleri sert çıkışlar iii) devreye alınan regülasyonlar iv) seçim süreçleri v) dış politikadaki gelişmeler ve vi) para ve maliye politikalarındaki tercihler tüm bunların yaşanmasında rol üstlendi. Benzer süreç Mayıs ayında gerçekleştirilen seçimlere doğru ilerlerken de gerçekleşti. Ancak, o günlerde sıklıkla dile getirdiğimiz bir argüman söz konusuydu: **«kısa vadeli fiyatlamalardan ziyade orta-uzun vadeye odaklanmalı, sektör-şirket ayırımını son derece dikkatli yapmalı ve stres, seçimler öncesinde nasıl arttıysa, sonrasında da bir şekilde azalacağı gerçeğini unutmamalı».** Nitekim Türk varlıklarının fiyatlamasında 25 Mayıs tarihinden bu yana gerçekleşen tüm eğilimler –farklı başlıklar devreye girmiş olsa da realite değişmiyor- söz konusu yaklaşımımızın ne denli doğru olduğunu teyit ediyor.

■ Göz ardı edilemeyecek derecede önemli gelişmeler söz konusu: kısa-orta vade açısından hiç olmadığımız derecede iyimseriz

- Seçimler sonrasında oluşan fiyatlamaya ortamını Türk varlıkları açısından avantajlı, yatırımcılar nezdinde ise fırsat olarak görüyoruz. Bu noktada önem affettiğimiz ve göz ardı edilemeyecek derecede kritik detaylar söz konusu:
 - i) **Ekonomi yönetimindeki değişiklikleri son derece değerli buluyoruz.** Bakan Şimşek'in yeniden görevi devralmasını 'yatırımcı dostu ortam' olarak okuyor, kendisinin de belirttiği üzere «rasyonel zemine dönüş» noktasında önemli bir fırsat olarak değerlendiriyoruz. Son yıllarda açılma gösteren maliye politikalarında yeniden-gecikmeli de olsa sıkılaşmaya gidilmesi içeride kısa vadede belirli sıkıntılara neden olabilse de orta vadede kamu bütçe disiplininin yeniden tesis edilmesi açısından oldukça kritik. Yine geçmiş çalışma dönemlerinden bilinen davranış tarzlarının yabancı yatırımcı nezdinde güveni tesis ediyor olması da son yıllarda ciddi derecede karşı karşıya kalınan portföy çıkışlarının ilk etapta sınırlı düzeyde gerçekleşiyor olsa da terse dönmesi anlamında oyun değiştirici bir faktör olarak belirlemekte. **Bu noktada TCMB Başkanı olarak Dr. Hafize Gaye Erkan'ın atanması da benzer etkilerin yaratılmasının yolunu açmış durumda.** En azından Haziran ayından bu yana, özellikle de Temmuz ayı sonunda gerçekleştirilen Enflasyon Raporu sunumunu takiben, ülke risk priminde gözlenen azalış ve hisse senedi kanalı üzerinden oldukça sınırlı düzeylerde de olsa girişin gerçekleşmesi bu yöndeki pozitif düşüncelerimizi destekler pozisyonda. Ayrıca, PPK'daki üye değişikliklerinin de yine ekonomi yönetiminin bütünü açısından önemli bir sinyal etkisi taşıdığı kanaatindeyiz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- ii) **Para politikası kanalı yeniden çalışır pozisyona geçiyor.** Eylül 2021'den bu yana gerçekleşen parasal genişleme süreci Haziran ayında Başkan Erkan yönetimindeki ilk PPK toplantısı ile resmen sonlandırıldı ve enflasyon beklentilerine odaklanılan, politika faizinin artırıldığı genel kabul görmüş sürece geri dönüş başlatıldı. Ayrıca, son 2 yıl içerisinde atılan regülasyon adımları da kademeli şekilde geri alınıyor-gevşetiliyor. **Biz, Türkiye örneği özelinde, sadece para politikası odaklı «sıkılaştırma» tartışmalarına takılı kalmanın yatırımcılar açısından avantaj yaratmayacağı düşüncesindeyiz.** Evet, enflasyon hedeflemesi rejiminin devrede olduğu bir sistemde kısa vadeli faizler ve bilhassa politika faizi en önemli araç konumundadır. Ancak, Türk para politikasının son yıllarda evrildiği nokta gözetildiğinde kademeli faiz artırım sürecinin çok da yanlış bir tercih olmadığını değerlendiriyoruz. Ekonominin genel büyüklüğü, istihdam ve ani duruş riskleri dikkate alındığında, finansal koşulların eşzamanlı sıkılaştırılması ve kümülatif etkilere odaklanması sağlıklı bir yaklaşım olacaktır. **Net/net, 1 hafta vadeli repo faiz oranı (politika faizi) %8.50 seviyesinden sadece 3 toplantı sonucunda %25'e yükseltildi ve sıkılaştırma adımlarının devam edeceği mesajında henüz değişiklik yok.** Ek olarak, enflasyon ve beklentilerine yönelik yapılan atfın frekansı arttı, algı yeniden bu nokta etrafında şekilleniyor. **Gün sonunda tüm bu gelişmelerin Türk varlıklarına yönelik son yıllardaki artan negatif yaklaşımı terse çevirmek adına göz ardı edilemeyecek detaylar barındırdığını değerlendiriyoruz.**
- iii) **KKM'den çıkış sürecinin başlatılması.** Aralık 2021'de devreye alınan KKM uygulamasından 120 milyar dolar seviyesinin üzerine geldiği noktada bir şekilde çıkış sürecinin başlatılmasını sistemin sağlığı açısından önemsiyoruz. Öte yandan uygulamaya yönelik getirilen eleştiriler ve taşınan kaygıların da zaman içerisinde azalacak olması risk başlığı olarak değerlendirilen konuların hafiflemesine katkı sağlıyor. Sürecin sancısız bir şekilde devreye alınması elbette mümkün değildi. Yakın zaman içerisinde TCMB'nin aldığı karar ile, zamana yayılır bir süreçte, regülasyonların da bu kez farklı şekilde devrede olmasıyla, KKM rakamının azalması bekleniyor-bekliyoruz. **Ancak, süreç ile ilgili net bir fikrimiz henüz bulunmuyor. Özellikle zaman aralığı –ne zaman sonlanacağı- ve bu esnada karşılaşılabilecek olası handikaplar karşısında yeni regülasyonların devreye alınıp alınmayacağını kestirmek güç.** Ek olarak, **KKM'den çıkış yapan/yapacak olan mudi kesiminin vereceği portföy dağılımı kararı da süreç açısından bazı noktalarda belirleyici rol üstlenecek.** Şu aşamada ön fikrimiz, mevduat faizlerinin bankacılık sisteminde farklı hesaplar özelinde –KKM'den dönüşler ve diğerleri olmak üzere- yükseleceği ve 'denge faiz oranı'nın oluşacağı noktaya göre yatırımcı davranışlarının da şekilleneceği. **Biz, kritik bir detay olarak, bankacılık sisteminin kredi fiyatlamalarında daha liberal davranabileceğini görüyoruz.** Hafifletilen regülasyonlar durma noktasına gelen kredi piyasasını yeniden farklı türler özelinde –ticari tarafın hareketlenmesi, tüketici kredilerinin azalmaya devam etmesi gibi- şekillendirebilir ise söz konusu durum bankaların marj baskısı görmediği senaryoda kendileri açısından çok daha rahat davranmalarının da yolunu açacaktır.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- iv) **Ülke risk primindeki azalış azımsanmamalı.** Türkiye'ye ait ülke risk primi (CDS) 2018 ve sonrası süreçte artan ivmede yükseliş trendi içerisine girdi ve emsallerinden bariz şekilde olumsuz yönde ayrıştı. Öyle ki 2022 yılı içerisinde 900bp bölgesine dek hareketlenme içerisinde de olduğu izlendi. Seçimlerin hemen öncesinde 5y vadeli USD cinsinden CDS değerimiz 721bp seviyesine dek yükselerek risk algısındaki bozulmaya dair önemli mesajlar vermişti. Ancak, Mayıs ayının son haftasından bu yana, ekonomi ve siyasete dayalı pozitif yönlü gelişmelerin etkisiyle, CDS önce 500bp, devamında ise 400bp bölgesinin aşağısına hareketlenme sergiledi. Bu noktada **27 Temmuz tarihinde ilk kez kamuoyu karşısına geçen TCMB Başkan'ı Erkan'ın verdiği mesajlar ve Merkez Bankası'nın enflasyon tahminlerinde uzun bir aranın ardından yeniden genel beklentilere yakınsama göstermesi aynı hafta nezdinde %11 düşüş gerçekleşmesinin yolunu açtı. Devam eden süreçte 369bp seviyesindeki gün sonu kapanışı ile birlikte Eylül 2021'den bu yana en düşük risk primine gelinmiş oldu. Ekleme isteriz ki, Mayıs sonu ile birlikte genel gelişmekte olan ülkelere ait risk priminde de azalış söz konusu ve fakat Türkiye'ye yönelik algıdaki değişim ölçeğinde değil. 25 Mayıs kapanışında GOÜ sepetine ait CDS ortalaması 255bp seviyesinde bulunurken, bugünlerde 180bp civarında şekilleniyor. TR ile GOÜ arasındaki CDS spreadi ise Temmuz 2022'de ulaştığı 532bp ve Mayıs ayında gördüğü 444bp seviyelerinden ciddi anlamda uzaklaşmış ve makası 170-180bp seviyesine dek daraltmış durumda. Ancak, yine de 2018 öncesindeki dönemde karşımıza çıkan neredeyse başa baş noktasından kayda değer şekilde uzaktayız. Düşüncemiz, spread için öncelikli hedefimizin 100-120bp civarı olması ki bu da bizi 2020-21 dönemine taşıyor. Bunun için de atılan rasyonel zemine dönüş adımlarının kararlılıkla uygulamada kalması ve genişletilmesi gerekiyor.**
- v) **Siyasi cephedeki söylem ve dış politika gelişmelerinde önemli değişimler var.** Seçimler öncesinde başlatılan bir takım diyalog kanallarındaki düzelmeye süreçlerinin seçimlerin ardından hız kazandığı görülüyor. Burada üç önemli gelişmeyi ön plana çıkarmanın yanlış olmayacağını değerlendiriyoruz: **i) NATO zirvesi ii) Orta Doğu-Körfez ziyaretleri iii) İsrail ve Mısır ile başlatılan normalleşme süreçleri.** Her iki gelişmenin yanına AB ile ilişkilerin seçimler ardında yeniden canlanma ihtimalini de bertaraf etmemekle birlikte yine de ağırlığının bahsettiğimiz iki başlık ölçeğinde yatırımcıların gündemini meşgul ettiği kanaatinde değiliz. Ülke dış politikasındaki değişim sinyalleri ve diyalog kanallarının çok daha aktif çalıştırılması orta-uzun vadede dış dünyadaki algımızın toparlanmasına katkı sağlamanın yanında yatırımcılar açısından da Türkiye'nin yeniden merkeze gelmesine yardımcı olabilir.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- vi) **Artık bir klişe haline gelen «Türk varlıklarının iskontosu» konusunu farklı okumak için şansımız olabilir.** Hatırlanacağı üzere, aralarında bizim de bulunduğumuz araştırma ekiplerinin neredeyse tamamı son 10 yıllık süreçte Türk varlıklarının fiyatlama performansı açısından emsallerinden nasıl negatif yönde ayrıştığını ve söz konusu iskontonun belirli zamanlarda yeniden toparlanma açısından şans tanıyabileceğine atıfta bulunuyor. Ancak, söz konusu tartışmaların tam ortasında neden ucuz kalındığı ve buradaki ayrışmanın hangi başlıklar üzerinden şekillendiği detaylarına girildiğinde konu kompleks bir hal alıyor-du. Birkaç sayısal örnek vererek konuyu genişletmek mümkün: **Türkiye ekonomisinin 2 önemli kredi derecelendirme şirketi nezdinde yatırım yapılabilir ülke notuna ulaştığı ve sonrasında kaybettiği süreç olan Mayıs 2013 sonrasında MSCI Türkiye endeksi (USD) 25 Ekim 2022 tarihi kapanışı itibarıyla %68 değer kaybetti. Aynı dönemde MSCI GOÜ endeksi ise kayıplarını %19 ile sınırlı tutmayı başardı.** Burada Türkiye taraflı gelişmelerin yanında küresel cephedeki değişim ve portföy ayarlamalarının da elbette etkisi var. Örneğin, MSCI Dünya endeksi aynı zaman aralığında %59, ABD hariç hisse senetleri sepeti ise %-5 ile trade etti. 25 Ekim 2022 kapanışını seçmemizin nedeni ise basit: Mayıs 2013 sonrası süreçte MSCI TR endeksinin GOÜ'ye kıyasla USD bazındaki performansının dip noktası. O günden 25 Mayıs 2023'e dek geçen süreçte MSCI TR endeksindeki performans, seçimlere yönelik beklentiler, Şubat ayında yaşanan üzücü deprem felaketi ve piyasalardaki yüksek volatiliteye rağmen %1 ile yatay-pozitif kalmayı başarırken, MSCI Dünya endeksi %11, gelişmekte olan ülkeler grubu %14 ve ABD hariç sepet %16 seviyelerinde prim sergiledi. Ancak, 25 Mayıs kapanışından bugüne dek MSCI TR endeksi %32 yükselirken, MSCI Dünya endeksi %7, gelişmekte olan ülkeler ve ABD hariç sepet ise %2-3 aralığında karşımıza çıkmakta. **Net/net Türk varlıklarına yönelik ilginin yeniden artış göstermesinin daha önceki maddelerde sıraladığımız başlıklar ile bir ilgisi olduğu gayet açık. Raporumuzun başlığı olan «Farklı bir şeylerin fiyatlaması» teması da buradan geliyor.**
- vii) **Kredi notu ve portföy akımları açısından en kötünün geride kaldığını düşünüyoruz.** Son 3 ay içerisindeki gelişmeler ışığında yola çıktığımızda, şayet pozitif yönlü tüm bu başlıkların korunduğu ve üzerine eklemeye yaparak ilerlendiğini bir senaryoda, Türkiye açısından kredi notu ve portföy akımları konularında en kötünün geride kaldığını düşünmenin yanlış olmadığı kanaatindeyiz. **Hatırlatmak isteriz ki, Temmuz ayı sonundaki Enflasyon Raporu sunumundan bu yana ülke kredi notu görünümünde 2023'te pozitif yönlü bir değişimin olabileceği ihtimalini dile getiriyoruz.** Kredi notu noktasında ise daha belirgin değişiklikler **Mart 2024'teki yerel seçimler sonrasında mevcut makro görünüme paralel gündeme gelecektir.** Son durumda, Türkiye, S&P ve Fitch nezdinde yatırım yapılabilir ülke notunun 5, Moody's cephesinde ise 6 basamak aşağısında yer almakta. Portföy akımları cephesine dönecek olursak bizleri 2018 yılından bu yana son derece karamsar bir tablo karşılıyor. TCMB'den derlediğimiz verilere göre, yurt dışı yerleşikler Türk hisse senetlerinden 2018-22 arası dönemde toplamda 10.4 milyar dolar çıkış gerçekleştirdiler. Aynı süreçte repo dahil DİBS kalemindeki çıkış ise 12.4 milyar dolar seviyesinde oluştu. Toplam rakam -22.8 milyar dolar. Karşılaştırmayı çok daha rahat yapabilmek adına biraz daha zaman aralığını genişlettiğimizde, 2005-2014 döneminde Türk hisse senetlerine toplamda 28.4 milyar dolar, repo dahil DİBS grubuna 49 milyar dolar ve toplam portföy akımlarında ise 77.5 milyar dolar giriş görüyoruz. **Elbette son yıllardaki çıkış eğiliminde tercih edilen politikaların ve regülasyonların etkisi yadsınamaz. Ek olarak, Çin'in GOÜ grubu içerisinde artan ağırlığı uluslararası portföy akımlarından alabileceğimiz payı aşağı çekerken, yüksek lira volatilitesi ve ülke risk primindeki artış da etkili oldu.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- **Türk varlıklarının fiyatlamalarında «negatif algı» ortamının kısa vadede ortadan kalktığını değerlendiriyoruz**
 - Bir önceki madde de bahsettiğimiz üzere, 25 Mayıs döneminden bu yana Türk hisse senetleri, ülke risk primi ve eurobond fiyatlamalarındaki gelişmeler bizlere 'en azından ilk etapta yıl sonuna dek' iyimserlik seviyemizi yukarı çekmeye yardımcı oluyor. Bu nedenle Haziran ayında ilk kez 7000, devamında ise 8000 puan bölgesini dile getirmekte güçlük çekmedik. 2018 sonrası dönemde Türk varlıklarına yönelik oluşan sert negatif fiyatlama ortamını kısa vadede neden geride bırakmış olabileceğimizi farklı birçok sebep üzerinden açıklamaya çalıştık. Orta-uzun vade bakış açımızı şekillendirebilmek için farklı cephelerden ek katkıların gelmesi gerektiğinin fazlasıyla farkındayız. Buradan hareketle; *i) yüksek enflasyonist ortam ve enflasyon beklentilerindeki bozulma ii) yerel seçimler öncesinde bütçe görünümünün nasıl şekilleneceği iii) seçimler öncesinde devreye alınan, sonrasında ise kısmen hafifletilen bankacılık sektörüne yönelik regülasyonların nasıl seyredeceği iv) atılan sıkılaştırıcı yönlü adımların büyüme-iç-diş talep dengesine nasıl yansıtacağı v) KKM'den çıkış süreci vi) Türk lirasının seyrini vii) cari dengedeki açılmaya yönelik devreye alınacak hamleler ve hangi seviyede oluşacağı* gibi kritik başlıkları yakından takip edeceğiz.
- **Genel değerlendirme ve kısa vadeli teknik beklentiler**
 - Son 2 yıllık süreçte tarihin en önemli hisse senedi rallilerinden birisinin içerisinde geçiyoruz. Sürecin tamamlanmış olabileceğine dair işaretler henüz elimizde bulunmuyor. Ancak, yaşananları doğru anlamanın ve sonrası için sağlıklı planlama yapmanın gerekliliğine inanıyoruz. 2022'de takip edilen fiyatlamalar yüksek enflasyon-eksi reel faiz-parasal genişleme üçlemesinin çok ciddi ve sürpriz olmayacak bir yansımasıydı. 2023'te ise, bilhassa seçimlerin ardından başlayan yeni dönemde, yüksek enflasyon ortamının devam etmesine rağmen, finansal koşullardaki sıkılaşma hamlelerinin devreye alındığı ve para politikasının uzun bir aranın ardından yeniden temel araç olarak bu yolda kullanıldığını görüyoruz. Cumhurbaşkanı Yardımcısı olarak daha önce bakanlık da yapmış olan Sayın Cevdet Yılmaz'ın, Hazine ve Maliye Bakanı olarak piyasaların çok iyi bildiği bir isim olan Sayın Mehmet Şimşek'in atanması ve TCMB'de Başkan Sayın Hafize Gaye Erkan ile birlikte değişen PPK yönetimi güvenin yeniden tesis edilmesi yönünde atılmış çok ciddi adımlar. Evet, eksi reel faiz düzeyleri hali hazırda geçerli. Ancak, boyutları ve gelecek dönem beklentileri 1 yıl öncesi ölçeğinde erozyona uğramış değil. Dahası, kontrolden çıkmış vaziyette olan enflasyon beklentilerini yeniden kontrol altına almak için de söylem ve eylemlerde ciddi değişimler söz konusu.
 - **BIST 100 endeksi 25 Mayıs tarihinden bu yana %80'in, USD bazında ise %35'in üzerinde ciddi bir prim sergiledi. YBB baktığımızda ise, bahse konu performanslar sırasıyla %47 ve %3'lü seviyelerde karşımıza çıkmakta. Bu rakamlar şüphesiz ki göz ardı edilecek büyükte değil. Bu nedenle kısa vadeli işlemlerde volatilite ihtimalini göz ardı etmiyoruz. Bugünlerde endeksin 30 günlük oynaklık düzeyi %30 civarında şekillenirken, Şubat ayında yaşanan 'yüksek belirsizlik' ortamında %64'e dek tırmanmıştı. Buradan hareketle, kısa vadeli işlemlerde, ilk etapta 7000-7400 puan aralığı aşağı yönde kalıcı halde geçilmedikçe, yaşanacak tüm hareketleri 'realizasyon' kapsamında görmek yanlış olmayabilir. Daha kritik gördüğümüz ve trend değişimi olarak okumakta zorlanmayacağımızı bölge ise 6400-6600 puan aralığında bulunuyor.**

Stratejiye bakış-yönetici özeti

■ Borsa İstanbul için «pozitif algı» başlığı üzerinden fazlasıyla iyimseriz

- Türk hisse senetlerinin portföylerdeki ağırlığının artmasını orta vade açısından öneriyoruz. 2023 başlangıcında BIST 100 endeksi için belirlediğimiz 12-ay vadeli 7.100 puan olan hedef seviyemizi i) makro beklentilerimizde yaptığımız güncelleme ii) yıl ortası itibarıyla açıklanan şirket finansallarının getirdiği hedef fiyat revizyonu ihtiyaçları iii) ciddi azalış gösteren ve bu şekilde devam etmesini beklediğimiz ülke risk primi iv) ekonomi yönetimindeki değişiklikler ve para politikasının yeniden çalışır pozisyona geçmesi v) gelecek dönem ülke kredi notu seyri ve bunun üzerinden yabancı portföy akımlarında toparlanma olacağı vi) Eylül ayı içerisinde açıklanacak olan Orta Vadeli Program (OVP)'nin gelecek dönem açısından yatırımcılara yol haritası sunacağı ve belirsizlikleri nispeten azaltacağı beklentilerimiz gerekçeleriyle 10.250 seviyesine yükseltiyoruz. Beklentimiz, 4 Eylül kapanış seviyesi itibarıyla %26 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Şu aşamada kullandığımız risksiz faiz oranı düzeyimizde henüz herhangi bir değişikliğe gitmiyor ve %18 olarak korumaya devam ediyoruz. Gerekçemiz ise, Türk para politikasının ulaşacağı noktayı bir süre daha gözlemlemek ve orta-uzun vadeli şirket değerlemeleri açısından çok daha sağlıklı karar verebilme pozisyonunda yer almak.

■ Finansal koşullardaki sıkılaşma, çift haneli enflasyon, getiri arayışı ve toparlanan algı ana belirleyiciler konumunda

- TCMB'nin Temmuz ayında açıkladığı yıl sonu enflasyon tahmininde yer alan %58 seviyesine dair riskleri son gelişmelerin ardından yukarı yönlü görüyor ve %65 civarında bir enflasyon olmasını bekliyoruz. Büyüme, yılın ikinci yarısında kademeli, 2024'ün ilk yarısında ise daha belirgin şekilde yavaşlayacak. Özellikle iç tüketimi azaltmaya yönelik atılan kredi politikası adımlarının bu kanal nezdinde etkili olmasını bekleriz. Benzer şekilde ödemeler dengesinin de yılın son çeyreğinde biraz daha toparlanma göstermesini ve 40 milyar dolar civarında açık vermesini olası görüyoruz. Politika faizinin ise yıl sonunda %30-35 aralığına ilerlemesini bekliyoruz. Çift haneli yüksek enflasyonist ortamın öngörülebilir zaman aralığında, en az 2-3 yıl vadede devam etme riskinin ciddi anlamda yüksek olması yerli yatırımcılarda getiri arayışının hisse senetleri üzerinden şekillenmeye devam etmesine imkan tanıyacaktır. Ancak, önemli bir uyarıyı da not düşmek isteriz: seçimler sonrası dönemde yeniden yüksek ilgi görmeye başlayan halka arzlar ile birlikte artan ve 6 milyonun üzerine gelen yatırımcı sayısı belirsizliğin arttığı dönemlerde yüksek volatiliteye Şubat ayında olduğu üzere panik satışları ile katkı sağlama riski barındırdığından, biz, her zaman olduğu üzere, ağaç-orman karmaşasından uzakta, sektör-şirket spesifik portföy yatırımları yapılmasını şiddetle önermeye devam ediyoruz.

Stratejiye bakış-yönetici özeti

- **Önerdiğimiz portföylerimizde yeniden bankacılık sektörü hisselerine yer veriyoruz**
 - Türk bankacılık sektörünün, bilhassa özel sektör bilançolarının, karşılaştıkları riskleri yönetmekte yabancı emsallerine kıyasla fazlasıyla başarılı olduğuna inanıyoruz. Seçimler sonrasında oluşan pozitif fiyatlama ortamının nispeten artış göstermesini beklediğimiz yabancı fon akımı ile birlikte bankacılık sektörü liderliğinde kısa-orta vadede devam edeceğine inanıyoruz. **Bu kapsamda Strateji ve Araştırma Bölümü tarafından indikatif olarak yönetilen Model ve Döngüsel Portföylerimizde Ağustos ayı itibarıyla yeniden sırasıyla YKBNK ve AKBNK hisselerine yer veriyoruz.** Söz konusu şirketler 2024 beklentilerimize göre 2.3x ve 2.22x F/K değerleri ile işlem görmektedir.
- **İç talepte kademeli yavaşlama bekliyoruz; döviz pozisyonu artıda yer alan şirketleri beğenmeye devam ediyoruz**
 - Yüksek enflasyonist ortamın kademeli azalış beklediğimiz iç talep kanalına rağmen perakende sektörü hisselerini ayrıştıracağını düşünüyoruz. Enflasyon beklentilerinin ne ölçekte yeniden kontrol altına alınacağı konusu vatandaşların tüketim davranışlarının da şekillenmesine katkı sağlayacak. Değerlendirmemiz, perakende sektörüne yönelik pozisyon almanın yanlış olmayacağı. Benzer şekilde turizm sezonu rakamları henüz finansallarına yansımadığından 3Ç bilanço sezonu öncesinde havacılık sektörü hisselerine yönelik düşüncelerimizde de değişiklik bulunmuyor. İçerisinde bulunduğumuz yatırım sektöründeki yaklaşımların aksine, gelecek dönem hikayesi barındıran, orta ölçekli şirketlerde de «seçici olmak kaydıyla» portföyler şekillenmeye devam edebilir. **Portföylerin belirlenmesine yönelik ana temamız Ocak ayından bu yana belirttiğimiz eksende stabil kalıyor: i) borçsuz finansal sağlık yapısına sahip ya da yatırım döngüsünü büyük ortanda tamamlamış, nakit yapısı kuvvetli ii) düzenli gelir üretimi ve karlılık yaratmakta güçlü çekmeyen iii) tercihen yabancı para pozisyonu artıda olan veya yabancı paraya endeksli gelir akışı olan iv) kritik sektörlerde konumlu v) küresel piyasalardaki muhtemel volatilitelerden etkilenmesi düşük ve emtia döngüsünde yer almayan vi) sermaye piyasaları ile kurduğu iletişim yüksek ve şeffaf şirketler mutlak surette tercih edilmeli.**

Yurt dışı piyasalar bölümümüz – küresel strateji & öne çıkan hisseler

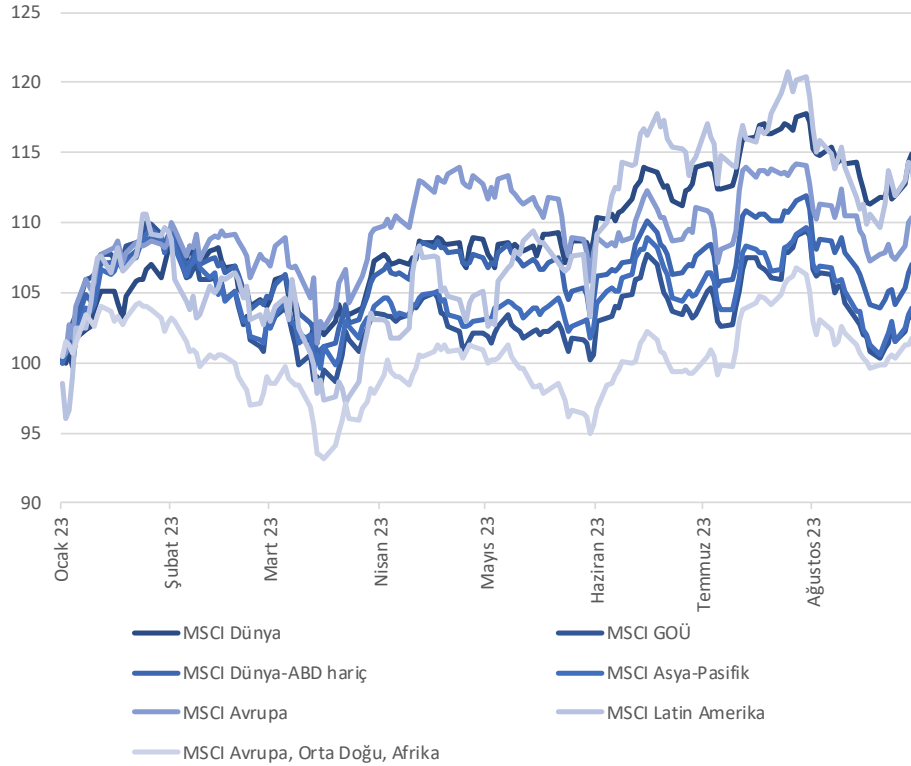
- Küresel piyasalarda son çeyreğe girerken; resesyon tehlikesinin büyük oranda geride kalması, faizlerin belirli bir platoya eriştiğine dair düşünce ve son dönemde global enflasyonda takip edilen aşağı yönlü sürprizler gelişmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarında aşağı yönlü riskleri limitliyor. Bunların yanı sıra özellikle son 6 ayda büyük teknoloji şirketleri etrafında oluşan risk iştahı endeksleri desteklerken, finansal koşullarda sıkılaştırmanın yavaşlaması ile genele yayılan bir olumlu havaya katalizör olabileceğini değerlendiriyoruz. 2024'te faiz indirimlerinin baz senaryosu olacağını ve hisseleri destekleyeceğini düşünüyoruz. 2023 yılı başında oluşturduğumuz takip listemizi yılın son çeyreği itibariyle yeniden güncelliyoruz.
- **AIRBUS (AIR)** : Havacılık ve savunma sanayi alanlarında talebin artarak devam edeceği beklentimizin yanı sıra şirketin bekleyen teslimatlarının hızla tamamlanması konusundaki çalışmaları olumlu görüşümüzü korumamıza neden oluyor. Bu yıl 720 adet uçak teslim etmesi beklenen şirket, 7968 uçak siparişi almış bulunuyor.
- **MICROSOFT (MSFT)**: Son dönemde yapay zeka temalı Nasdaq rallisinde ciddi prim yapan Microsoft'un güçlü mali yapısı, artan gelirleri ve önümüzdeki dönemde bulut teknolojisi konusundaki lider konumu beklentilerimizi devam ettirmemizi sağlıyor.
- **JPMORGAN CHASE&CO (JPM)** : Yıl başlangıcında yaşanan bankacılık krizinden sonra hızla toparlanan bankanın önümüzdeki dönemde hisse senedi piyasalarında ve faiz piyasalarında beklediğimiz olumlu hava ile karlılığını artıracığını düşünüyoruz.
- **VISA (V)** : Sıkı para politikası döneminde sektörel beklentilerin aksine başarılı şekilde gelirlerini arttıran Visa, 2024 yılı itibariyle gelir artış trendini sürdürecektir. Yeni geliştirdikleri özellikler ve artan kart ücretleri destekleyici olmaya devam edecektir.
- **VOLKSWAGEN (VOW3)** : Avrupa'nın en büyük otomobil üreticisi olan şirket; pil yatırımları, yazılım ve yeni teknolojiler konusunda 180 milyar EUR değerinde 5 yıllık yatırım planına devam ediyor. Uzak Doğu pazarlarında yeni ortaklıklar ile bölgede payını artırmaya çalışan şirketin, ayrıca, Grup bünyesindeki PowerCo vasıtasıyla küresel bir batarya tedarikçisi olma hedefini de önemli olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Elektrikli ve Hybrid araç üretiminde Avrupa'da liderliğini korumak ve dünya sıralamasındaki konumunu yükseltmek için yaptığı planlamaları değerli buluyoruz. Aynı zamanda yüksek temettü verimliliği dolayısıyla tercih edilebilir olarak görüyoruz.
- **AMAZON (AMZN)** : Amazon, Amazon Web Services (AWS) üzerindeki yapay zeka tekliflerini genişleterek ve çip geliştirme girişiminde bulunarak bu yıl pazara güçlü bir giriş yaptı. Yapay zeka (AI) alanında Microsoft'un gerisinde kalan Amazon atağa geçerek Bedrock, HealthScribe, CodeWhisperer gibi yeni ürünler tanıtarak Sony, Ryanair, Sun Life gibi firmaları AWS'e çekti. Ayrıca, yeni geliştirdiği iki çip ile; Inferentia ve Trainium, Nvidia'ya çip üretim sektöründe rakip olmaya başladı.

■ Fiyatlamaya performansları

Hisse senedi endeksleri

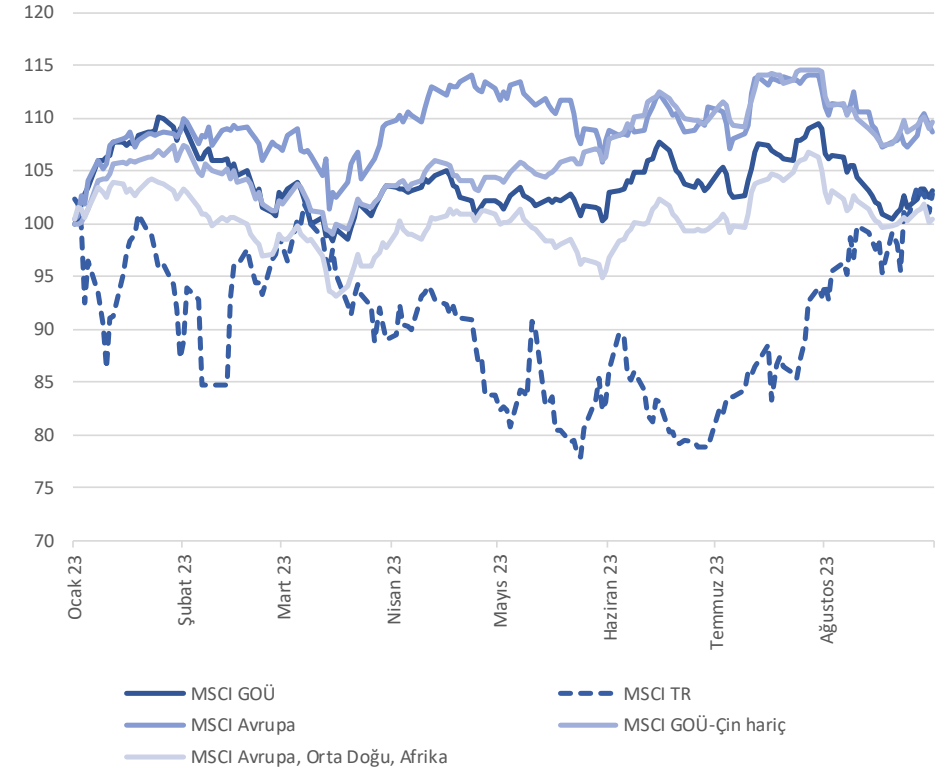
MSCI dünya endeksi 2023'te (1 Eylül 2023 kapanışı itibarıyla) %15, GOÜ endeksi ise %3 değer kazandı. TR varlıkları seçimlerin ardından pozitif yönde toparlanma sergilerken, değer kazancında %3 ile GOÜ grubu ile aynı noktada bulunuyor.

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



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

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

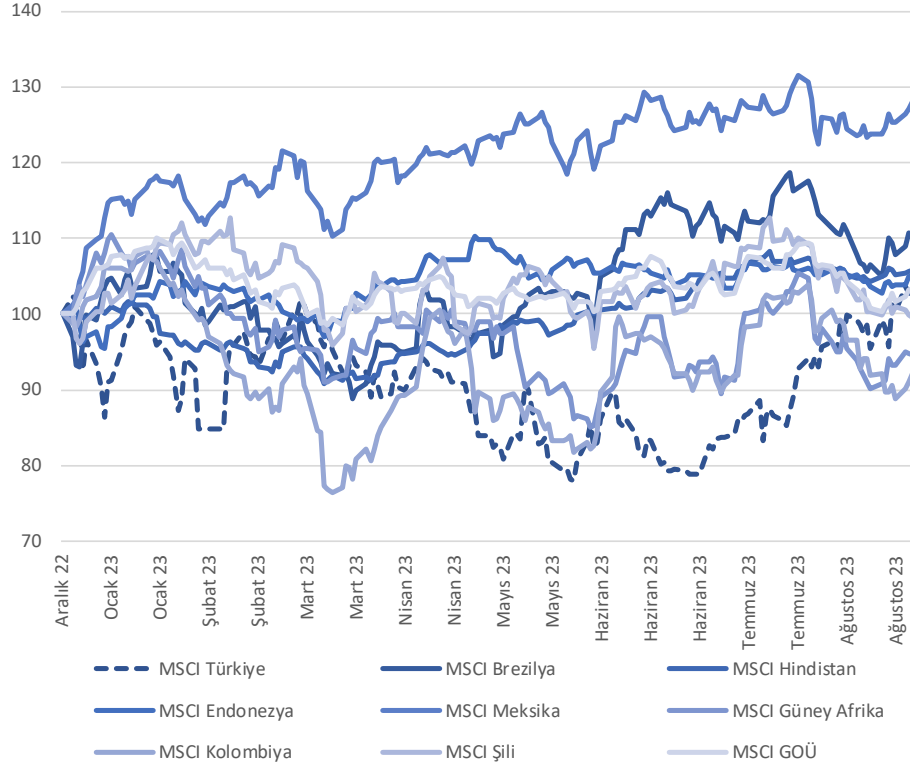


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-seçilmiş GOÜ

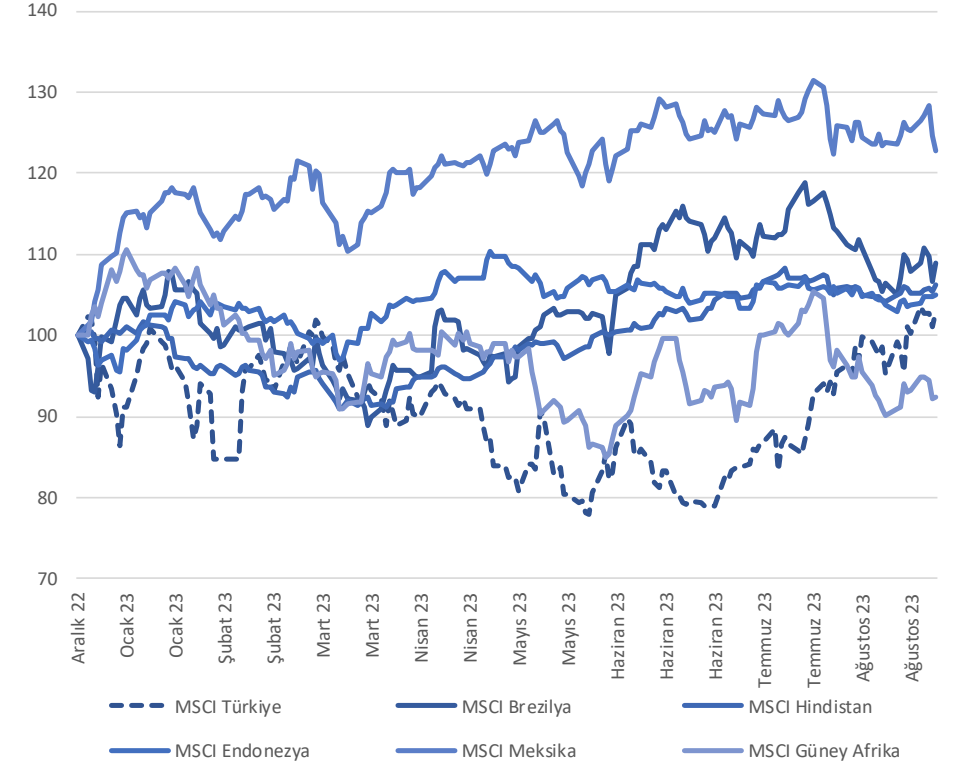
2023'te takip ettiğimiz-seçilmiş GOÜ endeksleri arasında en iyi performansı USD bazında %23 getiri ile Meksika varlıkları sağladı. Kolombiya %-10, Güney Afrika %-8 ve Şili %-1 ile sıralamanın zayıf üyeleri arasında bulunuyorlar.

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



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

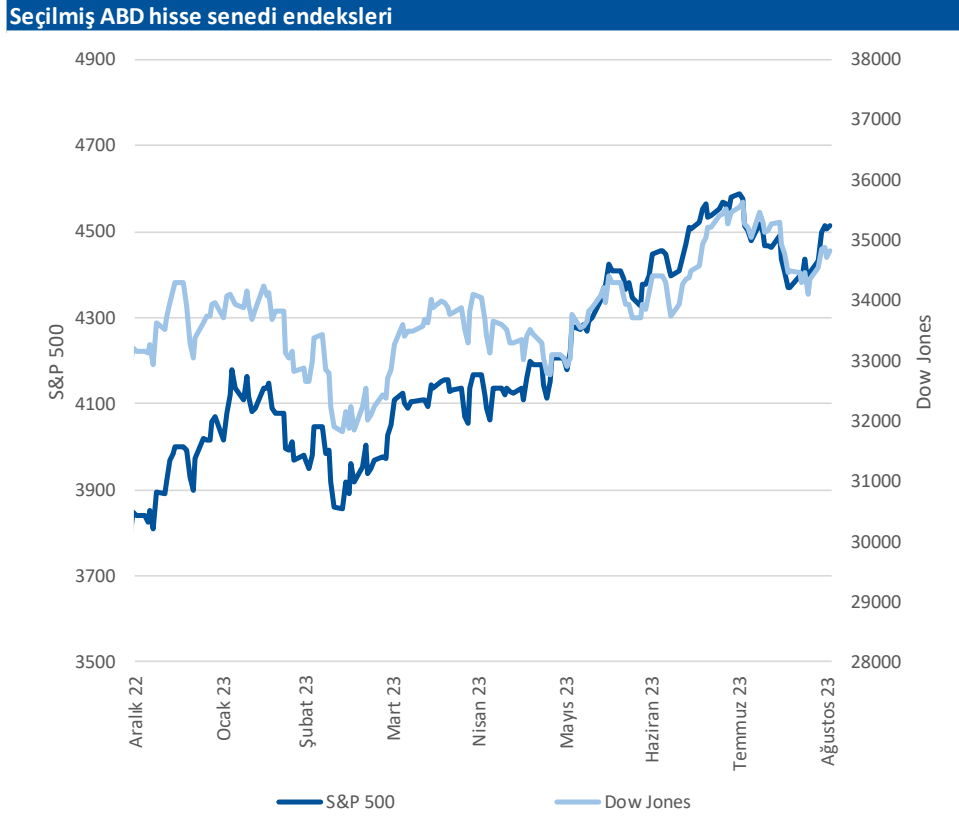
Seçilmiş MSCI endeksleri, 2023 yılı performansları, USD, 30.12.2022=100



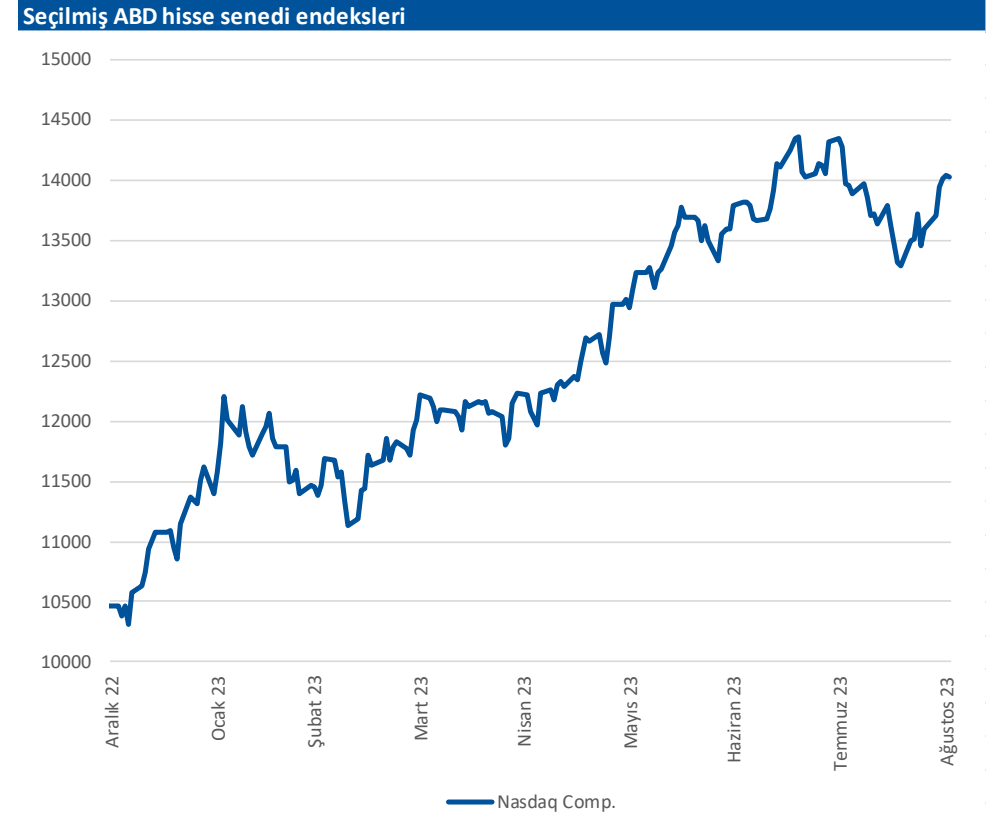
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-ABD

Fed'e dair beklentilerin yıl içerisinde volatilité yaratmasına rağmen teknoloji sınıfı önderliğinde ABD hisse senetleri yoluna devam etmeyi başardılar. Özellikle hisse başı karlarda korkulan ölçekte geri çekilme yaşanmaması yatırımcı moralini destekleyen en önemli unsur oldu. S&P 500 endeksi %18, Nasdaq bileşik ise %34 primde karşımıza çıkmakta.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

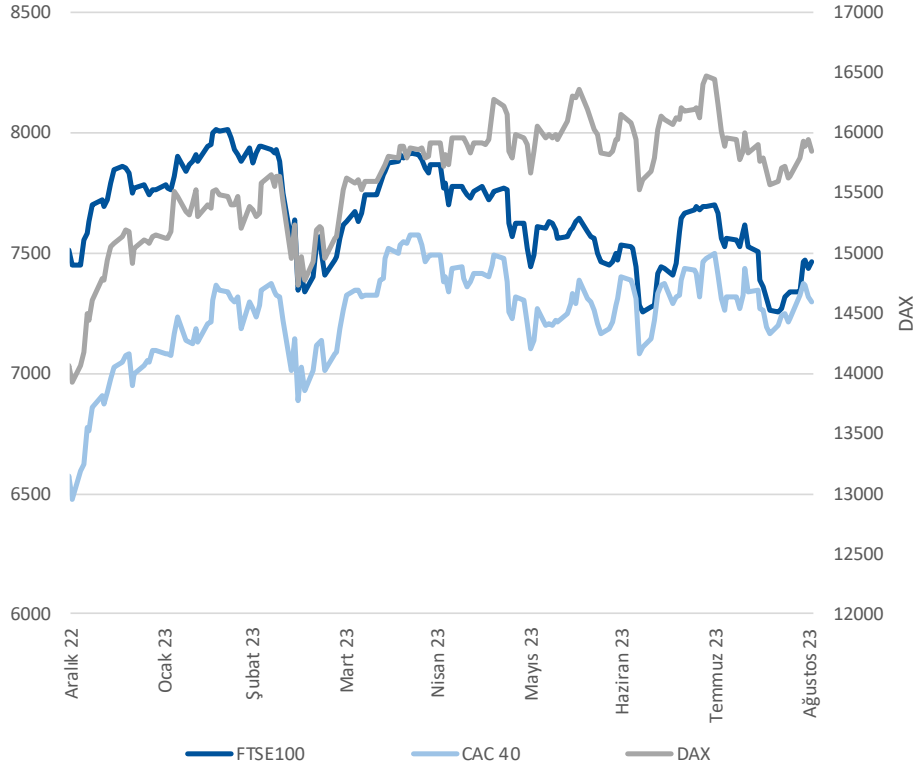


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-Avrupa & Asya

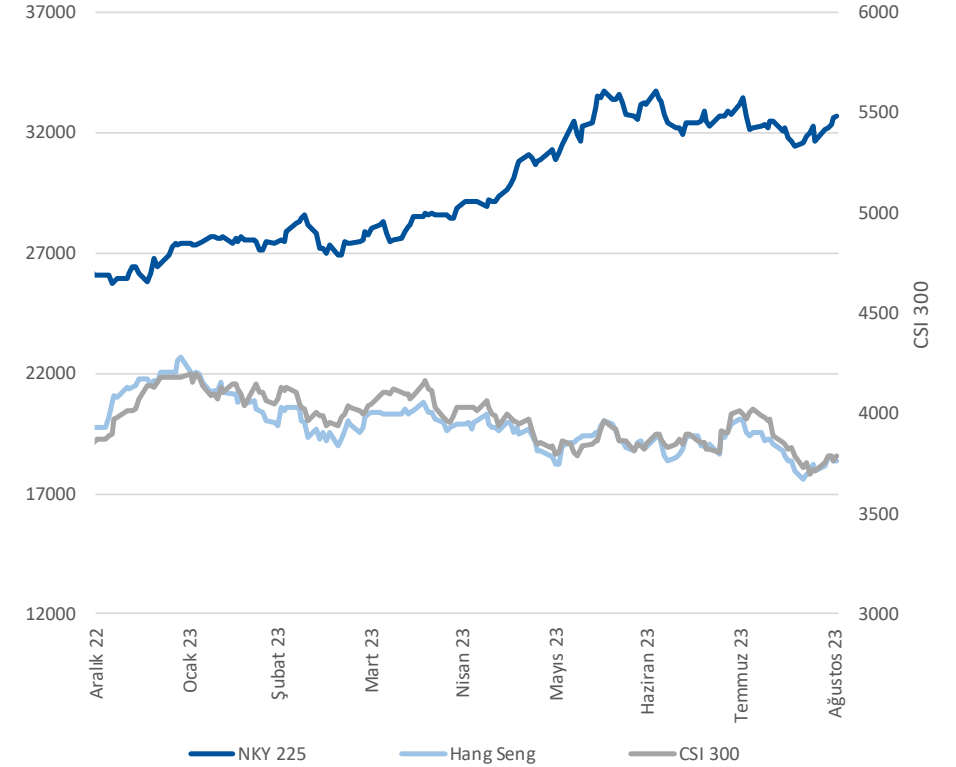
Avrupa ve Asya'da ise tablo ABD ölçeğinde net değil. Almanya'da hisse senetleri gayet başarılı bir performans ortaya koyarken, İngiltere'de para politikasına dair belirsizlik ve enflasyonun yüksek seyri şirketleri baskıladı. Asya'da Japonya'nın belirgin ağırlığı söz konusu. NKY 225 endeksi USD bazında %13 primde.

Seçilmiş Avrupa hisse senedi endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş Asya hisse senedi endeksleri

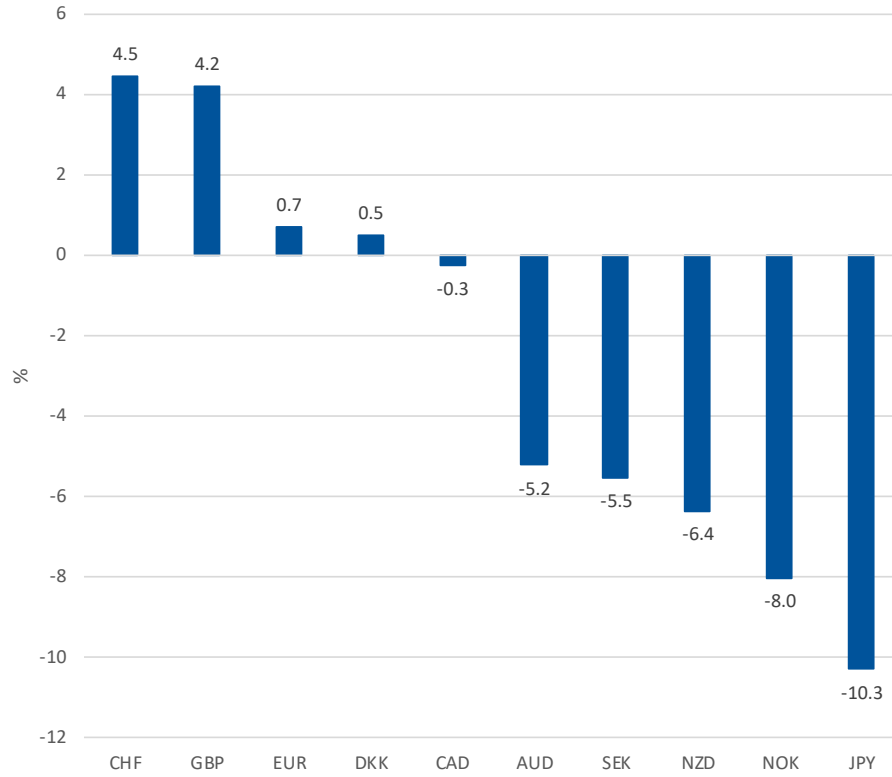


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Çapraz pariteler

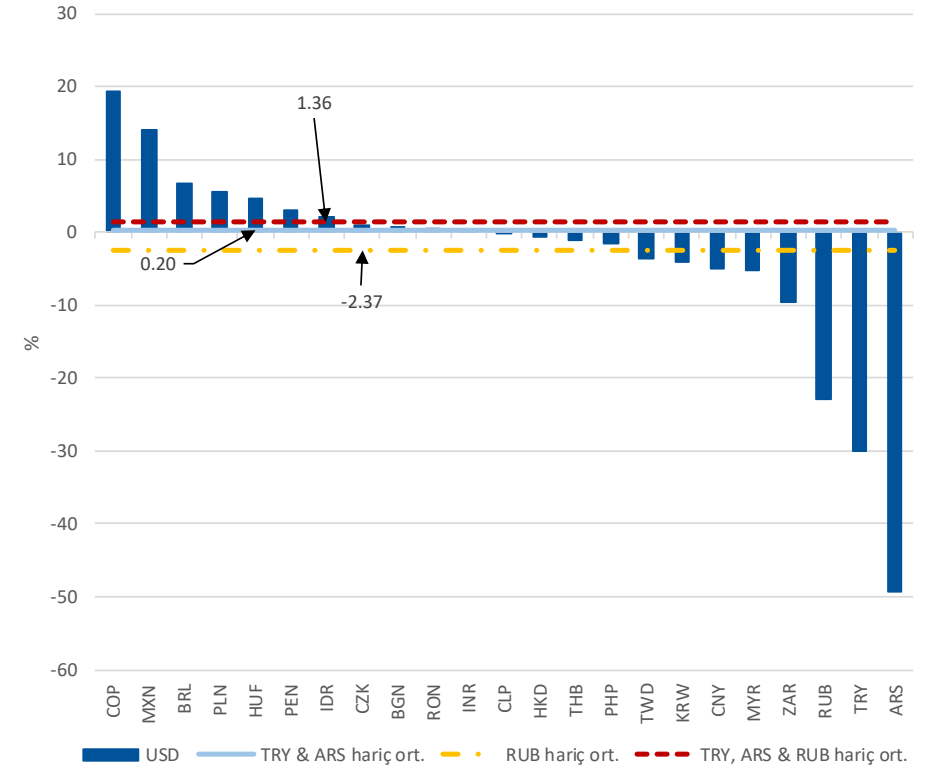
Türk lirası yabancı para birimleri karşısında seçimler öncesi/sonrası olarak farklı performanslar ortaya koydu. Ancak, yine de %30'luk değer kaybı ile GOÜ grubu içerisinde ARS'nin ardından ikinci sırada yer alıyor. G10 cephesinde ise JPY'nin zayıf performansına karşı CHF ve GBP'nin güçlü duruşları söz konusu.

G10 FX performansı, USD çapraz, 30/12/22-01/09/23



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

GOÜ FX performansı, USD çapraz, 30/12/22-01/09/23

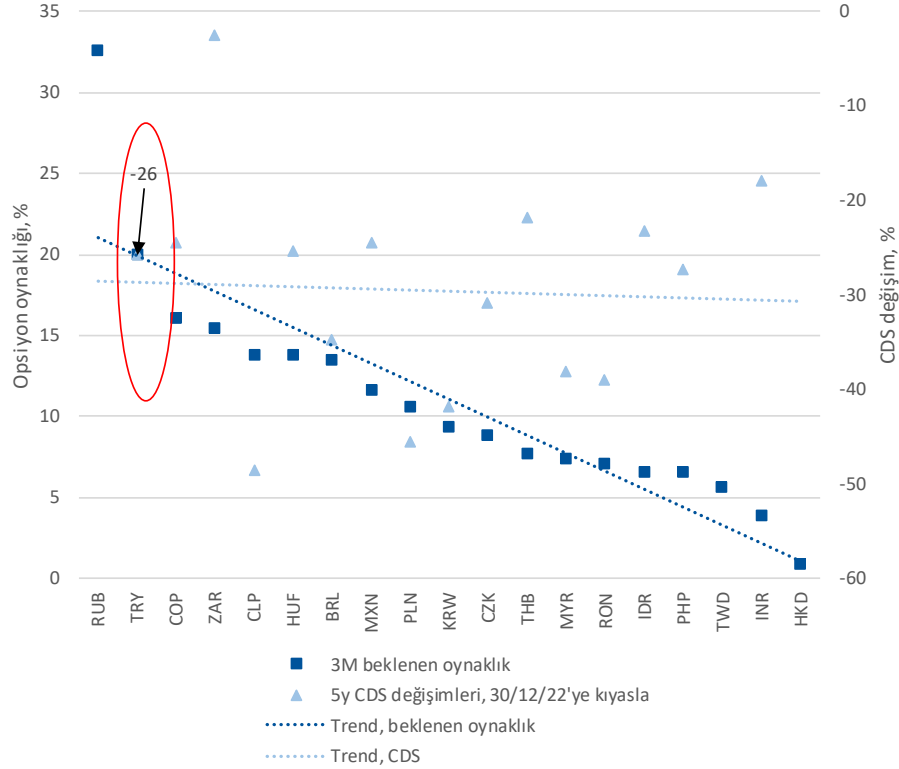


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Beklenen kur oynaklığı & CDS

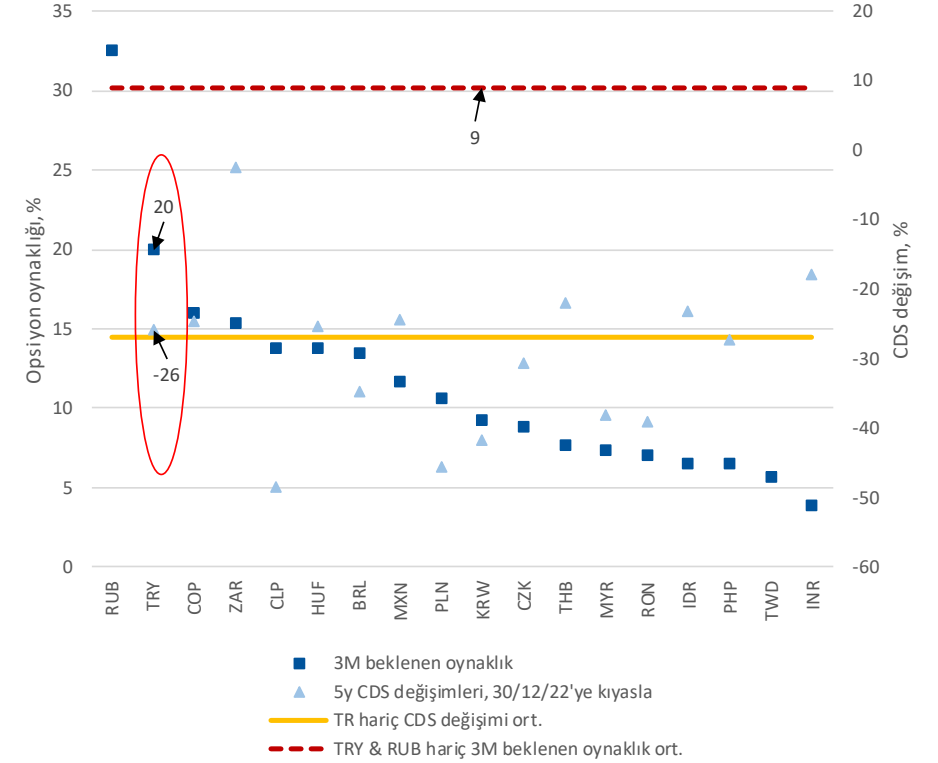
Beklenen oynaklık değerlerine göre lira rublenin ardından ikinci sırada yer alırken, CDS'in 25 Mayıs sonrasındaki süreçte ciddi anlamda geri çekilme göstermesi bu kez GOÜ grubu içerisindeki emsallerimizden negatif yönlü ayrışmamıza engel oldu.

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 01/09/23 kapanış



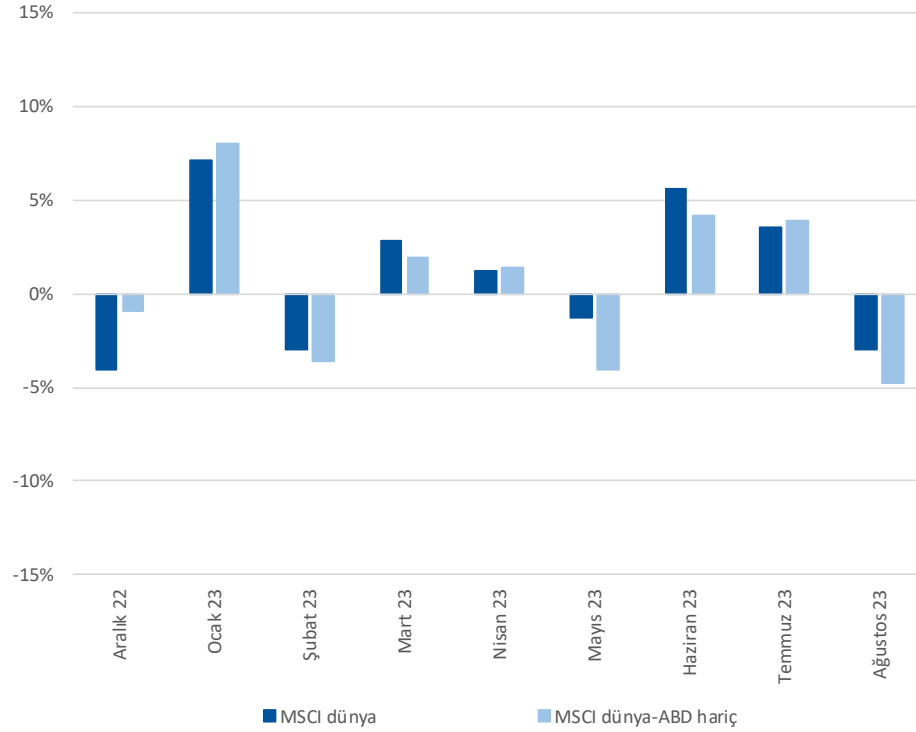
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 01/09/23 kapanış



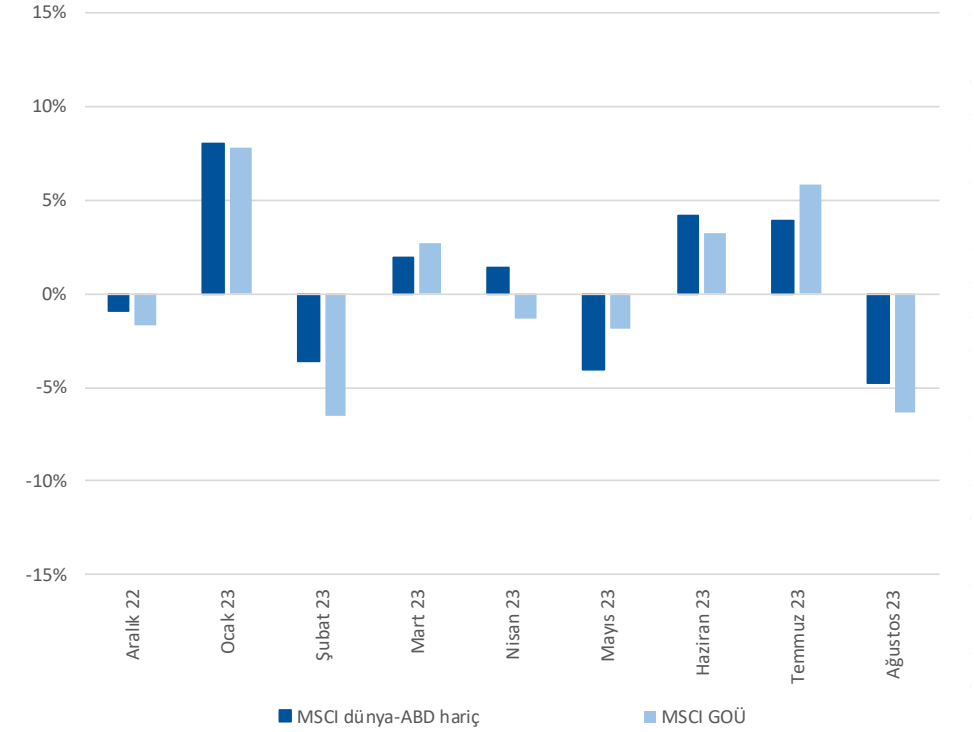
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



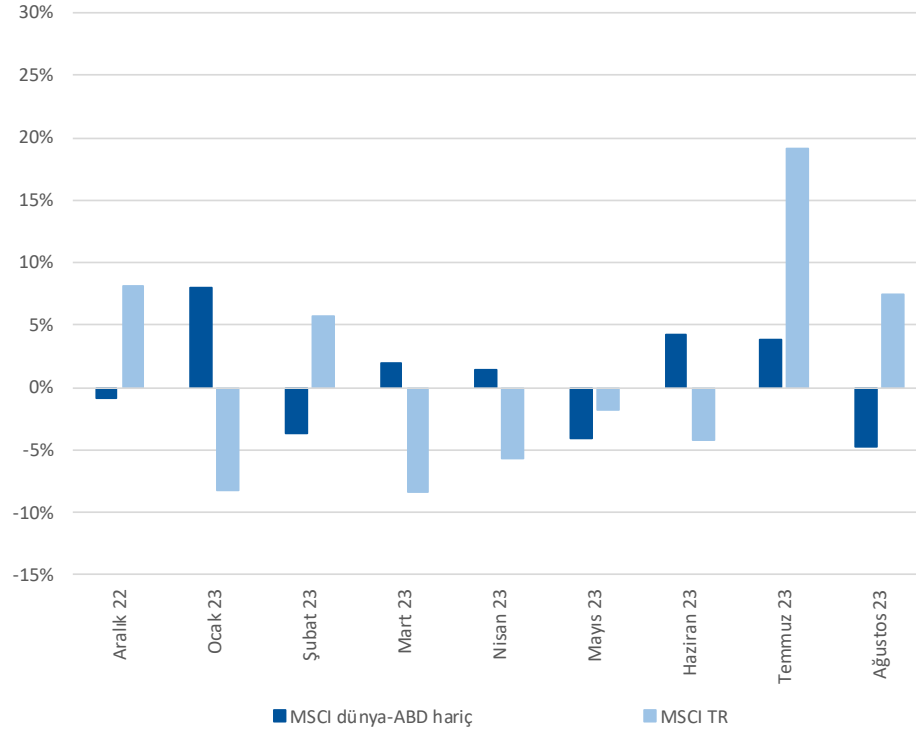
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



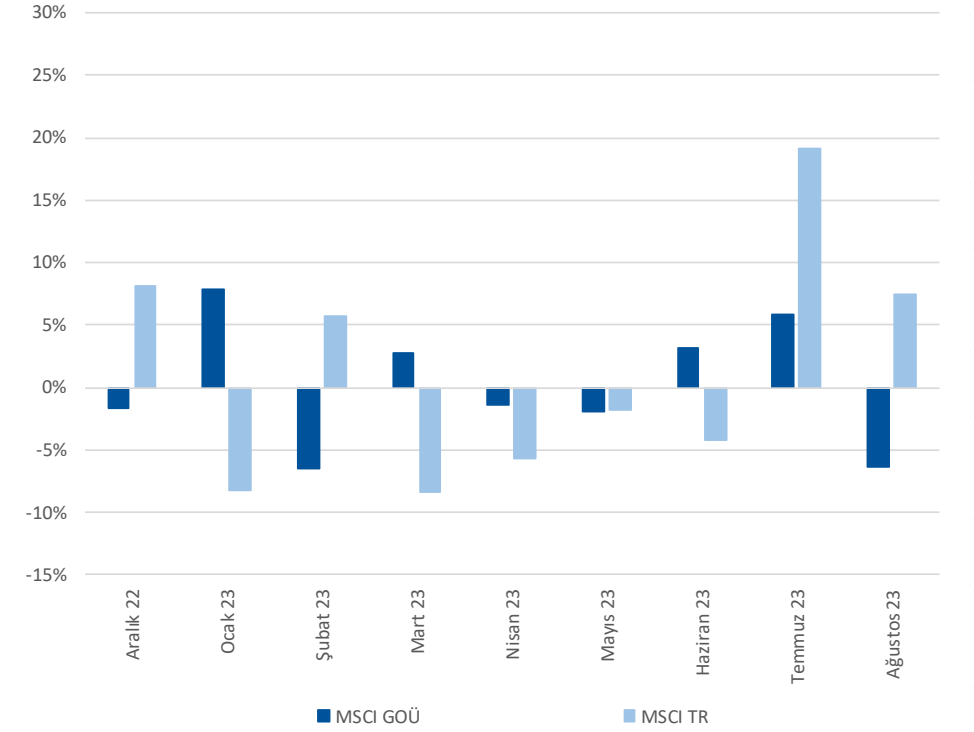
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



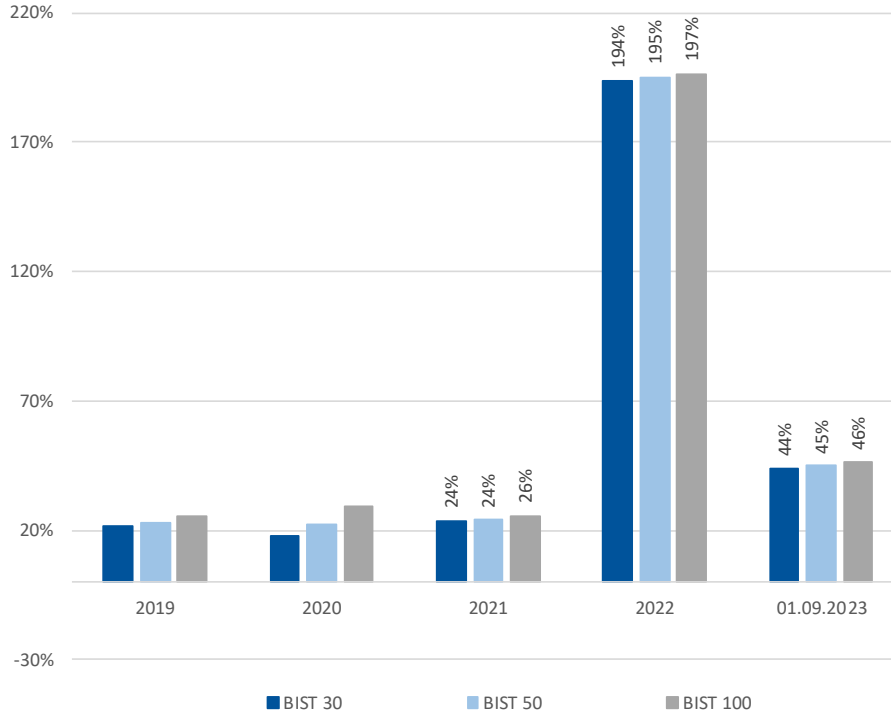
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

MSCI endeksleri, yıl içerisindeki performanslar



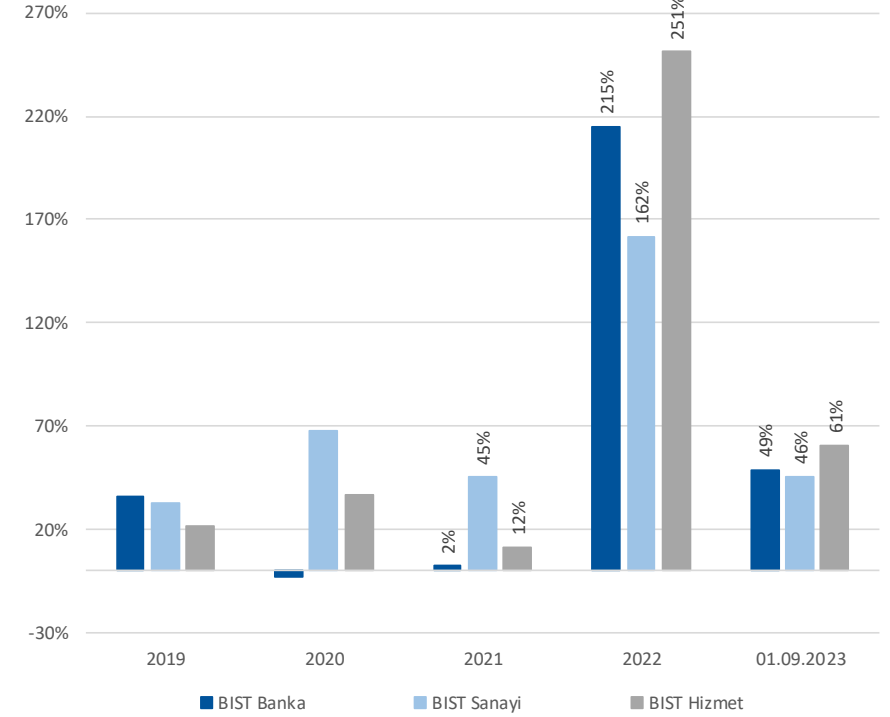
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık değişimler, TRY bazında



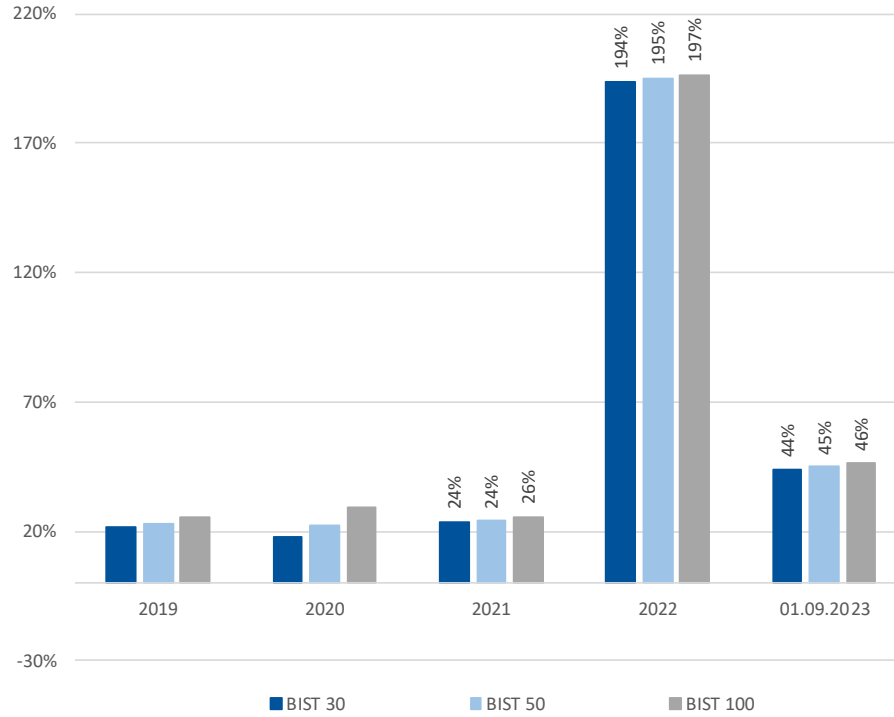
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık değişimler, TRY bazında



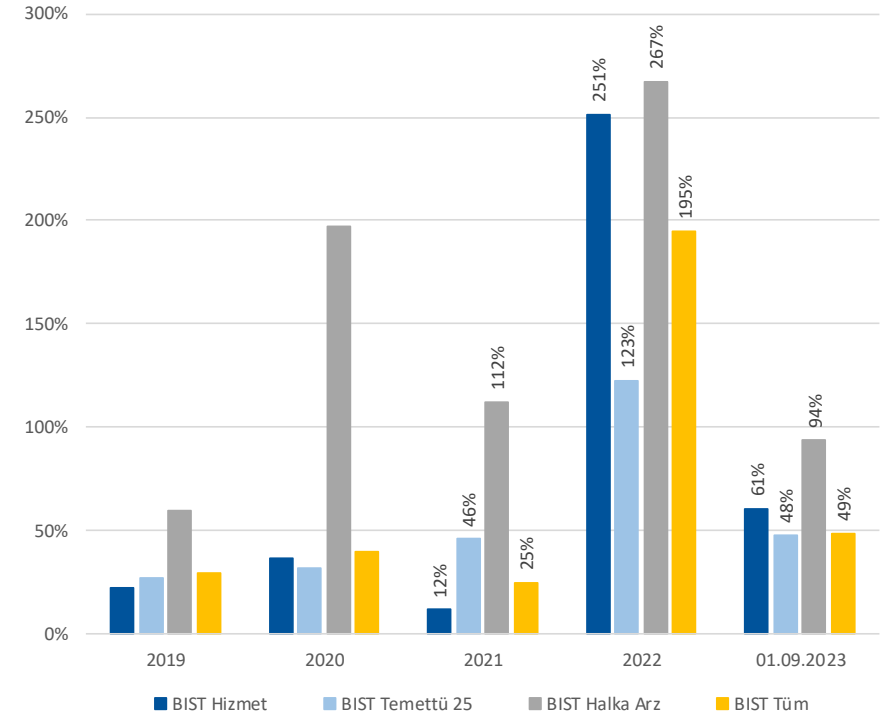
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık değişimler, TRY bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

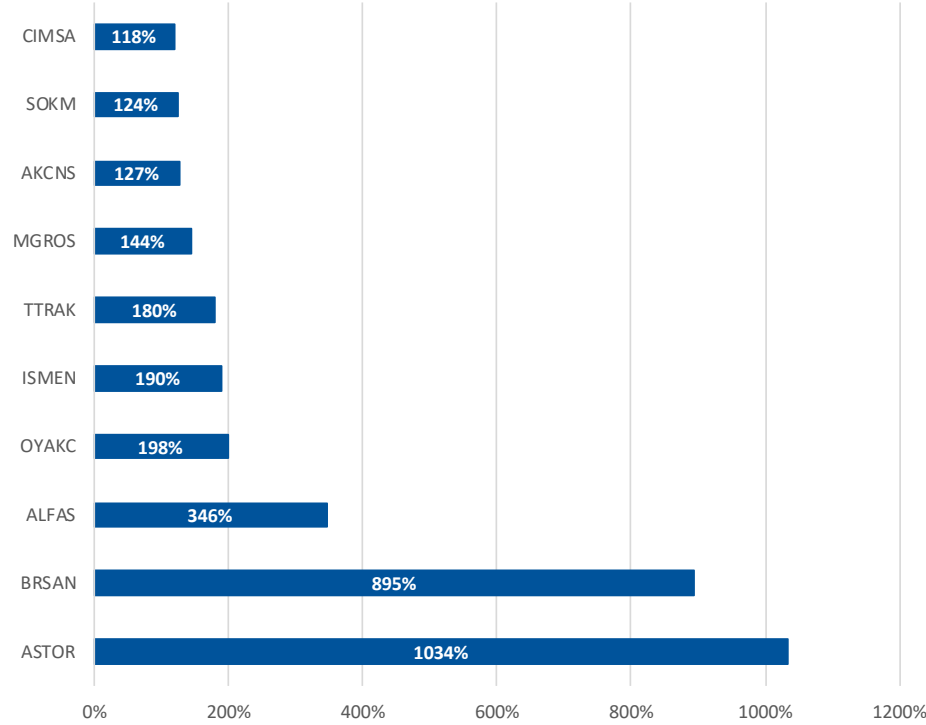
Seçilmiş BIST endekslerine ait yıllık değişimler, TRY bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

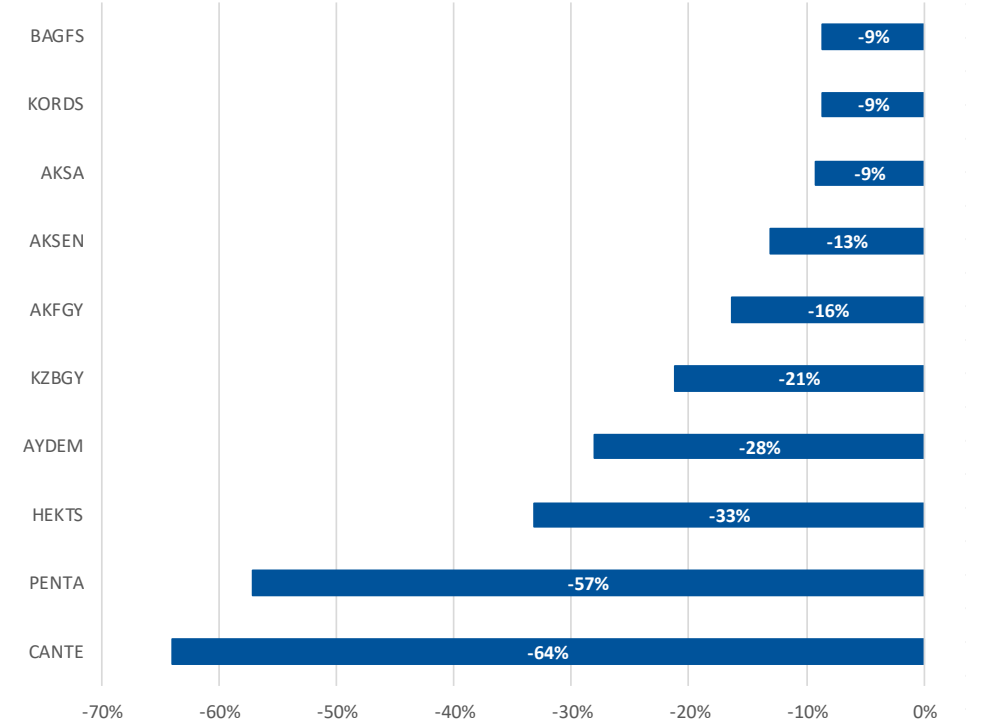
2023 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BIST 100 endeksinde en iyi performansa sahip 10 hisse



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet Hesaplama için 01.09.2023 tarihindeki BIST 100 endeksi hisseleri baz alınmıştır. ASTOR hissesi için halka arz fiyatı baz alınmıştır.

BIST 100 endeksinde en zayıf performansa sahip 10 hisse



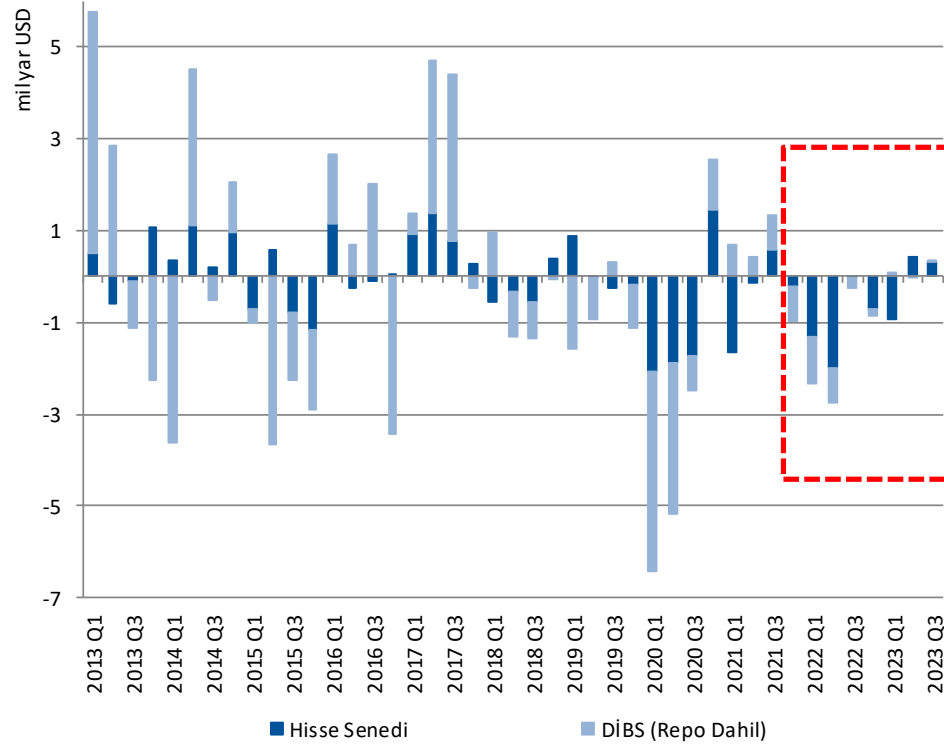
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet Hesaplama için 01.09.2023 tarihindeki BIST 100 endeksi hisseleri baz alınmıştır. ASTOR hissesi için halka arz fiyatı baz alınmıştır.

■ Fon akımları & Türk varlıkları değerlemeleri

TR portföy akımı

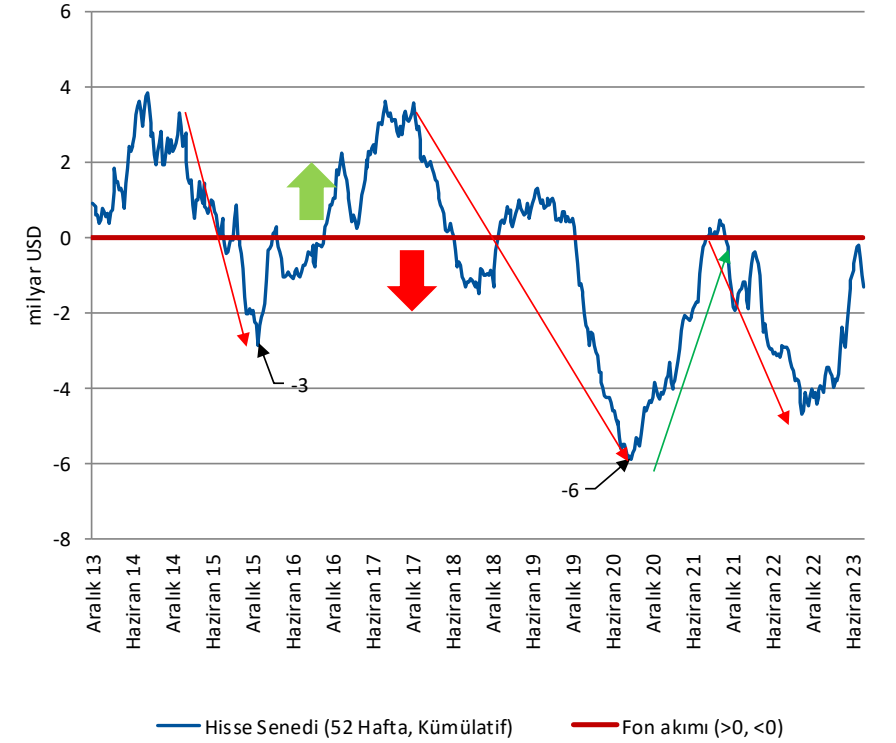
Mayıs ayında izlenen seçimler ile birlikte Türk hisse senetlerine yönelik yabancı yatırımcı pozisyonlanmasında kayda değer bir değişim söz konusu. 2018 sonu, 2019'un ilk çeyreğinden bu yana ilk kez 2Ç ve 3Ç dönemlerinde üst üste yurt dışı yerleşik pozisyonu artıda takip edildi. Bahse konu dönemde +736 milyon dolar giriş gerçekleşti.

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



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

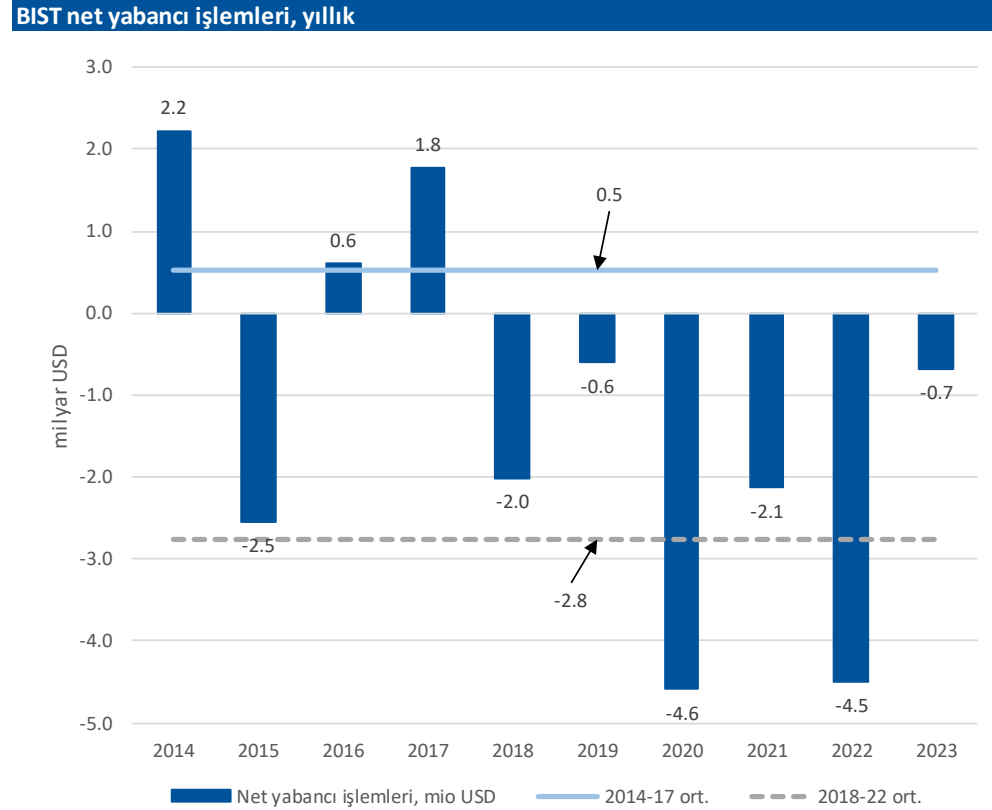
Yurtdışı yerleşik kişi hareketleri, hisse senedi, 52 hafta kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR portföy akımı

BIST tarafından açıklanan verilere göre, net yabancı işlemleri 2018-22 yılları arasında toplamda 14 milyar dolar çıkış ile karşılaştı. 2023'te ise Temmuz rakamları ile birlikte -674 milyon dolarlık performans izlendi.

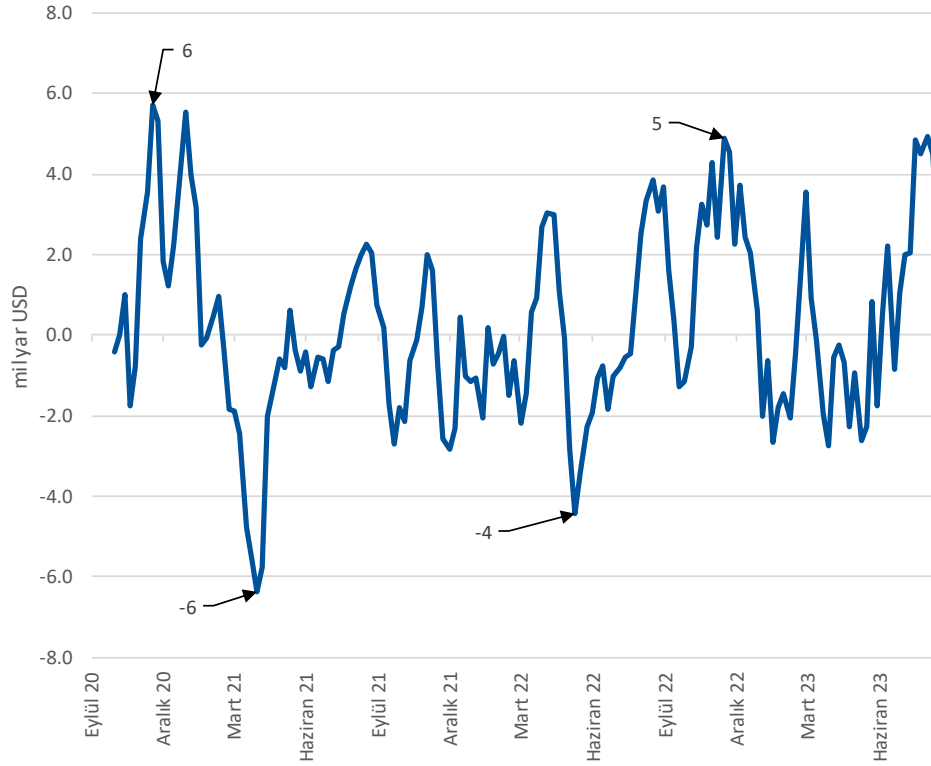


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, BIST

TR portföy akımı

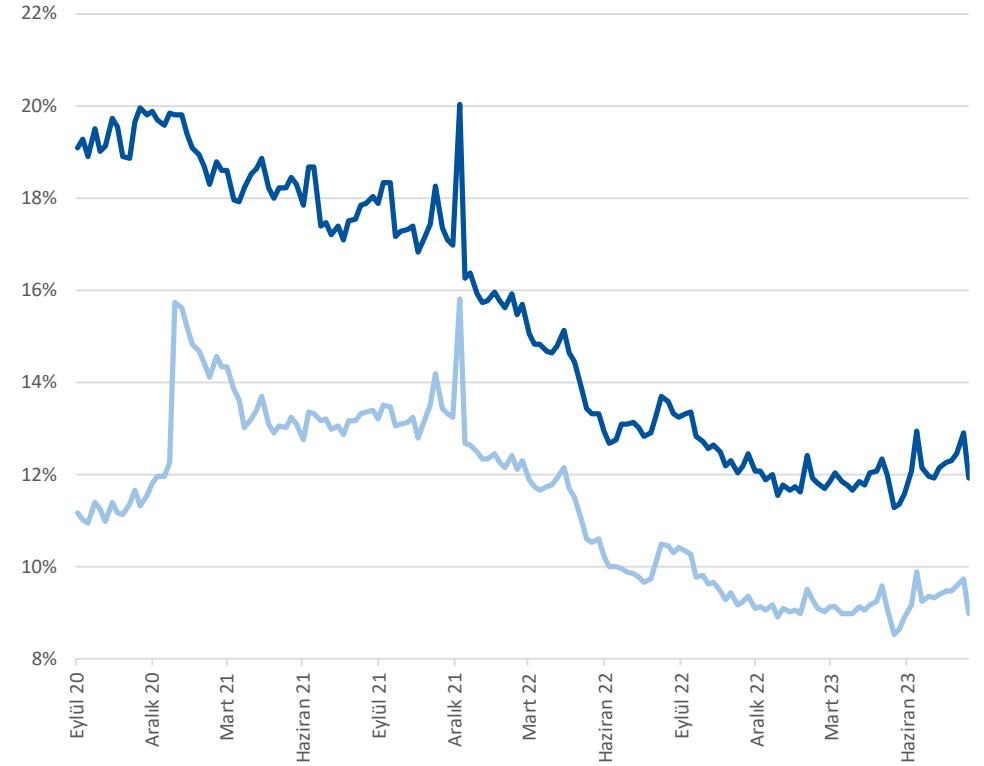
25 Ağustos haftası itibarıyla TCMB'nin açıkladığı veri setine göre, yurt dışı yerleşiklerin Türk hisse senetlerindeki stok rakamları 29.5 milyar dolar seviyesinde bulunuyor. Söz konusu stokun BIST TUM mcap'e oranı ise %8.99'da.

Yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi stok işlemleri, 4 hafta toplam değişim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Yurt dışı yerleşiklerin hisse senedi stok rakamı/XUTUM & XU100 mcap (USD)

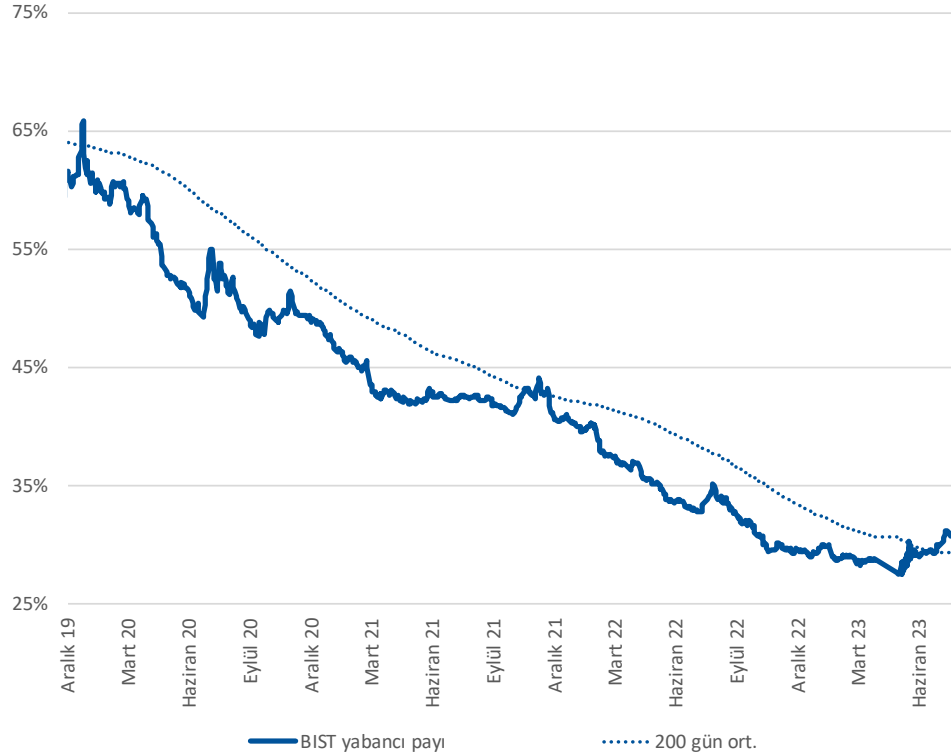


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Yabancı payı

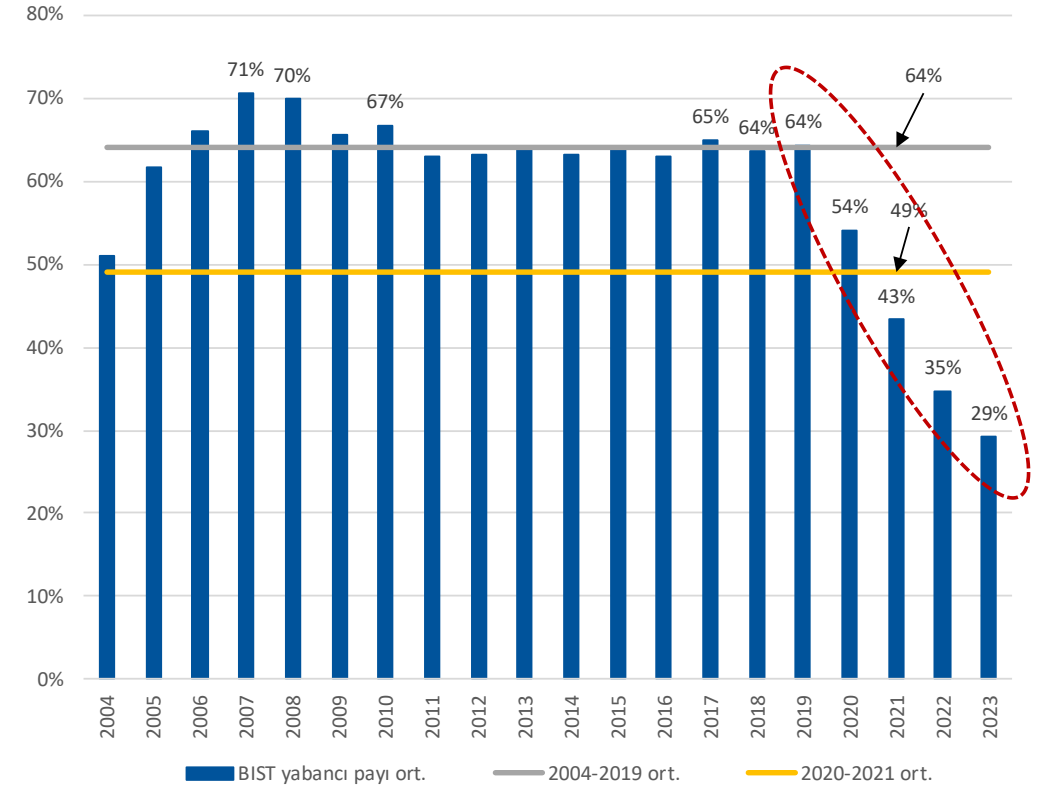
Yıl içerisinde %27'li seviyelere dek gerileyen yabancı payı yurt dışı yerleşiklerde yeniden gözlenen giriş eğilimi ve ülke risk primindeki azalış ile birlikte %31-32 bandına toparlanma gösterdi. Ancak, hali hazırda daha «düşük» olarak nitelendirdiğimiz 2022 seviyelerinin dahi gerisinde bulunuyor.

BIST yabancı payı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks

BIST yabancı payı ort.

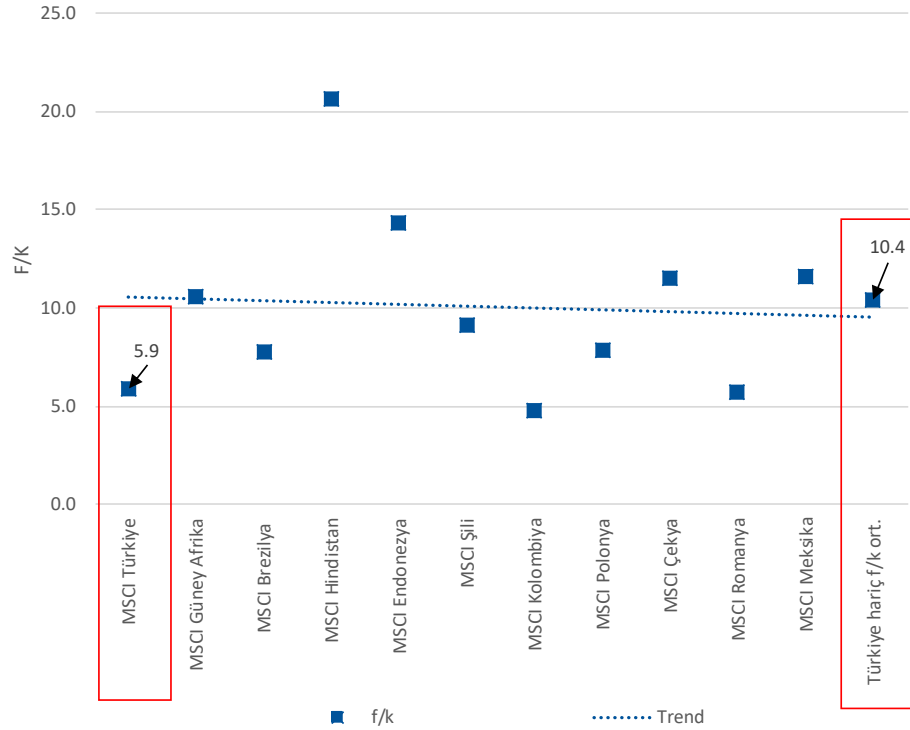


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Matriks

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

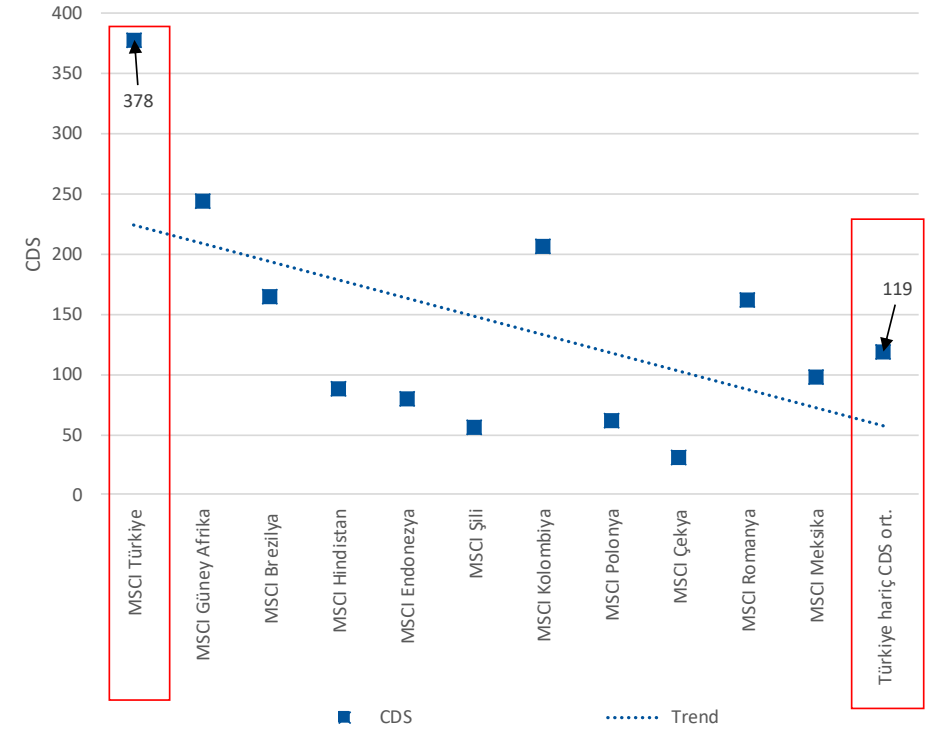
12-ay ileriye dönük F/K seviyesi açısından Türk varlıkları iskonto barındırıyor. Ancak, Kolombiya ve Romanya bu değerlemeyi zorlamaya 2 önemli aday. Ülke risk primindeki azalışın devam etmesi ve emsallerimize yakınsama göstermesi senaryosu varlıkların barındırdığı alım potansiyeli açısından da kritik.

Seçilmiş GOÜ F/K



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
01.09.2023 verileridir.

Seçilmiş GOÜ CDS

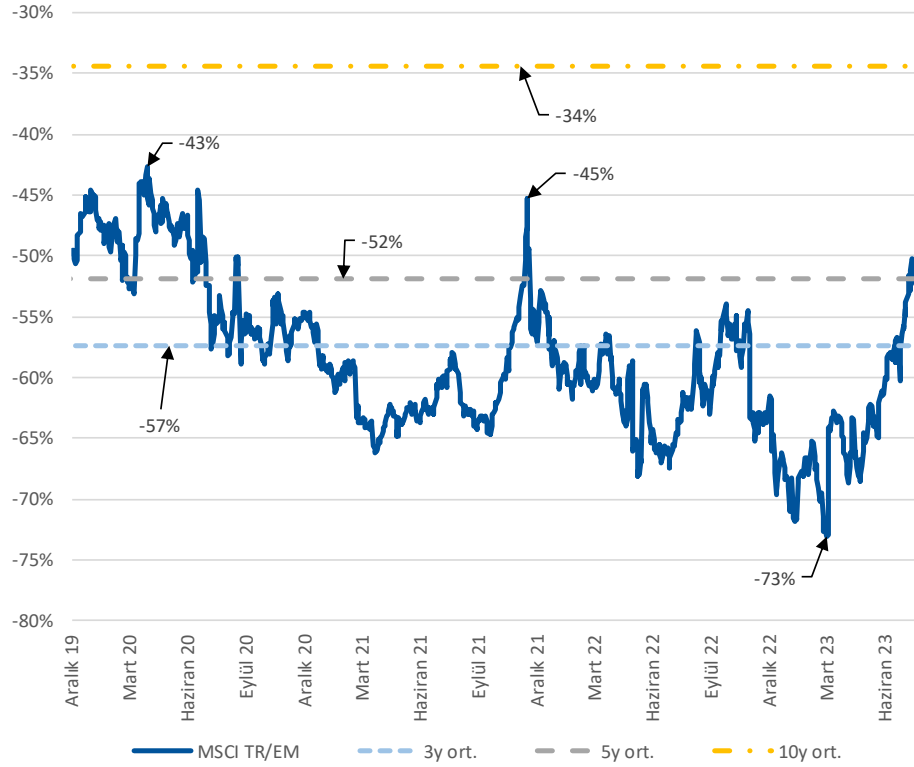


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
01.09.2023 verileridir.

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

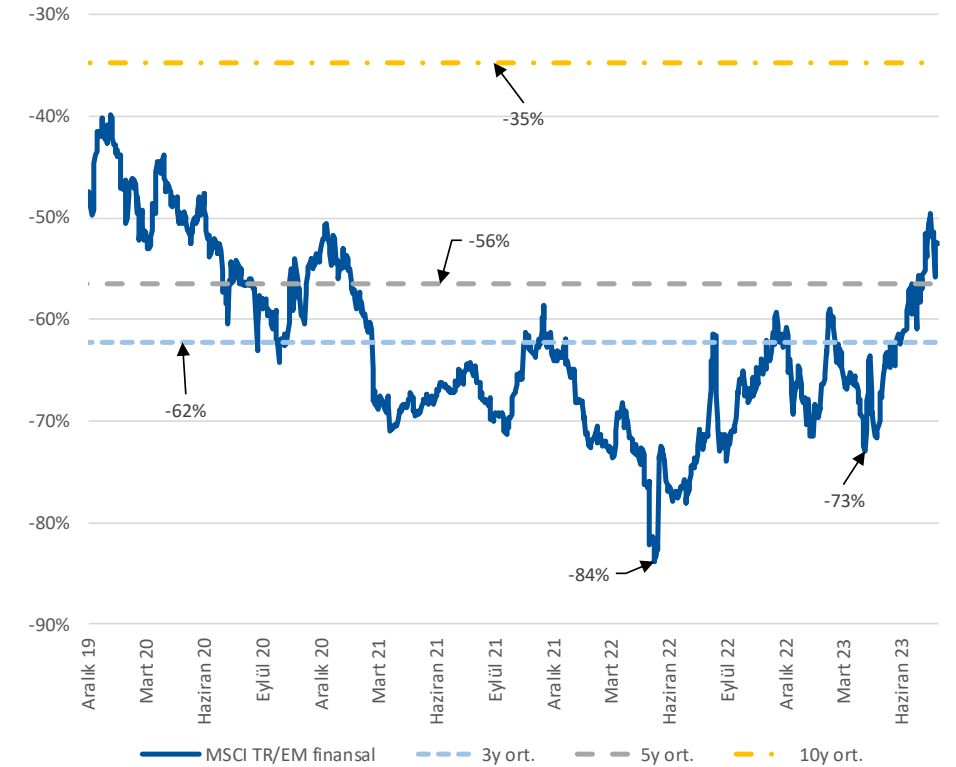
MSCI nezdindeki F/K fiyatlamalarında emsallerimize kıyasla henüz 3 ve 5y vadeli iskontolarımıza yakınsayabildik. Daha uzun perspektifte iskontolarımıza yaklaşacak olursak gidilecek yolumuzun uzun olduğunu söylemek gayet mümkün. Elbette «rasyonel zemine dönüş çabaları» korunduğu takdirde.

MSCI TR & MSCI EM, F/K



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

MSCI TR & MSCI EM, finansal, F/K

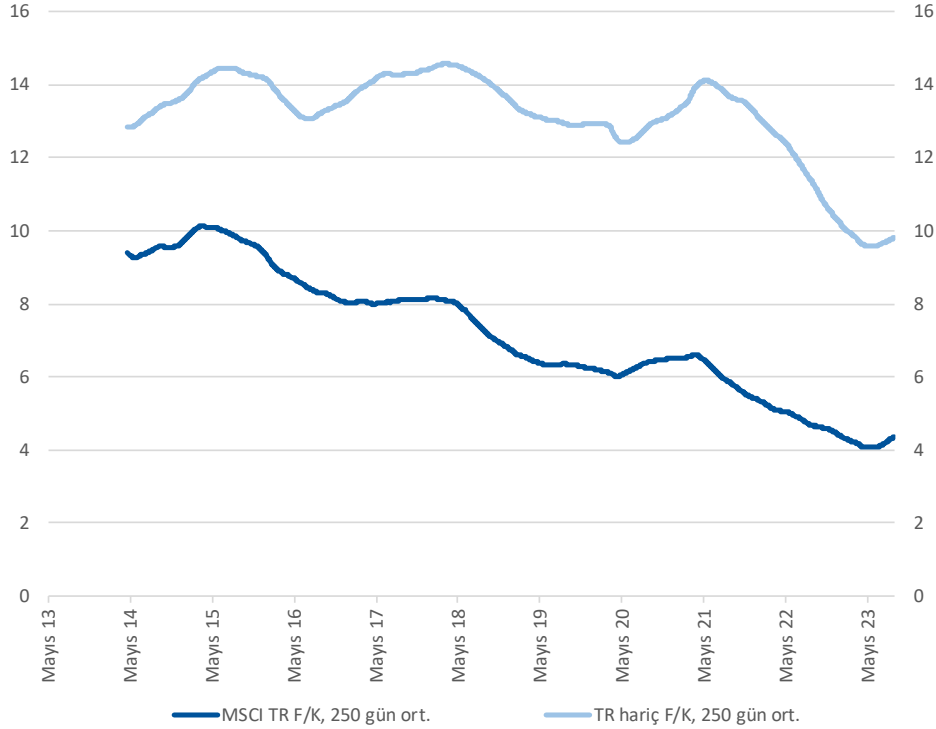


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

Türk varlıklarındaki fiyatlama iskontosunun kapanmaya başlaması seçimler ile birlikte belirginleşme çabası içerisinde.

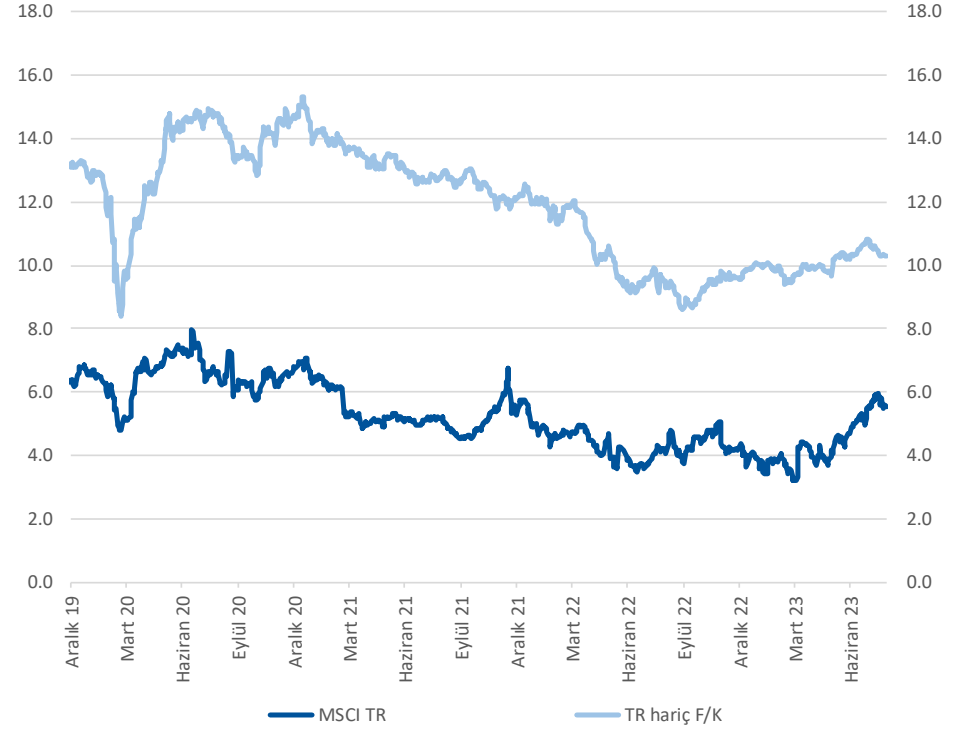
MSCI TR endeksinin seçilmiş GOÜ ülkeleriyle F/K karşılaştırması, Mayıs 2013-



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

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

MSCI TR & seçilmiş emsal ülkeler F/K karşılaştırması, Mayıs 2013-



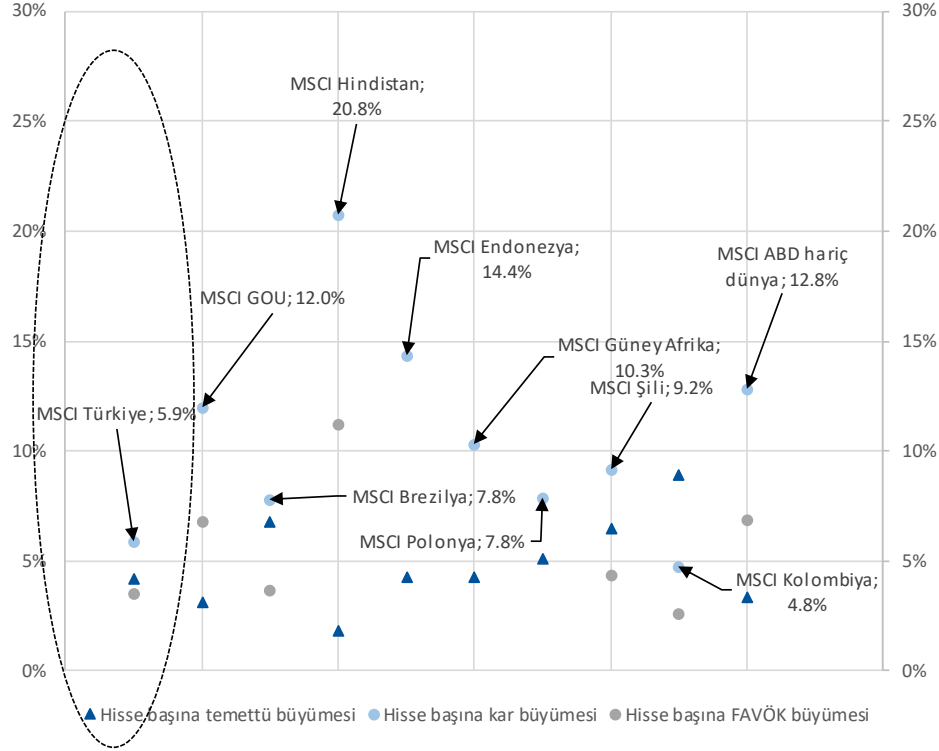
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

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

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

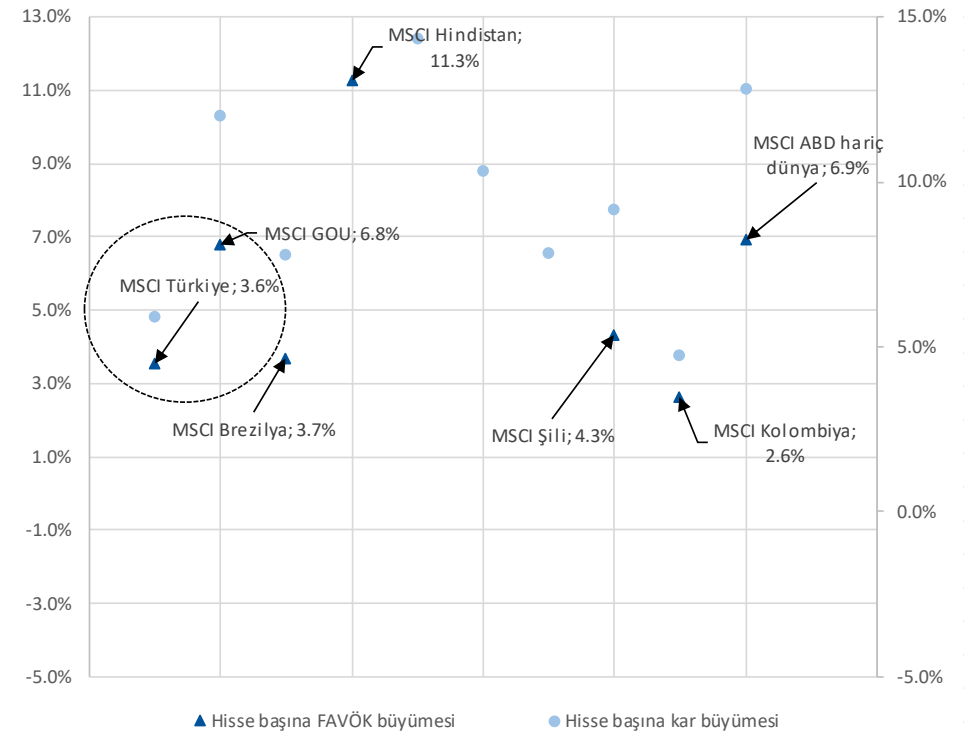
Konsensüs fiyatlamalara gelecek (12 ay ileriye dönük) baktığımızda rakiplerimizin güçlü olduğu görülüyor.

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



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg
Tamamı için USD cinsinden, 1 Eylül 2023 kapanışı itibarıyla.

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



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg
Tamamı için USD cinsinden, 1 Eylül 2023 kapanışı itibarıyla.

■ Kredi notu & CDS | TR-GOÜ

Kredi notu & CDS

2022'de ülke kredi notundaki indirimler devam etti. Son durumda, seçilmiş derecelendirme şirketleri nezdinde, yatırım yapılabilir ülke seviyesinden S&P ve Fitch nezdinde 5, Moody's skalasında ise 6 basamak geride bulunuyoruz.

Kredi notu değerlendirme sınıfları-uzun dönem (Long Term)

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

Türkiye'nin kredi notu seviyesini ifade etmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kurumlar

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

Seçilmiş Ülkeler	S&P	Moody's	Fitch	CDS (5Y, USD, bp)
Türkiye	B	B3	B	378
Güney Afrika	BB-	Ba2	BB-	244
Brezilya	BB-	Ba2	BB	166
Hindistan	BBB-	Baa3	BBB-	88
Endonezya	BBB	Baa2	BBB	80

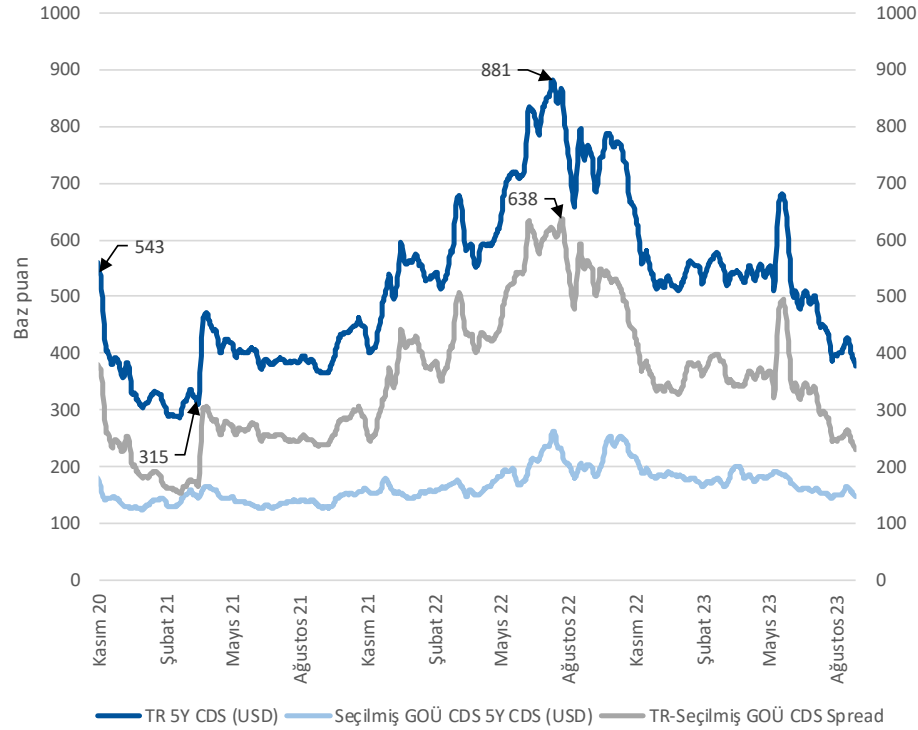
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

CDS değerleri 01.09.2023 kapanışlarına aittir.

CDS

Ülke risk primimizdeki geri çekilmeyi önemsiyoruz. Mevcut durumda geçmiş dönemlerdeki olumlu performansımızdan belirgin şekilde uzakta bulunsak da emsallerimiz ile «yön olarak» birlikte hareket etmeyi ve makası kapatma çabasının korunmasını bekliyoruz. CDS eğrisinde tüm vadelerdeki azalma bizleri 2 yıl öncesine taşımış durumda.

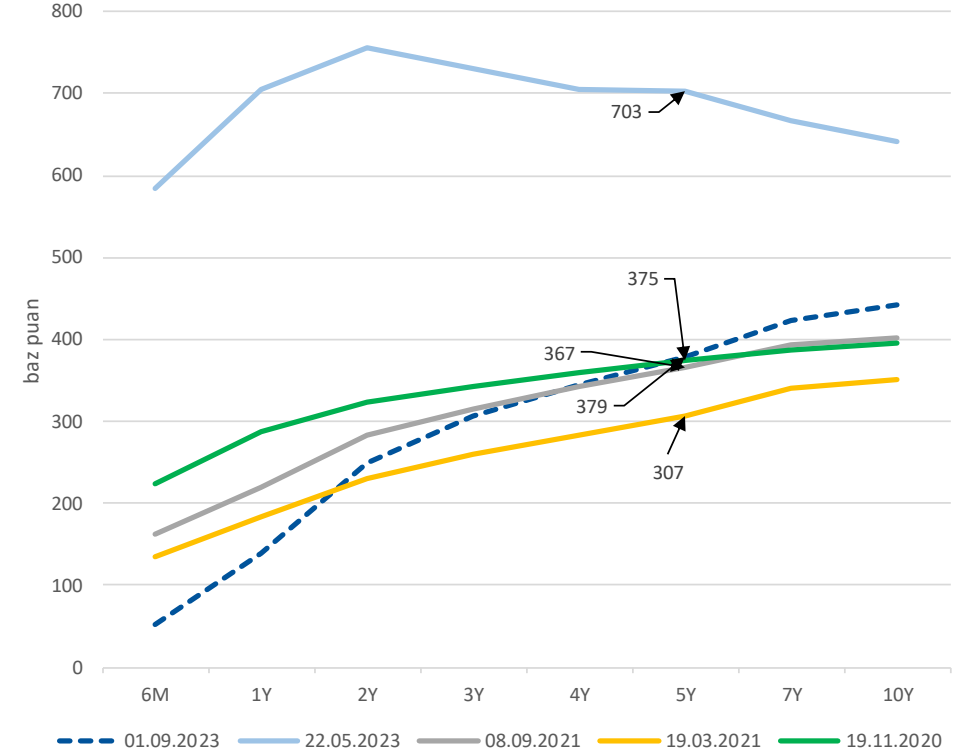
Türkiye & Seçilmiş GOÜ CDS, 5y, 5 gün ort., USD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ: Brezilya, Meksika, Endonezya, Güney Afrika

TR CDS eğrisi, seçilmiş vadeler

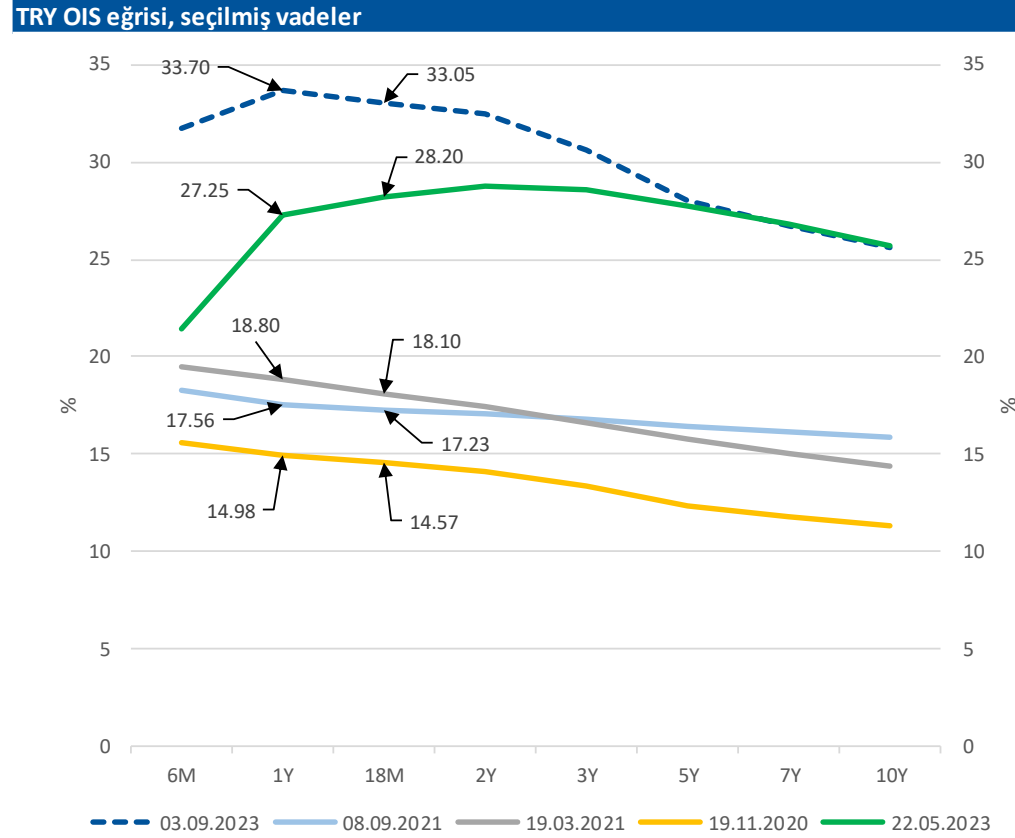


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

■ Faiz

Faiz

Swap piyasası işlemleri politika faizinin 12-18 ay vadede %33-35 aralığına hareket etmesini fiyatlıyor.

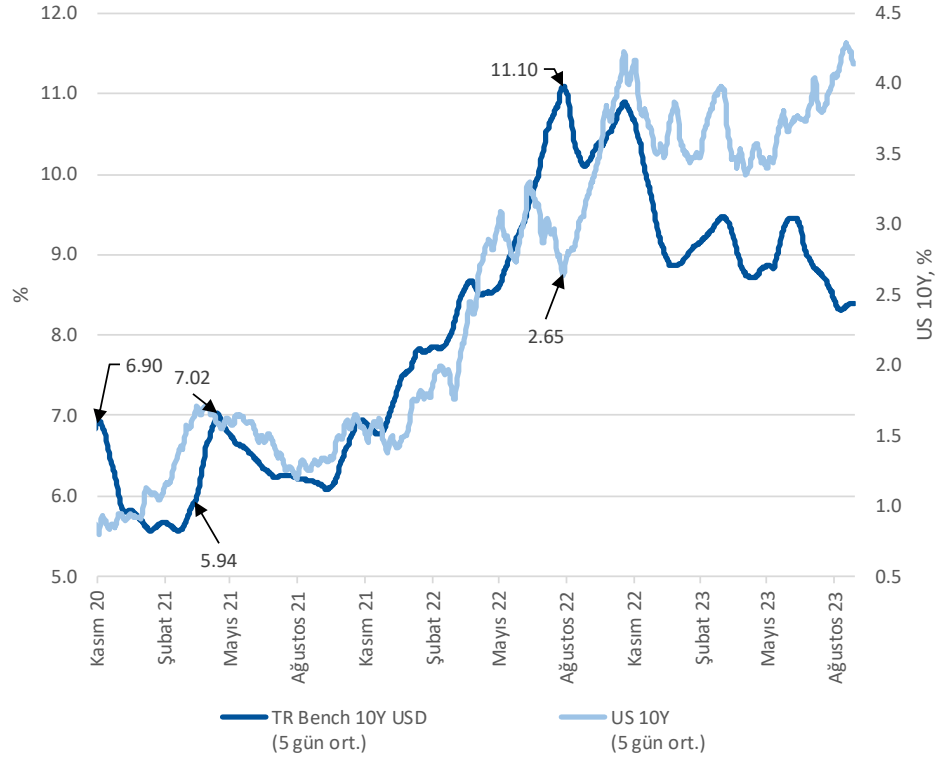


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

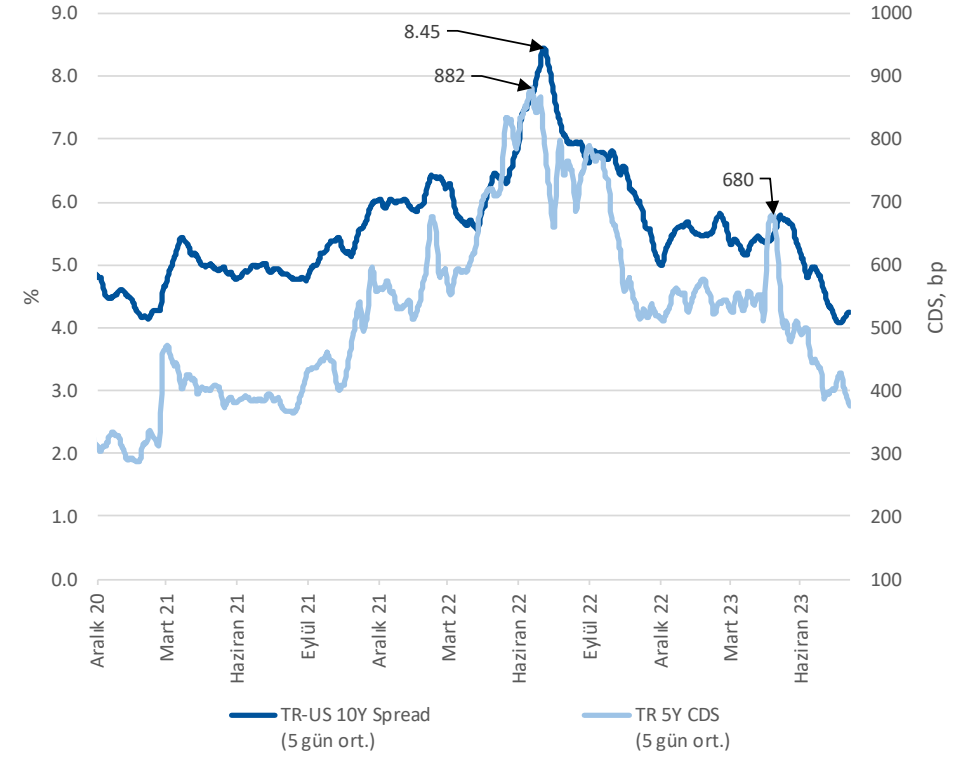
CDS'teki azalış Türk eurobondlarını olumlu etkiliyor. Bu cephede portföyler için avantaj görüyoruz. Mutlak surette, «en azından çeşitlilik düşüncesi ile» portföyler içerisinde bulundurulmalı.

TR & US 10Y



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

TR-US 10Y Spread & TR CDS

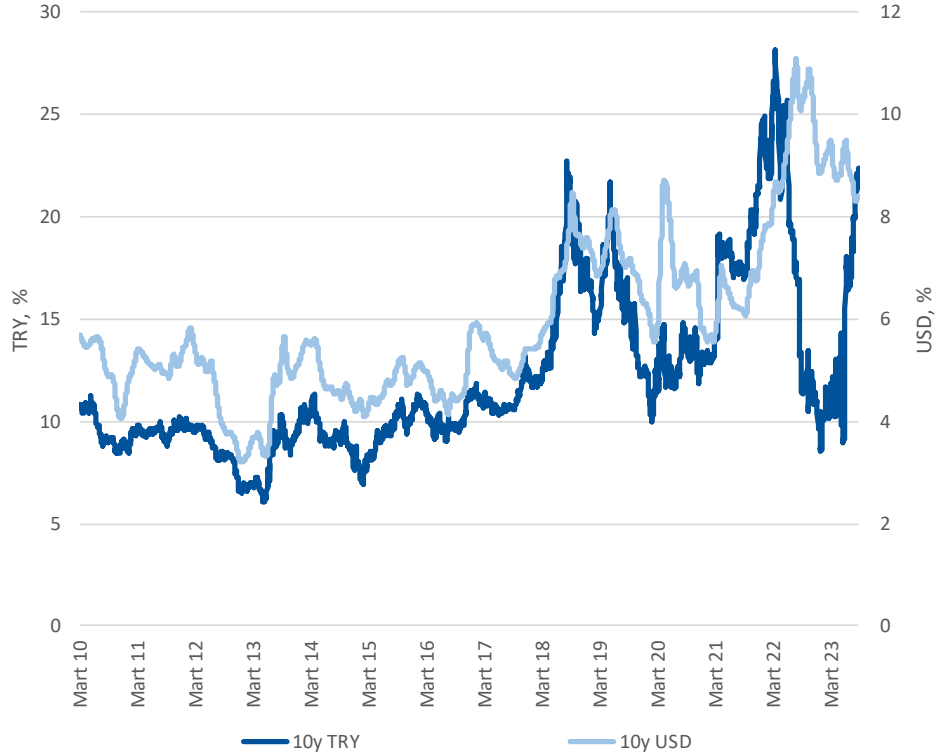


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

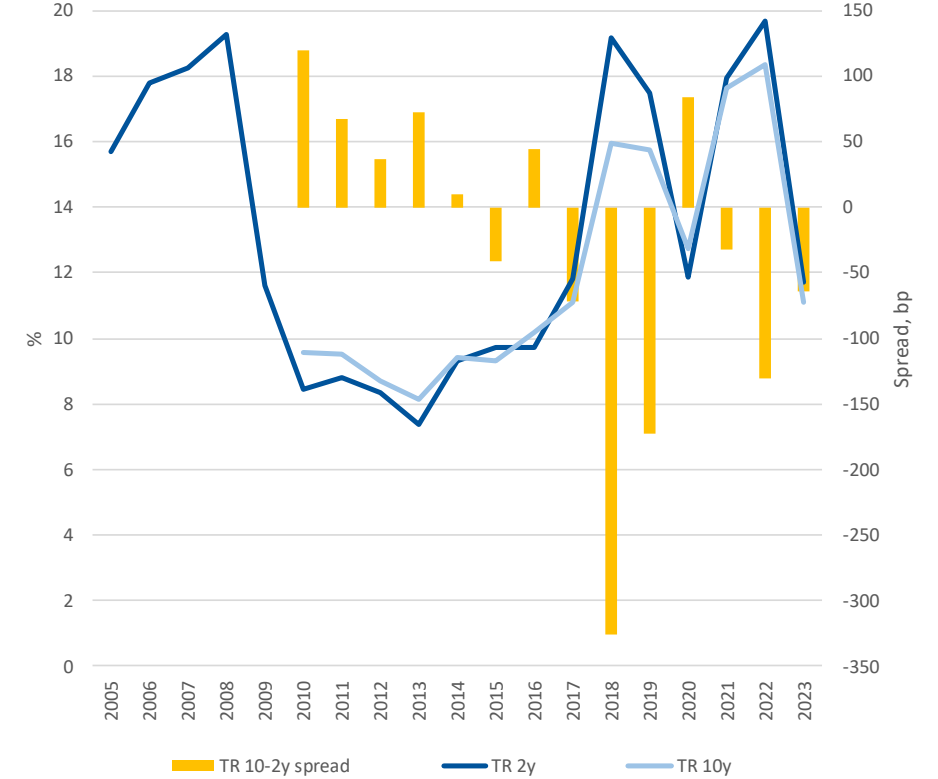
Para politikasındaki normalleşme patikası ile birlikte Türk lirası cinsinden tahvillerin de faizleri kademeli şekilde yükseliyor. Ancak, mevcut regülasyonların devam etmesi bu cephede henüz portföy avantajı yaratmıyor. İstekli değiliz.

TRY & USD 10y benchmark faizler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

TR benchmark spreadler, yıl ortalamaları

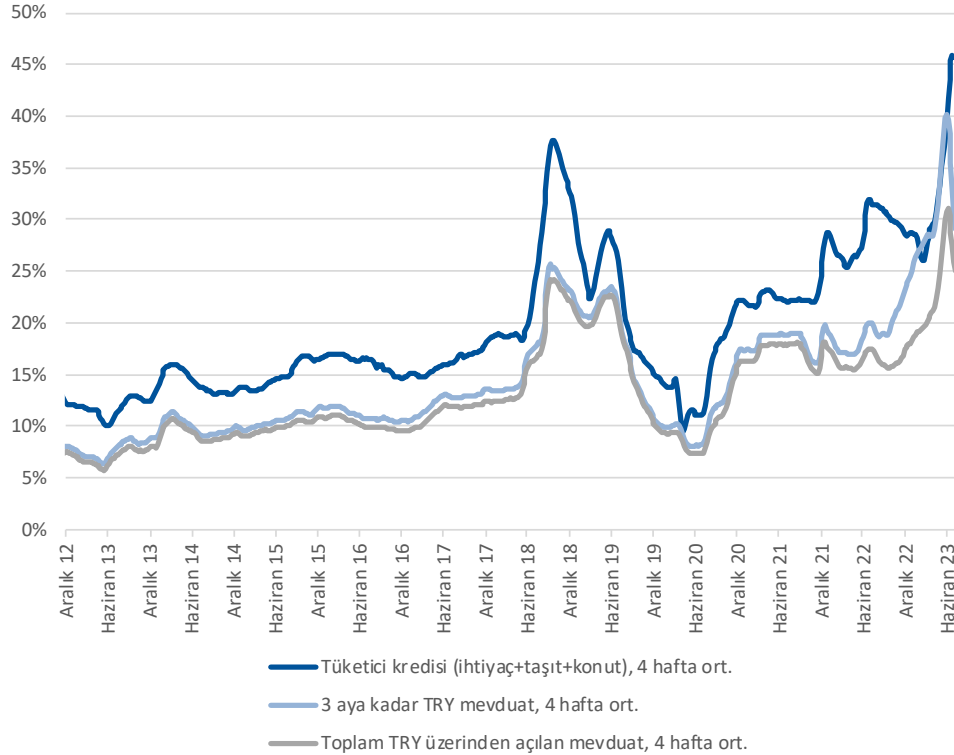


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

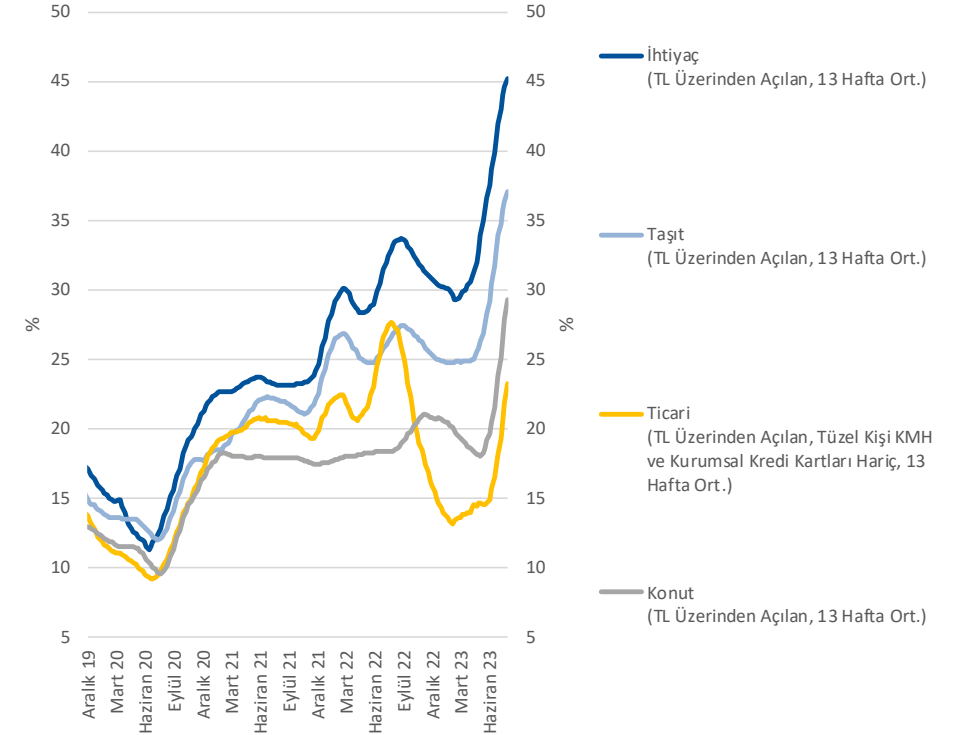
Seçimler öncesinde ticari kredi faizleri üzerindeki baskılanma seçimleri takiben yeniden devreye alınan politikalar ile birlikte bu kez ters yönde dengelenme içerisine girdi. Finansal koşullardaki sıkışmanın kredi faizlerindeki yükselişi devam ettirmesini bekliyoruz. KKM'den çıkış kapsamında atılan adımlar da mevduat faizlerinde yükselişe neden olacak.

Tüketici kredisi & mevduat faizleri seyri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Kredi faizleri

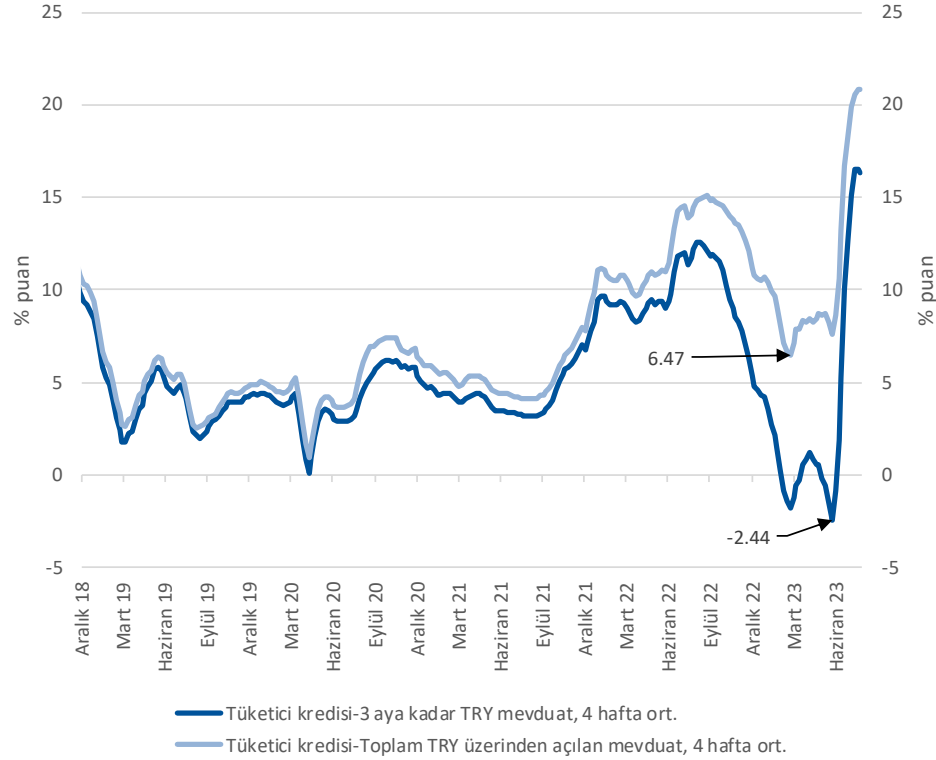


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Faiz

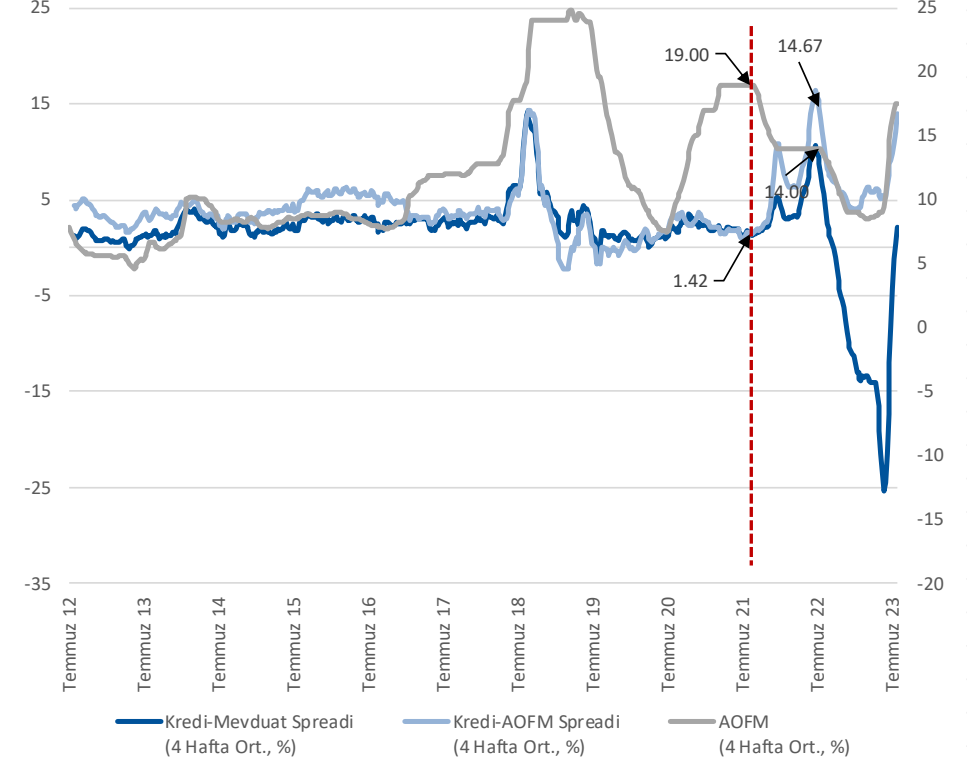
Kredi-mevduat spreadinde dipten dönüş ortalamalar nezdinde de teyit edilmeye başlandı. Özellikle Ağustos ayındaki eğilim ilk sinyalleri verir pozisyonda. İlerleyen süreçte bankaların kredi faizlerinde yakın geçmişe kıyasla daha rahat pozisyonda fiyatlama yapabilir olmalarını marjlar açısından toparlanma olarak okuyoruz.

Tüketici kredisi & mevduat faizleri farkı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Kredi mevduat, kredi-AOFM spread gelişimleri & AOFM



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

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

■ Reel faiz

Reel faiz

Pandemi sürecinde GOÜ grubunun gelişmişlere kıyasla politika faizlerini artırma noktasında çok daha aktif davranmaları ve reel faiz düzeylerini yukarı çekmeleri faiz indirim süreçlerine de zamanlama olarak daha erken girmelerine imkan tanıyor. Türk para politikası gecikmeli şekilde sıkılaşmaya girmiş durumda. Uzun dönem ortalamalarımız negatif reel faize işaret ediyor.

Reel faiz (%)	Türkiye	Güney Afrika	Brezilya	Hindistan	Endonezya	Rusya	TR hariç grup ortalaması	Türkiye-grup ortalaması
2014-2017 ort.	0.41	0.72	5.29	2.00	1.37	1.59	2.19	-1.78
2018 ort.	1.52	1.99	2.88	2.29	1.85	4.50	2.70	-1.18
2019 ort.	5.16	2.54	2.33	1.92	2.63	2.72	2.43	2.73
2020 ort.	-1.75	1.08	-0.33	-2.37	2.21	1.50	0.42	-2.17
2021 ort.	-1.61	-1.07	-3.76	-1.10	1.92	-0.64	-0.93	-0.68
2022 ort.	-59.02	-1.75	3.22	-1.72	-0.21	-1.80	-0.11	-58.91
2023 ort.	-36.75	1.40	9.22	0.79	1.37	3.08	3.14	-39.89
Uzun dönem ort.	-13.15	0.70	2.69	0.26	1.59	1.56	1.40	-14.55

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

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

Türkiye için politika faizi ortalaması olarak AOFM kullanılmıştır.

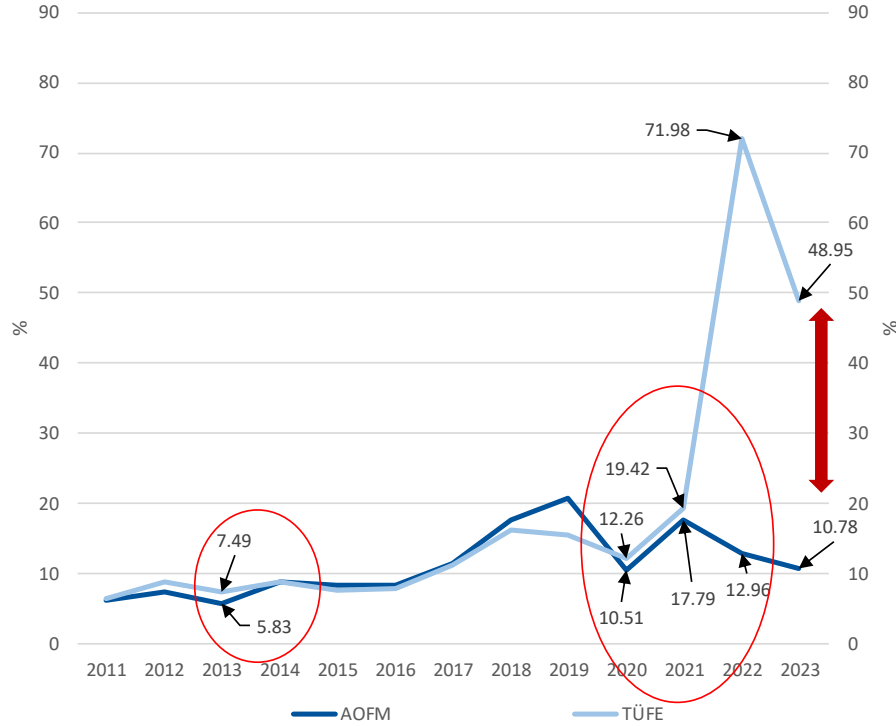
2022-23 yılı grup ortalaması analizlerinden Rusya çıkarılmış, bilgi amaçlı tabloda gösterilmiştir.

Tabloda, ülkelere ait Temmuz ayı enflasyon verileri üzerinden ilerlenmiştir. Ağustos ayı rakamları tüm ülkeler için açıklanmadığından eşitlik bu şekilde sağlanmıştır. Ülkelerde ortalama politika faizi düzeyleri baz alınmıştır. Türkiye özelinde, yukarıda da belirtildiği üzere, AOFM üzerinden gidilmiştir.

Reel faiz

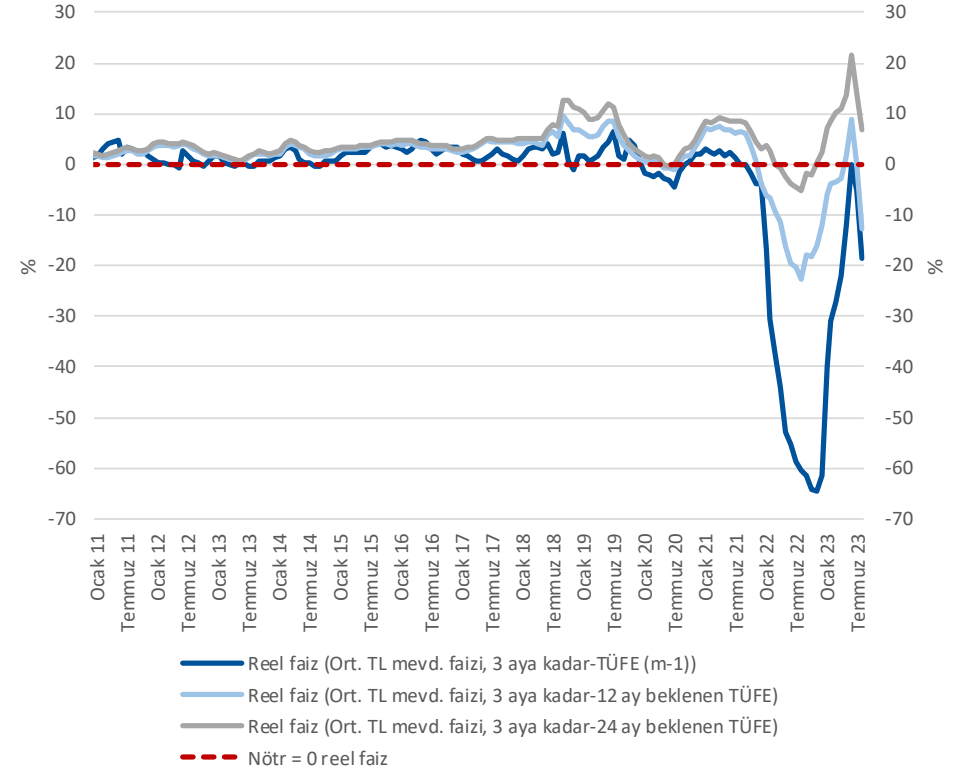
Kısa vadeli faizlerin yukarı yönde sıkışmaya devam etmesi finansal koşullar üzerinden enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınmasına katkı sağlayabilir. Ancak, gitmek için yol hali hazırda uzun.

Türkiye, AOFM & TÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, TCMB
Yıllık ortalama değerler kullanılmıştır.

Türkiye, reel faiz, 3 aya kadar mevduat faizine göre



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ 2023 takvimi

2023 YILI SEÇİLMİŞ MERKEZ BANKALARI TOPLANTI TARİHLERİ						
Dönem	TCMB	FED	ECB	BOJ	BOE	PPK
Ocak	19			18		FOMC toplantısı yok
Şubat	23	1	2		2	FOMC sonrası
Mart	23	22	16	10	23	FOMC sonrası
Nisan	27			28		FOMC toplantısı yok
Mayıs	25	3	4		11	FOMC sonrası
Haziran	22	14	15	16	22	FOMC sonrası
Temmuz	20	26	27	28		FOMC öncesi
Ağustos	24				3	FOMC toplantısı yok
Eylül	21	20	14	22	21	FOMC sonrası
Ekim	26		26	31		FOMC toplantısı yok
Kasım	23	1			2	FOMC sonrası
Aralık	21	13	14	19	14	FOMC sonrası
Toplantı sayısı	12	8	8	8	8	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili merkez bankaları

2023 YILI TCMB AÇISINDAN ÖNEMLİ RAPOR TARİHLERİ		
Dönem	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
Ocak	26 Ocak	
Şubat		
Mart		
Nisan		
Mayıs	11 Mayıs	18 Mayıs
Haziran		
Temmuz	27 Temmuz	
Ağustos		
Eylül		
Ekim		
Kasım	2 Kasım	16 Kasım
Aralık		

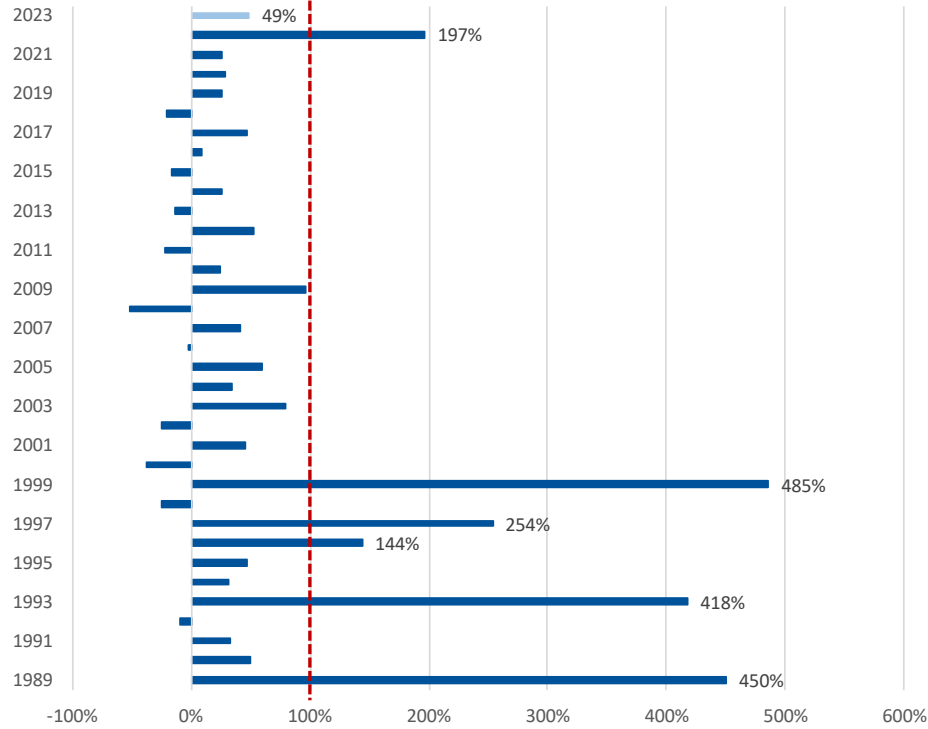
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Türkiye Kredi Notu Değerlendirme Tarihleri			
Dönem	Moody's	Fitch	Standard and Poor's
Ocak			
Şubat			
Mart		17	31
Nisan			
Mayıs			
Haziran	16		
Temmuz			
Ağustos			
Eylül		8	29
Ekim			
Kasım			
Aralık	15		

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kuruluşlar

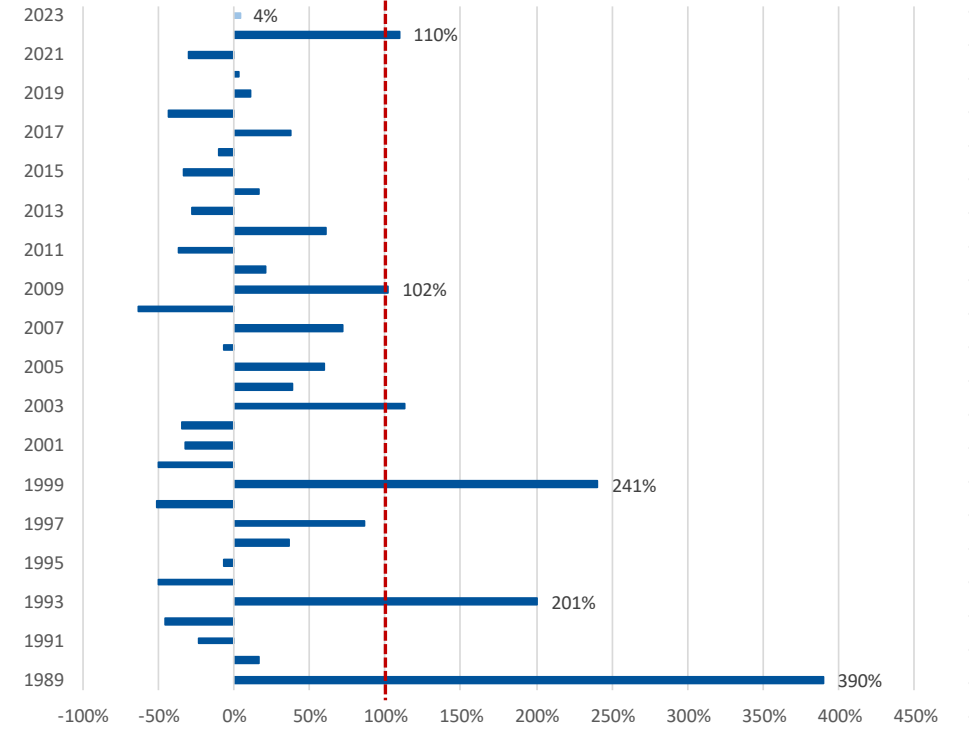
■ BIST

BIST 100 performansı, TRY



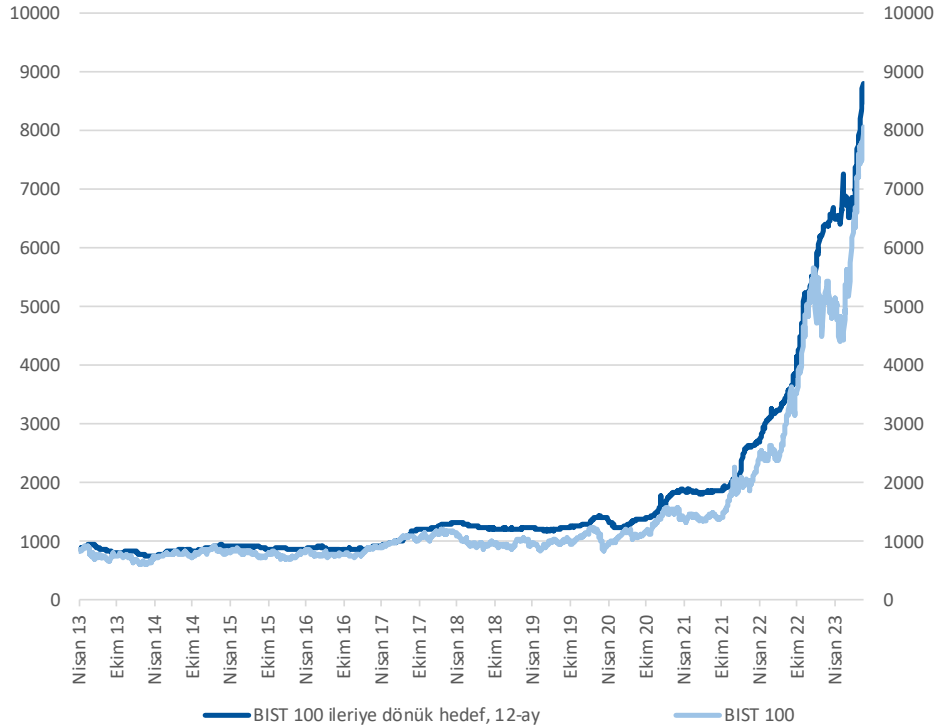
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

BIST 100 performansı, USD



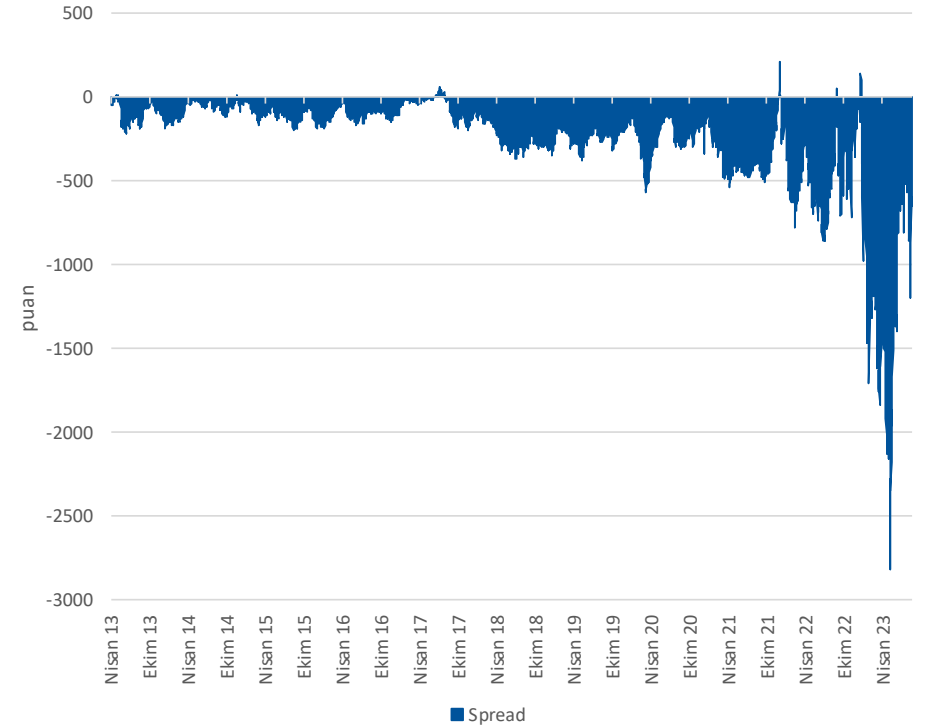
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

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



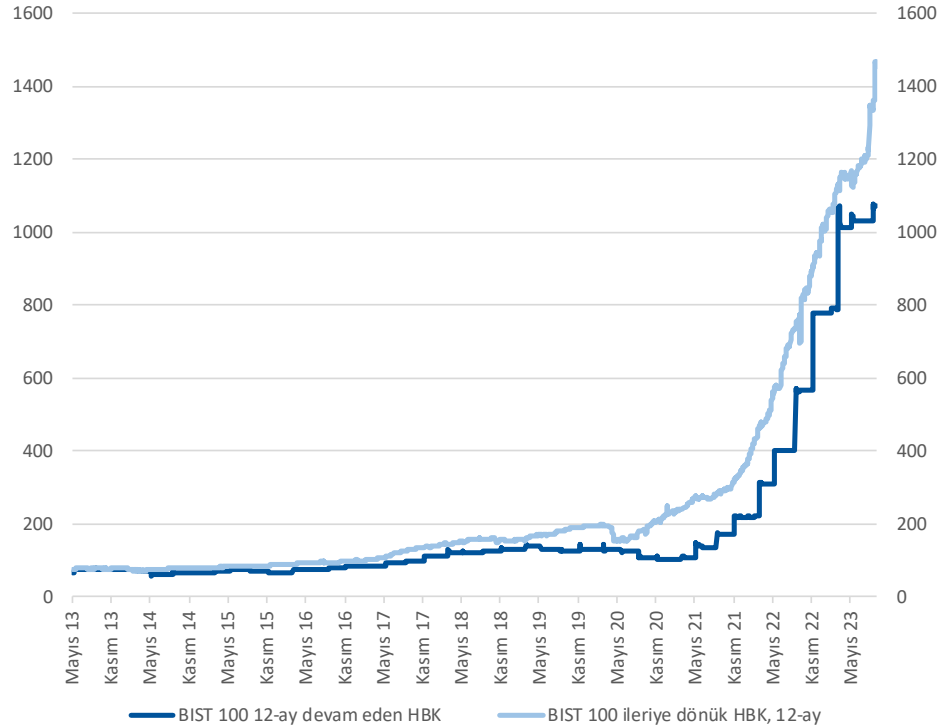
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

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



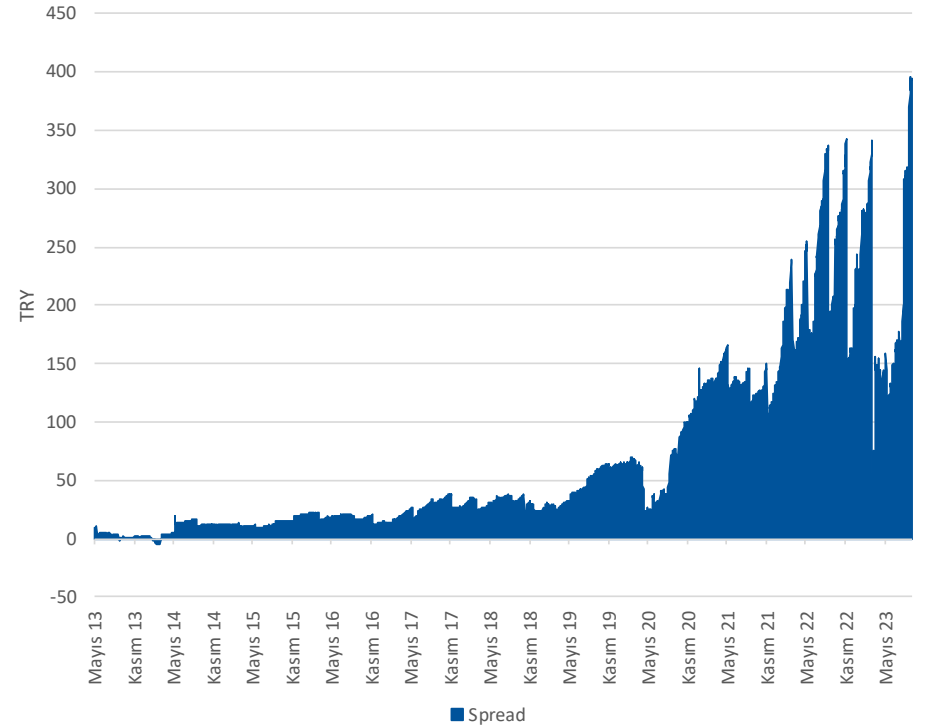
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

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



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

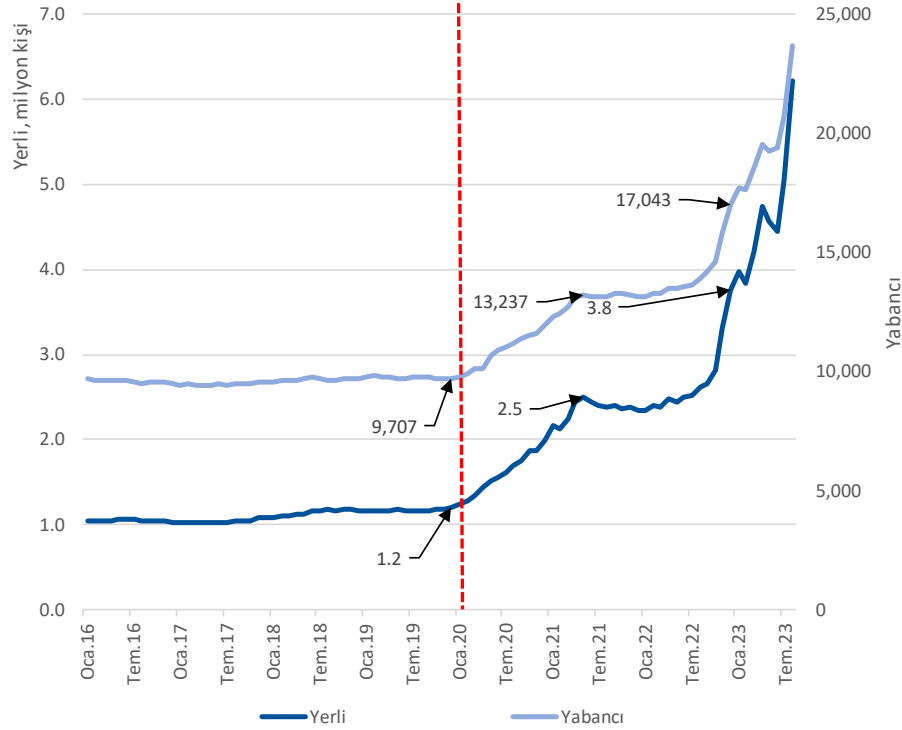
BIST 100 12-ay devam eden HBK ve ileriye dönük HBK, 12-ay arasındaki spread



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

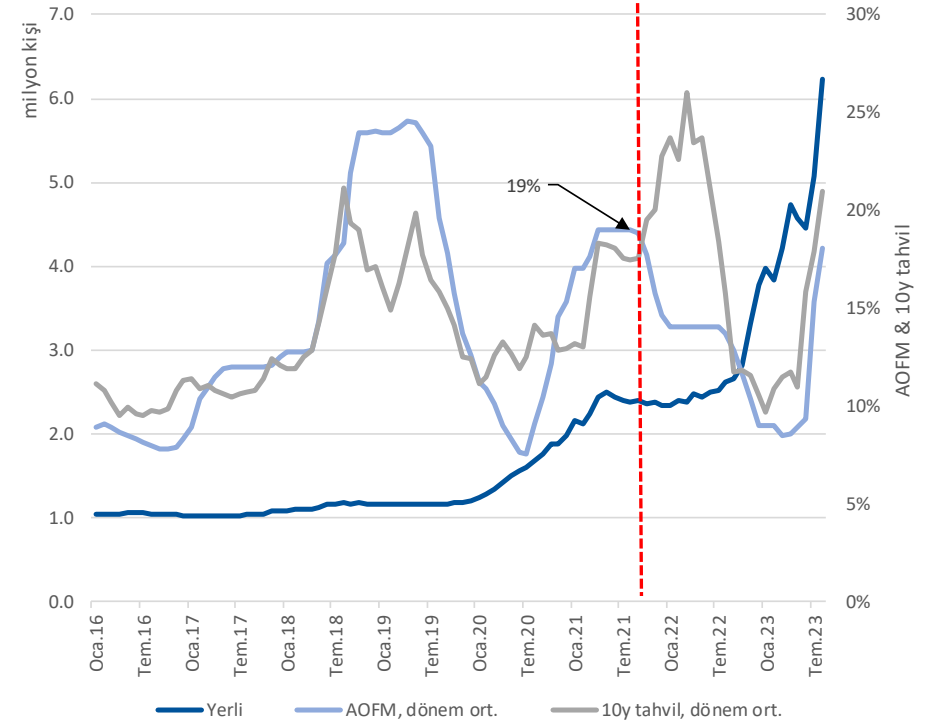
Finansal koşulların yılın son çeyreğinde ne kadar ve hangi noktaya dek sıkılaşacağı sorusunun yanıtı politika faizinin yükseldiği ortamda devam eden halka arzlar ve yatırımcı sayısındaki artışın da geleceğine dair daha net fikir sahibi olmamıza imkan tanıyabilir.

Yerli/yabancı yatırımcı sayıları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, MKK

Yerli yatırımcı sayısı, AOFM & 10y tahvil



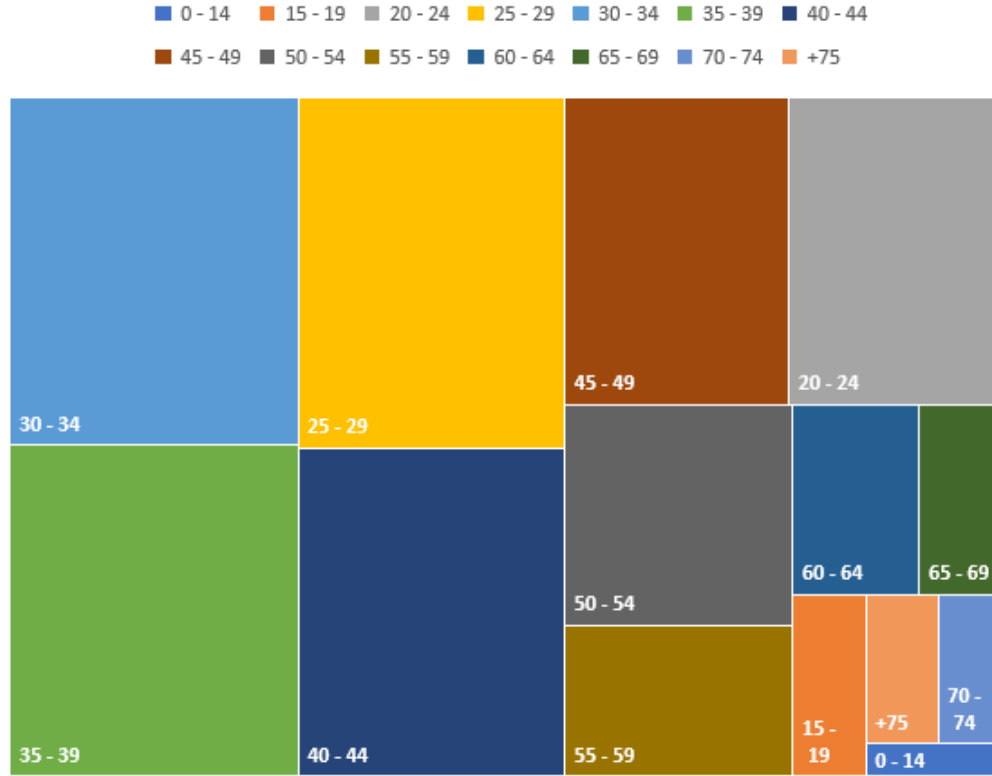
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK, Bloomberg

AOFM: TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti

BIST

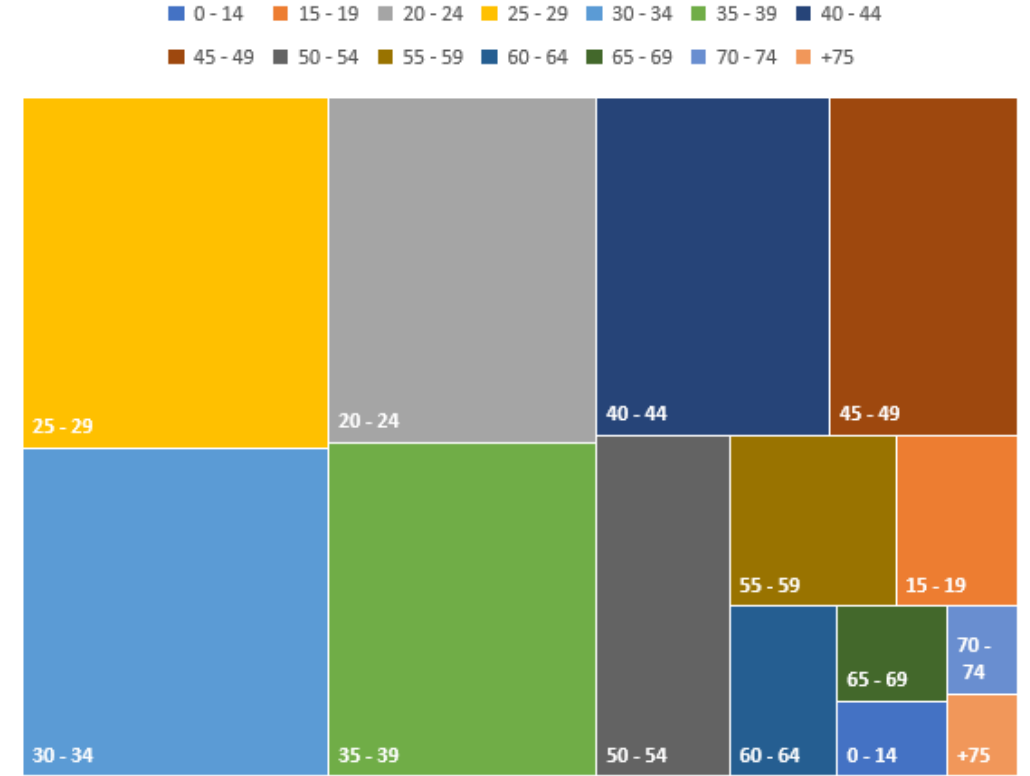
Pandemi öncesi ve sonrası süreçte yatırımcı yaş grubu bazında değişim ve sermaye piyasalarındaki aktivite artışı tüm hızıyla devam ediyor. Halka arzlar en önemli etken. Söz konusu yatırımcı grubunun deneyimsiz olması «volatilitenin arttığı dönemlerde» fiyatlamaların çok daha sertleşmesine –Şubat ayında olduğu üzere- zemin hazırlama riski barındırıyor.

Yaş gruplarına göre yatırımcı sayıları, yerli, Ağustos 2023



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK

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

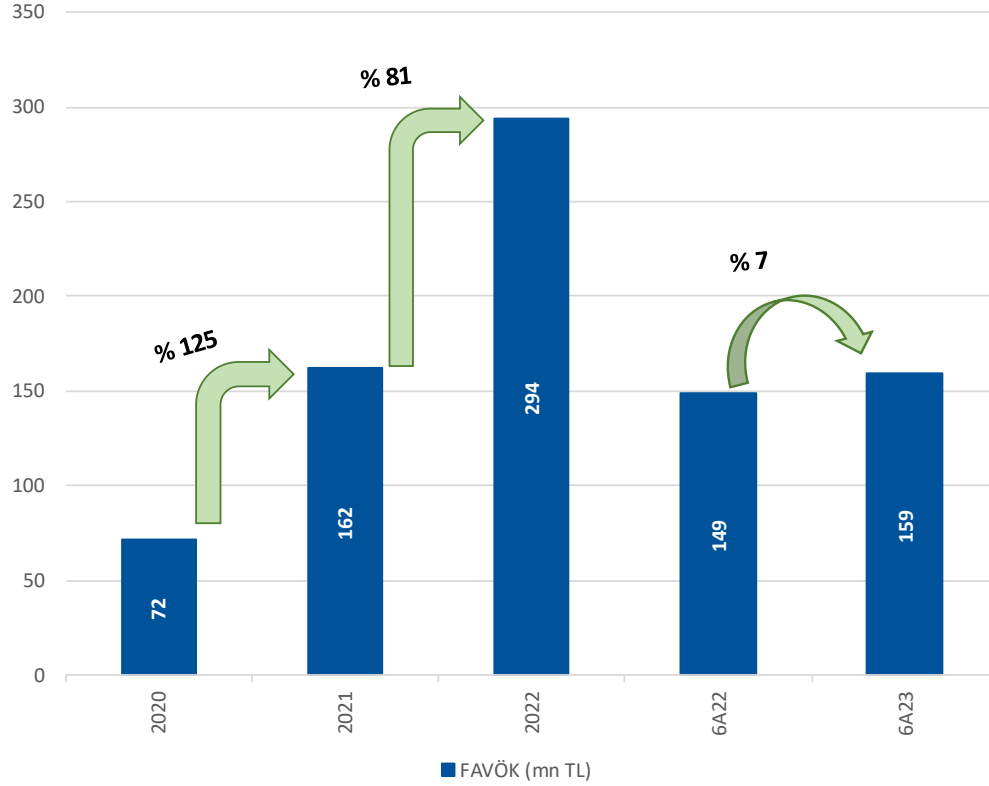


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, MKK

BIST

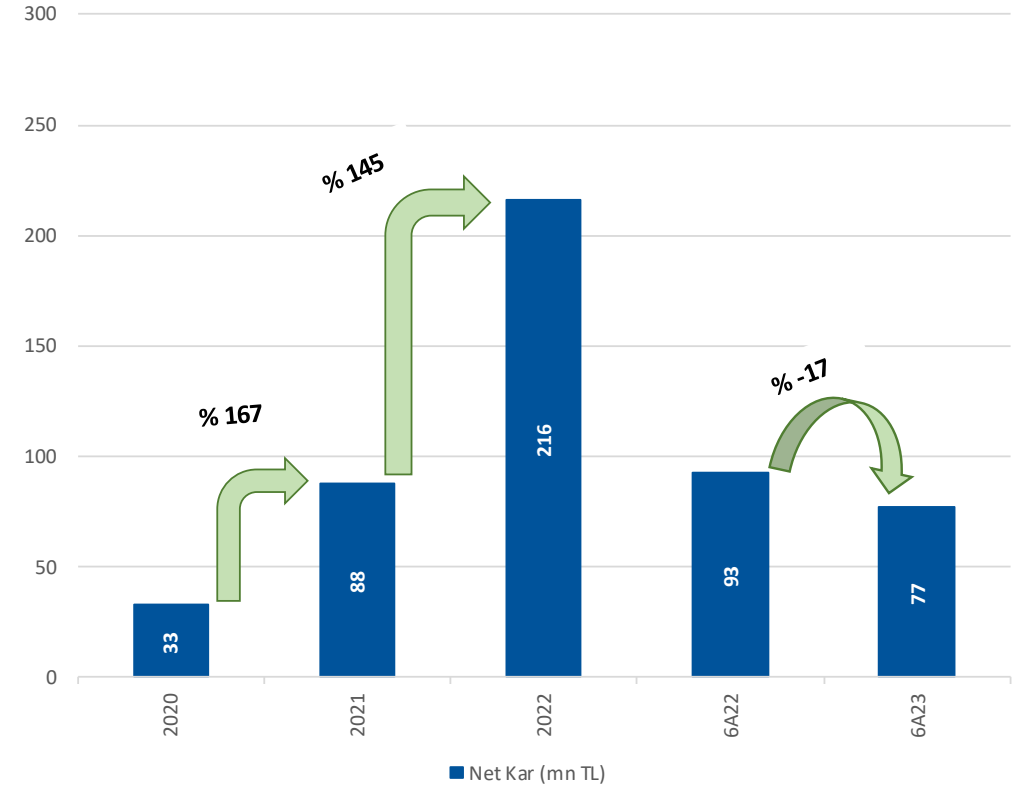
FAVÖK ve net kar kalemlerinin seyri açısından sanayi endeksi içerisinde yer alan şirketler 2023'te (6A) görece zayıf performanslar sergilediler. 2020'den bu yana söz konusu kalemlerdeki seyir grafikler üzerinde kendisini gösteriyor.

XUSIN endeksi FAVÖK değişimi



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

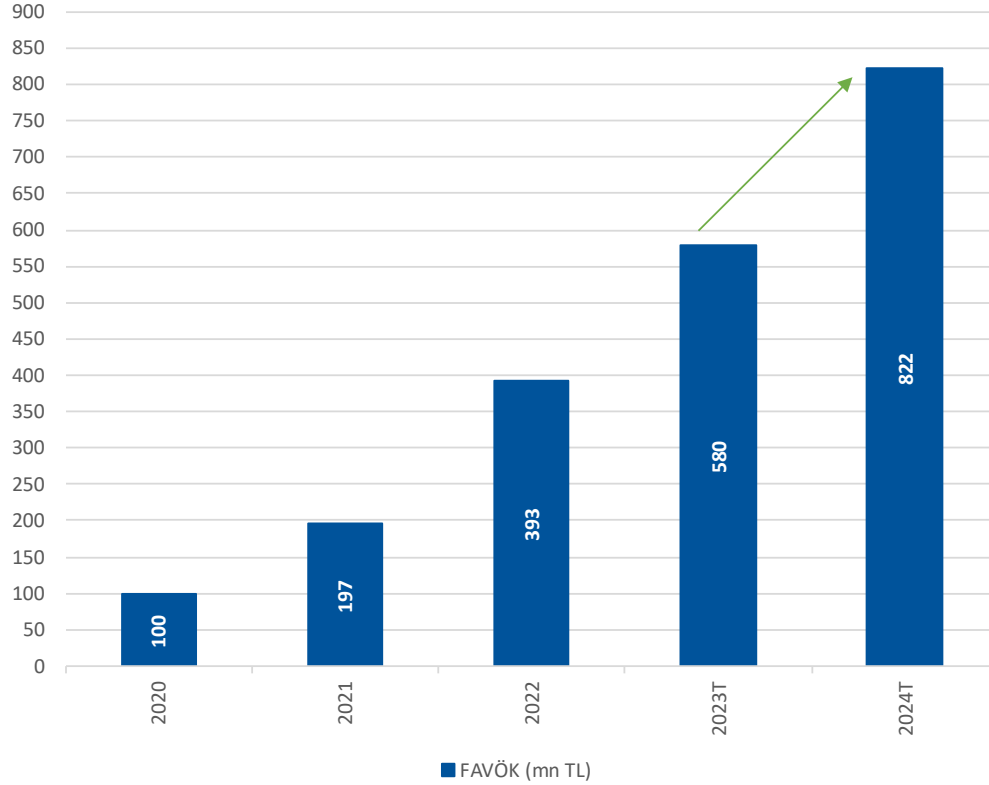
XUSIN endeksi net kar değişimi



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

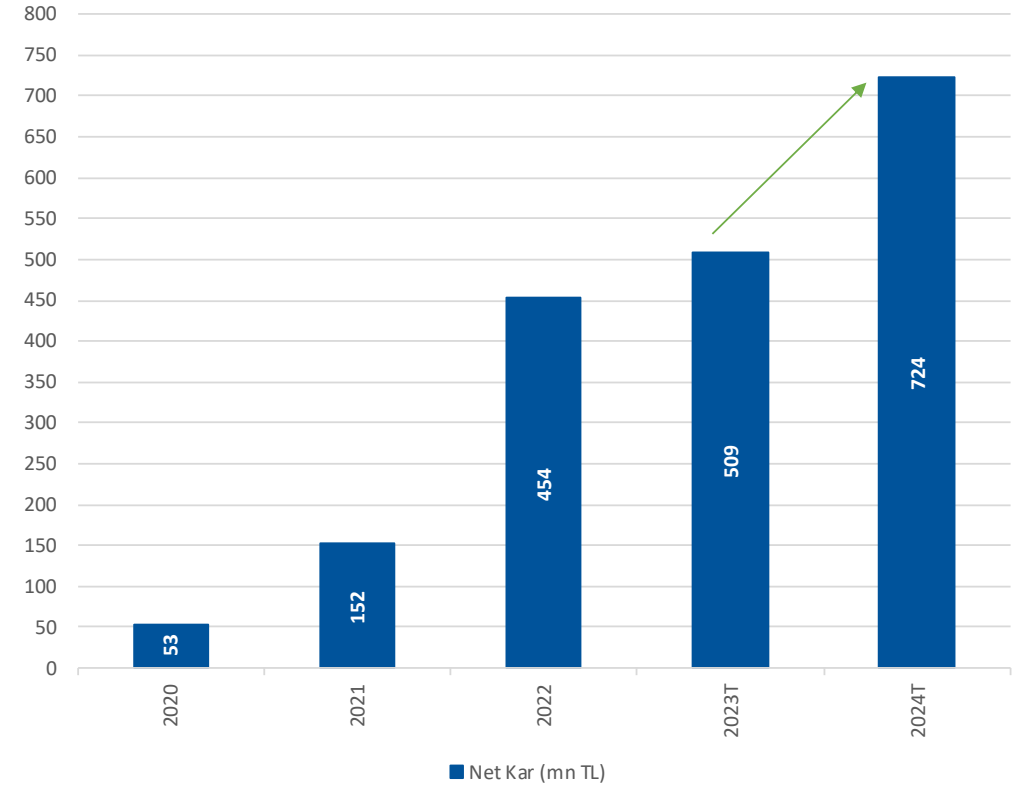
Araştırma kapsamımızda yer alan finans dışı şirketlerin FAVÖK değişimini 2023 yılının tamamı için 2022 yılına kıyasla %47, net kar değişimlerini ise %12 olarak hesaplıyoruz.

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin FAVÖK kalemi seyri



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

Araştırma kapsamında yer alan şirketlerin net kar kalemi seyri

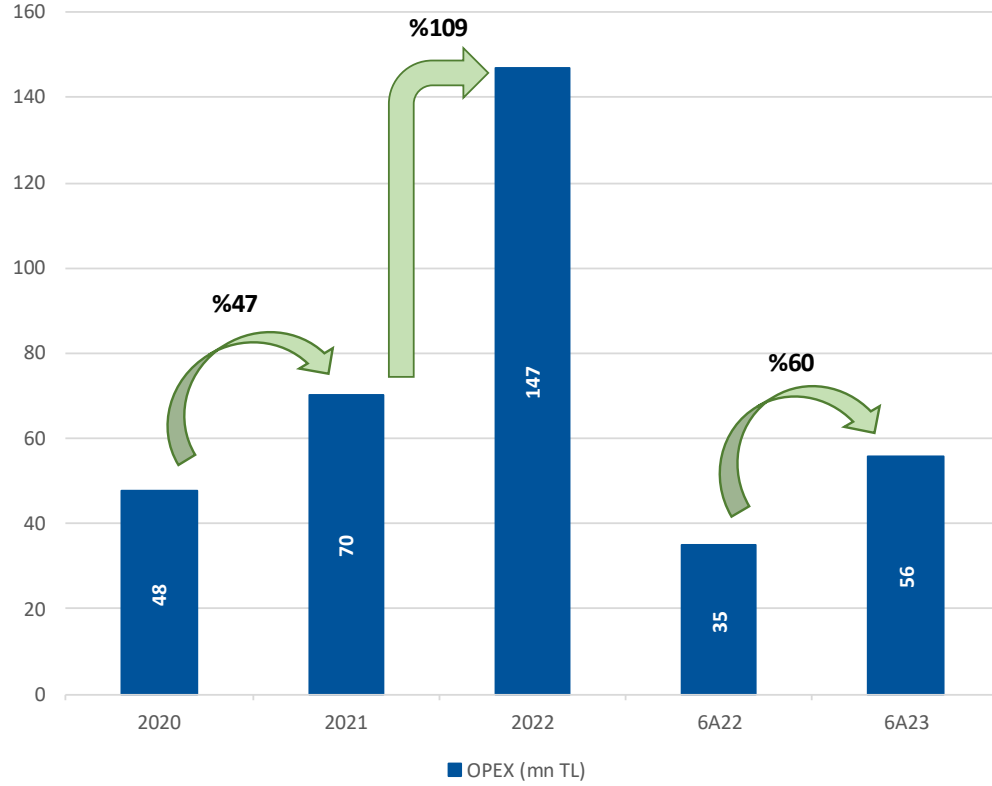


Kaynak: Deniz Yatırım ve Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

BİST

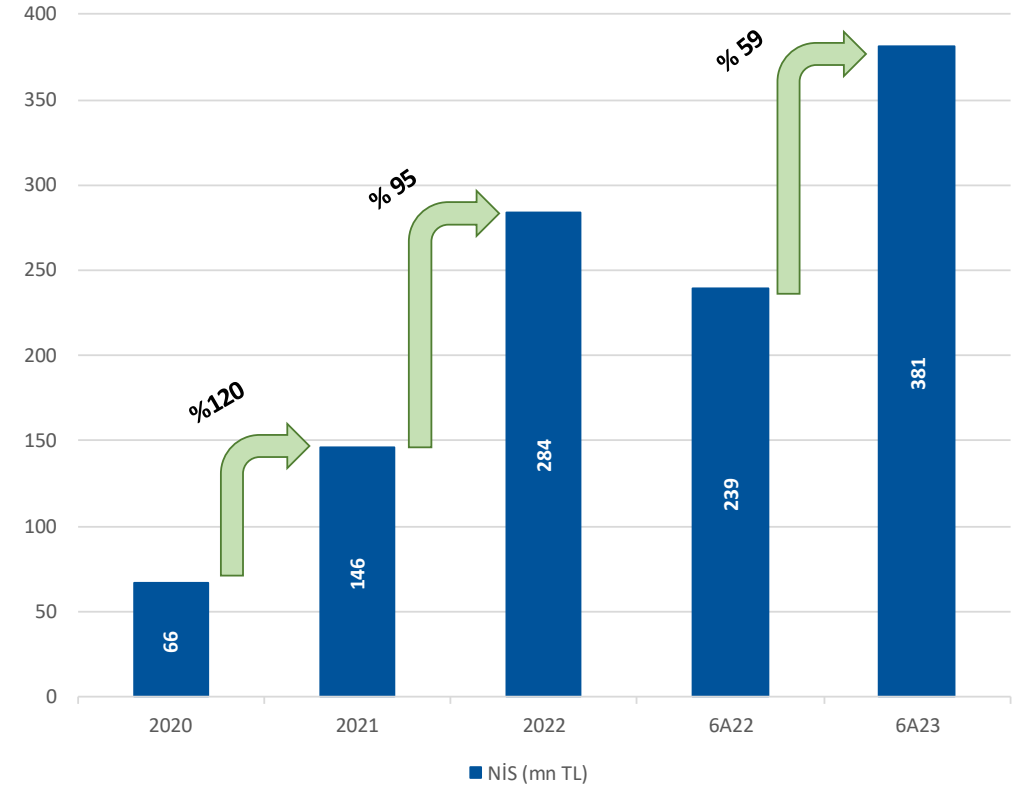
Yüksek enflasyon ortamı ve borçlanma maliyetlerinin kredi türü bazında farklılaşma göstermesi gibi unsurlar şirketleri 2023 yılında da zorlamaya devam etti. 2023 yılında operasyonel giderler ilk 6 aylık süreçte 2022'nin aynı dönemine kıyasla %60 artarken, net işletme sermayesine olan ihtiyaç ise aynı hesaplama ile %59 yükseldi.

XUSIN endeksi OPEX değişimi



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

XUSIN endeksi net işletme sermayesi (NIS) değişimi



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

■ Bankacılık & sigorta sektörleri düşüncelerimiz

2023 yılının geri kalanında bankacılık sektörü görünümü

- **2023 yılı Eylül ayına dek nasıl geçti?** Bankacılık sektörü 2022 yılını oldukça başarılı bir şekilde tamamlamıştı. 2023 yılının ilk yarısında karlılık momentumu kısmen zayıflamış olsa da bankacılık sektörü olumlu performansını korumayı nispeten başardı. Kredi genişlemesi son haftalarda yavaşlamakla birlikte 25 Ağustos itibari ile sene başına göre TL krediler %38 kadar genişlerken, YP krediler ise %4.6 daraldı. Takibe intikal 12 milyar TL ile sınırlı kalırken toplam takipteki kredi tutarı 172 milyar TL'ye ulaştı. Yüksek kredi artış hızına bağlı olarak bu sınırlı takipteki artış sonrasında takipteki kredi oranı yılsonuna göre 85 baz puan gerileyerek %1.63 olarak gerçekleşti. Takipteki krediler için ayrılan karşılık oranı ise sene başına göre 1.7 puan artış ile %85.8 seviyesine yükseldi. Marj açısından dalgalı bir dönem geçiren sektörde yılın ilk yarısında net faiz marjının hem TÜFE'ye endeksli bonoların düşük katkısı hem de TL kredi/mevduat faiz makasındaki daralmanın etkisi ile daralma eğiliminde olduğunu gördük. Operasyonel giderlerde ise gerek yüksek enflasyon gerekse de deprem bölgesine yapılan bağışlar nedeniyle yüksek oranlı yıllık artışlar gözlemledik. Komisyon gelirleri de gerek TL kredi genişlemesi gerekse de ekonomik aktivitenin güçlü seyrine bağlı olarak yine bu dönemde yüksek oranlı artışlar sergiledi. Bu dinamikler sonrasında özsermaye karlılığı sektör genelinde 2022 sonundaki %41.4 seviyesinden Temmuz itibari ile %32 seviyesine geriledi. Bankacılık endeksi sene başından bu yana %49.1 nominal getiri ile BİST-100'e hemen hemen paralel, %2.0 kadar üzerinde bir getiri sağlamış oldu.
- **2023 yılının kalanında ne bekliyoruz?**
 - **Kredi büyümesi %40-%45 büyüme ile 2022 yılının gerisinde kalabilir.** Gerek sermaye yeterliliği gerekse de likidite olarak oldukça kuvvetli konumda olan sektörde 2023 yılının kalanında kredi büyüme hızında bir miktar yavaşlama bekliyoruz. Global ekonomilerdeki yüksek faiz oranları da daha yavaş büyüme eğilimi ile ekonomik aktivitenin ihracatçı bacağına daha sınırlı bir kredi kullanımına neden olabilir. Bununla birlikte iç piyasada da 2021 ve 2022 yıllarındaki kuvvetli iç talep sonrası sınırlı bir yavaşlama ile birlikte kredi kullanımının yavaşlaması da söz konusu olabilir. Yıl genelinde kredi büyümesinin %40-%45 bandında enflasyon beklentilerinin hafif gerisinde gerçekleşebileceğini tahmin ediyoruz. İhracat ve üretimin desteklenmesi kapsamında ve işletme sermayesi ihtiyacının finansmanı amacı ile kredi büyümesinin biraz daha ticari segmentte yoğunlaşabileceğini tahmin ediyoruz.
 - **Mevduat büyümesi kredi artışından daha yüksek olabilir.** Kur korumalı mevduatın da katkısı ile TL mevduat büyümesi Ağustos sonu itibari ile %56 olarak gerçekleşmişti. Yılın kalan kısmında kur korumalı mevduatın yerini, düzenlemelerin de etkisi ile, kısmen TL mevduata bırakmasını bekliyoruz. Dönüşümü desteklemek adına bankaların TL mevduata daha yüksek faiz ödeyebileceğini tahmin ediyoruz. Artan TCMB fonlama faizinin de etkisi ile genel TL mevduat faizi de yükselerek TL mevduat birikimine katkı verebilir.

2023 yılının geri kalanında bankacılık sektörü görünümü

- **Net faiz marjı ikinci yarıda yükseliş eğiliminde olabilir.** TL kredi/mevduat faiz makası 2023'ün ilk yarısında sert bir daralma göstermiş ve negatif bölgede gerçekleşmişti. Son haftalarda sert toparlanma gördüğümüz faiz makasının ikinci yarıda net faiz marjına olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. Bankalar TÜFE'ye endeksli bonolardan da ilk yarıda görece daha düşük gelir yazdılar. İkinci yarıda, özellikle de son çeyrekte, bu gelirin %60'a ulaşması muhtemel Ekim-Ekim enflasyonu ile belirgin bir şekilde artmasını bekliyoruz. Bankaların TL menkul kıymet rezervlerindeki artış ise marj üzerinde sınırlı bir baskıya neden olabilir. Hazine ve Maliye Bakanlığı verilerinden derlediğimiz sonuçlara göre, itfası 2027 ve sonrası dönemde olan uzun vadeli TL cinsi menkul kıymetlerin ortalama getirisi %14.50 seviyelerinde. Portföyde bu enstrümanların ağırlığının yatay seyri de marj açısından olumlu olarak değerlendirilebilir.

Bankacılık sektörü

- ✓ **AKBNK (AL / 40,30 TL):** AKBNK son 1 yılda %176 performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin de %8.8 üzerinde bir performans göstermiştir. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 2.22x F/K ve 0.64x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %33.8 seviyesindedir. Faiz durasyonu açısından önemli bir marj avantajı olan bankanın TÜFE'ye endeksli bonolardan da yılın ikinci yarısında yüksek bir getiri yazmasını bekliyoruz.
- ✓ **GARAN (AL / 69,30 TL):** GARAN son 1 yılda %138 performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin %6.3 gerisinde kaldı. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 3.33x F/K ve 0.85x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %31 seviyesindedir. Vadesiz mevduatın toplam mevduat içerisindeki payı %42 seviyesinde olan bankanın yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha iyi bir marj elde etmesini bekliyoruz.
- ✓ **HALKB (TUT / 16,00 TL):** HALKB son 1 yılda %56.4 performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin %38 gerisinde kaldı. Hisse 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 5.04x F/K ve 0.68x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %15 seviyesindedir. Özel sektör bankalarına göre daha yüksek F/K çarpanı ve önümüzdeki dönemde büyüme hızının biraz daha yavaş olabileceği beklentisi ile önerimiz TUT yönündedir.
- ✓ **ISCTR (AL / 27,60 TL):** ISCTR son 1 yılda %190 nominal performans sergilerken, BIST 100 Endeksi'nin de %14 üzerinde bir performans göstermiştir. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 3.8x F/K ve 0.82x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %24.0 seviyesindedir. Bir önceki hafta açıklanan iştiraklerinin tek bir çatı altında birleştirilmesi ileride bir değer açığa çıkartabileceği için beklentiler olumlu kalmaya devam edebilir. Enflasyona endeksli bonolar için uyguladığı farklı muhasebe standardı nedeni ile yılın ikinci yarısındaki kar momentumu özel sektör rakiplerinin hafif gerisinde kalabilir.
- ✓ **VAKBN (TUT / 15,70 TL):** VAKBN son 1 yılda %89 nominal performans sergilerken, BIST-100 Endeksi'nin ise %25.6 gerisinde kalmıştır. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimizde 4.30x F/K ve 0.76x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %20 seviyesindedir. Özel sektör bankalarına göre daha yüksek F/K çarpanı ve önümüzdeki dönemde büyüme hızının biraz daha yavaş olabileceği beklentisi ile önerimiz TUT yönündedir.
- ✓ **YKBNK (AL / 21,40 TL):** YKBNK son 1 yılda %150 nominal performans sergilerken, BIST-100 Endeksi'ne de paralel bir performans göstermiştir. Hisse 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 2.31x F/K ve 0.68x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %34.5 seviyesindedir. Vadesiz mevduatın toplam mevduat içerisindeki payı %42 seviyesinde olan bankanın TÜFE'ye endeksli bonoların katkısı ve bireysel kredilerdeki görece daha yüksek payı ile yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha iyi bir marj elde etmesini bekliyoruz.
- ✓ **TSKB (AL / 9,70 TL):** TSKB son 1 yılda %48 nominal performans sergilerken, BIST-100 Endeksi'nin ise %42 gerisinde kalmıştır.. 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 3.29x F/K ve 0.89x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %33.2 seviyesindedir. Son iki yıldır yavaş büyüyen bankanın önümüzdeki dönemde yüksek sermaye yeterliliği ile daha hızlı büyümesi beklenebilir. Bununla birlikte liralasma stratejisi çerçevesinde regülasyon değişimlerinden etkilenmiyor olması ise marj açısından pozitif olarak değerlendirilebilir.

Bankacılık sektörü hisse önerileri ve hedef fiyatlarımız

Öneri ve Hedef Fiyatlar

	Fiyat, TL		Yükselme Potansiyeli	Öneri
	Cari	Hedef		
AKBNK	29.38	40.30	37%	AL
GARAN	50.85	69.30	36%	AL
HALKB	13.48	16.00	19%	TUT
ISCTR	21.36	27.60	29%	AL
VAKBN	13.81	15.70	14%	TUT
YKBANK	16.10	21.40	33%	AL
TSKB	7.29	9.70	33%	AL

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Cari Fiyatlar 01 Eylül itibari ile

Değerleme Çarpanları

	F/K		F/DD		Karlılık	
	2022	2023T	2022	2023T	2022	2023T
AKBNK	2.55	2.50	0.99	0.77	54.7%	35.7%
GARAN	3.65	3.28	1.40	0.98	51.2%	35.0%
HALKB	6.61	5.59	1.08	0.75	21.6%	15.0%
ISCTR	3.47	4.09	1.12	0.93	46.8%	25.1%
VAKBN	5.70	5.43	1.28	0.87	29.6%	18.4%
YKBANK	2.58	2.79	1.08	0.83	55.5%	34.2%
TSKB	5.03	3.32	1.60	1.05	45.0%	38.1%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Cari Fiyatlar 01 Eylül itibari ile

Net Kar Tahminleri , BDDK solo, milyon TL

	2021	y/y	2022	y/y	2023T	y/y
AKBNK	12,126	93%	60,024	395%	61,082	2%
GARAN	13,073	110%	58,509	348%	65,106	11%
HALKB	1,508	-42%	14,650	872%	17,338	18%
ISCTR	13,468	98%	61,538	357%	52,259	-15%
VAKBN	4,175	-17%	24,017	475%	25,225	5%
YKBANK	10,490	107%	52,745	403%	48,772	-8%
TSKB	1,089	49%	4,055	272%	6,149	52%

Kaynak: Şirketler ve Deniz Yatırım Araştırma

Ana Operasyonel Beklentiler

	Net Faiz Marjı			Net Kredi Risk Maliyeti		
	2021	2022T	2023T	2021	2022T	2023T
AKBNK	3.4%	9.5%	6.2%	1.2%	0.9%	1.1%
GARAN	4.6%	10.1%	6.2%	3.2%	2.8%	2.3%
HALKB	2.7%	6.5%	3.2%	1.7%	5.2%	0.4%
ISCTR	3.2%	7.2%	5.5%	1.7%	1.0%	1.1%
VAKBN	1.7%	6.3%	2.6%	1.0%	2.5%	0.8%
YKBANK	3.4%	10.0%	6.0%	2.4%	2.7%	1.8%
TSKB	4.2%	6.6%	5.9%	2.9%	3.6%	1.7%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Bankacılık sektörüne ait kar tahminlerimiz

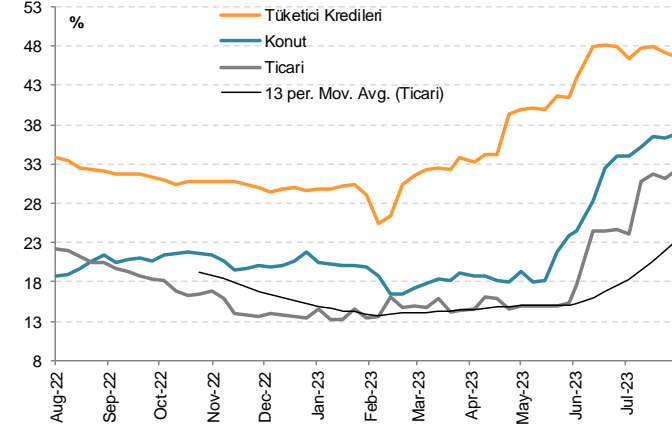
	AKBNK			GARAN			HALKB			ISCTR			VAKBN			YKBNK			TSKB		
	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T
Net Faiz Geliri	15.1	70.3	72.1	21.8	73.0	69.6	18.3	62.0	50.0	17.9	63.7	72.8	12.3	70.3	47.7	15.9	74.8	63.0	2.5	6.4	7.9
y/y	-3.3%	364.6%	2.6%	8.5%	234.9%	-4.7%	3.4%	239.6%	-19.3%	-11.0%	256.4%	14.3%	-28.7%	470.7%	-32.2%	8.3%	370.2%	-15.9%	41.2%	153.8%	22.2%
Net Faiz Marjı	3.4%	9.5%	6.2%	4.6%	10.1%	6.2%	2.7%	6.5%	3.2%	3.2%	7.2%	5.5%	1.7%	6.3%	2.6%	3.4%	10.0%	6.0%	4.2%	6.6%	5.9%
Net Karşılık Gideri	3.4	4.2	7.2	11.7	15.1	18.6	8.6	35.3	5.6	7.1	5.9	10.0	5.1	19.1	9.5	7.9	12.9	12.5	1.4	2.5	1.8
y/y	-40.0%	21.1%	71.8%	24.3%	28.3%	23.3%	43.0%	308.9%	-84.3%	-13.5%	-17.5%	70.7%	-28.1%	277.6%	-50.1%	-3.8%	63.5%	-2.7%	58.8%	74.9%	-26.7%
Net Kredi Risk Maliyeti	1.2%	0.9%	1.1%	3.2%	2.8%	2.3%	1.7%	5.2%	0.4%	1.7%	1.0%	1.1%	1.0%	2.5%	0.8%	2.4%	2.7%	1.8%	2.9%	3.6%	1.7%
Faaliyet Giderleri	9.3	19.1	42.7	12.7	22.9	48.6	9.7	17.7	49.1	15.9	34.0	74.0	9.5	17.9	53.4	10.3	22.4	46.7	0.3	0.5	1.2
y/y	21.3%	105.2%	123.3%	26.3%	80.8%	112.2%	21.5%	83.2%	177.3%	34.9%	113.9%	117.4%	17.8%	88.6%	197.6%	22.1%	117.9%	108.5%	18.6%	91.9%	144.5%
Net Komisyon Gelirleri	5.2	10.3	19.5	8.5	16.6	27.8	4.1	8.5	15.8	7.6	16.1	29.3	4.5	10.8	20.6	7.3	14.1	27.4	0.1	0.2	0.3
y/y	35.4%	97.1%	88.6%	42.2%	95.6%	67.0%	56.3%	107.0%	87.2%	35.6%	111.9%	81.7%	32.6%	139.8%	90.7%	39.4%	93.2%	93.6%	41.3%	123.7%	75.2%
Net Komisyon Gelirleri / Faaliyet Giderleri	56.1%	53.9%	45.5%	67.1%	72.6%	57.1%	42.3%	47.8%	32.2%	47.9%	47.5%	39.7%	47.3%	60.2%	38.6%	71.1%	63.1%	58.5%	26.9%	31.4%	22.5%
İştirak Gelirleri	1.6	3.1	7.0	2.0	5.4	11.4	0.2	0.4	0.0	8.0	21.8	20.9	0.1	0.1	0.0	1.3	3.2	7.1	0.2	1.0	1.3
y/y	62.6%	98.8%	123.8%	51.9%	163.7%	113.0%	-62.3%	121.2%	-89.7%	134.1%	172.0%	-4.4%	-28.0%	23.4%	-93.7%	46.2%	143.2%	124.6%	182.4%	330.5%	30.1%
Diğer Gelir/Gider	6.9	18.8	29.2	9.4	18.5	36.7	-2.8	2.2	12.0	5.0	12.1	25.6	2.9	-7.0	28.7	7.1	11.5	24.8	0.3	0.5	1.6
y/y	691.3%	172.8%	55.3%	n.a.	97.8%	98.3%	n.a.	n.a.	456.8%	n.a.	143.3%	110.8%	320.6%	n.a.	n.a.	205.8%	61.2%	115.9%	128.7%	78.4%	212.8%
Vergi Öncesi Kar	16.1	79.3	77.9	17.3	75.6	78.4	1.4	20.0	23.2	15.5	73.9	64.6	5.3	37.2	34.0	13.5	68.3	62.9	1.5	5.1	8.0
y/y	102.2%	393.3%	-1.8%	100.3%	336.9%	3.7%	-56.5%	n.a.	15.9%	74.8%	377.8%	-12.6%	-17.8%	603.3%	-8.6%	105.8%	406.6%	-7.9%	53.9%	252.6%	55.7%
Net Kar	12.1	60.0	61.1	13.1	58.5	65.1	1.5	14.6	17.3	13.5	61.5	52.3	4.2	24.0	25.2	10.5	52.7	48.8	1.1	4.1	6.1
y/y	93.5%	395.0%	1.8%	109.6%	347.5%	11.3%	-42.0%	871.7%	18.4%	97.7%	356.9%	-15.1%	-16.7%	475.2%	5.0%	106.5%	402.8%	-7.5%	48.6%	272.4%	51.6%

Bankacılık sektörüne ait bilanço tahminlerimiz

	AKBNK			GARAN			HALKB			ISCTR			VAKBN			YKBNK			TSKB		
	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T	2021	2022	2023 T
Krediler	335	539	783	398	632	966	517	789	1,296	486	750	1,103	566	912	1,380	378	570	800	61	75	124
y/y	41.4%	61.0%	45.3%	34.6%	58.9%	52.8%	19.4%	52.6%	64.2%	42.0%	54.3%	47.1%	35.5%	61.1%	51.3%	39.8%	51.0%	40.3%	62.7%	23.0%	66.3%
TL	222	392	548	264	475	684	368	613	1,022	268	470	664	354	624	938	224	410	564	5	7	4
y/y	30.4%	76.7%	39.9%	28.7%	80.0%	44.0%	8.6%	66.3%	66.8%	25.3%	75.3%	41.2%	19.4%	76.3%	50.2%	32.7%	82.9%	37.5%	2.2%	32.5%	-40.1%
YP, \$	8	8	8	10	8	9	11	9	9	16	15	15	16	15	15	11	9	8	4	4	4
y/y	-5.9%	-7.2%	-0.4%	-17.6%	-16.5%	11.8%	-11.6%	-15.4%	-3.3%	-5.4%	-8.5%	-2.2%	-2.6%	-3.2%	-4.2%	-15.5%	-25.7%	-8.1%	-4.3%	-12.9%	10.2%
Takipteki Kredi Oranı (grup 3 Oranı)	5.0%	3.0%	2.2%	3.8%	2.6%	2.1%	3.0%	2.2%	1.4%	4.1%	3.0%	2.1%	3.1%	2.1%	1.6%	4.6%	3.4%	3.7%	3.3%	2.9%	1.5%
Grup 1 Karşılık Oranı	0.5%	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%	0.8%	1.6%	1.1%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
Grup 2 Karşılık Oranı	14.1%	16.5%	19.0%	17.0%	20.0%	21.0%	14.6%	45.4%	33.5%	18.6%	16.7%	16.0%	14.5%	24.4%	22.0%	18.8%	19.2%	17.0%	19.1%	27.5%	30.0%
Grup 3 Karşılık Oranı	65.3%	67.4%	62.2%	66.0%	72.2%	70.6%	72.9%	81.5%	85.2%	66.2%	74.4%	78.2%	77.2%	81.3%	82.8%	72.6%	76.1%	71.4%	53.9%	92.0%	95.4%
Toplam Karşılık Oranı	104.9%	127.2%	160.4%	166.7%	210.3%	237.4%	137.3%	286.9%	304.7%	136.0%	141.1%	163.2%	141.6%	204.9%	223.5%	156.0%	173.9%	149.4%	149.9%	236.3%	354.4%
Menkul Değerler	153	266	394	93	188	283	223	374	597	145	278	367	224	373	530	128	242	374	13	24	30
y/y	47.2%	73.9%	47.9%	27.1%	102.0%	50.8%	40.3%	67.6%	59.5%	29.8%	92.5%	31.9%	52.7%	66.5%	42.2%	66.6%	89.8%	54.6%	65.3%	81.7%	27.1%
Toplam Aktifler	709	1,075	1,665	758	1,152	1,921	901	1,392	2,175	927	1,408	2,121	1,007	1,681	2,425	737	1,108	1,599	84	116	174
y/y	58.9%	51.7%	54.9%	53.8%	52.0%	66.7%	32.5%	54.5%	56.2%	56.0%	52.0%	50.6%	44.1%	66.9%	44.2%	60.3%	50.4%	44.3%	63.4%	37.4%	50.2%
Mevduatlar	413	679	1,101	513	791	1,401	626	1,061	1,681	596	931	1,377	591	1,128	1,551	401	673	1,040	0	0	0
y/y	53.9%	64.4%	62.1%	59.6%	54.1%	77.1%	36.9%	69.5%	58.5%	61.5%	56.3%	47.9%	42.7%	90.8%	37.5%	57.7%	67.7%	54.6%	n.a.	n.a.	n.a.
TL	152	370	664	180	427	882	260	568	1,092	168	386	598	255	681	916	146	387	616	0	0	0
y/y	40.1%	143.7%	79.3%	25.7%	136.8%	106.5%	-0.9%	118.4%	92.3%	24.6%	130.4%	54.8%	18.7%	166.5%	34.6%	34.9%	165.0%	59.0%	n.a.	n.a.	n.a.
YP, \$	20	17	15	25	19	17	27	26	20	32	29	26	25	24	21	19	15	14	0	0	0
y/y	-9.1%	-15.7%	-11.8%	4.1%	-22.2%	-11.1%	4.4%	-3.9%	-25.5%	1.7%	-9.2%	-10.8%	-6.1%	-5.0%	-11.5%	-2.8%	-20.2%	-7.4%	n.a.	n.a.	n.a.
Özsermaye	76	154	200	79	153	219	44	90	129	87	191	229	52	107	157	63	126	164	7	13	19
y/y	20.7%	102.2%	30.0%	27.1%	93.5%	43.1%	1.3%	106.5%	43.7%	28.1%	120.4%	19.8%	11.8%	105.9%	46.5%	33.5%	98.9%	29.8%	13.7%	84.2%	52.1%
Kaldıraç (Toplam Aktifler / Özsermaye)	9.3	7.0	8.3	9.6	7.5	8.8	20.7	15.5	16.8	10.7	7.4	9.3	19.4	15.7	15.5	11.6	8.8	9.8	12.1	9.0	8.9

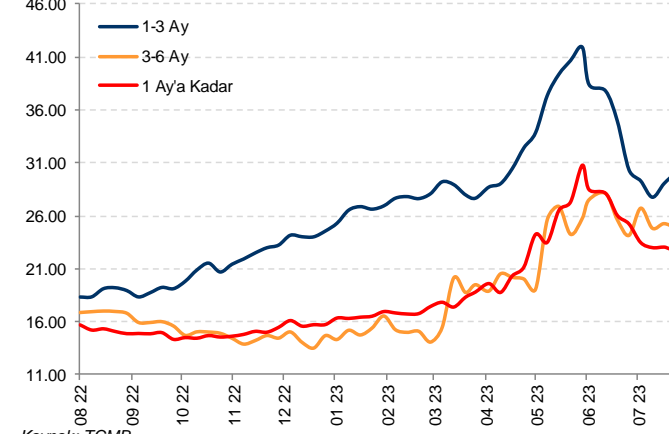
Kredi/mevduat faiz makası yakın dönemde net faiz marjını destekleyebilir

Kredi Faiz Oranları, Son Veri 25 Ağustos 2023



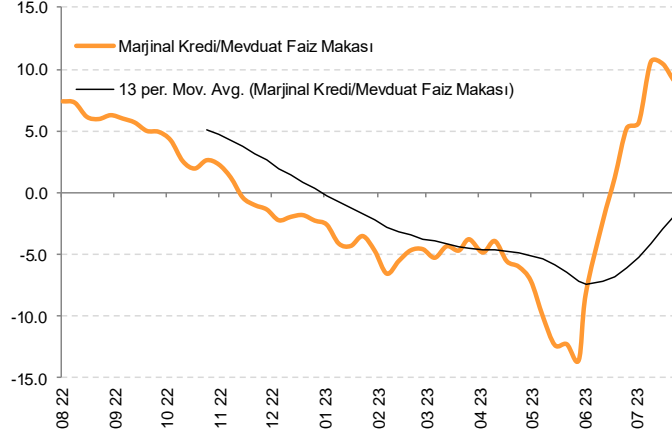
Kaynak: TCMB

Mevduat Faiz Oranları, Son Veri 25 Ağustos 2023



Kaynak: TCMB

Haftalık Marjinal Kredi/Mevduat Faiz Makası, Son Veri 25 Ağustos 2023



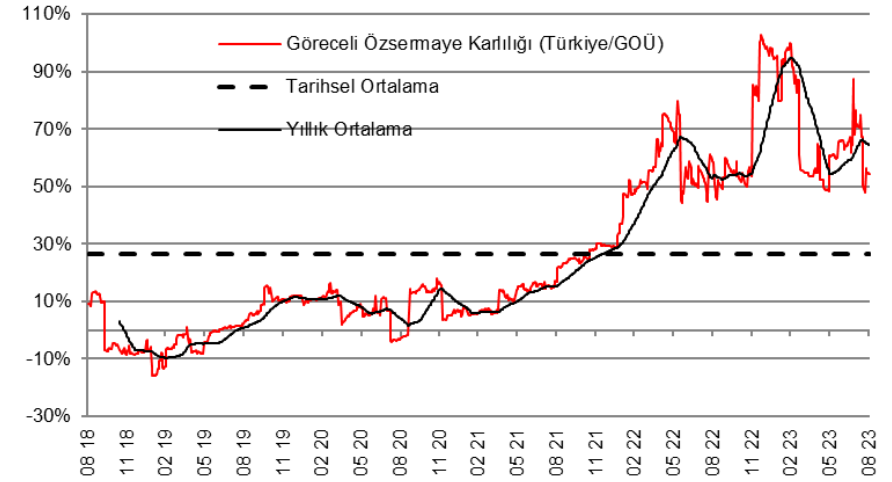
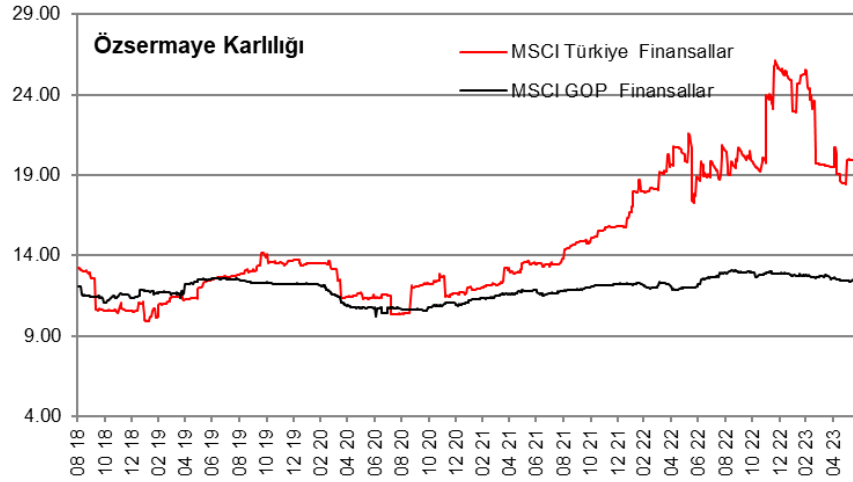
Kaynak: TCMB

Özsermaye karlılığı beklenen enflasyona yakın olduğu için daha yüksek çarpanları destekliyor

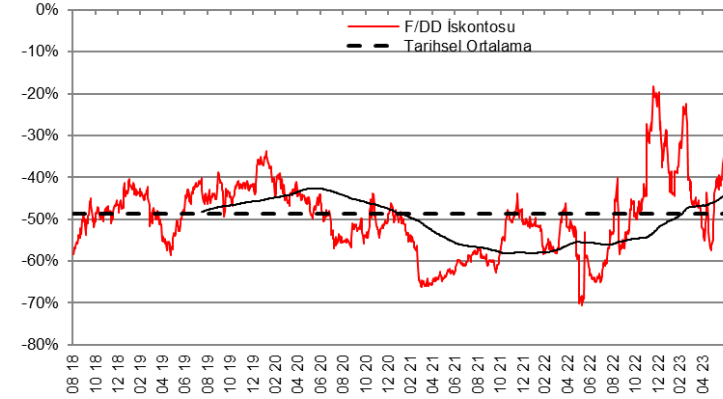
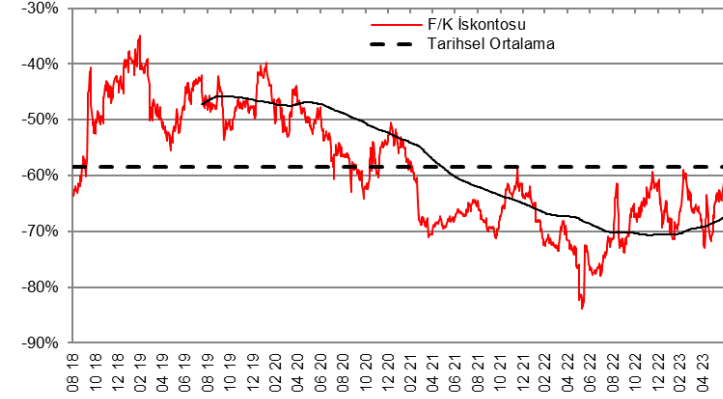
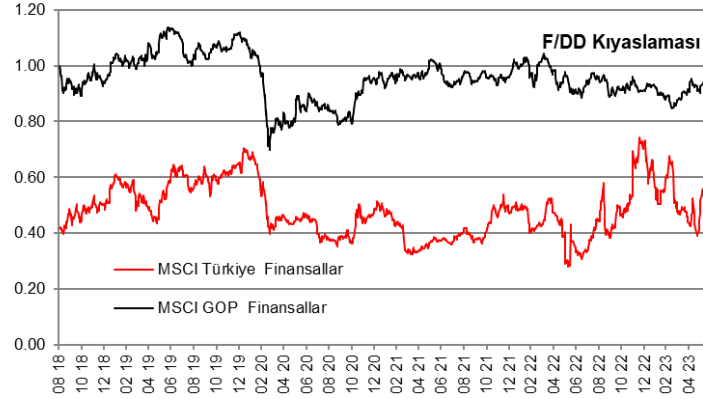
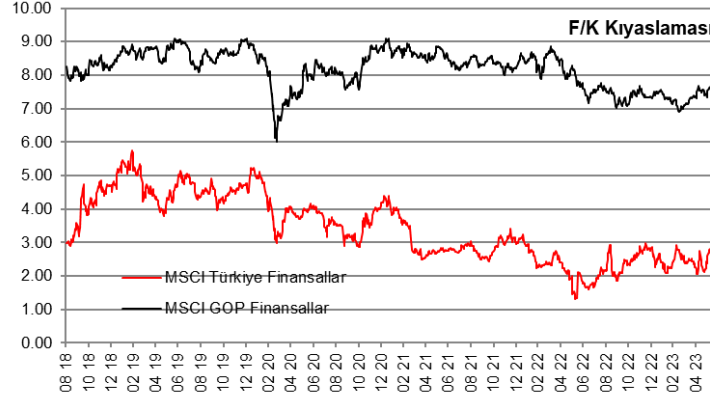
12-a ileri F/K	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	2.12	3.23	4.05	3.89	3.48	2.36	3.35	3.06
Son 1 Yıl	1.44	1.89	3.51	2.25	2.85	1.75	2.02	2.05
Son 3 Yıl	1.36	1.66	3.86	1.52	2.31	1.34	2.15	1.66
Son 5 Yıl	3.05	3.24	4.44	2.35	2.71	2.44	2.62	2.82
İskonto/Prim								
Cari	-31%	5%	32%	27%	14%	-23%	10%	-
Son 1 Yıl	-30%	-8%	71%	10%	39%	-14%	-2%	-
Son 3 Yıl	-18%	0%	132%	-9%	39%	-19%	29%	-
Son 5 Yıl	8%	15%	58%	-17%	-4%	-13%	-7%	-
12-a ileri F/DD	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	0.64	0.85	0.67	0.83	0.76	0.69	0.89	0.75
Son 1 Yıl	0.45	0.54	0.51	0.51	0.51	0.53	0.61	0.51
Son 3 Yıl	0.35	0.42	0.31	0.33	0.31	0.36	0.52	0.36
Son 5 Yıl	0.44	0.50	0.28	0.35	0.31	0.38	0.50	0.39
İskonto/Prim								
Cari	-15%	13%	-10%	9%	0%	-9%	18%	-
Son 1 Yıl	-11%	6%	-1%	-1%	-1%	4%	18%	-
Son 3 Yıl	-1%	18%	-14%	-8%	-13%	1%	46%	-
Son 5 Yıl	13%	29%	-29%	-10%	-21%	-3%	28%	-
12-a ileri Özkaynak Karlılığı	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	34.8%	29.7%	18.1%	23.5%	24.3%	33.8%	30.3%	27.7%
Son 1 Yıl	36.9%	33.3%	15.7%	25.4%	20.1%	35.1%	36.0%	28.5%
Son 3 Yıl	37.1%	35.2%	13.8%	30.5%	19.1%	37.4%	34.3%	30.0%
Son 5 Yıl	26.8%	26.0%	10.6%	23.0%	15.9%	26.8%	26.5%	22.2%
İskonto/Prim								
Cari	26%	7%	-35%	-15%	-12%	22%	9%	-
Son 1 Yıl	29%	17%	-45%	-11%	-30%	23%	26%	-
Son 3 Yıl	24%	17%	-54%	2%	-36%	25%	14%	-
Son 5 Yıl	21%	17%	-52%	3%	-29%	21%	19%	-

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

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



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



2023 yılının geri kalanında sigortacılık sektörü görünümü

■ 2023 yılı Eylül ayına kadar nasıl geçti?

- Hayat dışı sigorta sektörü 2023 yılının Ocak-Temmuz döneminde brüt prim üretimini yıllık bazda %138 kadar artırırken, poliçe fiyatlaması da yukarı yönlü olduğu için finansal gelirler hariç operasyonel karlığın 2022 yılına göre kısmen iyileştiği görüldü. Kaza, sağlık ve motor branşları en yüksek hızla büyüyen branşlar olarak göze çarparken, nakliyat branşındaki artışın daha yavaş olduğu gözlemlendi. Hayat sigortalarında da aynı dönemde %90 ile iyi bir büyüme performansı yakalandı. Bireysel emeklilik sisteminde ise fon hacimleri gerek finansal enstrümanlardaki yüksek getiri oranları gerekse de %30'luk devlet katkısının enflasyona karşı alternatif bir getiri sunması ile Ağustos 2023 itibari ile katılımcı sayısı %10 yıllık artış ile 8.3 milyonun üzerine, fon hacmi ise yıllık %88 artış ile 600 milyar TL seviyesine yükseldi. Olumlu performans sigorta endeksinin yılbaşından bu yana %91 nominal, BİST-100'e göre ise %31 daha iyi performans elde etmesini sağladı.

■ 2023 yılının kalanında ne bekliyoruz?

- **Yıllık brüt prim artış hızı baz etkisinden dolayı yavaşlayabilir.** Ocak-Temmuz döneminde %138 kadar artan hayat dışı prim üretiminin yılın kalan kısmında kısmen geçen yılın yüksek baz etkisinden dolayı daha yavaş bir hızda artması beklenebilir. Motor segmentinin domine etmesini beklediğimiz prim üretimi kompozisyonunda tamamlayıcı sağlık sigortasının da payının artmasını bekliyoruz. Gerek global ekonomilerdeki yavaş büyüme seyri gerekse de içeride artan faiz ile birlikte ekonomik büyüme hızının yavaşlama eğilimi ticari sigorta segmentlerindeki büyüme hızını da kısmen yavaşlatabilir. Krediye bağlı hayat sigortalarındaki yavaşlama beklentimize bağlı olarak hayat sigortalarında da Ocak-Temmuz dönemindeki yıllık %90'lık büyümenin bir miktar yavaşlamasını bekliyoruz.
- **Hayat dışı segmentte operasyonel marjlarda artış bekliyoruz.** Poliçe fiyatlamalarının yukarı yönlü seyri devam ederken düzenlemelerin de şirketler lehine olması operasyonel marjları yukarı çekebilir. Bununla birlikte ekonomik büyüme hızındaki olası yavaşlama da hasar frekansının kısmen iyileşmesine bağlı olarak hasar/prim oranlarında ve buna bağlı olarak ise marjlarda bir artışa imkan sağlayabilir. Aynı zamanda TCMB'nin faiz artırımı sonrasında TL'nin daha güçlü görünümüne bağlı olarak Kasko segmenti hasar ödemeleri de hayat dışı sigorta şirketleri lehine olabilir. Hayat sigortalarında ise krediye bağlı hayat sigortası poliçelerindeki artış hızının yavaşlaması operasyonel marjları kısmen aşağı çekebilir.
- **BES büyüme hızı yavaşlayabilir.** Negatif reel faiz ortamında devlet katkısı ve finansal enstrümanların getirisindeki artış ile iyi bir büyüme hızı yakalayan bireysel emeklilik sisteminde organik büyümenin yılın kalan kısmında biraz daha yavaşlamasını bekliyoruz. Ancak, operasyonel giderlerdeki artış da daha kontrollü olacağı için marjların iyileşme eğiliminde olmasını bekliyoruz.
- **Faiz gelirleri ilk yarıya kıyasla daha yüksek olabilir.** Yılın ilk yarısında yaklaşık %30 olarak gerçekleşen TL mevduat faizlerinin yılın ikinci yarısında daha yüksek olmasını bekliyoruz. Bu durum sigorta şirketlerinin finansal gelirlerine olumlu katkı sağlarken kurdaki daha stabil görünüm ise kur farkı gelirlerinin ikinci yarıda ilk yarıya kıyasla daha düşük kalmasına neden olabilir.

■ Finans dışı sektörlere dair düşüncelerimiz

Dayanıklı tüketim (beyaz eşya & mobilya) sektörü

- Yurt içi ve yurt dışı satış hacimlerinin daralması ve artan maliyetler ile operasyonel karlılığın zayıflaması nedeniyle 2022 yılı dayanıklı tüketim sektörü açısından zorlu geçmişti.
- 2023 yılına geldiğimizde ise ilk yedi ayda yurt içi satışlar yüksek enflasyon ortamında öne çekilen talebin etkisiyle yıllık bazda %21 artarken, ihracat ana pazarlardaki yavaşlama nedeniyle yıllık %11 daralma kaydetti. Yılın geri kalanının yurt içi talebin sıkı kredi koşulları ve düşen alım gücü dolayısıyla kısmen yavaşlayarak arttığı, ihracatta ise toparlanma çabalarının olduğu bir dönem olabileceğini tahmin ediyoruz. Diğer yandan, sektör açısından hayati önem taşıyan ihracat tarafı için ana pazar olan Avrupa'daki yavaşlamanın devam etmesini olası bir risk olarak görürken, şirketlerin yeni ihracat pazarlarına yöneliyor olması ve ihracat pazarlarını çeşitlendiriyor olmasını da bir fırsat olarak okuyoruz. Ek olarak, Avrupa Birliği'ndeki ikiz dönüşüm (yeşil+dijital dönüşüm) kaynaklı mevzuat değişim ve gelişmelerinin de yakından takip edilmesi gereken bir konu olduğu düşüncesindeyiz. Operasyonel karlılığın ise yıllık bazda daha düşük ham madde fiyatları ve daha yüksek parite beraberinde yılın ilk yarısına göre toparlanma kaydedebileceğini öngörüyoruz.
- **Vestel Elektronik**'i beyaz eşya üretimindeki kapasite artışı ve cazip çarpanlarının yanı sıra otomotiv elektroniği, elektrikli araç şarj cihazları ve batarya paketleme alanlarında yaratabileceği yeni hikayeler dolayısıyla uzun vadede beğenmemize karşılık **Arçelik**'i güçlü bilanço yapısı, yatırımlarla desteklenen büyüme hikayesi ve net kar öngörülebilirliğinin daha yüksek olması dolayısıyla tercih ediyoruz.
- Araştırma kapsamımızda yer almamasına karşılık üçüncü çeyrek finansallarının güçlü açıklanacağına yönelik öngörümüz, ihracat kası ve düzenli temettü getirisi dolayısıyla **Vestel Beyaz Eşya**'yı da beğeniyor ve Döngüsel Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ARCLK	202.60	AL	107,441	4,019	42%	-4%	24.05	9.74	3.44
VESTL	77.50	AL	22,576	844	-6%	-36%	-20.83	6.67	1.85
YATAS	56.90	AL	6,372	238	26%	-15%	10.40	6.61	3.77

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Demir çelik sektörü

- Zorlu geçen 2022 yılının ardından Çin'in ekonomik aktivitesindeki yavaşlamanın devam etmesi, çelik fiyatlarındaki düşüş, yaşanan deprem hadisesi ve ithalatta gözlenen artış dolayısıyla 2023 yılının ilk yarısı da olumlu geçmedi.
- Yılın yedi aylık dönemde dünya ham çelik üretimi yıllık bazda %1, yurt içi ham çelik üretimi de %13 azalış gösterdi. Yurt içinde tüketim ise %17 artış kaydederken, geçen senenin aynı döneminde %93,4 olan ihracatın ithalatı karşılama oranı, 2023 yılının aynı döneminde %48 seviyesine geriledi ve yurt içi ihtiyacın önemli bir bölümünün ithalat yoluyla karşılandığına işaret etti.
- Bloomberg verilerine göre Ağustos sonu kapanış rakamlarına kıyasla 2023 yılında yurt içinde çelik fiyatları (sıcak sac, soğuk sac ve inşaat demiri) ortalamada %6 gerilerken, demir cevheri %2 yükseliş, kömür ve hurda fiyatları ise sırasıyla %3 ve %7 gerileme kaydetti.
- Çoğu gelişmiş ülke merkez bankasının faiz artırımı döngülerinin sonuna yaklaşmış olması ve beraberinde küresel ekonomilerde beklenen olası toparlanma eğiliminin yılın geri kalanında demir çelik sektörünü destekleyebileceğini tahmin ediyoruz. Ek olarak, Çin'de emlak sektörüne yönelik teşvikler ve demir çelik sektörüne gelebilecek olası tedbirlerin de destekleyici unsurlar olarak karşımıza çıkabileceğini düşünüyoruz.
- İskenderun tesisinin devreye girmesi ve 2Ç23 finansal sonuçları paralelinde **Ereğli Demir Çelik** için operasyonel karlılık anlamında en kötünün geride kalmış olabileceğini düşünürken, daha karlı ürün karması, beklenen Filyos Limanı projesi, devam eden yatırımları ve önümüzdeki dönemde istikrarlı bir şekilde temettü ödeyeceğine yönelik beklentimiz dolayısıyla **Kardemir**'i de uzun vadede beğenmeye devam ediyor ve her iki hisse için de AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
EREGL	52.60	AL	154,350	5,773	7%	-28%	84.31	16.61	1.01
KRDMD	31.20	AL	28,615	1,070	44%	-3%	26.40	7.66	2.68

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Enerji sektörü

- Elektrik piyasasında Nisan 2022 itibarıyla uygulanmaya başlanan tavan fiyat uygulaması ile PTF, yılın ilk yarısında %46 oranında azalarak MWh başına 2.600 TL'ye gerilemiştir. Türkiye'nin kurulu gücü 2022 yılında 103.809 MW iken 2023 yılı Temmuz ayı itibarıyla 105.135 MW seviyesine ulaşmıştır. Kurulu gücün kaynaklara göre dağılımı ise %30 hidrolik enerji, %24,1 doğal gaz, %20,7 kömür, %11 rüzgâr, %9,9 güneş, %1,6 jeotermal ve %2,6 ise diğer kaynaklar şeklindedir. TEİAŞ tarafından paylaşılan verilere göre, Temmuz ayında yenilenebilir enerji kaynaklarından elde edilen elektrik üretiminin payı %40,35 olarak gerçekleşmiştir.
- Türkiye Ulusal Enerji Planı, Net Sıfır Emisyon Hedefi doğrultusunda, 2035 yılına kadar elektrik kurulu gücün toplamda 189,7 GW, güneş enerjisinde 57,9 GW ve rüzgar enerjisinde 29,6 GW seviyesine ulaşması beklenmektedir. Böylelikle, elektrik kurulu gücünde yenilenebilir enerji kaynaklarının payının %64,7'ye yükselmesi öngörülmektedir. Diğer taraftan, Uluslararası Enerji Ajansı verilerine göre, global enerji sektöründe bu yıl temiz enerji teknolojilerine 1,7 trilyon dolar ve fosil yakıt sektörüne 1,1 trilyon dolar olmak üzere toplamda 2,8 trilyon dolar yatırım yapılacak olup güneş enerjisi yatırımlarının 380 milyar dolarla ilk kez petrol üretimi harcamalarını geride bırakacağı, petrol üretim yatırımlarının 371 milyar dolar olacağı, toplam petrol ve gaz üretim yatırımlarının ise 528 milyar doları bulacağı paylaşılmıştır. Maliyetlerdeki azalış, temiz enerji teknolojilerinin diğer fosil yakıtlarla rekabet edebilecek düzeye gelmesi ve dışa bağımlılığın azaltılması noktasında yenilenebilir enerji sektörü ön plana çıkmaktadır. Türkiye ile BAE arasında imzalanan anlaşmaların büyük bölümünün yenilenebilir enerji yatırımları olduğu ve bu kapsamda deniz üstü rüzgâr projeleri, rüzgar türbinleri, güneş panelleri, petrol, doğal gaz yatırımlarının gündeme gelmesini ve TCMB'de yakın zamanda görüşülmesi planlanan "İklim Kanunu Teklifi Taslağı"nda "OSB'ler, yenilenebilir enerji sistemleri kurarak enerji tüketimlerinin en az %10'unu bu sistemlerden karşılayacaktır." fıkrasının ekleneceği haberlerini yenilenebilir enerji sektörü hisseleri açısından olumlu olarak okuyoruz.
- Döviz bazında garantili satış yapan yurt dışı operasyonlarının katkısının yanı sıra yenilenebilir enerji teknolojilerine yoğunlaşması, devam eden depolamalı RES ve GES yatırımları ve artan kurulu gücü ile **Aksa Enerji**, sağlam bilanço yapısı, 2023 yılı beklentileri, sektördeki güçlü konumu, Amerika ve Avrupa yatırım planları, yeni fabrika yatırımıyla kapasite ve üretim miktarı artan **Alfa Solar Enerji**, yukarı yönlü revize beklentileri ve enflasyona dayalı iş profili ile **Enerjisa Enerji**, yeni pazarlarda büyüme hedefi, güçlü nakit akışıyla birlikte planladığı kapasite yatırımları, 2025'e kadar 550 MW kurulu güç hedefi, yılın 2. yarısında mevsimsellik dolayısıyla yükselen taleple birlikte toparlanma göstermesi öngörülen **Galata Wind Enerji**, sektöründeki güçlü konumu, YEKDEM ile garanti altına alınmış gelirleri, yıllık 2 milyon karbon kredisi satış potansiyeli, kapasite artışları, yurt dışında büyüme hedefi ve devam eden yatırımlarıyla **Biotrend Enerji**'yi beğenmeye devam ediyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/k*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AKSEN	50.70	TUT	48,146	1,801	-14%	-42%	10.73	9.18	2.21
ALFAS	98.28	TUT	57,666	2,157	340%	197%	61.79	63.68	44.28
BIOEN	29.20	AL	10,480	392	11%	-25%	22.30	29.64	23.43
ENJSA	77.20	AL	60,884	2,277	54%	4%	3.88	6.70	2.80
GWIND	33.46	AL	17,518	655	49%	1%	17.92	17.36	8.46

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Gıda & İçecek sektörü

- 2023 yılında iklim değişikliğinin etkisi ve tahıl üretiminde yüksek pazar payına sahip olan Rusya ve Ukrayna'nın 2022 yılının başında savaşa girmesi, global anlamda gıda ve içecek sektörü için en fazla atif yapılan konuların başında gelmektedir. Diğer taraftan, Karadeniz Tahıl Antlaşması'nın sekteye uğraması maliyet artışlarına sebep olmakla birlikte Hindistan'ın pirinç ihracatına kota getirmesi ve dünya ticaretinin önemli ulaşım noktalarından olan Panama Kanalı'nda yaşanan kuraklık durumu daha da olumsuz hale getirmektedir. Küresel tedarik zincirindeki aksamalar, gıda fiyatları ile döviz kurlarındaki belirsizliklerin yanı sıra enflasyonist ortam, sektörün fiyatlama politikaları ve yurt dışı pazarlardaki rekabetçiliğini olumsuz etkilemektedir. 2023 yılında yaşanan deprem hadisesi de hem ekili arazi yapısı hem de tarımdaki işgücünü olumsuz yönde etkilemiştir. Türkiye'de rakamsal veriler de bu tabloyu desteklemektedir. TÜİK verilerine göre, 2023 yılının ilk yarısında gıda ve alkolsüz içecekler fiyat endeksi, 2022 Haziran dönemine kıyasla TÜFE'nin 16 puan üzerinde %53,9 artış göstermiştir. Ağustos ayı verilerine göre de TÜFE'nin üzerinde %72,9 ile önceki yılın aynı ayına göre artışın en yüksek olduğu 3. sektör olmuştur. 2022 yılında gıda ve içecek sektörünü ön plana çıkaran unsurların 2023 yılında da önemini korumasını beklemekteyiz. Bu doğrultuda, gıda ve alkolsüz içeceklere olan talebin devam edeceğini öngörürken, artan talep ve maliyetlerle fiyatların da yukarı yönlü seyretmesini beklemekteyiz.
- **Yayla Agro Gıda'yı**, ihracatçı yapısı, çeşitlendirilmiş ve katma değeri yüksek ürün yelpazesi ve devreye alınması planlanan yeni Niğde fabrikası ile kapasite artışına gitmesi bakımından beğeniyoruz. Ayrıca, **Tat Gıda'yı** da domates ve hazır yemek kategorilerinde pazar lideri olması, birleşme & satın alma sürecinde yurt içi ve yurt dışı şirketler tarafından stratejik olarak değerlendirilmesi gibi sebeplerle beğenmeye devam ediyoruz. Halihazırda döviz açık pozisyonunun %52'sini kapatan **Ülker Bisküvi'yi**, marjlarındaki dikkat çeken toparlanmaya ek güçlü pazar konumuyla beğenmeye devam ediyoruz.
- Artan maliyetlere karşı fiyatlama stratejisi, pazardaki lider konumu, geniş ürün gamı, yurt dışı operasyonları ve güçlü ihracat konumu ve düzenli temettü getirisi dolayısıyla **Coca Cola İçecek'i** beğenmeye devam ediyoruz. 2023 yılında var olunan pazarlarda büyümenin yanı sıra yeni coğrafyalarda pazar payı kazanmasını beklemekteyiz. Ayrıca, beklentimizin üzerinde seyreden ürün karlılıkları eşliğinde 12-aylık hedef değerinde gerçekleştirdiğimiz yukarı yönlü revizyon doğrultusunda Coca Cola İçecek için 12-aylık hedef fiyatımızı 404,10 TL'den 489,0 TL'ye yükselttiğimizi ve önerimizi AL olarak sürdürdüğümüzü de belirtmek isteriz.
- Bu gelişmeler çerçevesinde, Coca Cola İçecek hissesini Model Portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
CCOLA	489.00	AL	102,791	3,845	100%	35%	17.45	8.64	3.69
TATGD	47.70	AL	5,756	215	18%	-20%	19.81	15.36	4.86
ULKER	103.30	AL	25,480	953	58%	7%	-835.08	6.17	4.31
YYLGD	22.59	AL	24,783	927	37%	-7%	21.04	25.25	7.51

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Hastane sektörü

- Sağlık sektöründe veriler; T.C. Sağlık Bakanlığı tarafından "Sağlık İstatistikleri Yıllığı" olarak 1 yıl gecikmeli olacak şekilde yayınlanmaktadır. En son haber bültenindeki istatistikler TÜİK 2021 nüfusu baz alınarak uluslararası tanımlara göre hesaplanmış olup, bu konu ile ilgili bir sonraki haber bülteninin yayımlanma tarihi Eylül 2023'tür. O nedenle, 2022 yılı ve 2023 yılının ilk yarısı için kesinleşmiş veri seti bulunmamaktadır. Ancak, sağlık sektörünün nasıl bir aşama kaydettiğini daha doğru bir şekilde değerlendirebilmek için sektörü 2020-2021 yıllarından itibaren ele almakta fayda bulunmaktadır. Çünkü, söz konusu yıllar, Covid-19 pandemi sürecinin hayatımıza girmesi ve hastane sektörü için daha önce tecrübe edinilmeyen bir sürecin başlangıcı olarak kabul edilen yıllar olarak tanımlanmaktadır.
- Bir hastanenin etki alanı, erişilebilirliği ve hizmetleri; tedavi amaçlı gelen hastalarının yoğunluğu ile ilişkilidir. 2020-2021'de pandeminin etkisiyle birlikte, sağlık sektöründeki **yoğunluk ve sermayenin hangi alanda kullanılacağı kararı** farklı bir yöne evrilmiş durumdaydı. Elde edilen sermaye, öncelikli olarak insan hayatının ve pandemi koşullarının iyileştirilmesi hedefiyle; Covid-19 tedavilerinin bulunmasına yönelik aşı-antikor testlerinin nihai sonucuna varması için kullanılmaktaydı. 2022 yılında gelindiğinde ise hastane sektörü, pandemi etkisinin yavaş yavaş ilk zamanlardaki tedirginliğini geride bırakması ve çözüm alternatiflerinin türemesiyle birlikte kendini yeniden inşa etmesine tanık olmaya başladı. 2023 yılının başlangıcında ise deprem hadisesinin yaşanması dolayısıyla "pandemi tedirginliği" bu sefer yerini "deprem tedirginliğine" bırakmak durumunda kaldı. Sektör elinde olmayan nedenlerden ötürü 2. kez duraklama yaşadı. **Deprem felaketi, yabancı turistler tarafından Türkiye'ye olan sağlık hizmeti talebinin düşmesine neden olmuştur. Bunun yanı sıra maliyetler tarafında da yaşanan enflasyonla ilişkili fiyat artışları da duraklama üzerinden pay almıştır.** Hem deprem hem de fiyat artışları etkisi sektörün, 2023 yılının ilk çeyreğini pek de parlak geçirememesine neden olmuştur. 2. çeyreğe gelindiğinde ise, yaz turizminin ve deprem endişesinin biraz daha azalmasıyla birlikte yabancı sağlık turizmi alanı bir nebze toparlanma sürecine girmeye ve akışını hızlandırmaya başlamıştı. Bu bağlamda; havacılık sektörünün de en iyi çeyreği olarak nitelendirdiğimiz 3. çeyrekte sağlık turizmindeki toparlanmanın daha da ivme kazanacağını düşünüyoruz.
- Bu noktada, **16 Ocak 2023 tarihinden itibaren Döngüsel Portföyümüzde taşıdığımız MLP Sağlık Hizmetleri'nin de öne çıkacağını öngörüyoruz.** MPARK'ın, yüksek satın alma gücü ve geniş bir müşteri kitlesine ulaşmayı hedeflemesi amacıyla planladığı yeni hastane alımları ile avantajlı konumda olacağını düşünüyoruz. **Lokman Hekim'in ise arz tarafında yoğun olmayan yerlerde ilk ve tek olmayı hedeflemekte olması nedeniyle avantajlı noktaya geleceği beklentisindedir.**

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
MPARK	183.10	AL	26,546	993	41%	-4%	13.44	9.66	11.45
LKMNH	43.70	AL	1,500	56	21%	-18%	12.19	8.74	4.53

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Havacılık sektörü

- Henüz yüksek sezon finansallarını görmediğimiz havacılık sektörü son yayınlanan yolcu ve turizm rakamlarına göre beklentilerin üzerinde büyümelere işaret ediyor. Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre, 2023 yılı Ocak-Temmuz döneminde turist sayısında rekor yıl olarak kabul edilen 2019 yılı rakamlarının %8 üzeri takip edilirken, geçen yılın aynı dönemine göre ise %16 artış göstererek 26.766.240 kişiye ulaşmıştır. DHMİ rakamları da güçlü geçmesi beklenen sezonu desteklemektedir. 2023 yılı ilk 7 aylık dilimde Türkiye'de tüm havalimanlarında 118.670.100 kişiye hizmet verildiği gözlenirken, dış hat yolcu trafiğindeki artış dikkat çekmiştir. Eurocontrol verilerine ait 01 Ocak-03 Eylül 2023 dönemi hava trafik istatistiklerine göre; İstanbul Havalimanı (İGA İstanbul) günlük 1.381 uçuşla ilk sırada yer almıştır. Sabiha Gökçen Havalimanı ise bu dönemde günlük 603 uçuşla 19. sırada yer alırken, güçlü geçen turizm rakamlarının pozitif etkisiyle Antalya Havalimanı 18. sıraya yükselmiştir.
- 2023 yılının ilk yarısında jet yakıt fiyatlarının yatay seyri ve petrol ile arasındaki crack spread'in azalmış olması özellikle ikinci çeyrek marjlarındaki iyileşmenin ana sebebi olurken, prim ödemeleri ve ara zamlarla personel gideri en çok artış gösteren maliyet kalemi olarak karşımıza çıkmıştır.
- Filo modernizasyonu pozitif katkısının etkilerini gördüğümüz **Pegasus** 2023 yılının ilk yarısında rekor marjlara ulaşmıştır. Kapasite artışlarının katkısı ve jet yakıt fiyatlarındaki yatay seyirle 2023 yılının ilk yarısını güçlü tamamlayan **Türk Hava Yolları** filosunu büyütme ve kapasite artışlarına devam etmektedir. Antalya turizm rakamları doğrultusunda güçlü yolcu sayıları elde eden **TAV Havalimanları'nda** ise Antalya turizm rakamlarına ek, hizmet şirketleri ve Almatı Havalimanı ile güçlü sonuçlara işaret etmektedir. 2023 yılının ilk yarısında kurun yatay seyri ve deprem nedeniyle gelen ek vergilerin karlılık üzerinde baskı oluşturduğu **Hitit Bilgisayar'ı** ise artan trafik rakamlarıyla beraber daha iyi bir ikinci yarı geçireceği beklentimiz doğrultusunda beğenmeye devam ediyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
THYAO	408.80	AL	348,726	13,044	79%	21%	6.43	6.06	1.30
PGSUS	1478.60	AL	91,364	3,417	86%	26%	8.86	8.66	3.41
HTTBT	70.70	AL	6,681	250	88%	27%	67.51	36.11	5.43
TAVHL	167.60	AL	45,192	1,690	33%	-10%	28.74	11.88	1.42

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Holdingle

- Holdingler tarafında Türk varlıklarına artan ilgi dolayısıyla iskonto seviyelerinde kısmen azalış gözleniyor.
- Holdinglerin yıl genelinde performans gelişimlerine baktığımızda, **Enka İnşaat** Rusya kaynaklı belirsizliklerin kısmen azalsa da devam ediyor olması, **Tekfen Holding** de zayıf operasyonel karlılık nedeniyle 2023 yılında geride kalan başlıca holdingler oldu.
- Endeksin üzerinde performans gösteren holdingler ise tarım ve gıda alanlarındaki stratejik hamleleri ve güçlü kar büyümesi beraberinde **Alarko Holding** ve Tüpraş, bankacılık (Yapı Kredi Bankası) ve otomotiv (Ford Otosan, Tofaş, Türk Traktör) segmentleri öncülüğünde **Koç Holding** olarak ön plana çıktı.
- Önümüzdeki dönem kapsamında da farklı alanlardaki stratejik aksiyonları, güçlü bilanço yapıları, enerji işkolunun beklenen katkıları ve solo nakit pozisyonları ile **Alarko Holding** ve **Doğan Holding** ile çeşitlendirilmiş portföy yapıları, uzun vadeli hedef ve yatırımları ve azalsa da devam eden iskontoları eşliğinde **Koç Holding** ve **Sabancı Holding**'i beğenmeye devam ediyoruz. Ayrıca, beklentimizin üzerinde seyreden ürün karlılıkları eşliğinde Tüpraş ve dolayısıyla da Aygaz'ın 12-aylık hedef değerinde gerçekleştirdiğimiz yukarı yönlü revizyon doğrultusunda Koç Holding'e yönelik 12-aylık hedef fiyatımızı 179,00 TL'den 192,00 TL'ye yükselttiğimizi de belirtmek isteriz.
- Bu gelişmeler çerçevesinde, Alarko Holding ve Sabancı Holding hisselerini Model Portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ALARK	160.65	AL	56,159	2,101	60%	9%	4.29	332.23	2.88
DOHOL	16.50	AL	36,768	1,375	37%	-8%	3.67	3.79	1.24
ENKAI	44.50	AL	203,400	7,608	3%	-30%	15.40	9.76	1.23
KCHOL	192.00	AL	364,155	13,621	75%	19%	4.28	8.23	2.02
TKFEN	57.60	AL	17,242	645	4%	-30%	6.81	8.61	1.56
SAHOL	78.80	AL	123,750	4,629	41%	-5%	2.64	12.55	1.05

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

İlaç sektörü

- 2023 yılının ilk yarısına ilaç fiyatlarına yapılan yukarı yönlü güncellemeyle başlayan sektör, 6 Şubat 2023 tarihinde 11 ilimizi etkileyen deprem sonucunda bölgeye kamu işbirliği ile milyonlarca kutu ilaç göndererek hareketli bir dönem yaşamıştır. İlk yarıdaki sayısal verileri kutu ve TL bazında incelediğimizde, 91.964 milyon TL değerinde 1.342 milyon ilaç kutusu, 3.225 milyon TL değerinde 76 milyon adet özel tıbbi amaçlı gıda ve 5.238 milyon TL değerinde 46 milyon adet sağlık ürünleri sektöre katkıda bulunmuştur. **Toplamda 100.427 milyon TL değerinde 1.464 milyon kutu katkı sağlanarak, 2022 yılının ilk yarısına kıyasla kutu bazında %6,9 ve TL bazında %105,2 artış yaşanmıştır.** 2023 yılının ilk yarısında hem kutu bazında (%22) hem de TL bazında (%144) en fazla antibiyotik alt grubunda artış görülmüştür. Yurt içinde imal edilen ilaçlar kutu bazında %8,4, TL bazında %120,3 artış gösterirken, ithal ilaçlar kutu bazında %6,9 azalış, TL bazında ise %87,9 artış göstermiştir.
- İlaç sektörü, 2023 yılının ikinci yarısına da Temmuz ayında ilaç fiyatlarına yapılan yukarı güncellemeyle başladı. Resmi Gazete’de yayımlanan Cumhurbaşkanlığı kararına göre, beşeri tıbbi ürünlerin fiyatlandırılmasında kullanılan *Dönemsel Avro Değeri’nin (DAD)* 1 euro değeri %30,5 oranında artırılarak 14,038 TL olarak belirlendi. Yapılan güncelleme doğrudan üretici firmaları, dolaylı yoldan da depo hizmeti veren firmaları artan maliyetlere karşı olumlu etkilemektedir. Bununla birlikte DAD, 28,86 TL seviyesindeki son kapanış EURTRY paritesinin %48’ini karşılamaktadır. Karşılama oranın yıl sonu beklenen kur seviyelerine göre daha da azalacağı tahmin edilmektedir. **Rekabetin yoğun olduğu sektörde, yüksek pazar payına sahip şirketler öne çıkmaktadır. Bu noktada, 5 Mayıs 2022 tarihinden itibaren Döngüsel Portföyümüzde taşıdığımız Selçuk Ecza Deposu’nun öne çıkacağını öngörüyoruz. SELEC’in, hem kutu (%38,54) bazında hem de TL (%38,99) bazında yüksek pazar payına sahip olması, 26’sı ana depo olmak üzere 112 deposuyla geni bir coğrafyaya dağılmış olması ve çeşitlendirilmiş dağıtım kanallarına sahip olması nedeniyle avantajlı bir konumda olduğunu düşünüyoruz.**
- Yatırım döneminde olan **Meditera Tıbbi Malzeme’yi**, sürdürülebilir ihracat yapısına sahip olması, 2024 yılında yatırımlarını tamamlayıp kapasite artışına gidecek olması, kur tarafındaki yukarı yönlü hareketlerden pozitif etkilenmesi, temettü ve pay geri alım süreçlerini gerçekleştirmesine rağmen net nakitte olması gibi nedenlerle güçlü bir pozisyonda olduğunu düşünüyoruz. **Eczacıbaşı İlaç**, ilaç fiyatlarında gerçekleşen kur artışından ve Kanyon ofis ve AVM’de sahip olduğu gayrimenkul alanındaki ofislerinden elde edilen kira gelirlerinden avantaj sağlayarak büyümesini sürdürülebilir kılacağını öngörüyoruz. Özellikle Ayazağa yerleşkesinde konumlanan arazinin, kullanım planlarının ileriki günlerde büyüme üzerinde itici güç unsuru olarak karşımıza çıkacağını tahmin ediyoruz. **Anatolia Tanı ve Biyoteknoloji Ürünleri**, 2023 yılında pandeminin etkileri azalmış olsa bile sahip olduğu Covid-19 dışı segmentteki kitleriyle de hacim büyümesini devam ettireceğini düşünüyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
SELEC	66.00	AL	37,446	1,401	50%	2%	12.83	10.17	4.94
ECILC	53.50	AL	35,702	1,335	64%	11%	8.42	48.49	1.89
MEDTR	59.20	AL	4,667	175	3%	-31%	16.47	18.22	5.44
ANGEN	15.40	TUT	3,991	149	-12%	-40%	23.14	110.24	5.00

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Kimya sektörü

- Türkiye’de kimya sektörüne baktığımızda, Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verilerine göre, Haziran 2023 döneminde en çok ihracat yapan 2. sektör olan kimya 2,37 milyar dolar ihracat gerçekleştirdi. 731 milyon dolarla plastikler ve mamulleri ihracatı ilk sırada, 513,9 milyon dolarla mineral yakıtlar ve ürünler ikinci ve anorganik kimyasallar ihracatı 248,3 milyon dolarla üçüncü sırada yer aldı. İhracatta yıllık bazda ise %25 azalış gerçekleşirken, ilk altı aylık dönemde ise %13,5 azalarak 14,6 milyar dolar olarak gerçekleşti. Bu yıl ihracatta gerilemeye sebep olan etkenlerin başında sektörün ham maddesi olan petrol ve petrokimya fiyatlarındaki gelişmeler ön plana çıkmakta olup geçen yıl yüksek seyreden petrol ve emtia fiyatları bu yıl düşük seyretmektedir. Kimya sektörü, hammadde bakımından %70 oranında dışa bağımlıdır. Küresel talepteki durgunluk devam etmekte olup sektörün en büyük ihracat pazarı olan AB ülkelerinde yaşanan resesyonun ise etkisi devam etmektedir. Enflasyon, kur ve faiz dengesinin sağlıklı hale gelmesiyle ihracatın daha rekabetçi yapıya ulaşması öngörülmüyor.
- Petrokimya sektöründe, global gelişmelere paralel olarak arz ve talep dengesine, enerji ve hammadde fiyatlarına bağlı karlılık döngüleri bulunmaktadır. Sektörde küresel arz fazlası ve zayıflayan taleple birlikte fiyatlar gerilemeye devam ederek dip noktalara gelirken marjlar ise daraldı. Bununla birlikte, sektörde kapasite kullanım oranları son yılların en düşük düzeyine geriledi. Artan arz ve azalan talebe Rusya-Ukrayna savaşının etkileri de eklenince piyasa durgunluğu daha derinleşti. 2023 yılının 2. çeyreğinde petrol fiyatları, zayıflayan taleple birlikte yaklaşık %10 düşerek 75 USD/varil düzeyine geriledi. ABD’de enflasyonun beklenenden fazla düşmesi ve Fed’in faiz artışlarını yavaşlatacağı sinyalleri durgunluk endişelerini hafifletti. Çin’de ekonomide yeni teşvik paketi girişimleri, Avrupa’nın Ağustos sonunda tatilden dönmesi gibi faktörler göz önüne alındığında fiyatların yeniden yükseliş eğilimine girmesi beklenmektedir.
- Geniş ürün gamı ve farklı sektörlerde çeşitlendirilmiş portföyü ile büyümesini sürdürmesi, güçlü yurt içi pazar pozisyonu, fabrika yatırımına bağlı artan üretim kapasitesi, devam eden savunma sanayi ve Ar-Ge projeleri, GES yatırımı, ihracat pazarlarında büyüme stratejisi ve 10 global oyuncu arasında yer alma hedefiyle **Kimteks Poliüretan**’ı beğenmeye devam ederken, çeşitli sektörlerle yönelik geniş ürün karması, sürdürülebilir faaliyet alanı ve yılın geri kalında kademeli iyileşme ve satış fiyatlarında artış beklentisine karşın küresel talep ve petrokimya sektöründe zayıf seyrin sürmesi, gerileyen etilen-nafta makası ve Şirket’in FAVÖK beklentisinde aşağı yönlü revizyonun **Petkim** açısından sınırlayıcı unsurlar olduğunu düşünüyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
KMPUR	95.95	AL	20,980	785	50%	2%	24.97	25.35	10.50
PETKM	18.70	TUT	52,563	1,966	4%	-30%	20.17	229.73	2.75

Otomotiv sektörü

- Yarı iletken kıtlığındaki iyileşme ve tedarik zincirindeki baskıların azalmasıyla araç teslimatları 2023 yılında hız kazanırken, otomotivlerin yatırım aracı olarak görülmesi yüksek talep üzerindeki ana etken oldu. ODMD tarafından açıklanan verilere göre, Türkiye otomobil ve hafif ticari araç toplam pazarı, 2023 yılı Ocak-Ağustos döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %64,7 oranında artarak 755.282 adet olarak gerçekleşti. Bu yıl Mart, Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında 100 binin üzerinde araç satışlarına ulaşıldı. Aynı zamanda 2023 yılının her ayında daha önceki yılların aynı dönemine göre rekor satış rakamlarına ulaşıldı. En son açıklanan Ağustos ayı verisi ise geçen yılın aynı dönemine göre %78,9'luk büyümeye işaret etti. İhracat tarafında ise OSD tarafından açıklanan son veriler ışığında 2023 yılı Ocak-Temmuz döneminde satış adetleri %11,4 artarken, dolar türünde değer bazında %16,7'lik artış gözlemlendi. Toplam otomotiv üretim rakamları bu dönemde %17,6 artarken, otomobil üretimi %26,9 olarak gerçekleşti. TİM verilerine göre, otomotiv endüstrisi Ağustos ayında en fazla ihracat yapan sektör olurken, 2 milyar 738 milyon dolarlık ihracata imza attı.
- Satış adetlerindeki ve fiyatlardaki hızlı yükseliş otomotiv sektörüne pozitif katkı sağlarken, regülasyon riskleri artmaya başladı. 2.el satışlara yönelik düzenlemeler gündemimizde yer aldı.
- Satış adetlerindeki artış ve fiyatlama stratejisi ile güçlü ciro büyümesi elde edeceğini öngördüğümüz **Doğuş Otomotiv** 2023 yılının ilk yarısında rekor marjlara imza atmıştır. Şirket, 1Y23 itibarıyla 2023 yılı için paylaştığı satış adedi beklentilerinin %56,3'ünü gerçekleştirmiştir. Satış adetlerinin beklentilerin üstünde gerçekleşeceğine işaret etmesine ek proaktif marj yönetimi ve çeşitlendirilmiş portföyü ile Doğuş Otomotiv'i beğenmeye devam ediyoruz.
- Elektrikli ve ticari araçlardaki yetkinliği ile elektrikli araç dönüşümünde önemli rol oynayacağını öngördüğümüz **Ford Otosan** 1Y23'te perakende satış adedi beklentisinin %54,1'ini, yurt dışı satış adedi beklentilerinin ise %46,1'ini karşılamış durumdadır. Avrupa'nın en büyük ticari araç üreticisi olan Şirket'i potansiyel risklere karşı koruyan iş modeliyle beğeniyoruz.
- FCA – PSA birleşmesiyle pazar payını neredeyse 2 katına çıkaracak olan **Tofaş Otomobil Fabrikaları** 2023 yılının ilk yarısında Doblo'nun ihracat tarafından çıkmasına rağmen yurt içi satış rakamlarının desteğiyle güçlü finansal sonuçlar açıklamayı başarmıştır. Şirket, 2023 yılına ait perakende satış adedi beklentisinin %59,3'ünü (alt sınıra göre) karşılamış durumdayken, yurt dışı satışlarında aynı performansı gösterememiştir. 1Y23 ihracat satış rakamlarına göre 2023 yılı beklentilerinin %39'unu (alt sınıra göre) karşılamış durumdadır. Şirket, bu paralelde, 2Ç23 finansal sonuçları ardından, toplam yurt içi perakende hafif araç pazarı, yurt içi satış adetleri, üretim ve VÖK marjını yukarı yönlü revize ederken, yatırım harcamaları tutarı ve yurt dışı satış adetlerini sabit tutmuştur.

Otomotiv sektörü

- Operasyonel karlılık açısından 2Ç23 dönemi ilk çeyreğe kıyasla güçlenerek devam etmiş ve beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir. Marjlarda beklenen normalleşmeye karşın yurt içi traktör pazarında fiyat artışlarına rağmen devam eden güçlü talep ve ihracat tarafında döviz kurlarının yükseliş eğilimli seyrinin marjlar üzerinde destekleyici etkiye sahip olması **Türk Traktör** için 2023 yılının ikinci yarısındaki beklentilerimizi olumlu yönde etkilemektedir. Bu doğrultuda, Türk Traktör için 12-aylık hedef fiyatımızı 861,80 TL'den 1412,60 TL'ye yükseltiyor ve önerimizi AL olarak sürdürüyoruz.
- Ticari araç ve savunma aracı olmak üzere 2 alanda da çalışmalarını devam ettiren **Otokar Otomotiv**, hatırlanacağı üzere 2023 yılının ilk çeyreğinde savunma araçlarına yönelik herhangi bir üretim gerçekleştirilmemişti. 2. çeyrekle birlikte ticari araçlara göre daha yüksek kar marjına sahip olunan savunma araçlarının üretimine başlanmış olup, bu durumun Şirket için özellikle 2023 yılının ikinci yarısında üretim, satış ve ihracat tarafında ön plana çıkacağını öngörüyor, karlılık üzerinde de yansımalarını göreceğimize inanıyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
DOAS	402.84	AL	60,566	2,265	56%	6%	4.30	4.45	3.20
FROTO	1231.60	AL	315,819	11,813	76%	19%	13.06	12.62	11.57
TOASO	392.40	AL	136,750	5,115	71%	15%	10.58	8.99	8.62
TTRAK	1412.60	AL	90,030	3,368	173%	85%	16.10	13.15	17.80
OTKAR	317,80	TUT	43,188	1,615	73%	17%	93.45	50.86	23.90

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Perakende sektörü

- Perakende sektörü enflasyonla beraber 2022 yılından bu yana süregelen ayrışmasına 2023 yılında da devam etmiştir. Online alışverişe olan talebin artması ve özel markalı ürünlerin fiyat ve performansı bu ayrışmaya destek olmuştur. Tüketiciler, artan gıda fiyatlarından korunmak isteyerek indirim marketlerine yönelmeye devam etmiştir. Geri çekilen enerji maliyetleriyle perakende şirketleri hemen hemen 2023 yıl sonu beklentileri doğrultusunda marjlarını korumayı başarmıştır. Ayrıca, Rekabet Kurulu cezasında yeniden yapılandırma kapsamında geri alınan tutarlar 2023 yılının ilk yarısında net karı desteklemiştir.
- Asgari ücrete yapılan ara zamlar, artan enerji ve nakliye giderleriyle marjlar üzerinde baskı oluşturacak olsa da tüketimi desteklediği için perakende sektöründe sınırlı olumsuz etkiye sahiptir. Asgari ücrete yapılan ara zammın etkilerini 3. çeyrek itibarıyla görmeye başlayacağız. Perakende sektörü hisselerinin yüksek enflasyon seyrine ek, kur riski taşımayan bilanço yapıları nedeniyle 2023 yılında ön planda olmaya devam etmesini bekliyoruz.
- Fiyatlama stratejisi ve güçlü pazar konumuna ek olarak **Migros Ticaret** nakit pozisyonundaki artışla ve 2023 yılının ilk yarısındaki güçlü büyüme momentumu neticesinde satış gelirleri, mağaza açılış hedefleri ve yatırımlar için ayrılan kaynakları yukarı yönlü revize ederek güçlü bir ilk yarı geçirmiştir. Yurt dışı operasyonlarıyla diğer perakende sektörü hisselerinden farklılaşan **Bim Bileşik Mağazalar** ve nakit pozisyonuna ek, müşteri odaklı büyüme stratejisiyle **Şok Marketler** beklentiler paralelinde 2023 yılını tamamlamıştır. **Bizim Toptan** ise depremin etkileriyle görece zayıf performans sergilemiş, 2023 yılına ait beklentilerinde ise satış gelirlerini yukarı yönlü revize ederken FAVÖK marjını aşağı yönlü revize etmiştir.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
BIMAS	378.80	AL	159,329	5,960	94%	31%	17.06	11.98	6.14
BIZIM	48.30	AL	2,412	90	13%	-24%	15.48	2.93	6.99
MGROS	400.00	AL	67,153	2,512	157%	74%	16.66	8.45	11.50
SOKM	72.79	AL	36,487	1,365	122%	50%	11.92	6.81	9.06

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Petrol & gaz Sektörü

- Son dönemdeki yükselişleri dışında yılın ilk yarısında jet yakıt ve dizel marjlarındaki normalleşmeye karşılık özellikle benzin marjındaki yükseliş, enerji maliyetlerindeki düşüş, Türk Lirası'ndaki değer kaybı ve ticari mal satışlarındaki karlılıkların iyileşmesi eşliğinde 2023 yılının ilk yarısı rafineri sektörünün karlılıkları açısından olumlu bir görüntü çizdi. Tüpraş'ın FAVÖK marjı 6A23'te 4,0 puan iyileşme kaydetti.
- 2022 yılında sırasıyla ortalama 22,8 USD/varil, 33,9 USD/varil ve 31,3 USD/varil seviyelerinde tamamlayan benzin, dizel ve jet yakıt marjları 2023 yılının sekiz ayında sırasıyla ortalama 24,2 USD/varil, 25,3 USD/varil ve 23,6 USD/varil seviyelerinde şekillendi. Ancak, 3Ç23 döneminin ilk iki ayı olan Temmuz ve Ağustos ayı rakamları üçüncü çeyrek finansallarında çeyreksel bazda güçlü bir toparlanma olabileceğine işaret ediyor.
- Rusya kaynaklı risk ve belirsizlikler, havacılık sektöründeki güçlenmenin talebi desteklemesi ve stok hareketlerinin güçlü talebe işaret etmesinin petrol fiyatları ve ürün karlılıklarını desteklemeye devam ettiğini düşünüyoruz. Aynı zamanda, yeni rafineri yatırımlarının yetersizliği, Avrupa ülkelerinin Rusya petrolüne ilişkin devam eden ambargosu ve OPEC kesintisi de diğer destekleyici unsurlar konumunda bulunurken, ürün karlılıklarının önümüzdeki dönemde de tarihsel ortalamalarının üzerindeki seyrini koruyabileceğini tahmin ediyoruz.
- Sıkı talep koşulları beraberinde orta distilat marjlarının beklentimizin üzerinde seyretmesi, havacılık sektöründeki güçlenmenin jet yakıt talebini desteklemesi, Stratejik Dönüşüm planı ve tekrardan temettü dağıtmaya başlamış olması dolayısıyla **Tüpraş**, sektördeki lider konumu, devam eden yatırımları, sağlam bilanço yapısı, Tüpraş'ın yüksek katkısı ve düzenli temettü getirisi dolayısıyla da **Aygaz**'ı beğenmeye devam ediyoruz.
- Bu çerçevede, Tüpraş'ı Model Portföyümüz, Aygaz'ı da Döngüsel Portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
AYGAZ	159.00	AL	26,904	1,006	30%	-12%	5.55	42.53	2.95
TUPRS	188.00	AL	279,193	10,443	106%	39%	6.48	4.37	4.12

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Savunma sanayi Sektörü

- Sektör genelinde yaklaşık 5 yılı bulan proje teslimatları hakim olduğu için sektör bazında alınan kararların başlangıç tarihi ile teslimat tarihi arasındaki geçen süresi uzun olabilmektedir. Söz konusu özelliği dikkate alacak olursak eğer; savunma sanayi alanında yer alan hisse senetlerinin kısa vadeli yatırım aracından ziyade daha uzun vadeli yatırım aracı olarak düşünülmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Stockholm Uluslararası Barış Araştırmaları Enstitüsü'nün açıkladığı verilere göre; 2022 yılında savunma sanayi alanında en çok harcama yapan ülkelerin sıralandığı listede Türkiye, 23. sıraya gerilemiştir (11 milyar dolar harcama yapılmıştır). Türkiye'nin bütçe açısından rekor olarak nitelendirilen savunma bütçesine sahip olmasına karşılık döviz kurundaki yükseliş döviz bazlı harcama tutarının sınırlı kalmasına ve 2022 yılında sıralamada 23. sıraya gerilemesine neden olmuştur.
- Bu sene ise; Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) verilerine göre, 2023 yılının Haziran ayında 334 milyon 18 bin USD ihracat yapan Türk Savunma ve Havacılık Sektörü, 2023 yılının Temmuz ayında ise 657 milyon 534 bin dolar değerinde ihracat gerçekleştirmiştir. Böylece, Temmuz ayının ihracat rakamlarının açıklanmasıyla birlikte; **Türk Savunma ve Havacılık Sektörü'nün 2023 yılının ilk 7 ayında toplamda 3 milyar 35 milyon 164 bin dolarlık ihracat gerçekleştirdiği görülmüştür. Bu paralelde sektör, 2023 yılı için hedeflenen 6 milyar dolarlık ihracat hedefinin yarısını yılın ilk 7 ayında gerçekleştirdi diyebiliriz.**
- Devlet tarafından sağlanan teşvik ve destekler sayesinde savunma sanayi sektörünün millileştirme oranı her geçen yıl artış eğilimi göstermiştir. Ancak, millileştirme oranı belirli bir seviyeye ulaştığı için belli bir noktadan sonra büyümedeki hız da yavaşlamıştır. Ülkemizde, önümüzdeki yıllarda bu oranın daha da yükseltilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca, Ar-Ge çalışmaları ve ihracat odaklı yaklaşım doğrultusunda 2022 yılındaki sıralamadan daha yukarılarda yer edinebilecek bir yılın önümüzde olabileceği düşüncesindeyiz. Bu noktada; **17 Temmuz 2023 tarihinden itibaren Döngüsel Portföyümüzde taşıdığımız Aselsan'ın da geniş ürün gamı ve ihracat odaklı büyüme politikalarına ek olarak devlet ile yürüttüğü iş birlikleri olması yönüyle öne çıkacağını öngörüyoruz.**

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/k*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
ASELS	48.35	AL	175,834	6,577	24%	-16%	13.03	17.00	3.94

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Telekomünikasyon sektörü

- Telekom sektöründe, pandemi sonrası dönem ve turizm sezonu ile birlikte mobil abone kazanımı ve ARPU gelişimi hızlanmış olup, sabit tarafta pandemi döneminde hızla artan abone kazanımlarının ise normal seyrine döndüğü görülmektedir. Performans gelişimlerine bakıldığında, BTK'nın son yayımlanmış olduğu verilere göre, haberleşme sektörü 1Ç23'te yıllık bazda %67 artışla önceki çeyreğe göre %4 büyüdü ve sektör büyüklüğü 30,8 milyar TL'ye yükseldi. Abone sayılarına göre, sabit telefon yaklaşık 10,9 milyon, mobil 90,7 milyon, geniş bant internet ise 91,6 milyon olarak gerçekleşti. Yıllık bazda en yüksek artış %51,6 ile "Mobil Bilgisayardan İnternet" abone sayısında yaşandı. Öte yandan, toplam yatırım miktarları yıllık bazda %93 artışla 6,6 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sektörün; enflasyonist fiyatlama politikası, ARPU büyümesinin devam etmesi ve pandemi öncesi seviyelerine dönen turizmden beklenen güçlü performans potansiyeli bulunmaktadır. 2023 yılının geri kalanında fiyat ayarlamalarının ve üst paket satışlarının abone dinamikleri ve ARPU büyümesi üzerinde etkili olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, enerji maliyetleri ve ücret zamlarına bağlı personel giderleri sektör karlılığı açısından baskılayıcı unsurlar arasındadır.
- Genişleyen abone bazı, hızlanan ARPU büyümesi, güçlü performans gösteren uluslararası operasyonları, beklentilerin üzerindeki yarıyıl performansına bağlı olarak yukarı yönlü revize edilen yılsonu beklentileri ve yenilenebilir kaynaklara ilişkin yatırımlarıyla **Turkcell**, yukarı yönlü revize edilen 2023 beklentileri, güneş enerjisi yatırımları, Temmuz ayında perakende ve toptan genişbant servisleri için yapılan fiyat artışlarının yılın ikinci yarısında genişbant ARPU performansını destekleyeceği beklentisiyle **Türk Telekom**, teknoloji odaklı yapısıyla katma değeri yüksek ürünleri, ihracat odaklı yaklaşımı, yeni fabrika yatırımı, gelişmiş Ar-Ge yapısı ve büyüme potansiyeli dolayısıyla **Karel Elektronik**'i beğeniyoruz.
- Bu gelişmeler çerçevesinde, Turkcell'i Döngüsel Portföyümüzde ve Karel Elektronik'i Model Portföyümüzde tutmayı sürdürüyoruz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
TCELL	69.70	AL	128,370	4,802	54%	4%	8.93	5.42	3.42
TTKOM	30.10	AL	91,140	3,409	6%	-28%	40.93	6.65	4.55
KAREL	37.20	AL	10,670	399	6%	-28%	-99.26	15.03	14.16

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Yapı malzemeleri Sektörü

- 2023 yılının ilk çeyrek döneminde deprem hadisesinin etkisi ve ihracattaki düşüğe bağlı olarak inşaat malzemesi sanayi üretim hızı yavaşlamıştı ancak tüm etkenlere rağmen yılın ilk çeyreğinde inşaat malzemesi sanayi üretimi geçen yılın aynı dönemine göre %1,2 artış gösterdi. İnşaat malzemesi sanayisi üretimi Mayıs ayında ise deprem hadisesinin sektör üzerindeki etkisi önemli ölçüde azalmış ve geçen yılın aynı ayına göre %19,0 artmıştır. Şubat-Nisan dönemindeki zayıf üretimin ardından Mayıs ayında kayıpların telafisi amaçlı üretim artışı gerçekleşmiştir. Mayıs ayında dış talep zayıf kalmaya devam etmiştir. Mayıs ayındaki üretim artışı ile yılın ilk 5 ayında toplam inşaat malzemesi sanayi üretimi geçen yılın ilk 5 aylık dönemine göre %2,8 üzerinde gerçekleşmiştir.
- Yılın ikinci yarısından itibaren deprem bölgesinde yeni inşaat işleri ve olumlu mevsimsellik koşullarının yanında başta Marmara Bölgesi ağırlıklı kentsel dönüşüm ve yenileme projelerinin hız kazanması inşaat sektörü oyuncularını desteklemiş ve yılın geri kalanında desteklemeye devam edeceğini göstermektedir. Seçim belirsizliğinin ortadan kalkması ile ekonomide uygulanacak yeni politikalar da belirginleşmiştir. Döviz kurlarındaki yükseliş ve yüksek enflasyona karşı tercih edilen rasyonel zemine geri dönüş politikaları ile birlikte faiz oranlarında orta vadede yükselişin sürmesi halinde inşaat sektöründe arz ve talep tarafında sınırlayıcı olabileceği göz ardı edilmemelidir.
- 2023 yılı Ocak-Mayıs döneminde çimento üretimde, geçen yıla oranla %7,9'luk bir artış yaşanmıştır. Yine 2023 yılı Ocak-Mayıs döneminde, üretilen çimentonun yaklaşık %21,7'si ihracata konu olmuştur. 2023 yılı 5 aylık dönemde önceki yıla göre iç satışlarda %16,7 artış yaşanırken, çimento ihracatında ise %16,9'luk azalış gerçekleşmiştir. Sektör, yaklaşık %7 küçülme yaşadığı 2022 yılından sonra 2023 yılına, 2022 yılı Ocak ayının baz etkisiyle, iç piyasada artış ve ihracatta düşüş ile başlamıştır. Mart ayında yaşanan artışa, bayram sebebiyle Nisan ayında ara verildikten sonra, Mayıs ayında devam edilmiştir. Bölgesel bazda iç satışlarda tüm bölgelerde artış yaşanmıştır.
- Tüm bu verilerin ışığında çimento sektörünün yılın geri kalanında geçen yılın aynı dönemine göre iç satışlardaki güçlü talebin devam edeceği, ihracatta ise döviz kurundaki artışa bağlı ve girdi maliyetlerindeki stabil seyirle yılın ilk yarısına göre artış beklemekteyiz.

Hisse	12 Aylık Hedef Fiyat	Öneri	Piyasa Değeri (TL mn)	Piyasa Değeri (USD mn)	YBB Nominal Performans	YBB Relatif Performans	F/K*	FD/FAVÖK*	PD/DD*
CIMSA	235.40	AL	28,381	1,062	116%	46%	7.66	17.61	3.91
AKCNS	150.40	AL	26,611	995	129%	55%	9.70	11.02	4.99
KLKIM	93.70	TUT	13,800	516	145%	66%	21.27	22.13	10.91

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonel

* Çarpanlar, son 12 aylık verilere göre hesaplanmıştır.

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	BIST 30 Endeksi'ndeki Payı	BIST 100 Endeksi'ndeki Payı	Nominal Hisse Performansı - YBB	Relatif Hisse Performansı - YBB	Eski Hedef Fiyat (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Hedef Fiyat (TL)	Yeni Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
Finansallar												
Agesa Hayat Emeklilik	10,071	377	---	---	43%	-3%	46.30	AL	60.00	TUT	55.95	7.2%
Akbank	157,144	5,878	5.3%	3.7%	70%	15%	40.60	AL	40.30	AL	30.22	33.4%
Aksigorta	8,189	306	---	---	30%	-12%	6.40	AL	6.40	AL	5.08	26.0%
Anadolu Hayat Emeklilik	17,432	652	---	---	87%	27%	37.30	AL	37.30	TUT	40.54	-8.0%
Anadolu Sigorta	19,100	714	---	---	137%	61%	34.00	TUT	34.00	TUT	38.20	-11.0%
Garanti Bank	215,250	8,051	2.0%	1.4%	84%	24%	61.70	AL	69.30	AL	51.25	35.2%
Halkbank	99,868	3,735	---	0.4%	5%	-29%	16.60	TUT	16.00	TUT	13.90	15.1%
İş Bankası	223,599	8,364	4.4%	3.1%	89%	28%	22.00	AL	27.60	AL	22.36	23.4%
İş Yatırım	63,000	2,356	---	0.8%	186%	93%	31.00	AL	45.00	AL	42.00	7.1%
TSKB	20,524	768	---	0.4%	68%	14%	8.20	AL	9.70	AL	7.33	32.3%
Türkiye Sigorta	30,897	1,156	---	---	114%	44%	23.17	AL	23.17	TUT	26.60	-12.9%
Vakıf Bank	142,194	5,319	---	0.4%	21%	-18%	15.20	TUT	15.70	TUT	14.34	9.5%
Yapı Kredi Bank	141,150	5,280	3.5%	2.5%	54%	4%	18.60	AL	21.40	AL	16.71	28.1%
Holdingle												
Alarko Holding	56,159	2,101	1.1%	0.8%	60%	9%	110.37	AL	160.65	AL	129.10	24.4%
Doğan Holding	36,768	1,375	---	0.6%	37%	-8%	13.34	AL	16.50	AL	14.05	17.4%
Enka İnşaat	203,400	7,608	1.6%	1.1%	3%	-30%	35.94	AL	44.50	AL	33.90	31.3%
Koç Holding	364,155	13,621	5.3%	3.8%	75%	19%	179.00	AL	192.00	AL	143.60	33.7%
Sabancı Holding	123,750	4,629	4.1%	2.9%	41%	-5%	57.75	AL	78.80	AL	60.65	29.9%
Şişecam	158,981	5,947	5.1%	3.6%	23%	-17%	51.51	AL	77.70	AL	51.90	49.7%
Tekfen Holding	17,242	645	---	0.4%	4%	-30%	48.79	AL	57.60	AL	46.60	23.6%
Petrol ve Gaz												
Aygaz	26,904	1,006	---	---	30%	-12%	148.00	AL	159.00	AL	122.40	29.9%
Petkim	52,563	1,966	1.6%	1.2%	4%	-30%	18.70	TUT	18.70	TUT	20.74	-9.8%
Tüpraş	279,193	10,443	8.9%	6.3%	106%	39%	139.00	AL	188.00	AL	144.90	29.7%
Enerji												
Aksa Enerji	48,146	1,801	---	0.5%	-14%	-42%	46.68	TUT	50.70	TUT	39.26	29.1%
Alfa Solar Enerji	57,666	2,157	---	0.5%	340%	197%	50.76	G.G	98.28	TUT	156.70	-37.3%
Biotrend Enerji	10,480	392	---	0.2%	11%	-25%	29.20	AL	29.20	AL	20.96	39.3%
Galata Wind	17,518	655	---	0.2%	49%	1%	33.46	AL	33.46	AL	32.44	3.1%
Enerjisa Enerji	60,884	2,277	---	0.6%	54%	4%	48.40	AL	77.20	AL	51.55	49.8%
Demir Çelik												
Erdemir	154,350	5,773	4.9%	3.5%	7%	-28%	45.70	AL	52.60	AL	44.10	19.3%
Kardemir (D)	20,083	751	1.2%	0.8%	44%	-3%	26.49	AL	31.20	AL	25.74	21.2%

*Not: Yeni hedef fiyatlar, bilanço dönemi ve/veya strateji güncelleme raporu sırasında güncellenen fiyatlardır.

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	BIST 30 Endeksi'ndeki Payı	BIST 100 Endeksi'ndeki Payı	Nominal Hisse Performansı - YBB	Relatif Hisse Performansı - YBB	Eski Hedef Fiyat (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Hedef Fiyat (TL)	Yeni Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
Kimya, Tarımsal İlaç ve Gübre												
Aksa Akrilik	26,159	978	---	0.5%	-9%	-39%	97.39	AL	108.50	AL	80.80	34.3%
Alkim Kimya	5,979	224	---	---	5%	-29%	40.80	AL	52.00	AL	39.86	30.5%
Hektaş	63,705	2,383	1.7%	1.2%	-33%	-55%	37.80	AL	37.80	AL	25.18	50.1%
Kimteks Poliüretan	20,980	785	---	0.2%	50%	2%	74.82	AL	95.95	AL	86.30	11.2%
Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi												
Doğuş Otomotiv	60,566	2,265	---	1.0%	56%	6%	333.50	AL	402.84	AL	275.30	46.3%
Ford Otosan	315,819	11,813	3.9%	2.7%	76%	19%	842.70	AL	1231.60	AL	900.00	36.8%
Kordsa	16,749	626	---	0.2%	-11%	-39%	102.00	AL	128.00	AL	86.10	48.7%
Tofaş	136,750	5,115	2.2%	1.6%	71%	15%	321.60	AL	392.40	AL	273.50	43.5%
Türk Traktor	90,030	3,368	---	1.0%	173%	85%	861.80	AL	1412.60	AL	899.70	57.0%
Otokar	43,188	1,615	---	0.6%	73%	17%	271.42	AL	317.80	TUT	359.90	-11.7%
Brisa	23,006	861	---	---	36%	-8%	75.00	AL	111.60	AL	75.40	48.0%
Sağlık												
Anatolia Tanı ve Biyoteknoloji Ürünler	3,991	149	---	---	-12%	-40%	12.70	TUT	15.40	TUT	18.14	-15.1%
Eczacıbaşı İlaç	35,702	1,335	---	0.3%	64%	11%	38.20	AL	53.50	AL	52.10	2.7%
Lokman Hekim	1,500	56	---	---	21%	-18%	43.70	AL	43.70	AL	41.68	4.8%
Meditera Tıbbi Malzeme	4,667	175	---	---	3%	-31%	49.55	AL	59.20	AL	39.22	50.9%
MLP Sağlık	26,546	993	---	---	41%	-4%	131.30	AL	183.10	AL	127.60	43.5%
Selçuk Ecza Deposu	37,446	1,401	---	0.3%	50%	2%	57.20	AL	66.00	AL	60.30	9.5%
Perakende ve Toptan												
BİM	159,329	5,960	6.3%	4.4%	94%	31%	206.60	AL	378.80	AL	262.40	44.4%
Bizim Toptan	2,412	90	---	---	13%	-24%	48.30	AL	48.30	AL	40.20	20.1%
Mavi Giyim	23,637	884	---	0.8%	87%	27%	91.69	AL	180.60	AL	119.00	51.8%
Migros	67,153	2,512	---	1.5%	157%	74%	245.29	AL	400.00	AL	370.90	7.8%
Şok Marketler	36,487	1,365	---	0.9%	122%	50%	36.40	AL	72.79	AL	61.50	18.4%
Gıda ve İçecek												
Coca Cola İçecek	102,791	3,845	---	1.2%	100%	35%	317.75	AL	489.00	AL	404.10	21.0%
Tat Gıda	5,756	215	---	---	18%	-20%	39.70	AL	47.70	AL	42.32	12.7%
Ülker Bisküvi	25,480	953	---	0.5%	58%	7%	68.60	AL	103.30	AL	69.00	49.7%
Yayla Agro Gıda	24,783	927	---	0.2%	37%	-7%	18.52	AL	22.59	AL	22.80	-0.9%

*Not: Yeni hedef fiyatlar, bilanço dönemi ve/veya strateji güncelleme raporu sırasında güncellenen fiyatlardır.

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	BIST 30 Endeksi'ndeki Payı	BIST 100 Endeksi'ndeki Payı	Nominal Hisse Performansı - YBB	Relatif Hisse Performansı - YBB	Eski Hedef Fiyat (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Hedef Fiyat (TL)	Yeni Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
Beyaz Eşya ve Mobilya												
Argelik	107,441	4,019	1.1%	0.8%	42%	-4%	155.00	AL	202.60	AL	159.00	27.4%
Vestel Elektronik	22,576	844	---	0.4%	-6%	-36%	69.60	AL	77.50	AL	67.30	15.2%
Yataş	6,372	238	---	---	26%	-15%	56.90	AL	56.90	AL	42.54	33.8%
Telekom & Teknoloji & Yazılım												
Aztek Teknoloji	5,765	216	---	---	103%	37%	37.00	AL	62.80	AL	57.65	8.9%
Hitit Bilgisayar Hizmetleri	6,681	250	---	---	88%	27%	54.40	AL	70.70	AL	52.40	34.9%
İndeks Bilgisayar	4,525	169	---	---	1%	-31%	36.45	AL	36.45	AL	20.20	80.5%
Karel Elektronik	10,670	399	---	---	6%	-28%	28.20	AL	37.20	AL	26.48	40.5%
Kontrolmatik Teknoloji	54,600	2,042	---	1.0%	73%	17%	204.85	AL	338.00	AL	273.00	23.8%
Logo Yazılım	7,390	276	---	---	9%	-26%	83.30	AL	91.40	AL	73.90	23.7%
Turkcell	128,370	4,802	4.5%	3.2%	54%	4%	48.00	AL	69.70	AL	58.35	19.5%
Türk Telekom	91,140	3,409	---	0.6%	6%	-28%	28.00	AL	30.10	AL	26.04	15.6%
Savunma												
Aselsan	175,834	6,577	3.0%	2.2%	24%	-16%	34.40	AL	48.35	AL	38.56	25.4%
Yapı Malzemeleri												
Akçansa	26,611	995	---	0.2%	129%	55%	122.70	AL	150.40	AL	139.00	8.2%
Çimsa	28,381	1,062	---	0.6%	116%	46%	180.40	AL	235.40	AL	210.10	12.0%
Kalekim	13,800	516	---	---	145%	66%	75.60	AL	93.70	TUT	120.00	-21.9%
Havacılık												
Pegasus	91,364	3,417	2.6%	1.8%	86%	26%	802.00	AL	1478.60	AL	893.10	65.6%
TAV Havalimanları	45,192	1,690	1.4%	1.0%	33%	-10%	146.30	AL	167.60	AL	124.40	34.7%
Türk Hava Yolları	348,726	13,044	11.6%	8.2%	79%	21%	246.60	AL	408.80	AL	252.70	61.8%
Kağıt ve Kağıt Ürünleri												
Europap Tezol Kağıt	8,646	323	---	---	33%	-10%	20.05	AL	25.50	AL	19.65	29.8%
GYO'lar												
Emlak GYO	33,440	1,251	1.1%	0.8%	4%	-29%	8.70	AL	11.20	AL	8.80	27.3%
Ozak GYO	13,104	490	---	---	-12%	-41%	10.60	AL	14.00	AL	9.00	55.6%
Torunlar GYO	26,120	977	---	---	37%	-7%	29.80	AL	30.00	AL	26.12	14.9%

*Not: Yeni hedef fiyatlar, bilanço dönemi ve/veya strateji güncelleme raporu sırasında güncellenen fiyatlardır.

■ Deniz Yatırım Model Portföy

Model Portföy, Eylül 2023

- **AKGRT** : İkinci yarıda finansal getiri oranlarının net kar üzerinde olumlu etkisi olmasını bekliyoruz
- **ALARK** : Güçlü devam eden elektrik dağıtım işkolu, taahhüt ve arazi geliştirme ile turizme ek olarak tarım işkolunun katkıları ve solo nakit pozisyonu
- **BIMAS** : Yurtdışı operasyonları, mağaza açılışlarındaki güçlü trend, öz markalı ürünlere olan talep, etkin maliyet yönetimi
- **CCOLA** : Sektördeki güçlü konumu, etkin fiyatlama stratejisi, çeşitlendirilmiş marka portföyü, etkin risk ve maliyet yönetimi, yurt dışı operasyonları ve düzenli temettü ödemesi
- **CIMSA** : Devam eden kalsiyum alüminat çimentosu yatırımı, net ihracatçı konumu sebebiyle döviz bazlı gelir yapısı ve marjlarda iyileşmeyi sürdürmesi
- **FROTO** : Yatırım döneminde olması, elektrikli araç dönüşümüne katkısı, Ar-Ge merkezi, potansiyel risklere karşı koruyan iş modeli, Avrupa'nın en büyük ticari araç üreticisi olması, Türkiye'nin ihracat lideri konumunda olması ve düzenli temettü ödemesi
- **HTTBT** : Pandemi döneminde pozitif ayrışması ile gösterdiği direnç, sürekli gelir modelinde olan SaaS büyümesi, ADS büyüme hedefi, ürün gelişmişlik düzeyi, dengeli müşteri portföyü
- **KAREL** : Büyüme potansiyeli ve katma değeri yüksek ürün portföyü, döviz bazlı gelir yapısı, yeni yatırımlarla desteklenen büyüme hikayesi, net borcun ve işletme sermayesi ihtiyacının azaltılması doğrultusunda bedelli sermaye artırım hedefi
- **KONTR** : Batarya, enerji depolama ve IoT gibi alanlardaki yeni yatırımları, güçlü büyümesi, Ar-Ge çalışmalarına ağırlık vermesi ve döviz bazlı gelir yapısı
- **PGSUS** : Düşük maliyetli havayolu taşımacılığına olan ilginin artması, yüksek turizm sezonu ile artan yolcu sayısı, nakit pozisyonu, artan yan gelirleri
- genç filo yapısı ve yakıt tasarrufu sağlayan uçakları
- **SAHOL** : Güçlü bilanço yapısı, azalan net aktif değer (NAD) iskontosu, orta vadeli hedefleri, yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımlar, kesintisiz temettü ödemesi ve hisse geri alım programı
- **SISE** : Uluslararası satış odaklı yaklaşımı, gelirinin ağırlıklı döviz bazlı olmasına karşılık, döviz bazlı maliyetlerinin payının daha düşük olması, artan üretim kapasitesi, coğrafi yaygınlığı ve dinamik fiyatlama stratejisi
- **TAVHL** : Büyümesini güçlendiren yatırımları, yüksek turizm sezonu ile artan yolcu sayısı, Almatı katkısı ve artan ticari gelirleri
- **TUPRS** : Güçlü talebin orta distilat marjlarını desteklemesi, havacılık sektöründeki iyileşmenin jet yakıt talebini güçlendirmesi, temettü dağıtımı ve Stratejik Dönüşüm Planı
- **YKBNK** : TÜFE'ye endeksli bonoların katkısı ve bireysel kredilerdeki görece daha yüksek payı ile yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha iyi bir marj bekliyoruz

Aksigorta

Hisse Verileri

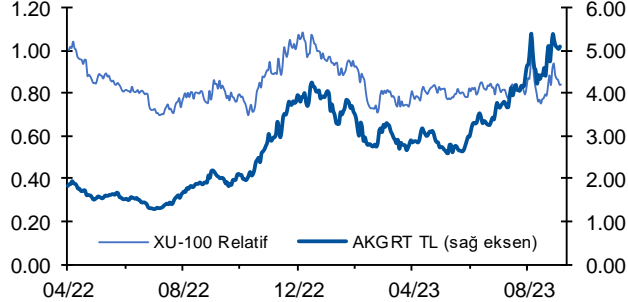
Bloomberg Hisse Kodu		AKGRT
Mevcut Fiyat (TL)		5.08
Hedef Fiyat (TL)		6.40
Getiri Potansiyeli (%)		26.0%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	1.81	5.54
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		239
Sermaye (mln TL)		1,612
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri		8,189
Hedeflenen Piyasa Değeri		10,317

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	-6%	62%	173%	30%
BIST100 Rölatif Getiri	-14%	2%	8%	-12%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Aksigorta (AKGRT) – AL – Hedef Fiyat: 6,40 TL

- Aksigorta, yılbaşından bu yana %30 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %12 altında performans göstermiştir. Hisse 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 4.6x F/K ve 1.8x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %50 seviyesindedir. Aksigorta'yı 6,40 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Yılın ikinci yarısında prim üretimi artış hızının ilk yarıya kıyasla kısmen yavaşlayarak yılı %86 seviyesinde bir prim üretimi artışı ile kapatmasını bekliyoruz.
- Poliçe fiyatlarının yukarı yönlü fiyatlanmaya devam etmesini ve buna bağlı olarak finansal gelirler hariç operasyonel karlılığın iyileşme eğilimini korumasını öngörüyoruz.
- İkinci yarıda kur farkı gelirinin daha az olmasını beklemekle birlikte ilk yarı ortalamasına göre halen yüksek seyreden finansal getiri oranlarının net kar üzerinde olumlu etkisi olmasını bekliyoruz.
- Bankacılık sektörü nezdinde artış trendi içerisine giren ve devam edeceğini düşündüğümüz mevduat faizlerinin de yılın ikinci yarısında sigorta sektörüne pozitif katkı sağlaması ve doğal olarak bu durumun AKGRT nezdinde de gerçekleşeceğine inanıyoruz.

Alarko Holding

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	ALARK	
Mevcut Fiyat (TL)	129.10	
Hedef Fiyat (TL)	160.65	
Getiri Potansiyeli (%)	24.4%	
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	50.37	135.99
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,167	
Sermaye (mln TL)	435	
Pazar	Yıldız Pazar	

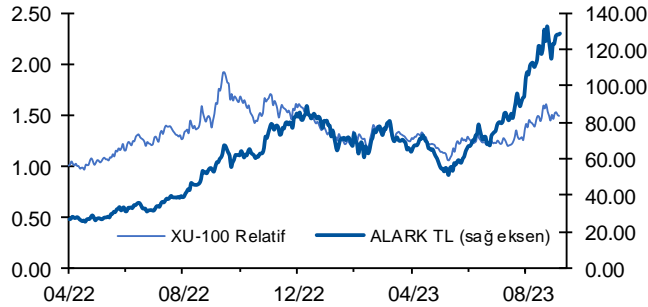
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	56,159	
Hedeflenen Piyasa Değeri	69,883	

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	1,274	11,441	10,855	11,506

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	15%	90%	148%	60%
BIST100 Rölatif Getiri	4%	19%	-2%	9%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Alarko Holding (ALARK) – AL – Hedef Fiyat: 160,65 TL

- Alarko Holding, yılbaşından bu yana %60 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %9 üzerinde performans göstermiştir. ALARK hisseleri son 12 aylık verilere göre 4,3x F/K ve 2,9x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Alarko Holding'i 160,65 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Alarko Holding'i güçlü devam eden elektrik dağıtım işkolu, turizm alanındaki olası yeni otel yatırımları ve tarım & gıda alanındaki yeni faaliyetlerine ek olarak solo nakit pozisyonu dolayısıyla beğeniyoruz.
- Ayrıca Holding, enerji depolama alanında da yatırım amacıyla çalışmalarını sürdürüyor.
- Şirket'in 2023 yılında 10.855 milyon TL net kar elde edeceğini tahmin ediyoruz. Hatırlatmak gerekirse, Şirket, 2023 yılı beklentilerini yukarı yönlü revize etmiş, Holding yükselen enflasyon beklentileri ve dolayısıyla elektrik dağıtım tarafından daha yüksek net kar tahminleri beraberinde 2023 yılı net kar beklentisini 8,5-9,5 milyar TL seviyesinden 10,5-11,5 milyar TL seviyesine yükseltmişti.
- ALARK hisseleri son 12 aylık verilere göre 4,3x F/K çarpanı ile son 3 yıllık ortalamasına kıyasla %29 iskontolu işlem görüyor.
- i) enerji üretim ve dağıtım sektörlerindeki regülasyon riski ii) beklentimizin altında elektrik fiyatları iii) taahhüt işkolunda zayıflık iv) yeni yatırımlarda aksama değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

BİM Birleşik Mağazalar

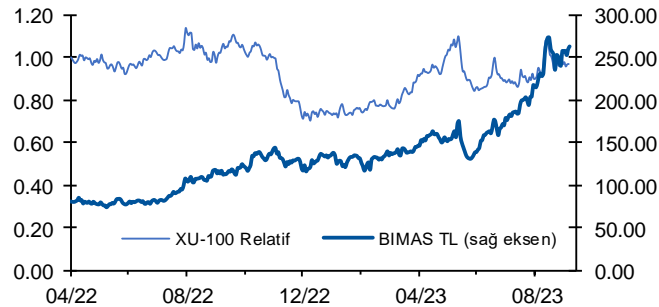
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	BIMAS
Mevcut Fiyat (TL)	262.40
Hedef Fiyat (TL)	378.80
Getiri Potansiyeli (%)	44.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	105.88 278.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,519
Sermaye (mln TL)	607
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	159,329
Hedeflenen Piyasa Değeri	230,007
Net Borç	10,541
Firma Değeri	169,870

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	70,699	147,716	280,069	419,053
FAVÖK	6,576	11,867	22,339	33,271
Net Kar	2,932	8,157	12,089	19,092

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	14%	82%	148%	94%
BIST100 Rölatif Getiri	3%	14%	-2%	31%

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



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ BİM Birleşik Mağazalar (BIMAS) – AL – Hedef Fiyat: 378,80 TL

○ BİM Birleşik Mağazalar, yılbaşından bu yana %94 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %31 üzerinde performans göstermiştir. BIMAS hisseleri son 12 aylık verilere göre 17,1x F/K ve 12,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. BİM Birleşik Mağazalar'ı 378,80 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Yurt dışı operasyonları ile diğer parkende sektörü hisselerinden farklılaşan Birleşik Mağazalar'ı; mağaza açılışlarındaki güçlü trend, öz markalı ürünlere olan talep ve etkin maliyet yönetimi dolayısıyla beğeniyoruz.

○ Yılın ikinci çeyreğinde personel giderinde ve enerji maliyetlerinde artış yaşanmaması ikinci çeyrek özelinde operasyonel marjlarda iyileşmeye işaret ederken, Haziran ayında asgari ücrete gelen düzenlenmenin etkilerini 3. çeyrekte görmeye başlayacağız. Asgari ücretteki artış maliyetler üzerinde baskı oluşturmasına rağmen tüketimi de destekleyecek olması ve satış geliri büyümesinin beklentilerin üzerinde gerçekleşiyor olması Haziran ayında kararı alınan asgari ücret zammının marjlardaki daralma etkisini tolere edecektir.

○ Bim Birleşik Mağazalar, 2022'de %109 satış geliri, %80 FAVÖK ve %178 net kar büyümesi elde ederken, Şirket'in 2023'te %90 satış geliri, %88 FAVÖK ve %48 net kar büyümesi sergilemesini beklemekteyiz.

○ i) iç talepte yaşanacak durgunluk ii) enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Çimsa

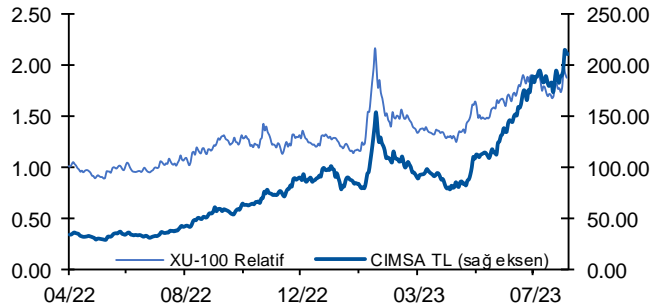
Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		CIMSA
Mevcut Fiyat (TL)		210.10
Hedef Fiyat (TL)		235.40
Getiri Potansiyeli (%)		12.0%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	50.11	220.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		554
Sermaye (mln TL)		135
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	28,381
Hedeflenen Piyasa Değeri	31,799
Net Borç	1,243
Firma Değeri	29,624

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	3,745	8,582	12,953	19,441
FAVÖK	646	1,236	2,678	3,871
Net Kar	1,017	3,432	3,460	4,930

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	9%	88%	315%	116%
BIST100 Rölatif Getiri	-1%	18%	64%	46%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Çimsa (CIMSA) – AL – Hedef Fiyat: 235,40 TL

○ Çimsa, yılbaşından bu yana %116 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %46 üzerinde performans göstermiştir. CIMSA hisseleri son 12 aylık verilere göre 7,7x F/K ve 17,6x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Çimsa'yı 235,40 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Yılın ilk yarısında bir önceki yıla göre yurt içinde güçlü talep, ihracat pazarlarında ise düşüş görülmüştür. Şirket, yüksek kapasite kullanımını sürdürmüş ve karlılık odaklı ürün-coğrafya karışımı yönetimine odaklanmıştır. Üretim maliyetlerinin önemli bir kısmını oluşturan elektrik ve yakıt maliyetleri yılın ilk yarısında düşüş trendine girmiş, operasyonel karlılığı pozitif etkilemiştir. Çimsa için yılın geri kalanında geçen yılın aynı dönemine göre iç satışlardaki güçlü talebin devam edeceği, ihracatta ise döviz kurundaki artışa bağlı ve girdi maliyetlerindeki stabil seyirle yılın ilk yarısına göre artış yaşanacağını öngörmekteyiz.

○ 2022 yılının ikinci çeyreğinde başlanan, Mersin Fabrikası'ndaki kalsiyum alimünat çimento (CAC) kapasite artış yatırımı plana uygun bir şekilde devam etmekte olup, 2023 yılı son çeyrek içinde devreye alınacağı öngörülmektedir.

○ Şirket'in çıkarılmış sermayesinin tamamının iç kaynaklardan karşılanmak üzere %600 bedelsiz sermaye artışı yapılmasına karar vermiş ve SPK başvurusu yapılmıştır. Çimsa'nın %32,9 oranında payına sahip olduğu iştiraklerinden Exsa Export'un tüm aktif ve pasifleri ile birlikte bir kül halinde Sabancı Holding bünyesinde birleşecektir. Birleşme işleminin tamamlanması ile birlikte, Çimsa'ya Exsa hisseleri yerine Sabancı Holding hisseleri verilecektir. Birleşme işlemine ilişkin SPK onay süreçleri devam etmektedir.

○ Çimsa'yı i) net ihracatçı konumu ii) devam eden yatırım süreci iii) beyaz çimento alanında global liderlerden biri olması iv) artan kar marjları sebeplerinden dolayı beğeniyoruz.

Coca Cola İçecek

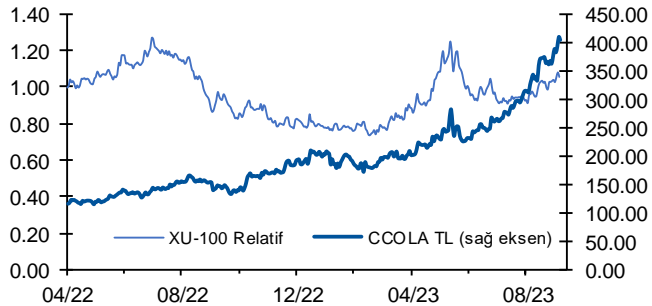
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	CCOLA
Mevcut Fiyat (TL)	404.10
Hedef Fiyat (TL)	489.00
Getiri Potansiyeli (%)	21.0%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	129.29 - 413.10
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	281
Sermaye (mln TL)	254
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	102,791
Hedeflenen Piyasa Değeri	124,387
Net Borç	13,429
Firma Değeri	116,221

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	21,930	53,530	83,280	122,398
FAVÖK	4,593	10,149	15,519	21,817
Net Kar	2,271	4,331	6,678	9,505

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	21%	76%	159%	100%
BIST100 Rölatif Getiri	10%	10%	2%	35%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Coca Cola İçecek (CCOLA) – AL – Hedef Fiyat: 489,00 TL

○ Coca Cola İçecek, yılbaşından bu yana %100 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %35 üzerinde performans göstermiştir. CCOLA hisseleri son 12 aylık verilere göre 17,4x F/K ve 8,6x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Coca Cola İçecek'i 489,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Yurt dışı faaliyetlerinde büyümeyi sürdürmesi, yüksek ihracat oranı, yatırım planları ve büyüme potansiyeli, etkin risk ve maliyet yönetimi, geniş ürün portföyü ve düzenli temettü ödemesi dolayısıyla Coca Cola İçecek'i beğeniyoruz.

○ 2023 yılının ilk yarısında yurt dışı hacimlerinin yanı sıra depremin ve düşük sıcaklık değerlerinin etkisiyle Türkiye operasyonlarındaki satış hacimlerinde görülen daralmaya karşılık yapılan zamanlı fiyat ayarlamaları, iyileşen kanal dağılımı, sıkı promosyon ve ürün karması yönetimi gelirindeki büyümeye pozitif katkı sağladı. 3. çeyrek açısından ise elverişli hava koşulları, güçlü turizm faaliyetleri ve Anadolu Etap İçecek'in satın alınmasıyla sağlanacak katkıyı önemli buluyoruz.

○ 11 ülkede 430 milyon tüketiciye ulaşan Şirket, faaliyet gösterdiği coğrafyalarda organik büyüme fırsatlarını değerlendirirken, bölgesel genişleme fırsatlarını da takip etmektedir. Bu noktada, Coca-Cola Bangladesh Beverages'ın potansiyel satın alımına ilişkin TCCC ile ön görüşmelere başlamıştır.

○ i) tedarik zincirinde yaşanabilecek problemler ve lojistik maliyetlerindeki yükseliş (ii) hammadde fiyatlarındaki artış (iii) satın alma gücündeki azalma (iv) olası jeopolitik riskler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Ford Otosan

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	FROTO	
Mevcut Fiyat (TL)	900.00	
Hedef Fiyat (TL)	1231.60	
Getiri Potansiyeli (%)	36.8%	
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	302.29	987.80
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,593	
Sermaye (mln TL)	351	
Pazar	Yıldız Pazar	

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	315,819	
Hedeflenen Piyasa Değeri	432,181	
Net Borç	34,760	
Firma Değeri	350,579	

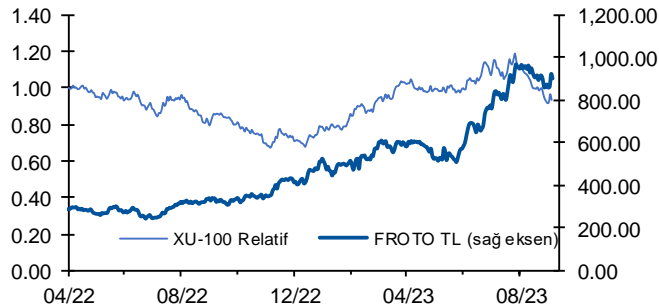
Hisse Verileri (mln TL)

	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	71,101	171,797	341,816	453,178
FAVÖK	9,464	19,727	37,933	51,808
Net Kar	8,801	18,614	31,891	46,145

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	-6%	50%	179%	76%
BIST100 Rölatif Getiri	-14%	-6%	10%	19%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Ford Otosan (FROTO) – AL – Hedef Fiyat: 1231,60 TL

○ Ford Otosan, yılbaşından bu yana %76 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %19 üzerinde performans göstermiştir. Ford Otosan'ı 1231,60 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Ford Otosan'ı; yatırım döneminde olması, elektrikli araç dönüşümüne katkısı, Ar-Ge merkezi, potansiyel risklere karşı koruyan iş modeli, Avrupa'nın en büyük ticari araç üreticisi olması, Türkiye'nin ihracat lideri konumunda olması ve düzenli temettü ödemesi nedenleriyle beğenmeye devam ediyoruz.

○ Güçlü gerçekleşen araç satışlarına paralel, Şirket, 2Ç23 finansalları ardından 2023 yılına ait beklentilerini yukarı yönlü revize etmişti. Şirket'in 2023 yılına ait revize perakende satış adedi beklentisi 110-120 bin araç ve toplam yurtdışı satış adedi 550-570 bin araç aralığındadır. 1Y23 satış rakamlarına göre Şirket, perakende satış adedi beklentisinin %54,1'ini, yurt dışı satış adetlerinin ise %46,1'ini karşılamış durumdadır. Daha güncel olan Ağustos ayı dahil ODMD verilerine göre baktığımızda ise perakende satış beklentisinin %64,3'üne ulaşmıştır.

○ Şirket, 2023 yılının ilk yarısında adetsel büyümeye ek fiyatlama stratejisiyle de ön plana çıkmıştır.

○ Ford Otosan, 2022'de %142 satış geliri, %108 FAVÖK ve %112 net kar büyümesi elde ederken, Şirket'in 2023'te %99 satış geliri, %92 FAVÖK ve %71 net kar büyümesi kaydetmesini bekliyoruz.

○ i) makroekonomik koşullar ii) yatırım sürecinde beklenmeyen aksaklıklar/gecikmeler iii) araç satışına getirilecek yeni regülasyonlar değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Hitit Bilgisayar

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		HTTBT
Mevcut Fiyat (TL)		52.40
Hedef Fiyat (TL)		70.70
Getiri Potansiyeli (%)		34.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	14.32	54.90
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		20
Sermaye (mln TL)		128
Pazar		Yıldız Pazar

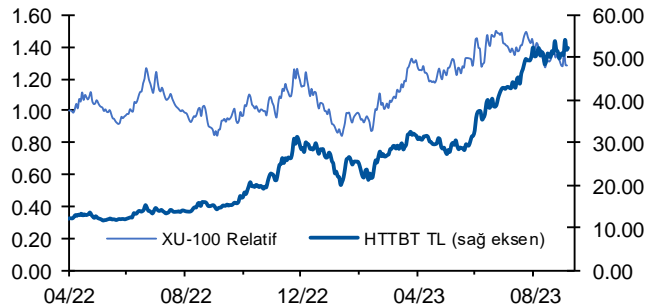
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri		6,681
Hedeflenen Piyasa Değeri		9,014
Net Borç		-331
Firma Değeri		6,350

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	128	311	647	984
FAVÖK	49	131	309	474
Net Kar	23	59	199	285

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	0%	40%	223%	88%
BIST100 Rölatif Getiri	-9%	-12%	28%	27%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Hitit Bilgisayar (HTTBT) – AL – Hedef Fiyat: 70,70 TL

- Hitit Bilgisayar, yılbaşından bu yana %88 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %27 üzerinde performans göstermiştir. Hitit Bilgisayar'ı 70,70 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Dünyadaki en büyük 3. Yolcu Hizmetleri Sistemleri (Passenger Service System) sağlayıcısı olan Hitit Bilgisayar, 2023 yılının ilk yarısında partner sayısını 67'ye yükseltmiştir. Hâlihazırda yeni partnerlerle 2019 üzerinde yolcu sayısına ulaşan Şirket, normalleşme süreci ve var olan partnerleri ile artı büyüme potansiyeline sahiptir.
- Şirket'in gelirlerinin %64'ü USD, %22'si TL ve %14'ü EUR bazındadır. Buna karşılık maliyetlerinin %56'sı TL cinsindedir. Şirket, gelirlerinin döviz, giderlerinin ise TL bazlı olmasıyla güçlü pozisyonundadır. Henüz sürekli gelir haline gelmeyen AnadoluJet, yıl sonu tahminlerimizin güçlü kalmasındaki ana hikayelerden sadece birisi konumundadır.
- Yılın ilk yarısında deprem kaynaklı ek vergi gideri net kar üzerinde baskı oluşturmuştur. Kurdaki artışa ek, ek vergilerin etkisinin azalacak olmasıyla 2023 yılının 2. yarısında net kar üzerindeki baskının kalkmasını beklemekteyiz.
- Hitit Bilgisayar, 2022'de %167 FAVÖK ve %151 net kar büyümesi elde ederken, Şirket'in 2023'te %179 FAVÖK ve %240 net kar büyümesi kaydetmesini bekliyoruz.
- i) makroekonomik koşullar ii) pandemi gibi havacılık sektörünü etkileyecek gelişmeler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Karel Elektronik

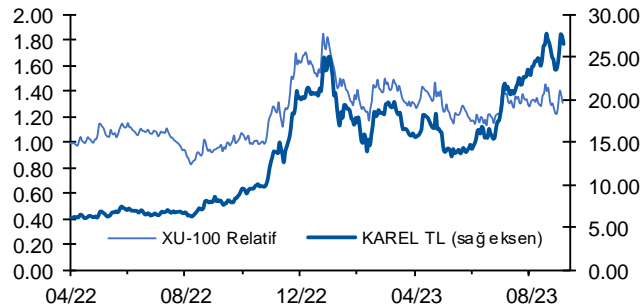
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	KAREL
Mevcut Fiyat (TL)	26.48
Hedef Fiyat (TL)	37.20
Getiri Potansiyeli (%)	40.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	7.42 28.80
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	108
Sermaye (mln TL)	403
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	10,670
Hedeflenen Piyasa Değeri	14,989
Net Borç	2,967
Firma Değeri	13,637

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	1,637	3,443	7,604	12,157
FAVÖK	325	584	1,372	2,323
Net Kar	66	46	216	764

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	8%	79%	228%	6%
BIST100 Rölatif Getiri	-2%	12%	30%	-28%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Karel Elektronik (KAREL) – AL – Hedef Fiyat: 37,20 TL

○ Karel Elektronik, yılbaşından bu yana %6 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %28 altında performans göstermiştir. KAREL hisseleri son 12 aylık verilere göre 15,0x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Karel Elektronik'i 37,20 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

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

○ 2025 yılının sonuna kadar geçerli olan Turkcell projesi, Daiichi'nin katkısı ve döviz bazında gelir yaratan işleriyle birlikte yılın ikinci yarısında ciro ve karlılık anlamında finansallara olumlu yönde katkı sağlamasını bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse, Şirket, 2023 yılı beklentilerini; yaklaşık 330 milyon dolar gelir ve %17-18 FAVÖK marjı olarak paylaşmıştı.

○ Şirket, işletme sermayesi optimizasyonu ve net borcun azaltılması için; i) segment bazlı yıl sonu stok hedefi ii) alacakların erken tahsilatı iii) tedarikçi vade uzatımı gibi finansal performans iyileştirmelerini yılın ikinci yarısında devreye almayı hedeflemektedir.

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

○ i) hammadde tedarikinde yaşanabilecek sıkıntılar ii) vadeli satışlarda tahsilatların gecikmesi iii) yurt içi ve yurt dışı talepte yavaşlama değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Kontrolmatik Teknoloji

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	KONTR	
Mevcut Fiyat (TL)	273.00	
Hedef Fiyat (TL)	338.00	
Getiri Potansiyeli (%)	23.8%	
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	40.96	300.80
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,946	
Sermaye (mln TL)	200	
Pazar	Yıldız Pazar	

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	54,600	
Hedeflenen Piyasa Değeri	67,600	
Net Borç	1,240	
Firma Değeri	55,840	

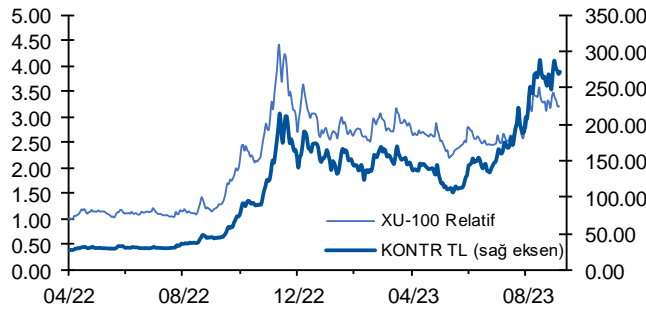
Hisse Verileri (mln TL)

	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	612	1,791	3,444	19,873
FAVÖK	122	385	492	5,444
Net Kar	131	469	656	3,764

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	11%	87%	488%	73%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	17%	133%	17%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Kontrolmatik Teknoloji (KONTR) – AL – Hedef Fiyat: 338,00 TL

- **Kontrolmatik Teknoloji, yılbaşından bu yana %73 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %17 üzerinde performans göstermiştir. Kontrolmatik Teknoloji'yi 338,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.**
- Kontrolmatik'i sektördeki güçlü konumu ve enerji sektöründeki faaliyetleri, yeni yatırımları, güçlü büyümesi, daha yüksek karlılık beklentimiz, Ar-Ge çalışmalarına ağırlık vermesi ve döviz bazlı gelir yapısı dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.
- Türkiye'nin ilk özel sektör yatırımı olan Lityum-İyon Pil Hücresi ve Enerji Depolama Sistemleri fabrikası 29 Ağustos'ta faaliyete geçerken, 4Ç23'ten itibaren finansallara katkısını görmeye başlayacağımızı düşünüyoruz. Büyümeye katkı sağlayacak olmasının yanı sıra işkollarını çeşitlendirmesi, önümüzdeki dönemde konsolide karlılığı kademeli bir şekilde iyileştirecek olması, ihracat potansiyeli taşıması ve Türkiye'nin dışa bağımlılığını azaltacak olması dolayısıyla Pomega yatırımını önemli bulurken, önümüzdeki dönemde Şirket'in güçlü büyümesinin sürdürülmesinde yeni itici güç olacağına inanıyoruz. Ek olarak, Şirket yönetimi, Pomega Amerika yatırım sürecinin de planlanan şekilde ilerlediğini ve 2024 yılının sonuna doğru bitirmeyi hedeflediklerini belirtti.
- Kontrolmatik, 2022'de %215 FAVÖK ve %259 net kar büyümesi elde ederken, Şirket'in 2023'te %28 FAVÖK ve %40 net kar, 2024'te de %1.006 FAVÖK ve %473 net kar büyümesi kaydetmesini bekliyoruz.
- Yaklaşık 4,3 milyar TL seviyesinde bulunan Şirket'in bakiye siparişlerinin %60'tan fazlası USD ve EUR bazındadır.
- i) yeni ihale alımlarında yavaşlama veya mevcut ihalelerde aksaklıklar ii) yatırım sürecinde beklenmeyen aksaklıklar/gecikmeler iii) sektöre girebilecek yeni oyuncular değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Pegasus

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	PGSUS
Mevcut Fiyat (TL)	893.10
Hedef Fiyat (TL)	1478.60
Getiri Potansiyeli (%)	65.6%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	209.00 979.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,779
Sermaye (mln TL)	102
Pazar	Yıldız Pazar

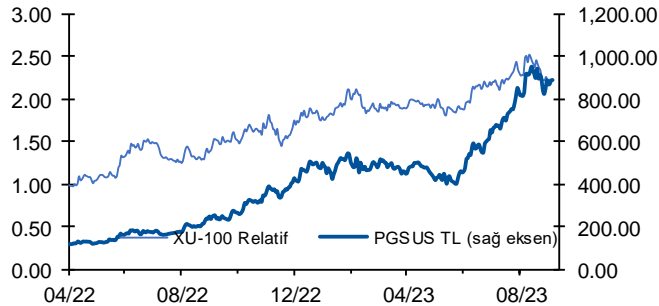
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	91,364
Hedeflenen Piyasa Değeri	151,260
Net Borç	65,456
Firma Değeri	156,820

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	10,664	42,732	73,589	115,860
FAVÖK	2,271	14,099	23,696	37,655
Net Kar	-1,972	7,100	13,246	20,855

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	6%	86%	331%	86%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	17%	70%	26%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Pegasus (PGSUS) – AL – Hedef Fiyat: 1478,60 TL

○ Pegasus, yılbaşından bu yana %86 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %26 üzerinde performans göstermiştir. Pegasus'u 1478,60 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Düşük maliyetli havayolu taşımacılığına olan ilginin artmasına ek olarak genç filo yapısı, yakıt tasarrufu sağlayan uçakları ve artan yan gelirleri ile Pegasus'u beğenmeye devam ediyoruz.

○ Şirket, 2023 yılının ilk yarısında tarihindeki en iyi FAVÖK marjına ulaşmıştır. En iyi FAVÖK marjına ulaşmasında genç filo yapısı ve yakıt tasarrufu sağlayan uçak dönüşümleri etkilerini gösterirken, jet yakıt fiyatlarındaki yatay seyir de etkili olmuştur.

○ Pegasus, 1 Ocak-3 Eylül tarihleri arasında Avrupa'da günlük ortalama en fazla uçuş gerçekleştiren havayolu şirketleri arasında 13. sırada yer almıştır. Şirket, en son yayınlanan trafik rakamları ışığında 2023 yılının ilk 7 ayında 17.38 milyon yolcuya hizmet vermiştir.

○ Hız kazanmaya devam eden bilet satışlarıyla yaz sezonunda dış hat yolcu talebinin kuvvetli olması ve dış hat doluluk oranında büyüme öngörmekteyiz. Ayrıca, yan gelirden elde edilen olumlu ivmenin 2023 yılının ikinci yarısında da devam etmesini beklemekteyiz.

○ i) makroekonomik koşullar ii) jet yakıt fiyatlarındaki artış iii) pandemi gibi havacılık sektörünü etkileyecek gelişmeler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Sabancı Holding

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		SAHOL
Mevcut Fiyat (TL)		60.65
Hedef Fiyat (TL)		78.80
Getiri Potansiyeli (%)		29.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	23.68	63.10
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		2,519
Sermaye (mln TL)		2,040
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri		123,750
Hedeflenen Piyasa Değeri		160,784

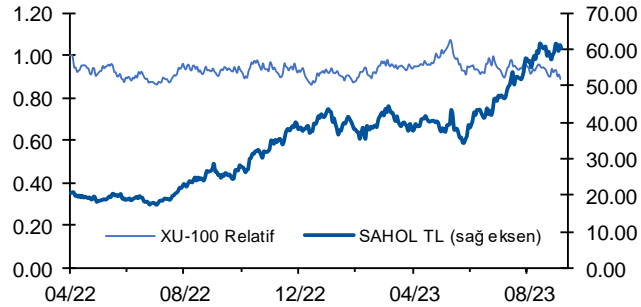
Hisse Verileri (mln TL)

	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	12,032	43,828	41,283	52,636

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	6%	49%	142%	41%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	-6%	-4%	-5%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Sabancı Holding (SAHOL) – AL – Hedef Fiyat: 78,80 TL

- Sabancı Holding, yılbaşından bu yana %41 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %5 altında performans göstermiştir. SAHOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 2,6x F/K ve 1,0x PD/DD çarpanları ile işlem görmektedir. Sabancı Holding'i 78,80 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Sabancı Holding'i güçlü bilanço yapısı, azalan NAD iskontosu, orta vadeli hedefleri, yeni ekonomiler tarafında hızlanan yatırımlar (ileri teknoloji malzemeleri, dijitalleşme gibi), kesintisiz temettü ödemesi ve hisse geri alım programı dolayısıyla beğeniyoruz.
- Holding, önümüzdeki 4-5 yıl içerisinde yatırımlarını 2 katına çıkarmayı hedeflerken, yatırımlarının dörtte birini mevcut iş kolları, dörtte üçünü de yeni teknolojilere ayırmayı planlamaktadır.
- Ayrıca, Holding enerji alanında yatırımlarını kesintisiz bir şekilde sürdürüyor. Buna göre, Enerjisa Üretim'in mevcut durumda Türkiye'deki 3,7 GW olan üretim kapasitesi 4,7 GW seviyesine artırılacak ve yenilenebilir payı %45'ten %57'ye yükselecek. Ayrıca, Çin'den sonra en büyük ikinci yenilenebilir enerji pazarı olan ABD'de ayrıntılı araştırma ve çalışmalardan sonra, gelecekteki büyüme için çeşitli fırsatlar sunan ilk güneş enerjisi projesini 272 MW kapasite ile Teksas'ta başlattı.
- SAHOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 2,6x F/K çarpanı ile son 3 yıllık ortalamasına kıyasla %16 iskontolu işlem görüyor.
- i) faaliyet gösterdiği bankacılık ve enerji sektörlerindeki regülasyon riski ii) sanayi tarafında ham madde fiyatlarındaki hızlı yükseliş ve beklentimizin altında karlılık iii) yeni yatırımlarda aksama/gecikme değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

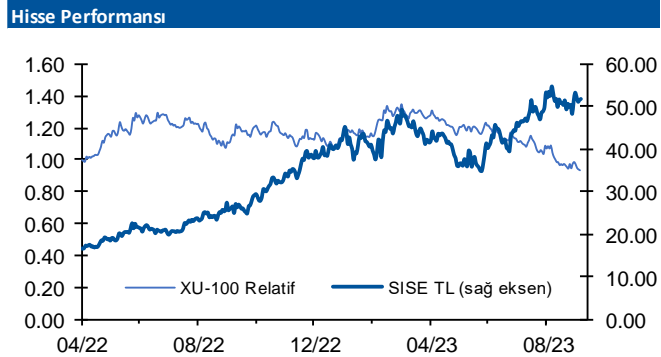
Şişecam

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	SISE
Mevcut Fiyat (TL)	51.90
Hedef Fiyat (TL)	77.70
Getiri Potansiyeli (%)	49.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	24.04 55.30
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	3,706
Sermaye (mln TL)	3,063
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	158,981
Hedeflenen Piyasa Değeri	238,012
Net Borç	35,318
Firma Değeri	194,299

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	32,058	95,349	133,278	180,367
FAVÖK	7,562	20,455	27,058	39,767
Net Kar	9,040	19,345	16,426	22,412

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	-5%	25%	111%	23%
BIST100 Rölatif Getiri	-14%	-22%	-16%	-17%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

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

- Şişecam, yılbaşından bu yana %23 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %17 gerisinde kalmıştır. Şişecam'ı 77,70 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Şişecam'ı; yatırımlarıyla artan üretim kapasitesine ek uluslararası satış odaklı yaklaşımı, gelir-gider yapısı, coğrafi yaygınlığı ve dinamik fiyatlandırma stratejisi gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.
- Gelir yapısının ağırlıklı döviz bazlı olmasına karşılık, döviz bazlı maliyetlerinin payının daha düşük olması bu makroekonomik süreçte Şirket için avantaj sağlamaktadır. Ayrıca, dinamik fiyatlandırma stratejisi ile artan maliyetlere karşı kendini koruyabilmekte, köklü geçmişi ve deneyimi ile bilanço yapısını bozmadan ekonomik değişikliklere uyum sağlayabilmektedir.
- Şirket'in Tarsus, Kırklareli, Eskişehir, Macaristan başta olmak üzere yeni hat ve fırın yatırımları ile Amerika'da devam eden doğal soda külü yatırımları bulunmaktadır. Bugün dünyanın en büyük 3 soda üreticisi arasında yer alan Şişecam, 2028 yılına kadar kademeli olarak devreye alınması planlanan ABD doğal soda yatırımıyla birlikte dünyanın en büyük soda külü üreticisi haline gelecektir. Bunun yanı sıra Şirket'in bugüne kadar girdiği her pazarda tüm ürün gruplarıyla genişlemiş olması doğrultusunda, Amerika yatırımının beklenenden öte yeni fırsatlara yol açabileceğini düşünmekteyiz.
- i) makroekonomik koşullar ii) küresel durgunluk iii) enerji maliyetlerindeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

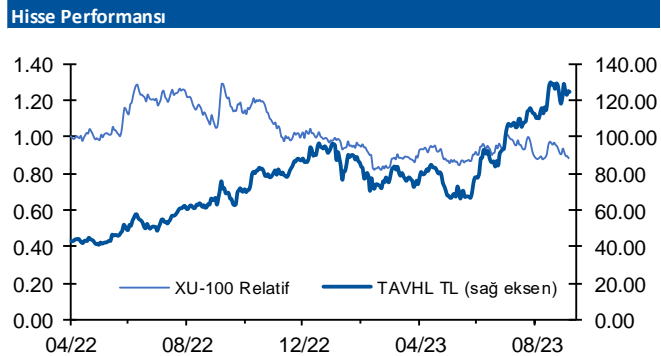
TAV Havalimanları

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	TAVHL
Mevcut Fiyat (TL)	124.40
Hedef Fiyat (TL)	167.60
Getiri Potansiyeli (%)	34.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	60.70
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	795
Sermaye (mln TL)	363
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	45,192
Hedeflenen Piyasa Değeri	60,886
Net Borç	35,492
Firma Değeri	80,684

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	5,459	18,308	31,611	47,389
FAVÖK	1,561	5,515	8,693	13,269
Net Kar	468	1,899	3,230	4,895

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	10%	56%	103%	33%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	-2%	-20%	-10%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

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

○ TAV Havalimanları, yılbaşından bu yana %33 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin ise %10 gerisinde performans göstermiştir. TAV Havalimanları'nı 167,60 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Hizmet şirketleri ve Almatı satış gelirlerindeki artışla ön plana çıkan TAV Havalimanları'nı devam eden yatırımları temel olarak beğenmeye devam ediyoruz.

○ Eurocontrol verilerine ait 01 Ocak-03 Eylül 2023 dönemi hava trafik istatistiklerine göre; güçlü geçen turizm rakamlarının pozitif etkisiyle Antalya Havalimanı 18. sıraya çıkmıştır. Şirket 2023 ilk 7 ayında Antalya Havalimanında 18.383.949 yolcuya hizmet vermiştir. Bu yolcu sayısı rekor yıl alınının 2019'un aynı dönemine göre %3 altında iken 2022 yılının aynı dönemine göre %21 üzerinde gerçekleşmiştir.

○ Şirket, 2023 yılının ilk 7 ayında yaklaşık %65'i yurt dışı yolcu sayısından oluşan 51.580.954 yolcuya hizmet vermiştir.

○ Güçlü gelen trafik rakamları ve FAVÖK'e sağlanan pozitif katkı ile 2023 yılında da Almaty Havalimanı ön plana çıkmaya devam etmektedir. 2023 yılının ilk 7 ayında Almatı yolcu sayısı, 2019 yılının aynı dönemine göre %48'lik artış göstermiştir.

○ i) makroekonomik koşullar ii) turizm sektörünü etkileyecek olumsuz gelişmeler iii) pandemi gibi havacılık sektörünü etkileyecek gelişmeler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Tüpraş

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TUPRS
Mevcut Fiyat (TL)	144.90
Hedef Fiyat (TL)	188.00
Getiri Potansiyeli (%)	29.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	37.99 - 149.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	4,546
Sermaye (mln TL)	1,927
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	279,193
Hedeflenen Piyasa Değeri	362,238
Net Borç	-10,089
Firma Değeri	269,103

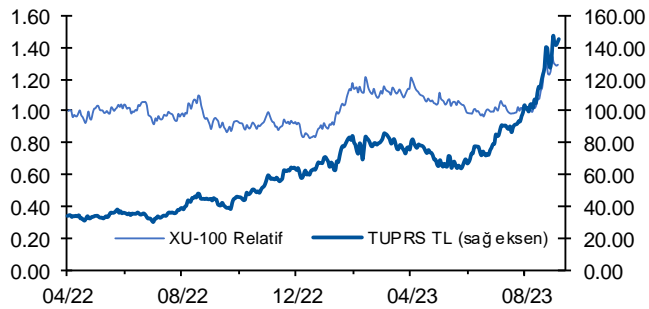
Hisse Verileri (mln TL)

	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	152,492	481,765	533,104	756,514
FAVÖK	13,396	55,477	70,065	75,118
Net Kar	3,495	41,045	41,559	51,545

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	40%	108%	224%	106%
BIST100 Rölatif Getiri	27%	31%	28%	39%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Tüpraş (TUPRS) – AL – Hedef Fiyat: 188,00 TL

- Tüpraş, yılbaşından bu yana %106 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %39 üzerinde performans göstermiştir. TUPRS hisseleri son 12 aylık verilere göre 6,5x F/K ve 4,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Tüpraş'ı 188,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Rusya kaynaklı belirsizlikler ve sıkı talep koşulları beraberinde orta distilat marjlarının beklentimizin üzerinde seyretmesi, havacılık sektöründeki güçlenmenin jet yakıt talebini desteklemesi, Stratejik Dönüşüm planı ve tekrardan temettü dağıtmaya başlamış olması dolayısıyla Tüpraş'ı beğeniyoruz.
- Mart ayında 12,5 milyar TL temettü dağıtan ve Nisan ayında %600 oranında bedelsiz sermaye artırım sürecini tamamlayan Şirket, Eylül ayında da 14,5 milyar TL ek temettü dağıtmayı planlıyor. Şirket'in önümüzdeki yıllarda da temettü dağıtımını benzer şekilde sürdüreceğini ve 2024 yılında da 2023 yılı net karından yaklaşık 27 milyar TL temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz. Söz konusu temettü dağıtımı %10'luk verime işaret ediyor.
- Ayrıca, Stratejik Dönüşüm kapsamındaki gelişmelerin de fiyatlamaları uzun vadede destekleyeceğini öngörüyoruz. Hatırlatmak gerekirse Şirket, sürdürülebilirlik anlayışını destekleyen yeni alanlara (biyoyakıt, sıfır karbon elektrik, yeşil hidrojen) yatırım yapmayı, gerçekleştirilen dönüşüm sonucunda Türkiye'de sıfır karbon elektrik ve sürdürülebilir havacılık yakıtı (SAF) üretimlerinde lider olmayı hedefliyor.
- i) ürün marjlarında zayıflama ii) ağır-hafif petrol makasında daralma iii) beklentilerimizin altında satış hacmi başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Yapı Kredi Bankası

Hisse Verileri

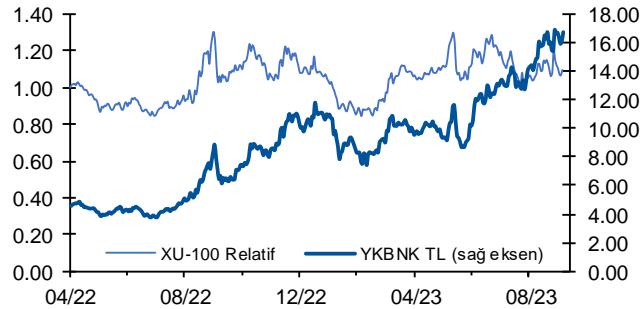
Bloomberg Hisse Kodu		YKBNK
Mevcut Fiyat (TL)		16.71
Hedef Fiyat (TL)		21.40
Getiri Potansiyeli (%)		28.1%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	6.01	17.23
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		5,345
Sermaye (mln TL)		8,447
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	141,150
Hedeflenen Piyasa Değeri	180,767

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	16%	45%	133%	54%
BIST100 Rölatif Getiri	5%	-9%	-8%	4%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

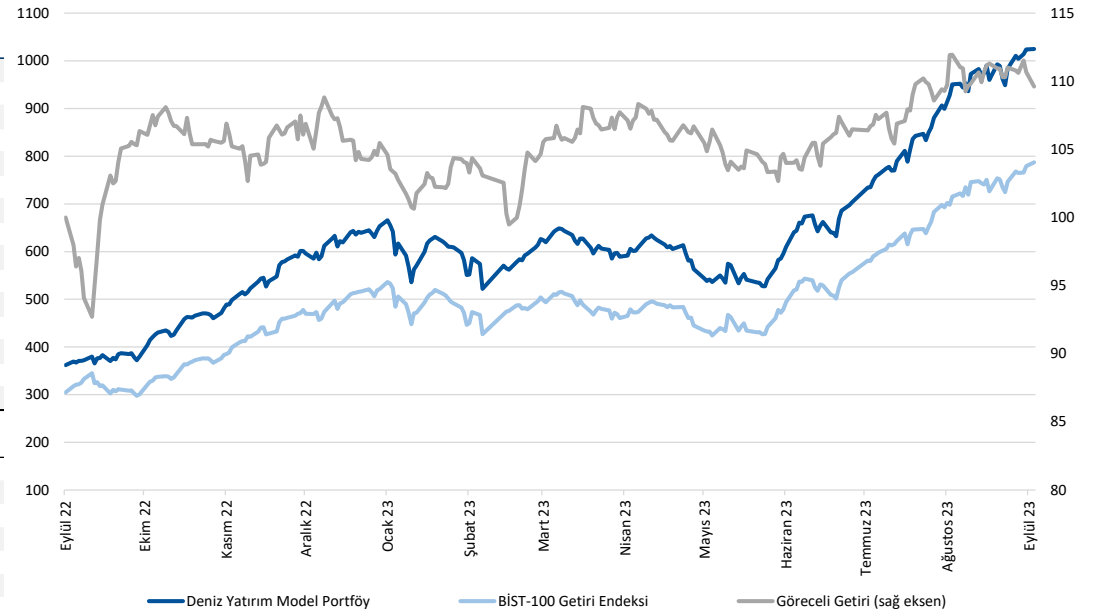
■ Yapı Kredi Bankası (YKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 21,40 TL

- YKBNK son 1 yılda %133 nominal performans sergilerken, BIST100 endeksinin de %8 altında performans gösterdi. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 2.31x F/K ve 0.68x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı %34.5 seviyesindedir. Vadesiz mevduatının toplam mevduat içerisindeki payı %42 seviyesinde olan bankanın TÜFE'ye endeksli bonoların katkısı ve bireysel kredilerdeki görece daha yüksek payı ile yılın ikinci yarısında ilk yarıya kıyasla daha iyi bir marj elde etmesini bekliyoruz. Yapı Kredi Bankası'nı 21,40 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Sermaye yeterlilik oranları yüksek ve mevduatın krediye dönüşüm oranı yüksek olan bankanın orta-uzun vadede sektöre kıyasla daha hızlı bir kredi büyüme temposu yakalayabileceğini düşünüyoruz.
- 2022 yılında net faiz marjını 660 baz puan artıran bankanın 2023 yılında 400 baz puan marj kaybı olabileceğini tahmin ediyoruz. Bu kaybın kısmen TÜFE'ye endeksli bonoların daha düşük getiri sağlamasından kısmen de TL kredi/mevduat faiz makası kaynaklı olabileceğini tahmin ediyoruz. Bireysel ve kredi kartı kredilerinde payı daha yüksek olan bankanın TCMB'nin faiz artırımını sonrasında daha iyi bir kredi getirisi ile marjını iyileştirebileceğini öngörüyoruz. Bununla birlikte TÜFE'ye endeksli bonoları toplam faiz kazandıran varlıklarının %11.4'ünü oluşturan bankanın özellikle yılın son çeyreğinde Ekim-Ekim döneminde %60'a ulaşabilecek enflasyon dinamiğinden dolayı ilk yarıya ve rakiplerine kıyasla daha yüksek gelir elde etmesini bekliyoruz. Son olarak ise vadesiz mevduatın toplam mevduat içerisindeki payının %42'ye yükselmiş olmasını maliyetsiz kaynak anlamında marj için olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Maliyet yönetimini oldukça başarılı bir şekilde yapan bankanın 2023 yılında deprem bağış giderleri dahil %109 artmasını beklediğimiz faaliyet giderlerinin 2024 yılında ise %19 civarında yükseleceğini öngörüyoruz. Komisyon gelirlerindeki yüksek artış oranlarının ise faaliyet gider artışını kompanse edebileceği görüşündeyiz.
- Takipteki kredi oranının 2023 yılında 30 baz puan artarak %3.7 olarak beklediğimiz bankanın kredi risk maliyetinin 2023 yılında 180 baz puan civarında olmasını bekliyoruz. 2024 yılında ise muhafazakar bir yaklaşımla takipteki kredi oranını %4.3, kredi risk maliyetini ise 260 baz puan öngörüyoruz.

Deniz Yatırım Model Portföy, Eylül 2023

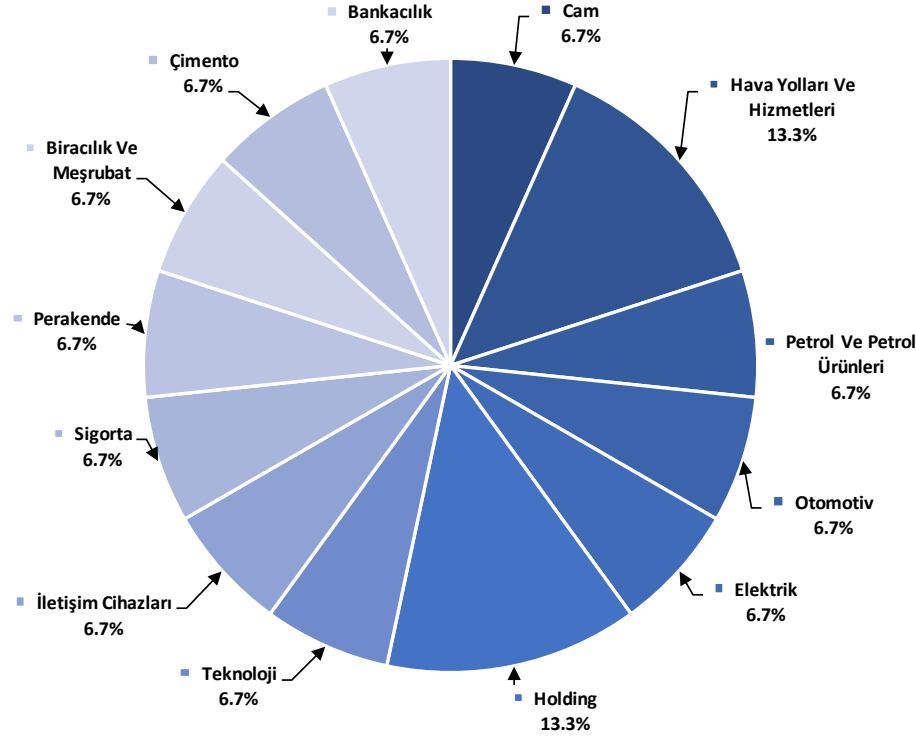
Hisse	Portföye Giriş Tarihi	Hedef Fiyat	Potansiyel	Nominal Getiri (Portföye girişten itibaren)	BIST-100'e Rölatif Getiri (Portföye girişten itibaren)
SISE	04.09.2020	77.70	50%	781%	17%
TAVHL	10.05.2021	167.60	35%	421%	-7%
TUPRS	21.03.2022	139.00	-4%	439%	43%
FROTO	07.09.2022	1231.60	37%	178%	16%
KONTR	07.09.2022	338.00	24%	511%	154%
ALARK	13.09.2022	160.65	24%	137%	4%
HTTBT	03.11.2022	70.70	35%	132%	16%
KAREL	30.11.2022	37.20	40%	29%	-21%
PGSUS	27.12.2022	1478.60	66%	77%	19%
AKGRT	16.01.2023	6.40	26%	49%	-7%
BIMAS	16.01.2023	378.80	44%	111%	32%
CCOLA	16.01.2023	404.10	0%	120%	38%
SAHOL	12.05.2023	78.80	30%	41%	-15%
CIMSA	21.06.2023	235.40	12%	83%	18%
YKBNK	21.08.2023	18.60	11%	7%	0%

	Nominal Getiri	BIST-100 Endeksi'ne Göre Rölatif Getiri	BIST-100 Getiri Endeksi'ne Göre Rölatif Getiri
2019	56%	27%	25%
2020	50%	16%	15%
2021	43%	13%	10%
2022	205%	3%	0%
12A	183%	12%	10%
YBB	57%	6%	4%
2019'dan bugüne	1501%	80%	57%



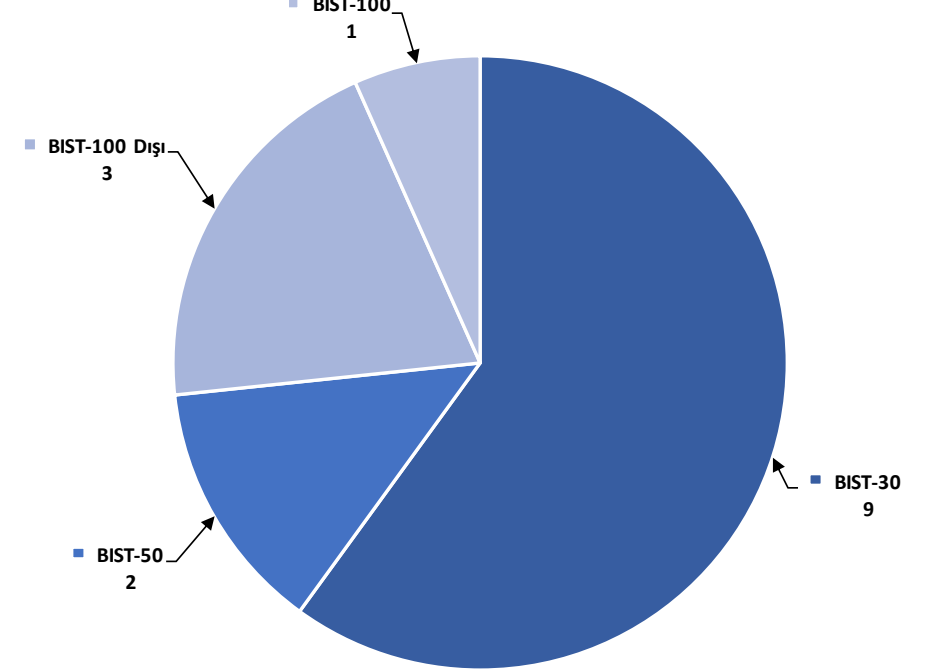
Model Portföy sektör-endeks kırılımı

Model portföy sektörel dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Model portföy endeks dağılımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

■ Deniz Yatırım Döngüsel Portföy

Döngüsel Portföy, Eylül 2023

- **AKBNK** : Faiz durasyonu açısından önemli bir marj avantajı olan bankanın TÜFE'ye endeksli bonolardan da yılın ikinci yarısında yüksek bir getiri yazmasını bekliyoruz
- **AKCNS** : Yurt içi güçlü çimento talebinin sürmesi, faaliyet bölgesi avantajı, kar marjlarındaki yüksek seyrini koruyabileceğine yönelik beklentiler
- **ASELS** : Döviz pozisyonu, güçlü beklentiler, NATO zirvesinin akabinde ikili ilişkilerde görülen pozitif hava, geniş ürün gamı, ihracat odaklı büyüme, seri üretim siparişleri
- **AYGAZ** : Sektördeki lider konumu, kargo tarafında büyümesini sürdürmesi, dünyanın en hızlı büyüyen LPG pazarı olan Bangladeş'deki sürecin uzun vadede değer yaratacak bir yatırım olması ve iştiraki Tüpraş'ın katkısı
- **KLKIM** : Yurt içi yapı malzemelerindeki lider konumu, devam eden ve planlanan yatırım sürecinin yanında yerel ve yabancı para gelir modeli
- **MAVI** : Pazardaki konumu, satış geliri büyümesi, nakit üretimi ve artan girdi maliyetlerine karşı fiyatlandırma stratejisi
- **MGROS** : Çoklu kanal yetkinliği, online operasyonları, yüksek kurumsal yönetimi, uzun vadeli büyümeyi sağlamak için yeni iştiraklerle dönüşüm içinde olması ve nakit yaratma kapasitesindeki iyileşme
- **MPARK** : Hastane portföyünde yapılan optimizasyonlar, yeni hastane alımları, devlet destekli teşvik programları, ciro bazlı büyüme ve artan kar potansiyeli, canlanan sağlık turizm etkisi, rekabet avantajı ve geri alım programı
- **SELEC** : Pazar lideri, çeşitli dağıtım kanallarıyla geniş bir coğrafyada faaliyet göstermesi, net nakit pozisyonu, düzenli temettü getirisi
- **TCELL** : Pazardaki güçlü konumu, istikrarlı fiyat artışları, maliyet baskısının azalması ve artan mobilite ile birlikte gelirlerde hızlı büyüme, pozitif bilanço yapısı ve yenilenebilir enerjiye yönelik yatırımları
- **TEZOL** : Devam eden fabrika yatırımı ile artacak üretim kapasitesi, döviz bazlı gelir yapısı ve yatırımlarla büyüme stratejisini devam ettirmesinin yanında güçlü bilanço yapısı
- **THYAO** : Artan yolcu sayısı, geniş filo yapısı, uçuş ağı genişliği, çeşitlendirilmiş gelir tabanı ve büyüme hedefleri
- **ULKER** : Borçluluğun azaltılması, fiyatlandırma stratejisi ve miktar geçişleri, güçlü ihracat konumu, artan pazar payı ve marjlardaki toparlanma
- **VESBE** : Üçüncü çeyrek finansallarının güçlü açıklanacağına yönelik öngörümüz, sağlam bilanço yapısı, ihracat kası ve düzenli temettü getirisi

Akbank

Hisse Verileri

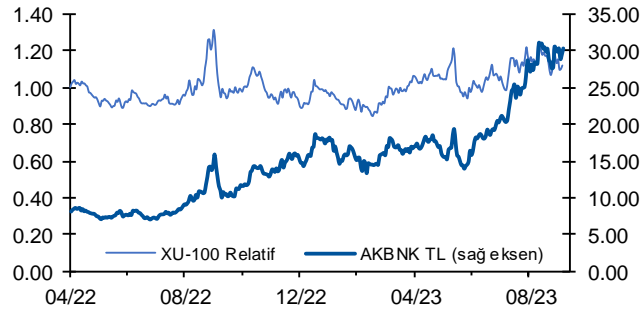
Bloomberg Hisse Kodu		AKBNK
Mevcut Fiyat (TL)		30.22
Hedef Fiyat (TL)		40.30
Getiri Potansiyeli (%)		33.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	9.73	33.62
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		4,548
Sermaye (mln TL)		5,200
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri		157,144
Hedeflenen Piyasa Değeri		209,560

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	7%	72%	156%	70%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	8%	1%	15%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Akbank (AKBNK) – AL – Hedef Fiyat: 40,30 TL

- Akbank, yılbaşıdan bu yana %70 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %15 üzerinde performans göstermiştir. Hisse, 1 yıl ileriye dönük tahminlerimize göre 2.22x F/K ve 0.64x F/DD çarpanları ile işlem görürken, beklediğimiz özsermaye karlılığı da %33.8 seviyesindedir. Faiz durasyonu açısından önemli bir marj avantajı olan bankanın TÜFE'ye endeksli bonolardan da yılın ikinci yarısında yüksek bir getiri yazmasını bekliyoruz. Akbank'ı 40,30 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Sermaye yeterlilik ve mevduatın krediye dönüşüm oranları yüksek olan bankanın orta-uzun vadede sektöre kıyasla daha hızlı bir kredi büyüme temposu yakalayabileceğini düşünüyoruz.
- 2022 yılında net faiz marjını 630 baz puan artıran bankanın 2023 yılında 330 baz puan marj kaybı olabileceğini tahmin ediyoruz. Bu kaybın kısmen TÜFE'ye endeksli bonoların daha düşük getiri sağlamasından kısmen de TL kredi/mevduat faiz makası kaynaklı olabileceğini tahmin ediyoruz. TL menkul kıymetlerin toplam faiz kazandıran varlıklar içerisindeki payı %4-5 civarında olan bankanın bu tarafta yiyebileceği marj baskısının sınırlı kalmasını bekliyoruz.
- Maliyet yönetimini oldukça başarılı bir şekilde yapan bankanın 2023 yılında deprem bağış giderleri dahil %123 artmasını beklediğimiz faaliyet giderlerinin 2024 yılında ise %18 civarında yükseleceğini öngörüyoruz. Komisyon gelirlerindeki yüksek artış oranlarının ise faaliyet gider artışını kompanse edebileceği görüşündeyiz.
- Takipteki kredi oranının 2023 yılında 80 baz puan azalarak %2.2 olarak beklediğimiz bankanın kredi risk maliyetinin muhafazakar bir şekilde 2023 yılında 110 baz puan civarında olmasını bekliyoruz. 2024 yılında ise muhafazakar bir yaklaşımla takipteki kredi oranını %2.6, kredi risk maliyetini ise 170 baz puan öngörüyoruz.
- 2023 yılının ilk yarısında sermaye piyasası işlemlerinden 25.2 milyar TL gelir elde eden bankanın, ikinci yarıda bu kalemde çok daha sınırlı bir şekilde 4 milyar TL gelir sağlamasını bekliyoruz.

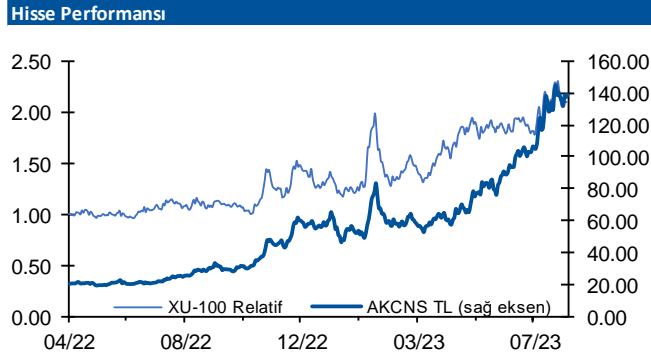
Akçansa

Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		AKCNS
Mevcut Fiyat (TL)		139.00
Hedef Fiyat (TL)		150.40
Getiri Potansiyeli (%)		8.2%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	26.90	148.70
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		273
Sermaye (mln TL)		191
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	26,611
Hedeflenen Piyasa Değeri	28,794
Net Borç	116
Firma Değeri	26,728

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	2,871	8,899	14,116	19,900
FAVÖK	405	1,340	3,365	4,359
Net Kar	304	1,521	2,822	3,732

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	17%	80%	399%	129%
BIST100 Rölatif Getiri	7%	13%	97%	55%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Akçansa (AKCNS) – AL – Hedef Fiyat: 150,40 TL

- Akçansa, yılbaşından bu yana %129 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %55 üzerinde performans göstermiştir. AKCNS hisseleri son 12 aylık verilere göre 9,7x F/K ve 11,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Akçansa'yı 150,40 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Yılın ilk yarısında çimento ihracatı daralırken satışlarını iç talebe yönlendiren Akçansa'nın, Türk Lirası'nın değer kaybetmesi ve düşük enerji maliyetlerinin etkisi ile marjları olumlu etkilendi. Düşük enerji maliyetleri ve sabit maliyet disiplini ile brüt kar marjını ikinci çeyrek için %32,1'e ve yılın ilk yarısı için %27,8'e çıkardı.
- Akçansa için yılın ikinci yarısında geçen yılın aynı dönemine göre iç satışlardaki güçlü talebin devam edeceği, ihracatta ise döviz kurundaki artışa bağlı ve girdi maliyetlerindeki stabil seyirle yılın ilk yarısına göre artış yaşanacağını öngörülmektedir.
- Akçansa'yı i) faaliyet bölgesi avantajı ii) tam kapasite kullanımı ve geniş ürün yelpazesi iii) dengeli dağılmış yurt içi ve yurt dışı satış dağılımı sayesinde döviz ve yerel para cinsinden gelir modeli iv) yurt içi inşaat faaliyetlerinin hız kazanması ile artan talebin yanında enerji ve yakıt maliyetlerindeki geri çekilme ve stabil seyirle marjlardaki güçlü seyrin devam edeceği beklentisi sebeplerinden dolayı beğeniyoruz.
- i) çimento fiyatlarındaki düşüş ii) yurt içi inşaat sektöründeki yavaşlama iii) makro-ekonomik riskler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Aselsan

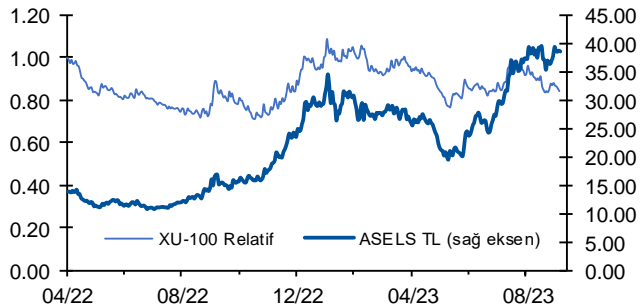
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	ASELS
Mevcut Fiyat (TL)	38.56
Hedef Fiyat (TL)	48.35
Getiri Potansiyeli (%)	25.4%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	13.66 40.58
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	4,179
Sermaye (mln TL)	2,280
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	175,834
Hedeflenen Piyasa Değeri	110,238
Net Borç	13,857
Firma Değeri	189,690

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	20,139	35,282	59,644	92,452
FAVÖK	5,502	9,472	15,379	23,821
Net Kar	7,131	11,916	18,919	24,322

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	1%	57%	185%	24%
BIST100 Rölatif Getiri	-9%	-1%	13%	-16%

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



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Aselsan (ASELS) – AL – Hedef Fiyat: 48,35 TL

○ Aselsan, yıl başından itibaren %24 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %16 altında performans göstermiştir. ASELS hisseleri son 12 aylık verilere göre 13,0x F/K ve 17,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Aselsan'ın 48,35 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde muhafaza ediyoruz.

○ Şirket; gelir tarafında Dolar ve Euro kuru, harcama tarafında ise TL'nin baskın olması nedeniyle uzun döviz pozisyonu taşımaktadır. Şirket'in 2023 yılının ilk 6 ayı için bakiye siparişlerinin %45'i USD, %35'i EUR, %20'si ise TL cinsindeyken; harcamalarının %60'ı TL, %27'si USD, %13'ü EUR cinsindedir. Bu durum olası kur artışı gibi senaryolara karşı Şirket'e doğal bir hedge sağlamakta olup avantaj kazandırdığı için beğeniyoruz.

○ Önümüzdeki yıllarda, dünyanın evrildiği durumu da göz önünde buldurunca, jeopolitik ve siyasi koşullar nedeniyle ülkelerin savunma sanayisine ayırdıkları bütçelerini daha da artıracaklarını öngörmekteyiz. Bu noktada, Türkiye'nin millileştirme hedefiyle çıktığı yolda, Aselsan gibi belli başlı savunma sektörü şirketlerinin daha da ön plana çıkabileceğini tahmin ediyoruz. Aselsan'ın ayrıca savunma dışı segmentte yani güvenlik, ulaştırma, sağlık ve enerji gibi pek çok sivil alanda da faaliyetler yürütmesi Şirket'e avantaj sağlamaktadır.

○ Şirket'in 2023 yılı ilk 6 aylık sonuçlarında yaklaşık 8,4 milyar USD bakiye siparişi bulunmaktadır. Söz konusu sipariş sözleşmelerinin her biri farklı kar marjına sahiptir. Bu noktada, 2023 yılı için güçlü beklentiler yayınlayan Aselsan'ın, siparişlerinin devam edeceğini, FAVÖK ve net kar rakamlarını artıracaklarını öngörüyoruz.

○ Yayınlanan öngörülerin; yıl sonunda %65'in üzerinde hasılat büyümesi, %24'ün üzerinde FAVÖK marjı ve 10 milyar TL yatırım yapılması yönünde olduğunu tekrardan hatırlatmak isteriz.

Aygaz

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	AYGAZ
Mevcut Fiyat (TL)	122.40
Hedef Fiyat (TL)	159.00
Getiri Potansiyeli (%)	29.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	42.31 132.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	205
Sermaye (mln TL)	220
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	26,904
Hedeflenen Piyasa Değeri	34,948
Net Borç	1,101
Firma Değeri	28,005

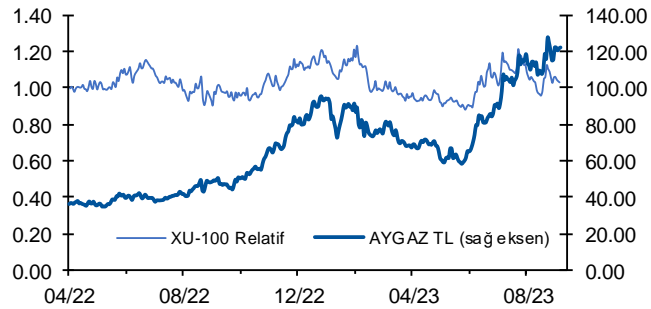
Hisse Verileri (mln TL)

	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	15,893	37,507	47,098	55,656
FAVÖK	705	537	934	1,527
Net Kar	670	4,733	3,851	5,030

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	7%	81%	187%	30%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	14%	13%	-12%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Aygaz (AYGAZ) – AL – Hedef Fiyat: 159,00 TL

- Aygaz, yılbaşından bu yana %30 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %12 altında performans göstermiştir. AYGAZ hisseleri son 12 aylık verilere göre 5,5x F/K ve 42,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Aygaz'ı 159,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Aygaz'ı sektördeki lider konumu, devam eden yatırımları, sağlam bilanço yapısı, Tüpraş'ın yüksek katkısı ve düzenli temettü getirisi dolayısıyla beğeniyoruz.
- Yılın ilk yarısında özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan 1.298 milyon TL kar kaydedilirken, Tüpraş'ın katkısının artmasını beklememiz eşliğinde yılın geri kalanında daha yüksek kar elde edilebileceğini öngörüyoruz.
- Ağustos 2022'de Bangladeş'te satış operasyonlarına başlayan Aygaz, yılın ilk yarısında 21 bin ton satışı yapmıştır. Chittagong'da toplam 6 bin ton kapasiteli 2 küreye ilave olarak toplam 7.500 ton kapasiteli 3 yeni kürenin de kurulum süreci devam etmektedir. Ayrıca, kargo taşıma ve dağıtım yatırımı olan Sendeo'da da Haziran ayında günlük maksimum 108 bin paket teslimata ulaşılmıştır. Her iki yatırımın da doğrudan yatırım olması dolayısıyla pozitif katkılarının zaman alabileceğini düşünmekle birlikte önümüzdeki dönemde Bangladeş ve kargo yatırımlarının olumlu seyretmeye devam edeceğine inanıyor, hisse fiyatını destekleyeceğini düşünüyoruz.
- Otogaz pazarında güçlü talep devam ediyor. Şirket de bu paralelde 2023 yılı beklentilerini bir kez daha revize etti. Buna göre, tüpgaz satış hacmi beklentisini 245-255 bin ton seviyesinde korurken, otogaz satış hacmi beklentisini 730-760 bin ton seviyesinden 750-780 bin ton seviyesine yükseltti.
- i) LPG fiyatlarında düşüş ii) yurt içi otogaz talebinde yavaşlama iii) yatırımların pozitif katkı vermeye başlamasının beklenenden uzun sürmesi değerlendirilmez açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	TEZOL
Mevcut Fiyat (TL)	19.65
Hedef Fiyat (TL)	25.50
Getiri Potansiyeli (%)	29.8%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	5.66 21.60
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	77
Sermaye (mln TL)	220
Pazar	Yıldız Pazar

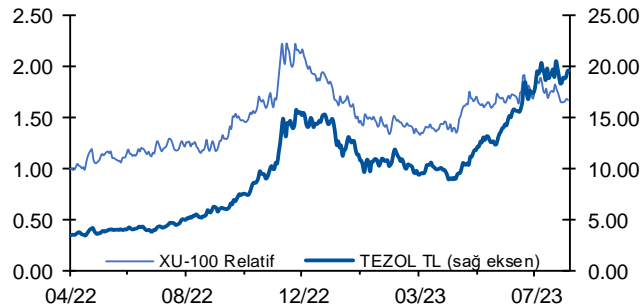
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	8,646
Hedeflenen Piyasa Değeri	5,610
Net Borç	-244
Firma Değeri	8,402

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	878	2,396	3,648	5,887
FAVÖK	133	518	742	1,273
Net Kar	255	728	783	1,598

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	0%	61%	229%	33%
BIST100 Rölatif Getiri	-9%	1%	30%	-10%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Europap Tezol Kağıt (TEZOL) – AL – Hedef Fiyat: 25,50 TL

- Tezol, yılbaşından bu yana %33 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %10 altında performans göstermiştir. TEZOL hisseleri son 12 aylık verilere göre 11,1x F/K ve 13,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Europap Tezol'ü 25,50 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Europap Tezol, yılın ilk yarısında satış gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %69 artışla 1.398 milyon TL olarak gerçekleşti. Şirket ilk çeyrekte satışlarında yurt içine ağırlık verirken ikinci çeyrek ile birlikte artan döviz kurunu göz önüne alarak ihracata odağını çevirdi.
- Europap Tezol için yılın ikinci altı aylık döneminde ihracatın satışlara oranını %40-50 arasında sürdüreceğini düşünüyoruz. Şirket'in net nakit yapısının borçsuz sayılabilecek sağlam bilanço yapısı ve yılın geri kalanında satış seyrindeki güçlü ivme ile devam edeceğini düşünüyoruz.
- Şirket, sektördeki güçlü konuma ek olarak yatırımlarını da sürdürmektedir. Yılın son çeyreğinde devreye alacağı 40.000 ton/yıl kağıt bobin kapasiteli yeni bir kağıt üretim tesisi ile yurt dışı ihracat payında artış olacağını düşünmekteyiz.
- Tezol'u i) yeni kağıt üretim tesisinin devreye alınmasıyla artacak üretim kapasitesi ii) masada yeni yatırım planları olması iii) döviz bazlı gelir modeli ve güçlü bilanço yapısı iv) temizlik kağıdı faaliyet alanı itibarıyla ekonomik daralmalarda dahi talebin sınırlı etkilenmesi sebeplerinden dolayı beğeniyoruz.

Kalekim Kimyevi Maddeler

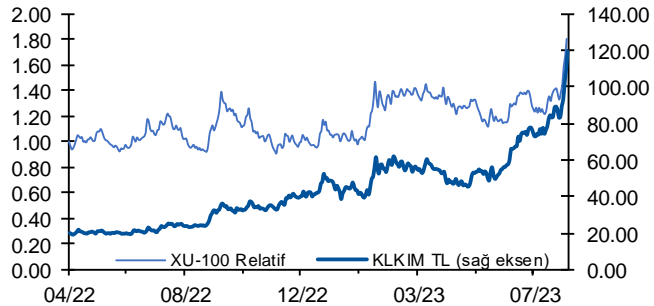
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	KLKIM
Mevcut Fiyat (TL)	120.00
Hedef Fiyat (TL)	93.70
Getiri Potansiyeli (%)	-21.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	24.42 120.80
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	122
Sermaye (mln TL)	115
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	13,800
Hedeflenen Piyasa Değeri	10,776
Net Borç	-529
Firma Değeri	13,271

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	810	2,143	3,729	5,631
FAVÖK	159	452	813	1,252
Net Kar	213	507	828	1,328

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	62%	123%	393%	145%
BIST100 Rölatif Getiri	47%	40%	95%	66%

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



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Kalekim (KLKIM) – TUT – Hedef Fiyat: 93,70 TL

- Kalekim, yılbaşından bu yana %145 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %66 üzerinde performans göstermiştir. KLKIM hisseleri son 12 aylık verilere göre 21,3x F/K ve 22,1x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Kalekim'i 93,70 TL hedef fiyat ve TUT önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Kalekim'in yılın ilk yarısında kuru harç kapasite kullanım oranı 2023 yılı ilk altı aylık dönemde %48,0 olarak gerçekleşmiştir. Üretim miktarı önceki yılın aynı dönemine kıyasla %8,6 artışla 268.117 ton olmuştur. Boya/sıva kapasite kullanım oranı 2023 yılı ilk altı aylık dönemde %30,2 olarak gerçekleşmiştir. Üretim miktarı önceki yılın aynı dönemine kıyasla %7,0 azalışla 7.539 ton olmuştur. Beton ve çimento kimyasalları ve ham maddeleri kapasite kullanım oranı 2023 yılının ilk altı aylık dönemde %33,6 olarak gerçekleşmiş, üretim miktarı önceki yılın aynı dönemine kıyasla %3,8 artışla 30,5 ton olarak gerçekleşmiştir.
- Kalekim için yılın ikinci altı aylık döneminde üretim hacimlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre artış yaşanacağını düşünüyoruz. Bu noktada kentsel dönüşüm projelerinin hız kazanması ve deprem bölgesi inşaatlarının devam etmesinin destekleyici bir unsur olacağına inanıyoruz.
- Şirket, ana ihracat pazarı olan Irak, Duhok'ta şube kuruluş ve tescil işlemlerinin tamamlandığı Mayıs ayı içerisinde KAP'ta paylaşmıştı. Şirket yönetimi, masada duran yatırım planları arasında Irak'ta fabrika kurulması olduğunu ve bu sürecin devam ettiğini belirtmişti. Ayrıca, Şirket'in devam eden GES yatırımı da 2024 yılının ilk çeyreğinde faaliyete geçmesi beklenmektedir.
- Kalekim'i i) devam eden yatırım süreci ve planlanan yatırım hedefler olması ii) yurt içi inşaat faaliyetlerindeki olumlu seyrin üretim hacmindeki büyümeyi desteklemesi iii) yurt içi ve yurt dışı satış gelirleri ile yerel ve yabancı para gelir modeli olması ve iv) güçlü bilanço yapısı sebeplerinden dolayı beğeniyoruz.

Mavi Giyim

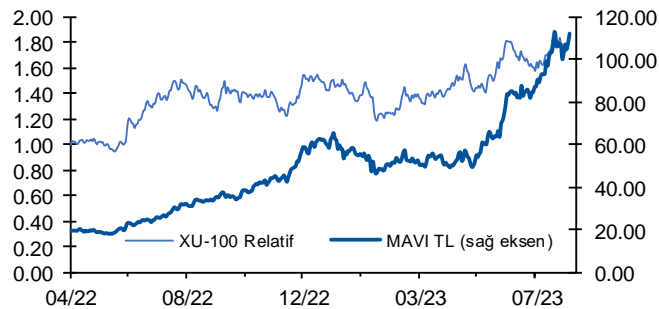
Hisse Verileri			
Bloomberg Hisse Kodu	MAVI		
Mevcut Fiyat (TL)	112.00		
Hedef Fiyat (TL)	180.60		
Getiri Potansiyeli (%)	61.3%		
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	32.84	113.80	
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	287		
Sermaye (mln TL)	99		
Pazar	Yıldız Pazar		

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	22,246
Hedeflenen Piyasa Değeri	17,936
Net Borç	-1,207
Firma Değeri	21,039

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	4,619	10,592	18,626	26,432
FAVÖK	1,016	2,481	4,142	5,344
Net Kar	400	1,439	2,917	3,775

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	24%	102%	231%	76%
BIST100 Rölatif Getiri	10%	24%	29%	21%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 01 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

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

○ Mavi Giyim, yılbaşından bu yana %76 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %21 üzerinde performansı göstermiştir. MAVI hisseleri son 12 aylık verilere göre, 14,2x F/K ve 7,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. 2Ç23 finansal sonuçlarını 19 Eylül'de açıklayacaktır. Makro tahminlerimizde değişikliğe gitmemizi değerlememize yansıtmanız neticesinde MAVI için hedef fiyatımızı 91,69 TL'den 180,60 TL'ye yükseltiyor, önerimizi ise AL yönünde sürdürüyor, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Jean kategorisinde yaklaşık %18,5 pazar payı ile öncü konumda olan Mavi Giyim'i satış geliri büyümesi, nakit üretimi ve artan girdi maliyetlerine karşı fiyatlandırma stratejisi gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.

○ Makro tahminlerimizdeki değişikliği değerlememize yansıtmanız neticesinde Şirket'in 2023 yılında %76 büyüme gerçekleştirmesini öngörüyoruz. Şirket'in 3. çeyrek gelirine yansıtacak okula dönüş sezonu ve kışın satılan ürün portföyünün fiyatı ve karlılığı yüksek ürün grupları olması değerlememiz için yukarı yönlü risk taşımaktadır.

○ Şirket, 2022 yılında, stoklu çalışma prensibiyle yükselen enflasyondan pozitif etkilenmiş, rekor marjlara ulaşmıştır. 2023 yılında bu baz etkisinden kaynaklı marjlarda daralma görmemize rağmen Şirket hala 5 yıllık ortalama marjının üzerinde rakamlar elde etmeyi başarabilmektedir.

○ i) Avrupa'daki satışların yatay seyri ii) iç talepte yaşanacak durgunluk iii) emtia ve üretim faktörlerini etkileyen maliyetlerdeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Migros Ticaret

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		MGROS
Mevcut Fiyat (TL)		370.90
Hedef Fiyat (TL)		400.00
Getiri Potansiyeli (%)		7.8%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	84.71	378.60
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		543
Sermaye (mln TL)		181
Pazar		Yıldız Pazar

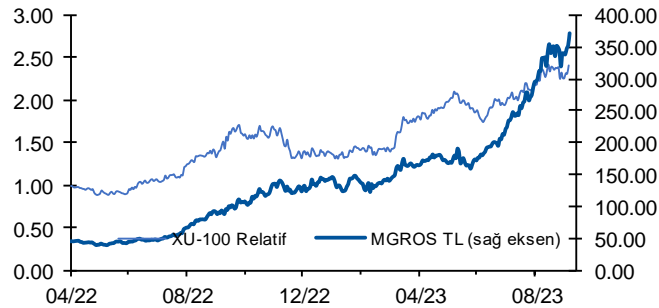
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri		67,153
Hedeflenen Piyasa Değeri		72,422
Net Borç		-3,363
Firma Değeri		63,790

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	36,272	74,502	137,884	181,637
FAVÖK	2,894	5,968	9,658	13,437
Net Kar	359	2,570	3,619	4,364

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	19%	109%	339%	157%
BIST100 Rölatif Getiri	8%	32%	74%	74%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Migros Ticaret (MGROS) – AL – Hedef Fiyat: 400,00 TL

○ Migros Ticaret, yılbaşından bu yana %157 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %74 üzerinde performans göstermiştir. MGROS hisseleri son 12 aylık verilere göre 16,7x F/K ve 8,5x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Migros Ticaret'i 400,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Çoklu kanal yetkinliği ve online operasyonlarıyla fark yaratan Migros Ticaret'i; yüksek kurumsal yönetimi, uzun vadeli büyümeyi sağlamak için yeni iştiraklerle dönüşüm içinde olması ve nakit yaratma kapasitesindeki iyileşme dolayısıyla beğenmeye devam ediyoruz.

○ 2023 yılının ilk yarısındaki güçlü büyüme momentumu neticesinde satış gelirleri, mağaza açılış hedefleri ve yatırımlar için ayrılan kaynakları yukarı yönlü revize eden Şirket, nakit pozisyonundaki artışla 2023 yılının ilk yarısında ön plana çıkmıştır. Ayrıca, Şirket'in Rekabet Kurulu'ndan aldığı geri ödeme ve Nisan ayında açıkladığı gayrimenkul satışı net kara pozitif katkı sağlamıştır.

○ i) iç talepte yaşanacak durgunluk ii) enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

MLP Sağlık Hizmetleri

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		MPARK
Mevcut Fiyat (TL)		127.60
Hedef Fiyat (TL)		183.10
Getiri Potansiyeli (%)		43.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	41.04	131.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		81
Sermaye (mln TL)		208
Pazar		Yıldız Pazar

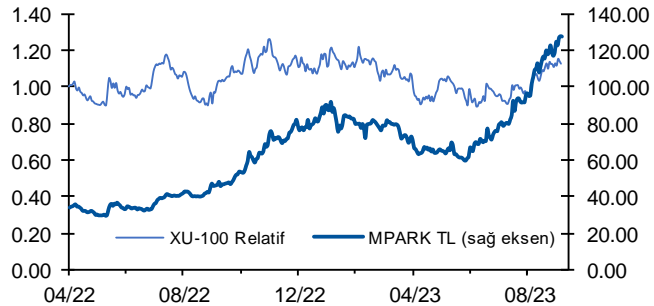
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri		26,546
Hedeflenen Piyasa Değeri		38,092
Net Borç		2,570
Firma Değeri		29,116

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	5,796	9,837	15,931	22,036
FAVÖK	1,353	2,346	3,965	5,567
Net Kar	290	1,619	2,162	3,379

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	21%	96%	205%	41%
BIST100 Rölatif Getiri	10%	23%	21%	-4%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ MLP Sağlık Hizmetler (MPARK) – AL – Hedef Fiyat: 183,10 TL

○ MLP Sağlık Hizmetleri, yıl başından itibaren %41 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %4 altında performans göstermiştir. MPARK hisseleri son 12 aylık verilere göre 13,4x F/K ve 9,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. MLP Sağlık Hizmetleri için 12-aylık hedef fiyatımızı 131,30 TL'den 183,10 TL'ye yükseltiyor ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde muhafaza ediyoruz.

○ Şirket'in enflasyon üzeri hasılat büyümesi ve hasılat üzeri FAVÖK büyümesi hedefinin; yurt dışı medikal turizm gelirleri, dövizin TL karşısında değer kazanması, SGK fiyat tarifesindeki revizyon, ÖSS ve TSS'den gelen gelir artışları, hasta sayıları ve tedavi fiyatlarının artması ve etkin stok yönetimi ile sürdürülebilir olacağını öngörüyoruz.

○ Şirket, ürün portföyünü genişletmek amacıyla yatırımlarına devam etmesiyle dikkat çekmektedir. 2. çeyrek finansallarının açıklanmasının akabinde düzenlenen toplantıda Şirket, 2024 yılının ilk çeyreğinde ya da ilk yarısında 1, 2025 yılında 2, 2026 yılında 1 olmak üzere toplam 4 hastanenin yurt içinde portföylerine (2 İstanbul, 1 İzmir, 1 Adana olacak şekilde) dahil olacağını ve bu süreç için planlamaların yapıldığını belirtmiştir. Yurt dışında ise 1 hastanenin devralınacağını, yakın zamanda haberin açıklanabileceği ifade edilmişti.

○ Daha öncesinde de belirttiğimiz gibi, 2023 yılının ikinci yarısından itibaren sağlık hizmet sektörünün genel anlamda iyi olacağını öngörmeye devam ediyoruz. Şirket'in borçluluğunu azaltmış olmasının etkisi ile yeni hastane alma kararlarını beğeniyor, MPARK'ın uzun vadede karlılığını daha da artıracığını düşünüyoruz.

○ 24 Ağustos'ta SGK tarafından özel sağlık hizmet alanı için fiyatlama esaslarını düzenleyen tebliğ yayınlanmıştır. **Hizmet fiyatları 2 Eylül, malzeme fiyat artışları ise 31 Ağustos 2023'ten itibaren etkili olacak fiyat düzenlemeleri bir sonraki çeyreksel sonuçlar üzerinde destekleyici unsur olarak karşımıza çıkacaktır.** Fiyatlar; hastanenin hangi şehirde konumlandığı, doluluk oranı, hastaların gelir durumu gibi etkenlere bağlıdır. Dolayısıyla büyük şehirlerdeki hastanelerde bu fiyatlamanın daha yüksek olduğu görülmekte olup MPARK'ın bu çerçevede daha yüksek gelir elde edeceğini öngörüyoruz.

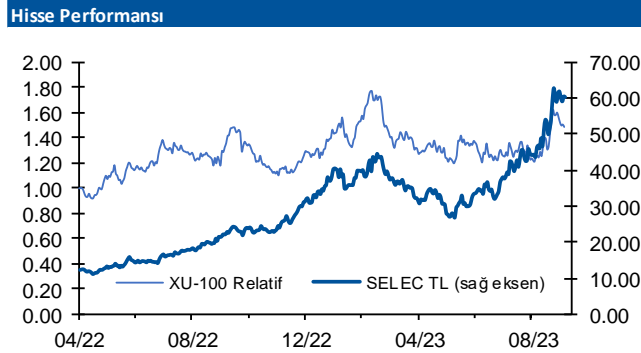
Selçuk Ecza Deposu

Hisse Verileri		
Bloomberg Hisse Kodu		SELEC
Mevcut Fiyat (TL)		60.30
Hedef Fiyat (TL)		66.00
Getiri Potansiyeli (%)		9.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	19.66	66.35
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		147
Sermaye (mln TL)		621
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	37,446
Hedeflenen Piyasa Değeri	40,986
Net Borç	-945
Firma Değeri	36,502

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	26,215	44,712	80,643	104,862
FAVÖK	1,158	3,038	4,196	5,067
Net Kar	923	2,381	3,323	3,920

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	30%	76%	205%	50%
BIST100 Rölatif Getiri	18%	10%	21%	2%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Selçuk Ecza Deposu (SELEC) – AL – Hedef Fiyat: 66,00 TL

- Selçuk Ecza Deposu, yılbaşından bu yana %50 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %2 üzerinde performans göstermiştir. SELEC hisseleri son 12 aylık verilere göre 12,8x F/K ve 10,2x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Selçuk Ecza Deposu'nu 66,00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Selçuk Ecza Deposu, yılın ilk yarısında bir önceki yılın aynı dönemine göre %92 artışla 35.931 milyon TL satış geliri açıkladı. Şirket'in ilk çeyrekteki gelirlerinde ilaçlara yapılan zammın etkisi olurken, stok karı etkisi ile marjları da güçlü bir şekilde sonuçlandı. İkinci çeyrekte ise stok karı etkisi olmazken marjlarda normalleşme görüldü.
- Şirket tarafından paylaşılan bilgilere göre, yılın ilk yarısında pazar büyüklüğü kutu adeti bazında %38,99, TL bazında ise %38,54 olarak gerçekleşti. Şirket, bulunduğu sektörde açık ara pazar lideri olmayı sürdürüyor ve sahip olunan bu avantajın uzun bir süre değişmeyeceğini düşünüyoruz.
- İlaç sektöründe zam, önceki dönemlerde yılda bir sefer bir önceki sene Euro kurunun %60'i kadar olmaktadır. 2022 yılında yüksek enflasyon nedeniyle 3 sefer yapılan zam, 2023 yılından itibaren yılda 2 kere yapılacağı Sağlık Bakanlığı tarafından belirtilmiştir. Yılın ikinci yarısında yapılan zamların özellikle üçüncü çeyrekte marjlara pozitif yansıtacağını düşünmekteyiz.
- Ek olarak, geçen sene eczane kar oranları yukarı yönlü revize edilmesine rağmen depocu kar oranlarında bir değişiklik yapılmamıştı. Bu sebeple, gelecek dönemlerde depocu kar oranlarında da yukarı yönlü bir revize beklemekteyiz.

Turkcell

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		TCELL
Mevcut Fiyat (TL)		58.35
Hedef Fiyat (TL)		69.70
Getiri Potansiyeli (%)		19.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	19.41	62.65
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		2,482
Sermaye (mln TL)		2,200
Pazar		Yıldız Pazar

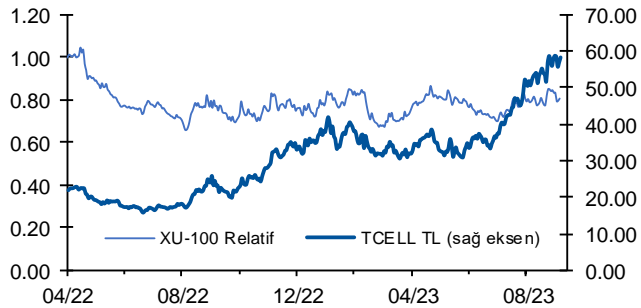
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri		128,370
Hedeflenen Piyasa Değeri		153,340
Net Borç		31,724
Firma Değeri		160,094

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	34,907	52,170	89,211	118,650
FAVÖK	15,245	22,160	37,055	47,376
Net Kar	5,031	11,053	14,716	20,241

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	12%	64%	167%	54%
BIST100 Rölatif Getiri	2%	3%	6%	4%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Turkcell (TCELL) – AL – Hedef Fiyat: 69,70 TL

○ Turkcell, 2022 yılında %54 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %4 üzerinde performans göstermiştir. TCELL hisseleri son 12 aylık verilere göre 8,9x F/K ve 5,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Turkcell'i 69,70 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Sektördeki güçlü konumu, dinamik fiyatlandırma stratejisi, ARPU büyümesinde güçlü ivme kazanımı, nette abone kazanımı, ihtiyatlı maliyet yönetimi, kendi enerjisini üretmesi, dengeli müşteri portföyü ve temettü getirisi dolayısıyla Turkcell'i beğeniyoruz.

○ Yılın ilk çeyreğindeki yaşanan depremin negatif etkileri 2. çeyrekte hafifledi. Nisan ayında mobil ve sabit tarafta %15 fiyat artışı yapıldı. Abone bazının genişlemesi, müşterileri üst paketlere taşıma stratejileri, hızlanan ARPU, dijital servisler ve techfin işinin katkısı ile gelirleri yıllık bazda %73 artarak 20.915 milyon TL olmuştur. Abone sayısı ise yıllık bazda %4,5 artışla 55,2 milyona ulaşmıştır. Şirket'in operasyonları, yaz aylarında artan mobilite ile pozitif yönde etkilendi. Ayrıca, enflasyonist fiyatlandırma politikası ile Ağustos ayında da fiyat düzenlemesi aksiyonlarına devam etmiştir. Turkcell'in fiyat revizyonlarının yanı sıra güçlü turistik faaliyet beklentileriyle birlikte yılın geri kalanında güçlü ARPU büyüme trendini sürdüreceğini öngörüyoruz. Hatırlatmak gerekirse, Şirket, güçlü yarıyıl performansı dolayısıyla 2023 beklentilerini; %71 oranında konsolide gelir büyümesi, yaklaşık 37 milyar TL FAVÖK ve operasyonel yatırım harcamalarının gelire oranı yaklaşık %22 olarak yukarı yönlü revize etmiştir.

○ Şirket'in depreme yönelik duyurduğu 3,5 milyar TL tutarında bağışın 13 Eylül'de gerçekleşecek genel kurul toplantısında onaylanması durumunda nakit akışında baskılayıcı olabileceği düşüncesindeyiz.

○ i) regülasyonların abone kayıplarına yol açma riski ii) artan enflasyon ile etkilenen gider bazı iii) altyapıyı ve kritik sistemleri etkileyebilecek arıza veya doğal afetler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Türk Hava Yolları

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	THYAO
Mevcut Fiyat (TL)	252.70
Hedef Fiyat (TL)	408.80
Getiri Potansiyeli (%)	61.8%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	65.05 269.80
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	10,048
Sermaye (mln TL)	1,380
Pazar	Yıldız Pazar

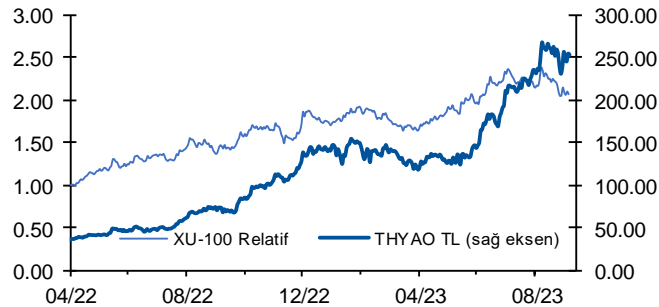
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	348,726
Hedeflenen Piyasa Değeri	564,144
Net Borç	210,535
Firma Değeri	559,261

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	97,378	311,169	474,727	708,606
FAVÖK	27,922	78,684	108,713	168,223
Net Kar	8,213	47,429	68,835	99,205

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	2%	68%	252%	79%
BIST100 Rölatif Getiri	-8%	6%	39%	21%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Türk Hava Yolları (THYAO) – AL – Hedef Fiyat: 408,80 TL

- Türk Hava Yolları, yılbaşından bu yana %79 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %21 üzerinde performans göstermiştir. Türk Hava Yolları'nı 408,80 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Güçlü sezon öncesi Türk Hava Yolları'nı; artan yolcu sayısı, geniş filo yapısı, uçuş ağı genişliği ve çeşitlendirilmiş gelir tabanı gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.
- Depremin etkilerine rağmen bayram ve turizmin etkisiyle 2023 yılının ilk yarısını güçlü finansal sonuçlarla tamamlamayı başarmıştır. Jet yakıt fiyatlarının yatay seyri ise marjlardaki toparlanmanın temel nedeni olmuştur.
- Türk Hava Yolları, 1 Ocak-3 Eylül tarihleri arasında Avrupa'da günlük ortalama en fazla uçuş gerçekleştiren havayolu şirketleri arasında 4. sırada yer almıştır. Şirket, en son yayınlanan trafik rakamları ışığında, 2023 yılının ilk 7 ayında 38.756.775 yolcuya hizmet vermiştir.
- Şirket, 2023 Temmuz ayında hizmet verdiği uçak sayısını 424'e ulaştırmıştır. Aynı zamanda, daha önce açıkladığı 2033 yılı büyüme hedefleri doğrultusunda, uçak alımlarına devam etmektedir.
- i) makroekonomik koşullar ii) jet yakıt fiyatlarındaki artış iii) pandemi gibi havacılık sektörünü etkileyecek gelişmeler değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Ülker Bisküvi

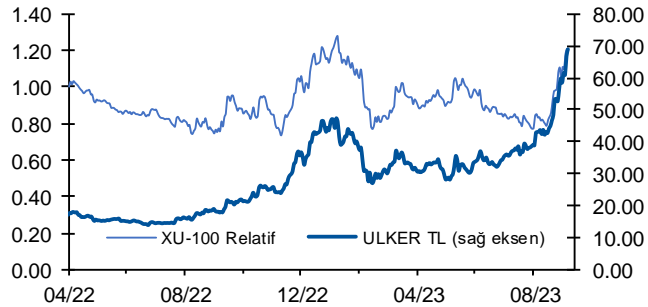
Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	ULKER
Mevcut Fiyat (TL)	69.00
Hedef Fiyat (TL)	103.30
Getiri Potansiyeli (%)	49.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	17.39 73.45
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	529
Sermaye (mln TL)	342
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	25,480
Hedeflenen Piyasa Değeri	35,329
Net Borç	19,844
Firma Değeri	45,324

Hisse Verileri (mln TL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satış	12,537	28,197	46,779	62,215
FAVÖK	2,328	5,467	9,123	12,179
Net Kar	-464	-353	-2,725	-1,524

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	59%	100%	268%	58%
BIST100 Rölatif Getiri	45%	25%	46%	7%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Ülker Bisküvi (ULKER) – AL – Hedef Fiyat: 103,30 TL

○ Ülker Bisküvi, yılbaşından bu yana %58 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin de %7 üzerinde performans göstermiştir. 2Ç23 finansalları ardından gerçekleştirilen telekonferansta beklentimizin üzerinde operasyonel karlılık marjlarına işaret eden Ülker Bisküvi için hedefi fiyatımızı 68,60 TL'den 103,30 TL'ye yükseltiyor, önerimizi ise AL yönünde sürdürüyor, Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

○ Atıştırmalık pazarında %35 pazar payı ile lider konumda olan Ülker Bisküvi'yi; fiyatlama stratejisi ve miktar geçişleri, güçlü ihracat konumu, artan pazar payı ve marjlardaki toparlanmaya ek döviz açık pozisyonunun %52'sini kapatması gerekçeleriyle beğenmeye devam ediyoruz.

○ Şirket, 2023 yılının ilk yarısında, maliyet kontrolüne odaklanma stratejisinin etkileriyle brüt kar ve FAVÖK marjını iyileştirmeye devam etmiştir.

○ Şirket, Haziran 2023 itibarıyla 290 milyon USD açık pozisyonunu hedge etmiştir. Ayrıca, uygun pozisyon buldukça açık pozisyonunu kapatmaya devam etmektedir. 11 Temmuz 2023 tarihinde tedavüldeki 650 milyon USD nominal değerli 2025 yılı vadeli borçlanma araçlarından 50 milyon USD kadar olan kısmı için vadesinden önce olmak kaydıyla geri alım teklifi yapmış, 19 Temmuz 2023 tarihinde 50.069.000 USD olarak geri alım işlemini tamamlamıştır.

○ i) emtia fiyatlarındaki artış ii) tedarik zincirindeki olası problemler iii) küresel iklim sorunları nedeniyle yaşanan kuraklık iv) kurdaki dalgalı seyir değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Vestel Beyaz Eşya

Hisse Verileri

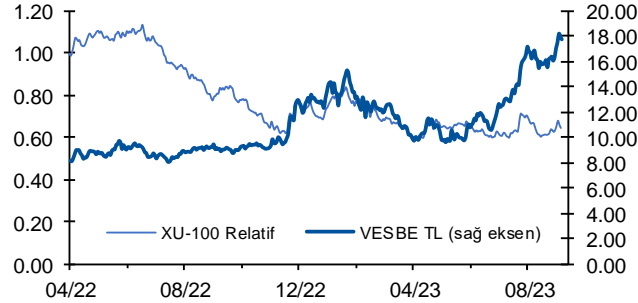
Bloomberg Hisse Kodu	VESBE		
Mevcut Fiyat (TL)	17.70		
Hedef Fiyat (TL)	-		
Getiri Potansiyeli (%)	-		
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	8.67	18.79	
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	204		
Sermaye (mln TL)	1,600		
Pazar	Yıldız Pazar		

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	28,320		
Hedeflenen Piyasa Değeri	-		
Net Borç	6,935		
Firma Değeri	35,255		

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	6%	58%	92%	30%
BIST100 Rölatif Getiri	-3%	-1%	-24%	-12%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 04 Eylül 2023 tarihi itibarıyla.

■ Vestel Beyaz Eşya (VESBE)

- Vestel Beyaz Eşya, yılbaşından bu yana %30 pozitif nominal performans sergilerken, BIST 100 endeksinin %12 altında performans göstermiştir. VESBE hisseleri son 12 aylık verilere göre 24,2x F/K ve 9,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Vestel Beyaz Eşya'yı Döngüsel Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.
- Vestel Beyaz Eşya'yı üçüncü çeyrek finansallarının güçlü açıklanacağına yönelik öngörümüz, sağlam bilanço yapısı, ihracat kası, benzerlerine göre sunduğu cazip çarpanlar ve düzenli temettü getirisi dolayısıyla beğeniyoruz.
- 2023 yılının üçüncü çeyreğinin ilk ayı olan Temmuz'da yurt içi beyaz eşya satışları %44 oranında artarken, söz konusu rakam Şirket'in üçüncü çeyrek finansallarının da güçlü gelebileceğine işaret ediyor.
- Şirket'in A markalı müşteri portföyünü genişletmeyi planlarken, pazar payı kazanımları beraberinde ihracatın toplam gelirler içerisindeki payının artabileceğini düşünüyoruz. 2022'deki ihracatın payı %74, son 12 aylık verilere göre de %73 seviyesinde bulunuyor.
- Vestel Beyaz Eşya, 2020 yıl sonunda 3 yıllık yeni bir yatırım programı açıklamıştı. Şirket'in üretim tesislerinin bulunduğu Manisa'daki Vestel City'de gerçekleştirilecek, ana ürün gruplarını kapsayacak ve üç yıl içinde kademeli olarak devreye alınacak yatırımlarla üretim kapasitesini %52 oranında artıracak yatırım çalışmaları devam ederken, yeni fabrikanın 2024 yılı başı itibarıyla tam kapasiteye ulaşması hedeflenmektedir.
- *i) ham madde fiyatlarındaki hızlı yükseliş ii) yurt içi ve yurt dışı beyaz eşya talebinde yavaşlama iii) küresel ölçekte güçlü dolar teması ve Euro/Dolar paritesinde zayıflama* değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Döngüsel Portföy, Eylül 2023

Deniz Yatırım Döngüsel Portföy									
Hisse senedi	Giriş tarihi	Giriş seviyesi	Son kapanış	Değişim	Rölatif	Porföyde kalma süresi, gün	Yıl başlangıcından değişim	Haftalık beta	Haftalık korelasyon
THYAO	25.01.2022	26.05	252.70	870%	128%	588	50%	0.96	0.71
SELEC	05.04.2022	11.91	60.30	406%	44%	518	54%	0.50	0.37
TCELL	10.10.2022	23.56	58.35	148%	9%	330	58%	0.98	0.70
ULKER	13.12.2022	38.36	69.00	80%	16%	266	30%	0.85	0.49
AYGAZ	16.01.2023	81.08	122.40	51%	-6%	232	41%	1.05	0.66
MPARK	16.01.2023	78.44	127.60	63%	2%	232	145%	0.73	0.54
KLKIM	15.03.2023	56.79	120.00	111%	34%	174	129%	0.71	0.39
AKCNS	12.04.2023	56.73	139.00	145%	55%	146	87%	0.71	0.39
MAVI	12.05.2023	56.08	119.00	112%	27%	116	33%	0.77	0.57
TEZOL	22.05.2023	10.38	19.65	89%	4%	106	157%	1.03	0.57
MGROS	23.05.2023	165.71	370.90	124%	23%	105	24%	0.72	0.53
ASELS	17.07.2023	36.56	38.56	5%	-15%	50	70%	1.15	0.72
AKBNK	21.08.2023	27.86	30.22	8%	1%	15	30%	1.38	0.71
VESBE	31.08.2023	18.03	17.70	-2%	-4%	5	0%	0.83	0.67

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Döngüsel Portföy, Eylül 2023

Hisse	Tarih	Beta (3 ay)	Korelasyon (3 ay)	Ort. işlem hacmi (3 ay, mio TRY)	F/K (Son 4 çeyrek)	FD/FAVÖK (Son 4 çeyrek)	3 ay rölatif perf.	YBB rölatif perf.
THYAO	04.09.2023	1.21	0.77	10,041	7.03	6.34	1%	21%
SELEC	04.09.2023	1.09	0.53	147	12.87	9.97	14%	2%
TCELL	04.09.2023	1.11	0.72	2,494	9.82	6.24	6%	4%
ULKER	04.09.2023	0.61	0.36	543	25.15	6.22	27%	7%
AYGAZ	04.09.2023	0.84	0.45	205	5.15	69.23	15%	-12%
MPARK	04.09.2023	0.84	0.55	82	15.67	10.91	22%	-4%
CLKIM	04.09.2023	1.04	0.52	121	26.05	27.04	44%	66%
AKCNS	04.09.2023	1.10	0.56	270	12.74	14.94	18%	55%
MAVI	04.09.2023	1.08	0.64	293	14.22	7.91	29%	27%
TEZOL	04.09.2023	0.86	0.53	76	12.35	14.70	2%	-10%
MGROS	04.09.2023	0.92	0.63	548	22.60	9.89	35%	74%
ASELS	04.09.2023	1.15	0.72	4,162	14.08	17.62	0%	-16%
AKBNK	04.09.2023	0.63	0.35	4,539	2.51		10%	15%
VESBE	31.08.2023	0.85	0.65	204	22.90	12.38	1%	-12%

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

Döngüsel Portföy, Eylül 2023

Dönem	Döngüsel Portföy endeks seviyesi	Döngüsel Portföy rölatif (XU100)	Döngüsel Portföy rölatif (XU30)	XU100
04.09.2023	827.6	47.9%	50.2%	559.4
28.08.2023	786.9	44.1%	44.4%	545.7
30.12.2022	539.3	42.4%	42.1%	378.5
31.12.2021	143.9	12.6%	11.3%	127.6
21.10.2021	100.0	0.0%	0.0%	100.0
Haftalık performans (Portföy)	5%			
Yıl başlangıcından performans (Portföy)	53%			
Kurulduğu günden performans (Portföy)	728%			
Haftalık ortalama beta (Portföy)	0.88			
Haftalık ortalama korelasyon (Portföy)	0.57			
Ortalama gün (Portföy)	206			
Toplam gün (Portföy kuruluşundan)	683			
XU100 haftalık performans	3%			
XU100 yıl başlangıcından performans	48%			
XU100 Döngüsel Portföy kurulduğu günden performans	459%			
Döngüsel Portföy, XU100 haftalık rölatif	3%			
Döngüsel Portföy, XU100 yıl başlangıcından rölatif	4%			
Döngüsel Portföy, XU100 kurulduğu günden rölatif	48%			

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Yasal Uyarı

Uyarı Notu:

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

Disclaimer:

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

© DENİZ YATIRIM 2023