

# Gedik Yatırım Strateji Raporu

08 Ağustos 2024

**Piyasalar faiz indirim sürecini  
ne zaman fiyatlayabilir?**

### İç talepte yavaşlama başladıysa da henüz dezenflasyona destek verecek düzeyde değil

- İç talebin önemli bir göstergesi olan perakende hacim endeksinde son dönemde bir geri çekilme gözlense de, bu geri çekilmenin henüz dezenflasyona destek verecek düzeye erişmediğini belirtmek lazım. TCMB de PPK metinlerinde iç talebin yavaşladığı ancak halen enflasyonist düzeyde olduğu görüşünü paylaşıyor.
- Haziran ayına ilişkin birçok veriyi henüz almadıysak da, takip ettiğimiz öncü göstergeler, GSYH büyümesinin ilk çeyrekteki %5,7 seviyesinden, 2. çeyrekte %2,5-3,0 civarlarına geri çekilmiş olabileceğine işaret ediyor.
- Son dönemde finansmana erişimde yaşanan sıkıntılar ve artan konkordato haberleriyle ekonomide «sert iniş» beklentilerinin daha fazla konuşulduğunu takip ediyoruz. Ancak iç talep halen güçlü seyrettiğinden ve enflasyon beklentileri kırılmadan talepte sert bir yavaşlama beklemediğimizden dolayı baz senaryomuzda bu ihtimale yer vermiyoruz. Baz senaryomuzda, GSYH büyümesinin yılın ikinci yarısında %2,0 seviyelerine geri çekilmesini ve 2024 yılı ortalamasının da %3,0 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.
- İkinci çeyrek ve Temmuz'da, TCMB enflasyonla mücadelesinde önemli bir parametre olarak gördüğü Türk Lirası'nda reel değerlendirme ilk çeyrekteki gibi döviz rezervi kaybederek değil, aksine TCMB'nin ciddi rezerv biriktirmesiyle gerçekleşti. Şöyle ki, Mart sonundan bu yana TCMB'nin swap hariç döviz rezervlerindeki iyileşme 92 milyar \$'a ulaşmış durumda. Bu iyileşmenin hem yurtdışı yerleşiklerin, hem de yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihlerindeki değişimlerden kaynaklandığını söylemek lazım.
- Örneğin, yurtdışı yerleşiklerin sermaye hareketlerine bakıldığında Mart sonundan itibaren DİBS piyasasına yabancı girişlerinin kabaca 11 milyar \$ olduğunu görüyoruz. Bunun dışında, aynı dönemde para piyasalarına da carry-trade amaçlı olarak swap kanalından 20 milyar \$'ın üzerinde giriş gerçekleştiğini tahmin ediyoruz. Yurtiçi yerleşiklerin ise Mart sonundan bu yanda döviz mevduatlarını yaklaşık 24 milyar \$ azalttığını, aynı dönemde döviz bazlı kredilerin de %15'lik artışla yaklaşık 21 milyar \$ artış göstererek 155 milyar \$'a ulaştığını takip ediyoruz.

### TCMB'nin faiz indirimlerini Kasım veya Aralık ayından itibaren gündemine alabileceğini düşünüyoruz

- \$/TL kuruna ilişkin sene sonu beklentimizi 40,00 seviyesinden 38,00'e, yıllık ortalama beklentimizi de 35,00'ten 33,50'ye revize ediyoruz. Bu Ağustos-Aralık dönemi için kabaca 35,80'lik bir seviyeye işaret ediyor.
- Sene sonunda TÜFE enflasyonunu %45 olarak tahmin ediyoruz. Bu oran TCMB'nin enflasyon tahmin aralığının üst bandı olan %42,0'nin üzerinde kalıyor. Enflasyonun sene sonunda %42 seviyesine yaklaşması için kurda daha kontrollü bir artışa (örneğin \$/TL'nin sene sonunda 35-36 aralığında kalması) ihtiyaç olabileceğini değerlendiriyoruz.
- Mevcut enflasyon görünümü ve TCMB'nin ihtiyatlı duruşu bize Kasım'dan önce bir faiz indiriminin zor olduğunu düşündürüyor. 2024 sonuna ilişkin TÜFE enflasyonu tahminimizin TCMB'nin tahmin aralığının üst bandı olan %42'nin dahi üzerinde olduğunu dikkate alarak, baz senaryomuzda daha muhafazakar bir yaklaşımla faiz indirim sürecinin Aralık'tan itibaren 250 baz puanlık adımlarla başlatılabileceğini değerlendiriyoruz. Faiz indiriminin sağlıklı bir şekilde başlatılması ve ilerlemesi için aylık enflasyon eğiliminin de TCMB'nin defalarca yönlendirmesini yaptığı üzere %1,5 civarına yakınsadığını görmek gerekiyor.
- TL'deki stabilitenin (reel değerlendirilmenin) korunduğu bir senaryoda, TÜFE enflasyonunun 2025 ortalarında %33-35 seviyelerine kadar gerileyebileceğini tahmin ediyoruz, ki bu noktadan sonra enflasyondaki düşüş hızı da biraz yavaşlayabilir. Buna göre, TCMB'nin 2025 yılında politika faizini aylık TÜFE enflasyonunun bir miktar üzerinde (100-200 baz puan) tutarak para politikasında ihtiyatlı duruşunu korumaya çalışacağını düşünüyoruz.
- Yılın son çeyreğinde olumlu baz etkisinin terse dönmesiyle cari açık yeniden yükselişe geçse de yılı 25 milyar \$ civarında (GSYH'nin yaklaşık %1,9'u) tamamlamasını bekliyoruz.
- Önümüzdeki süreçte enflasyonun düşüş trendine ilişkin daha somut bir görünümün ortaya çıkması halinde CDS makasında 200 baz puana doğru düşüşün sürebileceğini ve bu durumda da kurumlardan 1 kademe daha kredi notu artışının gündeme gelebileceğini (muhtemelen 2025 yılı içinde) düşünüyoruz.

### Borsa ekonomi politikalarının meyvelerini vermesini ve faiz indirimlerini bekliyor...

- Bu yıl şu ana kadar birçok yayınlamamızda da belirttiğimiz gibi, özellikle hükümetin ortodoks ekonomi politikalarına geçmesi ve faiz oranlarını artırmasından bu yana, hisse senetleri için temkinli bir görüşe geçmiştik. Bunun ana nedenleri: (1) Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin reel olarak artış eğilimine girmesi ve borsa için bir rekabet unsuru yaratması, (2) son 2 senedir düşük baz ve enflasyon etkisiyle güçlü artan şirket karlarının doyum noktasına gelmesi ve reel düşüş eğilimine girmesi, (3) global ekonomilerin yavaşlaması ve bunun ihracat için yarattığı güçlük, ve (4) tüm bunlar bir araya geldiğinde hisse senetlerinin getiri risk oranının yeterli olmaması idi. Sonuç olarak, 2023 ve 2024'ün ilk beş ayındaki güçlü performansın ardından, son 3 ayda hisse senedi fiyatları momentumunu kaybederek ve Lira bazında yatay seyrederek, aylık %5'in üzerinde getiri sağlayan mevduat faizlerine karşı ciddi bir düşük performansa işaret ediyor. Aynı dönemde BIST gelişmekte olan piyasaların %6 altında performans sergilemiştir.
- Bu aşamada hükümetin enflasyonla mücadele konusunda azami kararlılığını sürdürmesi ile tüketici talebinde yavaşlamanın başladığını, ve daha da önemlisi yavaşlayan talebin, son 2 yıldır yüksek bazda olan şirket karlarını olumsuz etkilemeye başladığını görmekteyiz. Şöyle ki, son revizelerin akabinde 2024 yılı için net kar beklentilerimizde reel olarak %34'lük bir daralma (3 ay önceki -%24'ten yükseldi) ve FAVÖK'te %12'nin üzerinde bir reel daralma (3 ay önce -%5) bekliyoruz. Düşük marjlarla zayıf bir yıl geçiren ve bu yıl sonunda enflasyon muhasebesi raporlama standartlarına geçecek olan bankaların bu hesaplama dahil edilmediğini vurgulamak isteriz. **Ancak, 2024 yılı bir geçiş dönemi olarak görüldüğünden, yani takip edilen ana odağın 2025 ve sonrası dönemi olmasından dolayı, 2024 yılı içinde gelecek karlar volatilité yaratmak haricinde borsada uzun soluklu satışlara sebep olmayabilir. Öte yandan, faiz indirimi beklentileri başlayana ve kar daralmalarının ne zaman sona ereceğine ilişkin öngörülebilirlik oluşana kadar borsadan mevduat faizlerinin üzerinde bir getiri sağlamasını beklememeye devam ediyoruz. İçinde bulunduğumuz ortamda, şu aşamada karların 2025'in ilk çeyreğinin sonunda artış trendine girmesini, faiz indirimi beklentilerinin ise 2024'ün dördüncü çeyreğinde başlamasını bekleriz.**

- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise net kar ve FAVÖK büyümesi açısından Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran daha yavaş bir yıl geçirme ihtimalinin olduğunu ve makul çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. Öte yandan, 2025 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ çarpanlarına %60 civarı iskontoda gözükmekte.

### BIST-100 Endeks hedefimiz %32'lik yükselme potansiyeliyle 13,086 seviyesine yükseltiyoruz.

- Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz bankalarda %37.1, sanayii sektörlerinde %30.3 ve holdingler %30.8 şeklindedir. Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimiz 26 ve 29. sayfalarda mevcuttur.

### Sektörel beklentiler:

- Analizlerimiz, 2024 yılının geri kalanında yüksek seyretmesini beklediğimiz faizler ve azalan tüketim harcamalarından dolayı yıl genelinde reel olarak % 12 üzeri FAVÖK ve %34 üzeri net kar daralması beklentimizi içermektedir. Kar büyümesi anlamında ise demir ve çelik, gıda perakende, içecek, madencilik, ve telekom sektörleri öne çıkmaktadır.

### Model portföyden İş Bankası'nı çıkartıyoruz.

- İş Bankası'nı iştiraklerindeki kısmi bölünmede olan belirsizlik, ve ana iş kolundaki düşük seyreden marjlardan dolayı portföyümüzden çıkartıyoruz. Şu aşamada portföyümüzde getiri risk oranlarının yeterli olmadığını düşündüğümüzden banka taşımadığımızı vurgulamak isteriz.
- Model portföyümüzde seçici olmaya çalışıyoruz. Seçtiğimiz isimlerin (1) öngörülebilir büyüme görünümüne, (2) hisselerinin borsanın gerisinde kalmış olmasına ve/veya düşük çarpanlarda işlem görmesine, ve (3) önümüzdeki dönemde olumlu güncellemeye maruz kalma ihtimalini göz önünde bulundurmaya çalışıyoruz.

# Strateji Raporu

## İçerik

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



# Ekonomik Görünüm: Özet

Makro senaryo ve beklentilerimize ilişkin genel özet...



Makro Gerçekleşmeler ve Beklentiler Tablosu

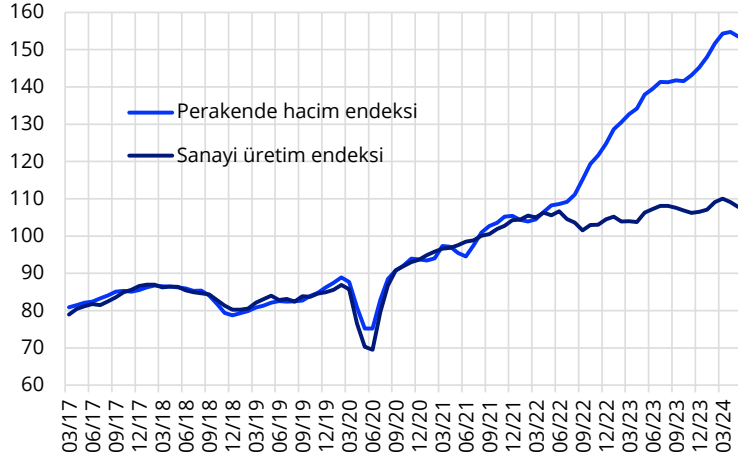
		<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024T</u>	<u>2024T (Eski)</u>	<u>2025T</u>
USD/TL	Dönem sonu	13.33	18.70	29.44	38.00	40.00	48.00
	Dönem ortalaması	8.89	16.62	23.77	33.50	35.00	43.00
TÜFE Enflasyonu	Dönem sonu	36.1%	64.3%	64.8%	45.0%	47.0%	28.0%
	Dönem ortalaması	19.6%	72.3%	53.9%	58.1%	60.1%	34.1%
Çekirdek Enflasyon	Dönem sonu	31.9%	51.3%	70.2%	45.0%	48.5%	28.5%
	Dönem ortalaması	18.3%	57.0%	58.3%	58.9%	61.5%	33.8%
10-yıllık Tahvil	Dönem sonu	24.6%	10.6%	26.6%	26.0%	25.0%	20.5%
	Dönem ortalaması	17.6%	18.3%	18.4%	27.0%	26.3%	23.5%
Fonlama Maliyeti	Dönem sonu	14.00%	9.04%	40.00%	47.50%	50.00%	30.00%
	Dönem ortalaması	17.6%	12.7%	20.0%	48.8%	49.6%	36.2%
GSYH Büyümesi	Dönem ortalaması	11.0%	5.6%	4.5%	3.0%	2.7%	2.4%
GSYH (Milyar TL)	Dönem ortalaması	7,209	15,007	26,260	42,108	42,543	57,794
GSYH (Milyar USD)	Dönem ortalaması	810	893	1092	1,318	1,207	1,336
Bütçe Dengesi	GSYH'ye oranı	-2.7%	-0.9%	-5.2%	-5.0%	-5.0%	n.a.
Faiz-Dışı Denge	GSYH'ye oranı	-0.2%	1.1%	-2.7%	-2.6%	-2.6%	n.a.
Faiz-Dışı Denge (IMF)	GSYH'ye oranı	-1.6%	-0.2%	-3.7%	-3.4%	-3.4%	n.a.
Cari Denge	Milyar \$	-7.3	-48.7	-45.5	-24.8	-32.0	-31.0
	GSYH'ye oranı	-1.7%	-5.5%	-4.2%	-1.9%	-2.7%	-2.3%

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

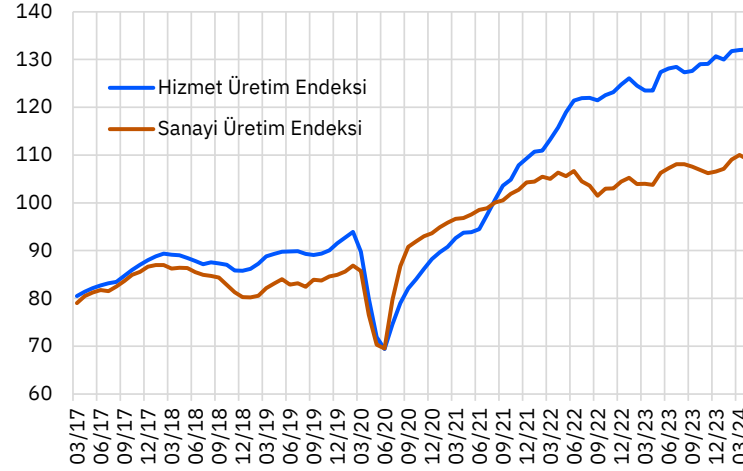


İç talepte yavaşlama başladıysa da henüz dezenflasyona ciddi destek verecek düzeyde değil

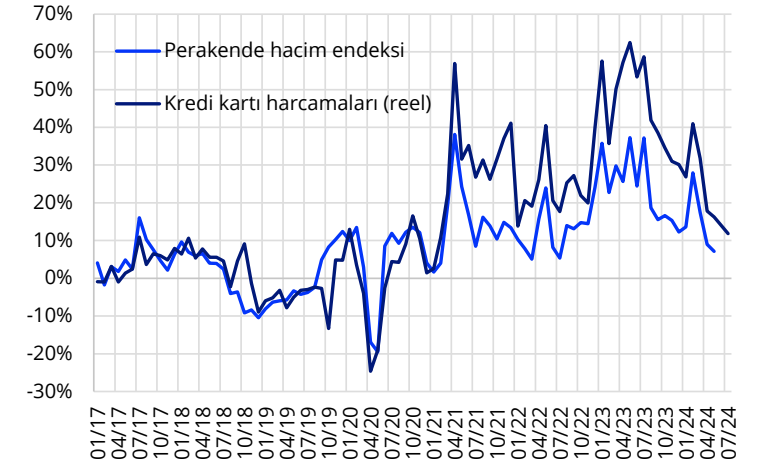
Perakende Satışlar - Sanayi Üretimi (2021=100),  
3-Aylık Ortalama



Hizmet Üretim Endeksi - Sanayi Üretim Endeksi  
(2021=100), 3-Aylık Ortalama



Kredi Kartı Harcamaları - Perakende Hacim Endeksi,  
Yıllık Değişim



- Enflasyonun kontrol altına alınması amacıyla iç talebi yumuşatma hedefinin tersine, iç talepteki ivmelenme ilk çeyrekte hızlanarak devam etmiş ve bu durum hizmet enflasyonu öncülüğünde enflasyonun beklentilerin üzerinde bir patıkada gerçekleşmesine de yol açmıştı. **İç talebin önemli bir göstergesi olan perakende hacim endeksinde son dönemde bir geri çekilme gözlemlense de, bu geri çekilmenin henüz dezenflasyona destek verecek düzeye erişmediğini belirtmek lazım. TCMB de PPK metinlerinde iç talebin yavaşladığı ancak halen enflasyonist düzeyde olduğu görüşünü paylaşıyor.**
- Perakende hacim endeksinde Mart-Mayıs arasında %2,5'lik geri çekilme yaşanırken, çift haneli yıllık büyüme rakamları (2023'te %23, 1Ç24'te %19) Nisan'da %9,1'e Mayıs'ta da %7,0'ye geriledi. İç talebin seyri için gene yakından takip ettiğimiz kredi kartı harcamaları, perakende hacim endeksinde yıllık büyüme rakamlarının ilerleyen aylarda biraz daha geri çekilebileceğine işaret ediyor. TÜİK'in 2024 yılı içinde yayınlamaya başladığı hizmet üretim endeksi de iç talepteki sınırlı yavaşlamayı teyit ediyor.
- Perakende hacim endeksi ile sanayi üretimi endeksi arasındaki ayrışma 2. çeyrekte de devam etti. Reel sektörün gerek yüksek faiz maliyeti gerekse de TCMB'nin kredi kısıtlamaları nedeniyle finansmana erişimde yaşadığı zorluklar sanayi üretimindeki zayıflığı daha da büyütüyor. İmalat PMI endeksinin son 5 aydır 50 eşik değerinin altında olması ve Temmuz'da 47,2 seviyesine kadar gerilemesi sanayi üretimindeki zayıflığın devam edebileceğinin habercisi.

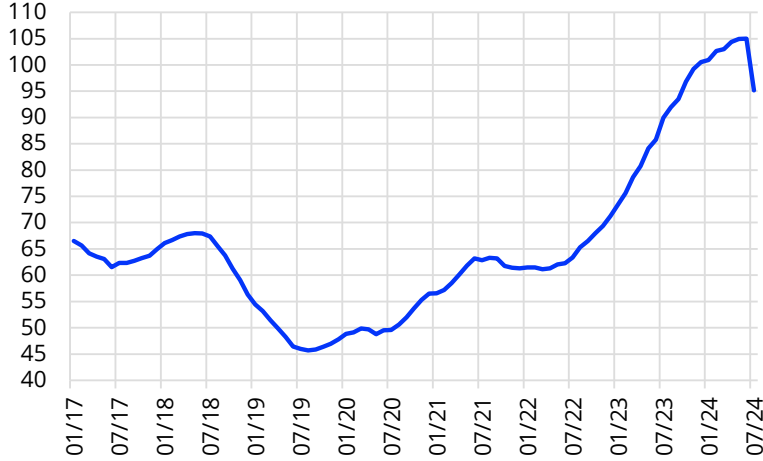
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

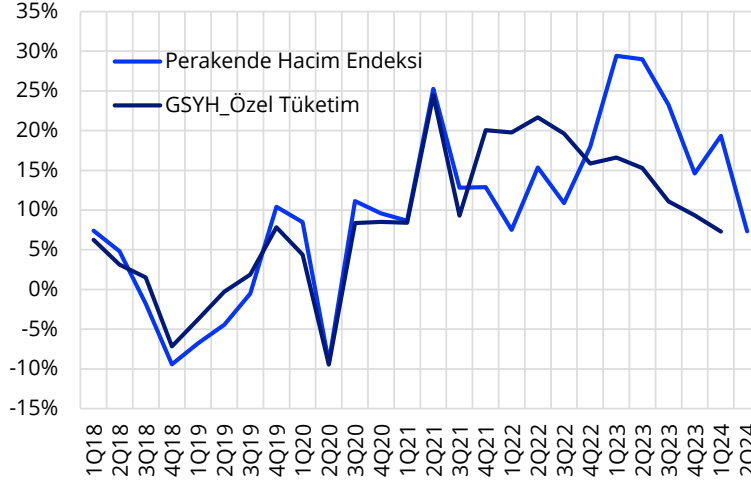
İkinci çeyrekte yıllık GSYH büyümesi %2,5-3,0 civarına geri çekilebilir



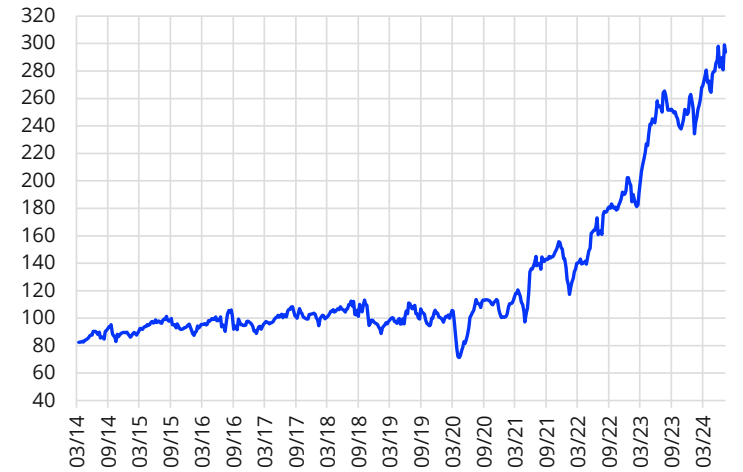
Tüketim+Yatırım Malları İthalatı, 12-ay birikimli (Milyar \$)



Perakende Hacim Endeksi - GSYH Özel Tüketim, Yıllık Değişim



Haftalık Kredi Kartı Harcamaları, Temmuz 2024 Fiyatlarıyla (Milyar TL)



- Tüketim ve yatırım malı ithalatındaki artış eğiliminin kurlardaki sakinliğe karşın son aylarda yavaşlamasının da iç talepteki yavaşlamayı teyit ettiğini söyleyebiliriz. Buna karşın, tüketim malı ithalatının 2. çeyrekte yıllık %19,5 civarında artması bir yandan büyümede iç talep katkısının güçlü kalmaya devam ettiğini de gösteriyor. Temmuz'da ise yatırım malı ithalatında yıllık %7,4, tüketim malı ithalatında da %3,1'lik düşüş gerçekleşmiş olması, talepteki yavaşlamanın biraz daha belirginleştiğine işaret ediyor olabilir (ek veriye ihtiyaç var).
- Haziran ayına ilişkin birçok veriyi henüz almadıysak da, **takip ettiğimiz öncü göstergeler, GSYH büyümesinin ilk çeyrekteki %5,7 seviyesinden, 2. çeyrekte %2,5-3,0 civarlarına geri çekilmiş olabileceğine işaret ediyor.** Haziran verilerinin ardından bu tahminimizi netleştireceğiz.
- Son dönemde finansmana erişimde yaşanan sıkıntılar ve artan konkordato haberleriyle ekonomide «sert iniş» beklentilerinin daha fazla konuşulduğunu takip ediyoruz. Bu ihtimali tamamen göz ardı etmesek de, iç talep halen güçlü seyrettiğinden ve enflasyon beklentileri kırılmadan talepte sert bir yavaşlama beklemediğimizden dolayı baz senaryomuzda bu ihtimale yer vermiyoruz. **Baz senaryomuzda, GSYH büyümesinin yılın ikinci yarısında %2,0 seviyelerine geri çekilmesini ve 2024 yılı GSYH büyümesinin de %3,0 civarında gerçekleşmesini bekliyoruz.**

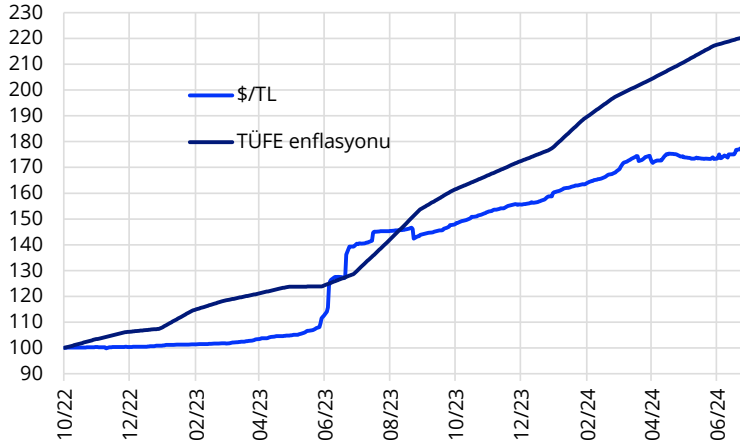
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

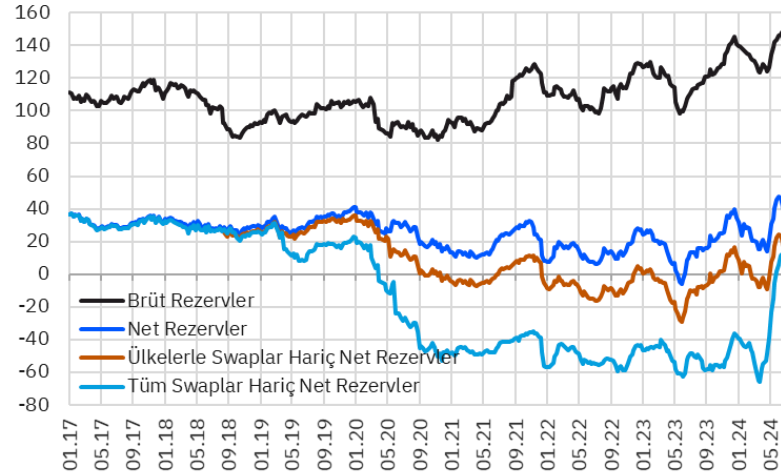


TCMB TL'de reel değerlenmeye dayalı dezenflasyon politikasına bağlı kalmaya devam ediyor

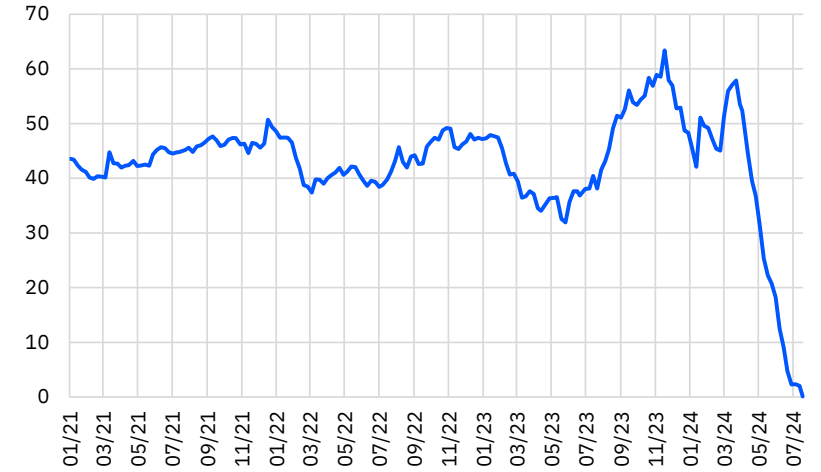
\$/TL Kuru - TÜFE Enflasyonu (1 Ekim 2022=100)



Uluslararası Döviz Rezervleri (Milyar \$)



TCMB'nin Bankalarla Swap İşlemleri (Milyar \$)



- TCMB enflasyonla mücadelesinde önemli bir parametre olarak gördüğü Türk Lirası'nda reel değerlenme süreci yılın ikinci çeyreği ve temmuz ayında da güçlenerek devam etti. Bu reel değerlenme de ilk çeyrekteki gibi döviz rezervi kaybederek değil, aksine TCMB'nin ciddi rezerv biriktirmesiyle gerçekleşti. Başka bir ifadeyle, TCMB'nin döviz alımları olmasaydı, kurlardaki dengelenme mevcut seviyelerin çok aşağılarında olabilirdi.
- 21 Mart'taki politika faiz artışı ve 31 Mart'taki erken seçim sonrasında iyileşen yatırımcı algısı TCMB'nin döviz rezervlerinde beklentilerin çok ötesinde bir iyileşmeye yol açmış durumda. **Mart sonundan Temmuz sonuna kadar geçen 4 aylık sürede, TCMB'nin brüt döviz rezervlerinde kabaca 25 milyar \$ (Suudi Arabistan ile 5 milyar \$'lık mevduat anlaşmasının sonlandırılmış olmasına rağmen), net rezervlerinde de 34 milyar \$'lık artış yaşanmış durumda. Aynı süreçte, TCMB'nin ticari bankalarla yaklaşık 58 milyar \$'lık swap pozisyonunu sıfırladığı dikkate alındığında, swap hariç döviz rezervlerindeki iyileşmenin 92 milyar \$'a ulaştığını (-65 milyar \$'dan +27 milyar \$'a) görüyoruz.**
- Bu iyileşmenin de hem yurtdışı yerleşiklerin, hem de yurtdışı yerleşiklerin yatırım tercihlerindeki değişimlerden kaynaklandığını söylemek lazım.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

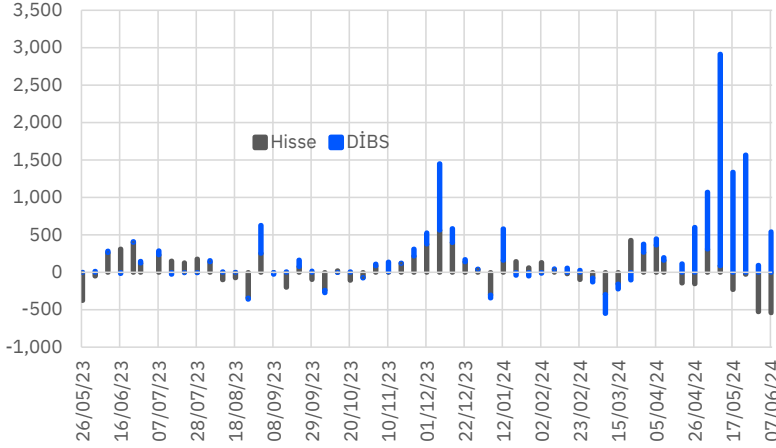


# Ekonomik Görünüm: Türkiye

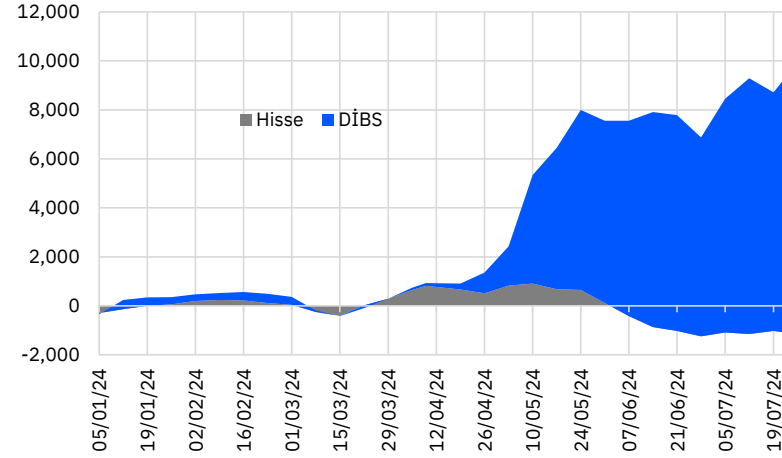


Yurtdışından sermaye girişlerinde Mart sonundan bu yana görülen ivmelenme yavaşlayarak da olsa sürüyor

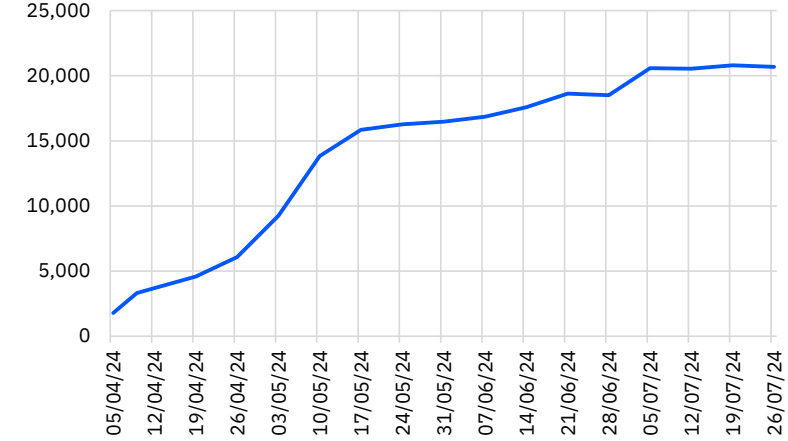
Yurtdışı Yerleşiklerin Net Sermaye Hareketleri,  
Haftalık (Milyon \$)



Yurtdışı Yerleşiklerin Net Sermaye Hareketleri,  
Kümülatif (Milyon \$)



Swap Kanalından Tahmini Sermaye Hareketleri  
(Carry-Trade), Kümülatif (Milyon \$)



- Yurtdışı yerleşiklerin 26 Temmuz ile biten haftada DİBS'e 1,2 milyar \$'lık girişiyle stok değeri yaklaşık 13,7 milyar \$'a ulaştı. Böylece **Mart sonundan itibaren DİBS piyasasına yabancı girişlerinin kabaca 11 milyar \$ olduğunu söyleyebiliriz.**
- Bunun dışında, aynı dönemde para piyasalarına da **carry-trade amaçlı olarak swap kanalından 20 milyar \$'ın üzerinde giriş gerçekleştiğini tahmin ediyoruz.**
- Yurtdışı yerleşiklerin hisse senedi piyasasına giriş konusunda ise çekimser kalmaya devam ettikleri takip ediliyor. Yılbaşından bu yana kümülatif bakıldığında, yurtdışı yerleşikler hissede 1,2 milyar \$'lık net satım gerçekleştirmiş durumda.
- Enflasyonda kalıcı düşüşe ilişkin daha somut bir görünümün ortaya çıkmasıyla hem hisse senedi piyasasına hem de DİBS piyasasında verim eğrisinin uzun tarafına yabancı girişlerinin hızlanabileceğini değerlendiriyoruz.

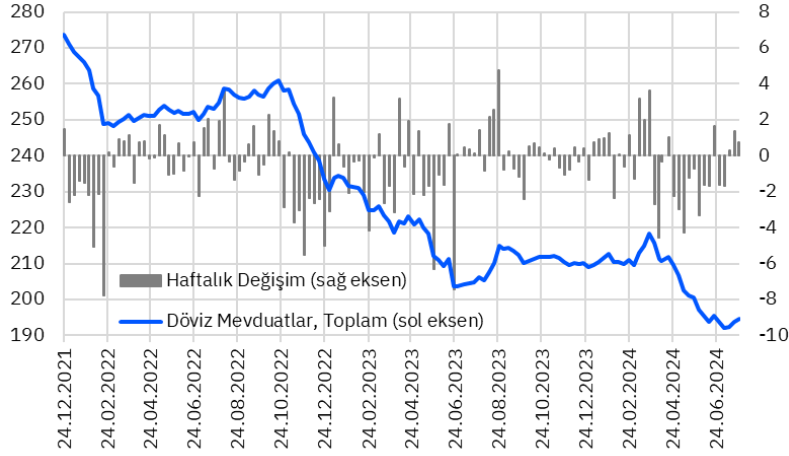
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

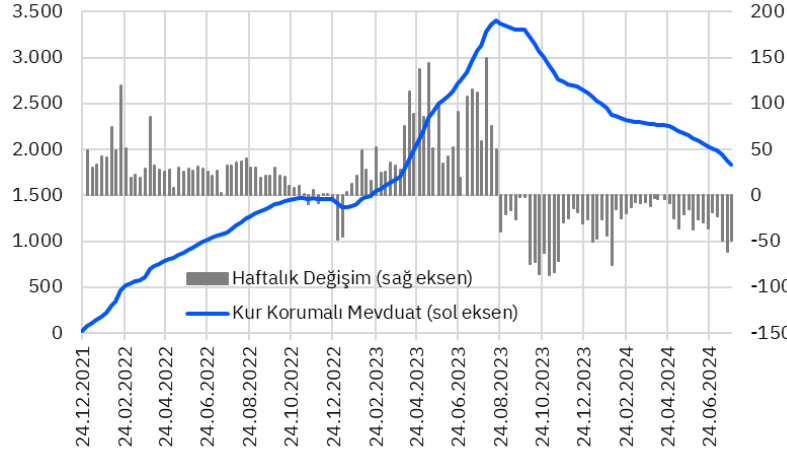


Yerli yatırımcı yatırım tercihlerini halihazırda TL'den yana kullanırken, döviz kredilerindeki artış da sürüyor

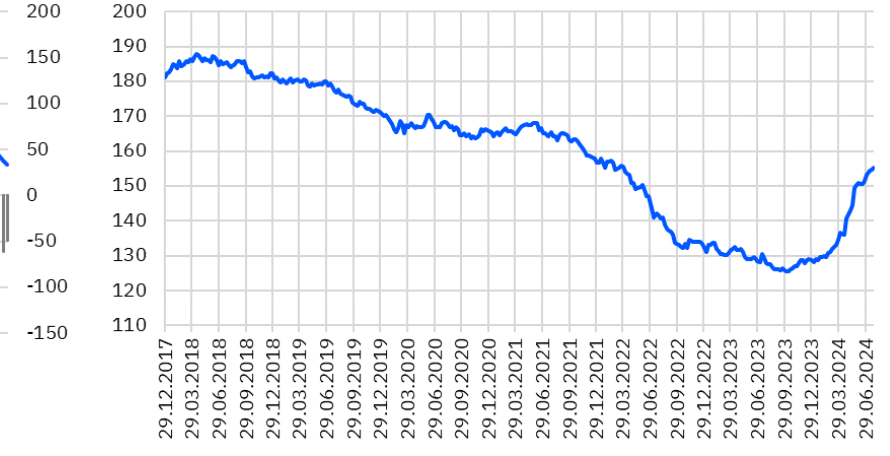
**Döviz Mevduatlar, Toplam (Milyar USD);  
parite etkisi düzeltilmiş**



**Kur Korumalı Mevduatlar (Milyar TL)**



**Döviz Bazlı Krediler (Milyar USD)**



- TCMB'nin döviz pozisyonundaki iyileşmede yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihlerindeki değişimin de önemli bir payı olduğunu söyleyebiliriz. Şöyle ki, yılın ilk 3 aylık döneminde yurtiçi yerleşikler döviz mevduatlarını 10 milyar \$'a yakın arttırmış, bunun 8 milyar \$'a yakını gerçek kişilerden kaynaklanmıştı. Oysa 29 Mart haftasından bu yana, döviz mevduatları 23,9 milyar \$ gerilerken bunun 12,3 milyar \$'ı bireysellerden, 11,6 milyar \$'ı ise kurumsallardan kaynaklandı. Bununla beraber, son 3 haftalık dönemde (05/07-26/07 arasında) döviz mevduatlarında tamamına yakını tüzel kişilerden kaynaklı olmak üzere 2,4 milyar \$'lık bir artış gerçekleştiğini de not etmek lazım.
- Bu artışı kısmen şirketlere KKM'deki kazançları için tanınan vergi avantajının kaldırılmasıyla hızlanan KKM'nin tasfiye sürecine bağlayabiliriz. KKM hesapları son olarak 26 Temmuz haftasında haftalık 49,7 milyar TL (1,6 milyar \$) çıkışla 1.83 milyar TL'ye geriledi. KKM hesaplarında Ağustos 2023'te ulaşılan tepe noktadan çözülme yaklaşık 1.6 milyar TL'ye (80,6 milyar \$'a) ulaşmış durumda.
- **Bu süreçte DTH + KKM'nin toplam mevduat içerisindeki payı ise %47,6'ya kadar geriledi. DTH ve KKM hesaplarının toplam mevduat içindeki payı Ağustos 2023'te %68,4 seviyesindeydi.**
- Yüksek TL faiz maliyetleri ve TL'nin istikrarlı seyri nedeniyle son dönemde yeniden ilgi gören yabancı para kredileri de Mart sonundan bu yana % 15'lik artışla yaklaşık 21 milyar \$ artış göstererek 155 milyar \$'a ulaşmış durumda.

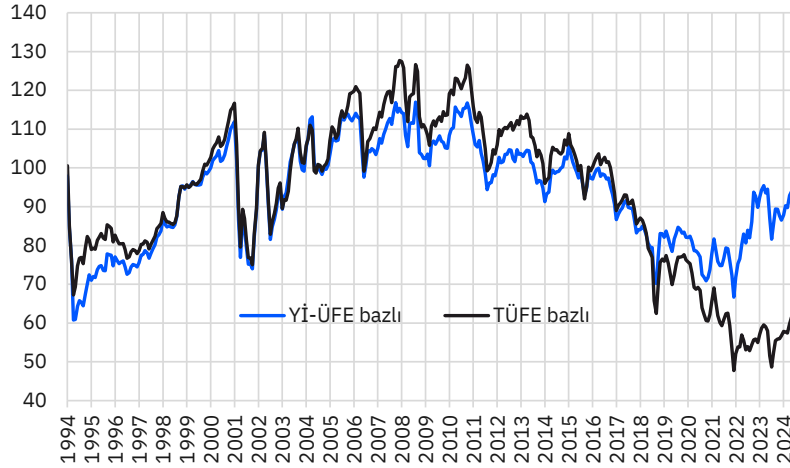
**Kaynak:** TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

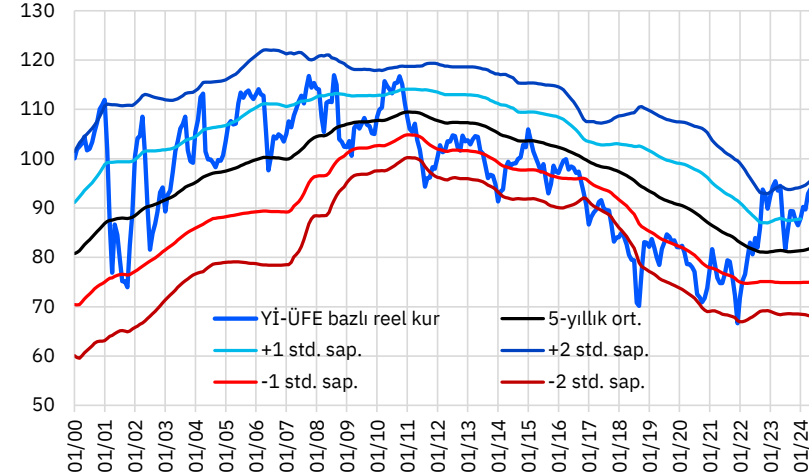


TL'de reel değerlenme sürse de, son çeyrekte kurda yükselişler görülebilir

Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)



Reel Efektif Döviz Kuru, Yİ-ÜFE Bazlı (2003=100)



- TCMB enflasyonla mücadele stratejisinde TL'nin reel değerlenmesini önemli bir parametre olarak görüyor. Son dönemde ekonomi programının devamlılığına ilişkin artan güven ortamı sayesinde sağlanan yatırımcı tercihlerindeki bu değişimler (DİBS piyasasına ve carry-trade kanalından diğer girişler, döviz mevduattan çıkışlar, vs.) TCMB'ye bu konuda yardımcı oluyor. Bu sürecin kısa vadede devam etmesini bekliyoruz. Küresel risk iştahında bozulma gibi dışsal bir faktör ya da yurtiçi kaynaklı olarak (örneğin politik gelişmeler) kurlar yeniden yükselişe geçse bile, TCMB'nin enflasyon hedeflerini gözeterek TL'de çok fazla değer kaybına izin vermeyeceğini düşünüyoruz, ki döviz rezervlerinde son dönemdeki artışların TCMB'ye önemli bir alan yarattığını söyleyebiliriz.
- TL'de reel değerlenme devam etmekle birlikte, jeopolitik riskler, küresel risk görünümü ve mevsimsel faktörleri göz önünde bulunarak, kurlardaki artış eğiliminin son çeyrekte görece hızlanabileceğini düşünüyoruz. Buna karşın, Mart-Temmuz döneminde kurun stabil seyri nedeniyle, **\$/TL kuruna ilişkin sene sonu beklentimizi 40,00 seviyesinden 38,00'e, yıllık ortalama beklentimizi de 35,00'ten 33,50'ye revize ediyoruz.** Bu Ağustos-Aralık dönemi için kabaca 35,80'lik bir seviyeye işaret ediyor. Bununla beraber, reel değerlenme sürecinin 2024'ün geri kalanında daha güçlü bir şekilde sürdürülmesi ihtimalini de göz ardı etmiyoruz. Bu durumda, sene sonu ve yıllık ortalama tahminlerimizde aşağı yönlü risklerin olduğunu söyleyebiliriz.
- Bununla beraber, yatırımcı tercihlerinde son 4 aydaki değişimlerin kalıcılığı için yatırımcıların enflasyonun 2025 ve sonrasındaki hedeflere yöneleceğine ikna olması da gerekiyor. Bu açıdan, enflasyonda mevcut duruma göre somut iyileşmeler görülmeden erken faiz indiriminden kaçınmak gerektiğini düşünüyoruz.

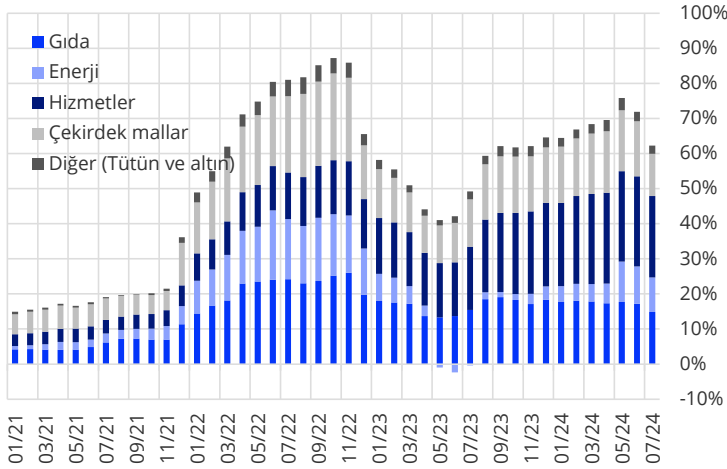
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

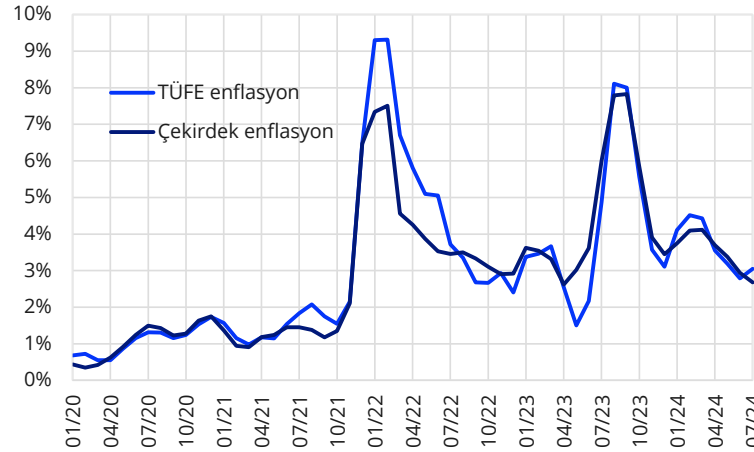


TÜFE enflasyonunun TCMB'nin öngördüğü patikanın bir miktar üzerinde kalabileceğini düşünüyoruz

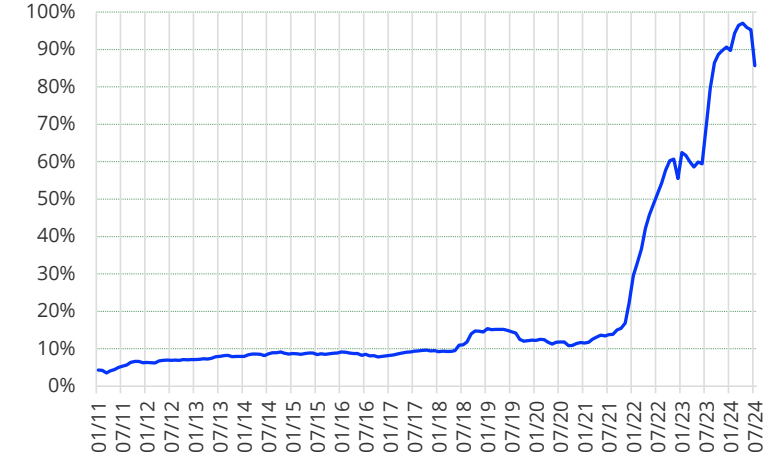
## TÜFE Enflasyonunun Kırılımı



## Mevsimsellikten Arındırılmış Aylık Enflasyon, 3-Aylık Ortalama



## Hizmet enflasyonu



- Temmuz'da TCMB'nin yakından takip ettiği mevsimsellikten arındırılmış aylık enflasyon (3-aylık ortalaması), manşet TÜFE için %3,0'un, hizmetler grubu için de %4,0'un üzerinde seyrederken, çekirdek enflasyon tarafında %3,0'un biraz altına gelmiş durumda. Bu rakamlar, bizim düşüncemize göre enflasyon trendinin TCMB'nin öngördüğü patikanın bir miktar üzerinde kaldığı anlamına geliyor. Özellikle hizmet enflasyonunda devam eden katılık fiyatlama mekanizmalarındaki bozulmanın halen devam ettiğine işaret etmekte. Buna karşın, kurlardaki yatay seyir dayanıklı mal grubu üzerinden enflasyonu sınırlıyor.
- İç talepteki yavaşlamanın ve kontrollü kur artışının (sene sonu \$/TL: 38,00) devam ettiğini öngördüğümüz (varsaydığımız) baz senaryomuza göre, **sene sonunda TÜFE enflasyonunu %45 olarak tahmin ediyoruz. Bu oran TCMB'nin enflasyon tahmin aralığının üst bandı olan %42,0'nin üzerinde kalıyor.** Enflasyonun sene sonunda %42 seviyesine yaklaşması için kurda daha kontrollü bir artışa (örneğin \$/TL'nin sene sonunda 35-36 aralığında kalması) ihtiyaç olabileceğini değerlendiriyoruz.

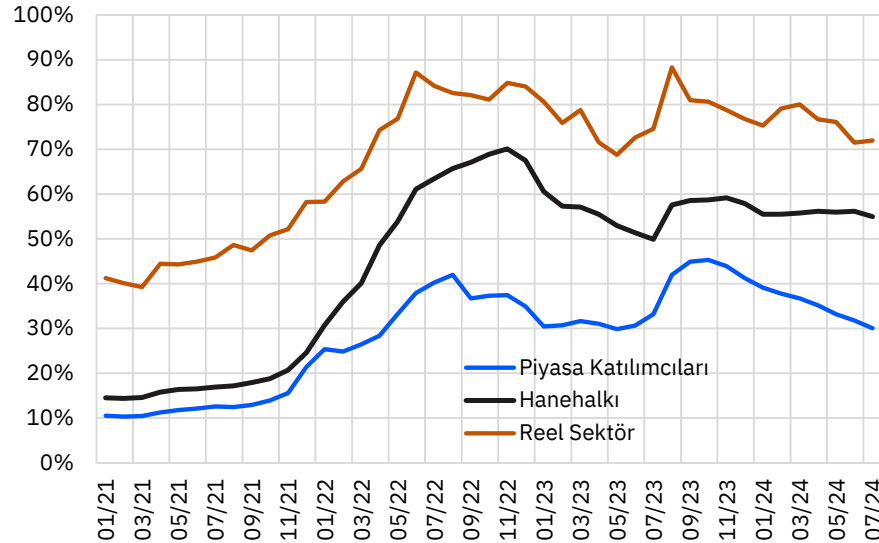
Kaynak: TÜİK, TCMB, Turkey Data Monitor, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

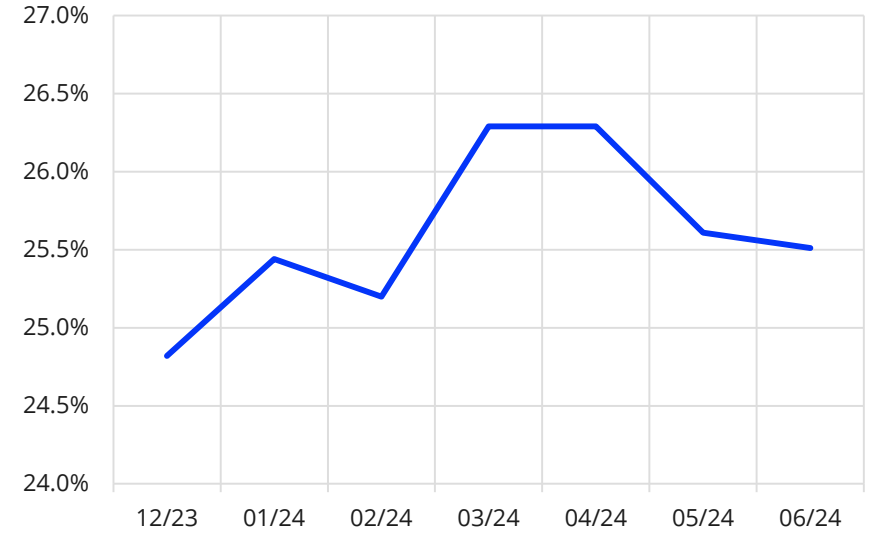


Enflasyon beklentilerinin çıpalanamaması kalıcı dezenflasyon sürecinin önündeki en önemli engel olabilir

### Sektörel Enflasyon Beklentileri



### Piyasanın 2025 Sonu TÜFE Enflasyon Tahmini (Ortalama)



- Bununla beraber, TL'yi reel değerlenmeye bırakarak ve ücretleri baskılayarak enflasyonda kalıcı bir düşüş trendi sağlanabileceğini de düşünmüyoruz. Enflasyonda 2025 ve sonraki yılların hedeflerine doğru kalıcı bir düşüş için öncelikle enflasyon beklentilerinin kırılması ve buna bağlı olarak da talebi öne çekme ve geriye dönük fiyatlama gibi enflasyonda atalet yaratan unsurların ortadan kalkması gerekiyor.
- TCMB'nin piyasa katılımcıları anketinde 12-ay ileriye yönelik TÜFE enflasyonu beklentileri %30'a kadar gerilemiş olsa da, **fiyatlama mekanizmaları için daha belirleyici olan reel sektör ve hanehalkının aynı dönem için enflasyon beklentilerinin %55 ve %72 seviyelerinde olduğu görülüyor. Bu da toplumda olumsuz enflasyon beklentilerinin kırılmadığını gösteriyor.**
- Ayrıca, TCMB'nin Piyasa Katılımcıları Anketine göre, 2025 sonu TÜFE enflasyonuna ilişkin olarak piyasanın ortalama beklentisi TCMB'nin %14'lük tahmininin oldukça üzerinde %25,5 seviyesinde kalmaya devam ediyor. Biz ise halihazırda 2025 sonu TÜFE enflasyonunu %28 olarak öngörüyoruz.

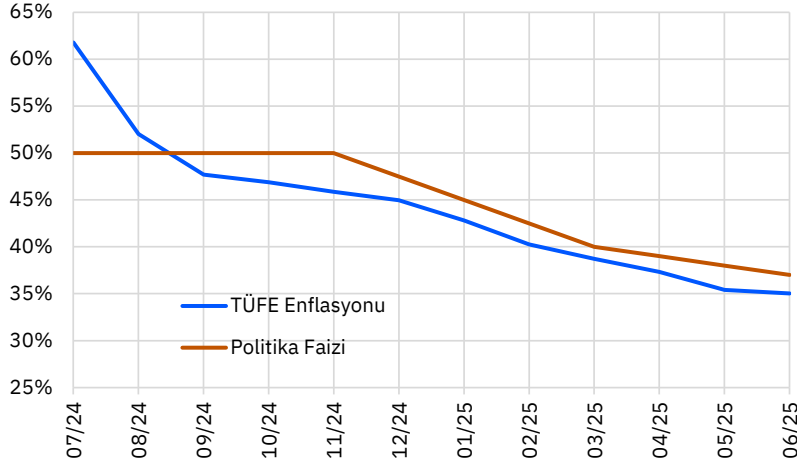
Kaynak: TÜİK, TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

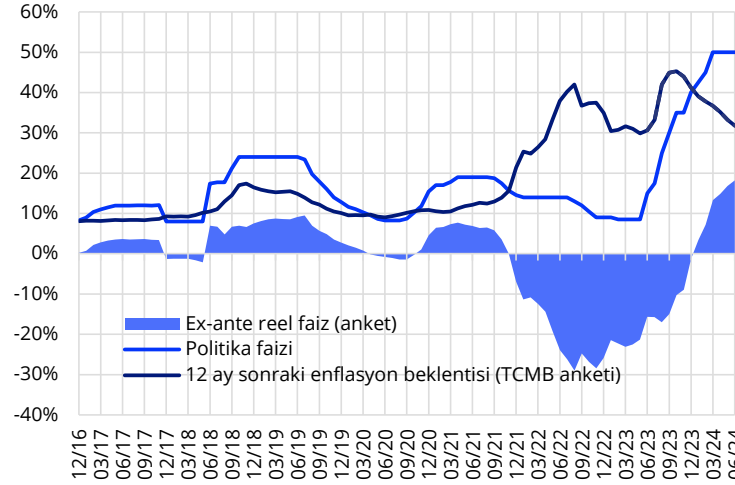


TCMB'nin faiz indirimlerini Kasım veya Aralık ayından itibaren gündemine alabileceğini düşünüyoruz

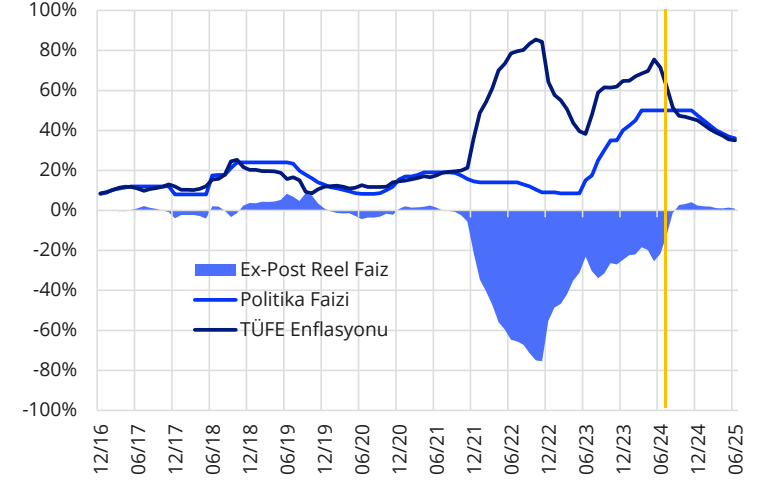
## TÜFE Enflasyonu ve Politika Faizi Projeksiyonlarımız



## TCMB Anketine Göre Reel Politika Faizi



## Anlık Enflasyona Göre Reel Politika Faizi (Ex-Post)



- Son günlerde Eylül (ya da en geç Ekim'de) faiz indirimlerinin başlaması yönündeki beklentiler sıklıkla dile getiriliyor. Ancak, TCMB Başkanı Fatih Karahan'ın politika faizinde atılacak adımların 2025 ve ötesindeki enflasyon hedeflerine ulaşmak için ayarlanması gerektiği yönündeki açıklamaları bize erken bir faiz indirimine sıcak bakılmadığını düşündürüyor. 25 Temmuz PPK açıklama metninde gerektiğinde faiz artırım yapılabileceği ifadesinin korunması da erken faiz indirimi ihtimalini çok azaltıyor. TCMB her ne kadar Temmuz'da aylık enflasyondaki yükselişi geçici olarak değerlendirirse de, ihtiyatlı duruşunu korumasını bekliyoruz
- **Mevcut enflasyon görünümü ve TCMB'nin ihtiyatlı duruşu bize Kasım'dan önce bir faiz indiriminin zor olduğunu düşündürüyor. 2024 sonuna ilişkin TÜFE enflasyonu tahminimizin TCMB'nin tahmin aralığının üst bandı olan %42'nin dahi üzerinde olduğunu dikkate alarak, baz senaryomuzda daha muhafazakar bir yaklaşımla faiz indirim sürecinin Aralık'tan itibaren 250 baz puanlık adımlarla başlatılabileceğini değerlendiriyoruz.** Faiz indiriminin sağlıklı bir şekilde başlatılması ve ilerlemesi için aylık enflasyon eğiliminin de TCMB'nin defalarca yönlendirmesini yaptığı üzere %1,5 civarına yakınsadığını görmek gerekiyor.
- TL'deki stabilitenin (reel değerlenmenin) korunduğu bir senaryoda, **TÜFE enflasyonunun 2025 ortalarında %33-35 seviyelerine kadar gerileyebileceğini tahmin ediyoruz**, ki bu noktadan sonra enflasyondaki düşüş hızı da biraz yavaşlayabilir. Buna göre, **TCMB'nin 2025 yılında politika faizini anlık TÜFE enflasyonun bir miktar üzerinde (100-200 baz puan) tutarak para politikasında ihtiyatlı duruşunu korumaya çalışacağını düşünüyoruz.**

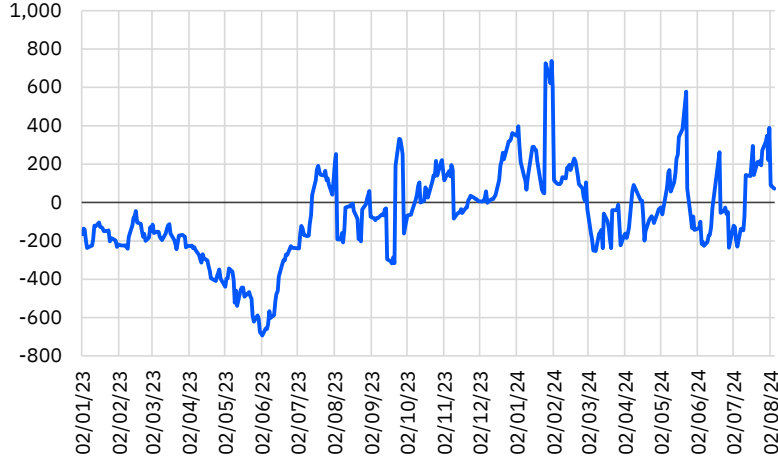
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

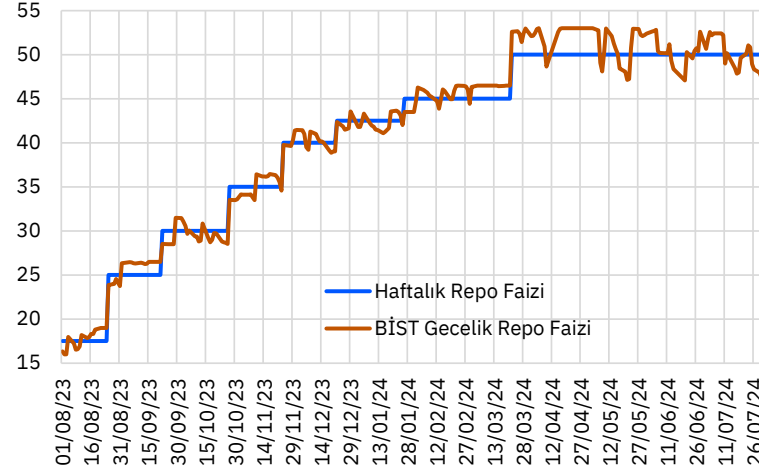
Sistemdeki likidite fazlası piyasa faizlerini aşağı baskılıyor



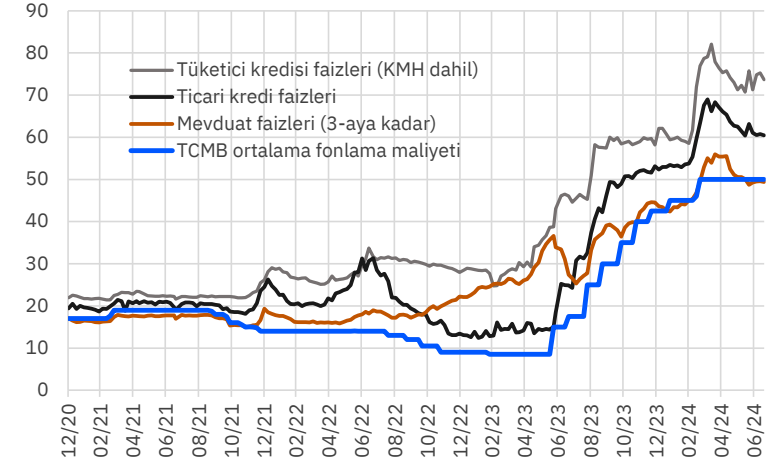
### Açık Piyasa İşlemleri (Milyar TL)



### Politika Faizi – Gecelik Repo Faizi (%)



### Politika faizi – Bankacılık Faizleri (%)



- TCMB'nin döviz alımlarıyla ortaya çıkan TL likidite fazlası da piyasa faizlerini aşağı baskılayarak para politikasının etkinliğini azaltıyor. Bu açıdan, TCMB'nin aktif sterilizasyon politikası ile sistemden fazla TL likiditesini çekmeye odaklanması beklenebilir.

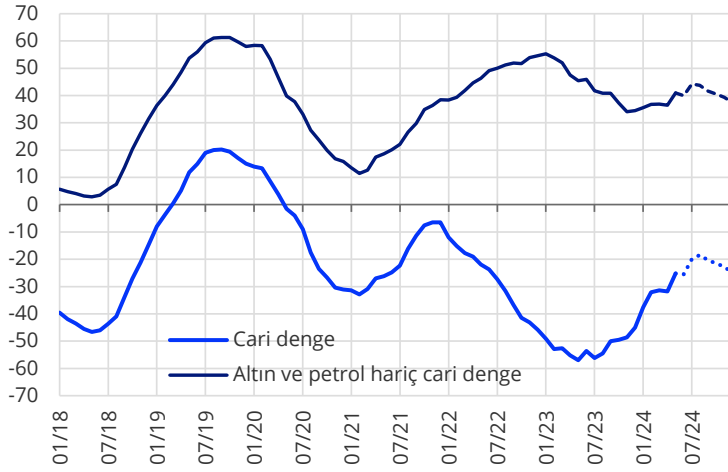
Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye

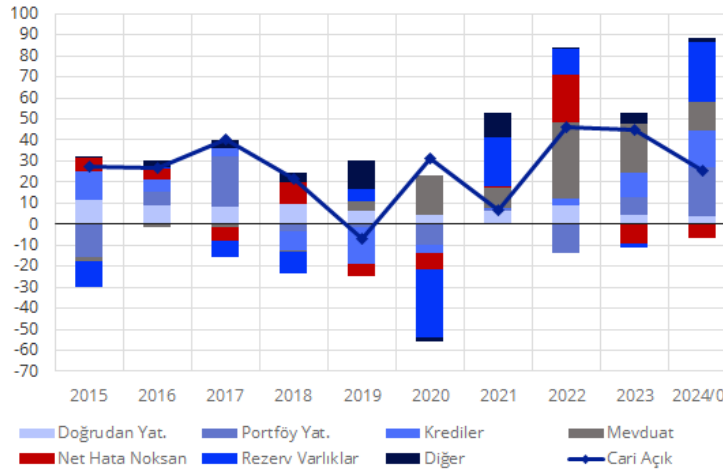


Cari açık yaz aylarında 20 milyar \$'ın altına geriledikten sonra yılı 25 milyar \$ (GSYH'nin %1,9'u) civarında bitirebilir

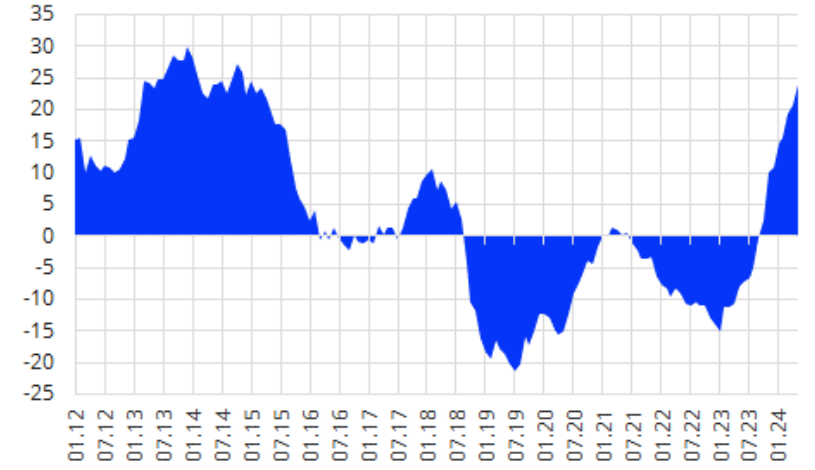
### Cari Dengeye İlişkin Projeksiyonumuz (Milyar \$)



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



### Bankaların Borçlanması\*, 12-ay Birikimli (Milyar \$)



\* krediler ve tahvil ihraçları toplamını içerir

- Mayıs 2023 itibariyle 57 milyar \$ (60 milyar \$'dan revize edildi) seviyesinde dip yapan cari açık o tarihten bu yana iyileşme trendini sürdürerek Mayıs itibariyle 25 milyar \$'a geriledi. Bu iyileşmede etkili olan temel faktörler altın ve enerji ithalatındaki normalleşmeye ek olarak hammadde fiyatlarının ılımlı seyretmesinin de desteğiyle ara malı ithalatındaki düşüşler oldu. Bu süreçte enerji ticaret açığı 75 milyar \$'dan 50 milyar \$'a, altın ticaret açığı da 31 milyar \$'dan 17 milyar \$'a geriledi.
- Temmuz ayı dış ticaret açığı, tüketim ve yatırım malı ithalatının da hız kesmesinin desteğiyle geçen seneki 12,5 milyar \$ seviyesinin çok altında 7,2 milyar \$ olarak gerçekleşti. Buna göre, 12-aylık birikimli cari açığın Temmuz'da 20 milyar \$'ın altına gerilemesi ve son çeyreğe kadar da düşüşünü sürdürmesi beklenebilir. **Yılın son çeyreğinde olumlu baz etkisinin terse dönmesiyle cari açık yeniden yükselişe geçse de yılı 25 milyar \$ civarında (GSYH'nin yaklaşık %1,9'u) tamamlamasını bekliyoruz.** Son çeyrekteki bu artışa karşın, cari açık/GSYH oranındaki bu seviye 2023 sonundaki %4,2'ye göre önemli bir iyileşmeye işaret ediyor.
- Son dönemde düşen ülke risk primindeki düşüşün bir yansıması olarak yurtdışından borçlanma olanaklarında da önemli bir toparlanma yaşanıyor. Son 12 aylık döneme bakıldığında, özel sektörün toplam borçlanması 28,4 milyar \$'a ulaşırken, bunun 23,8 milyar \$'lık kısmı bankalardan kaynaklanıyor. Bu rakamın 2013-2015 dönemindeki zirve seviyelere yakın olduğunu belirtelim.

Kaynak: TCMB, Gedik Yatırım Araştırma



# Ekonomik Görünüm: Türkiye

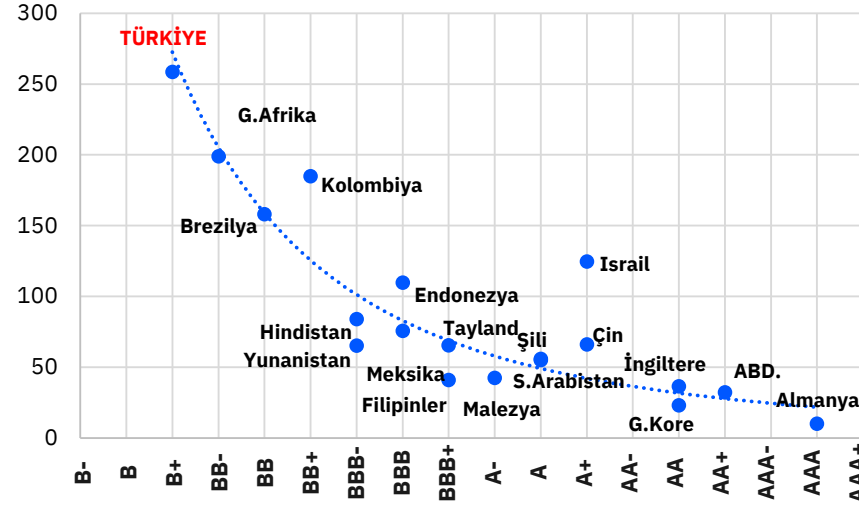
Türkiye'nin kredi notu artışları 2025 yılında sürebilir



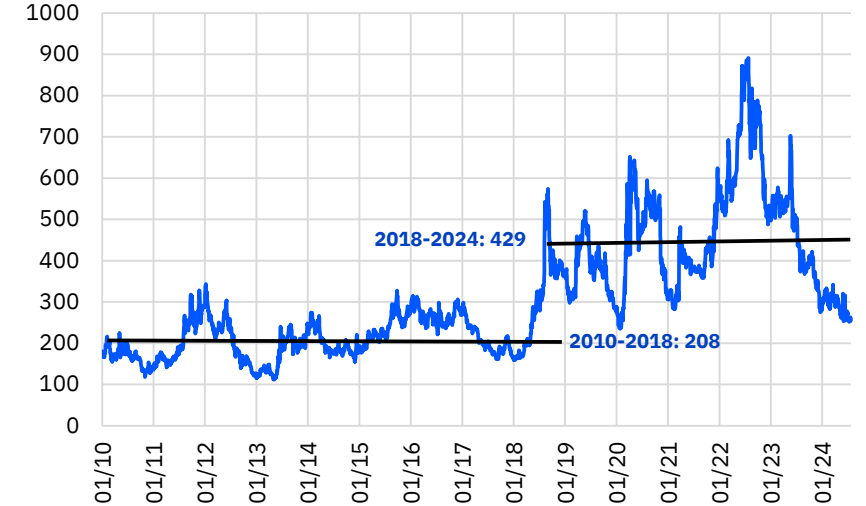
## Ülkelerin CDS Primleri (29/07 İtibariyle)

Ülke	Kredi Notu (S&P)	CDS
Almanya	AAA	10
ABD	AA+	32
G.Kore	AA	37
İngiltere	AA	23
İsrail	A+	125
Çin	A+	66
S.Arabistan	A	55
Şili	A	56
Malezya	A-	43
Tayland	BBB+	41
Filipinler	BBB+	66
Endonezya	BBB	76
Meksika	BBB	110
Hindistan	BBB-	84
Yunanistan	BBB-	65
Kolombiya	BB+	185
Brezilya	BB	158
G.Afrika	BB-	199
<b>TÜRKİYE</b>	<b>B+</b>	<b>259</b>

## Ülkelerin CDS Primi – Kredi Notu Matrisi



## 5-Yıllık CDS Primi (bazpuan)



- Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir seviyeye yükseldiği 2012'nin sonları ve 2013'ün başlarını kapsayan dönemde Türkiye'nin 5-yıllık CDS primi 110'lu seviyelere kadar gerilerken, bu dönemde ortalama CDS primi kabaca 130 olmuştu. 2015-2017 arasında 300 civarında seyreden CDS primi 2017 içinde 160'lu seviyelere kadar geriledikten sonra 2018'den itibaren yüksek bir patikaya yerleşmişti. CDS priminin 2010-2018 arası ortalaması kabaca 208 bazpuan olurken, 2018-2023 arasında CDS primi ortalaması 443 puan civarında seyretti.
- Geçmiş raporlarımızda mevcut ekonomik görünümün korunması ve de küresel risk iştahında ani bir bozulma olmaması durumunda, Türkiye'nin CDS priminin ilk etapta 250 bazpuan seviyelerine kadar gerileyebileceğini belirtmiştik ve mevcutta bu seviyeye çok yaklaştığını görüyoruz. **Önümüzdeki süreçte enflasyonun düşüş trendine ilişkin daha somut bir görünümün ortaya çıkması halinde 200 bazpuana doğru düşüşün sürebileceğini ve bu durumda da kurumlardan 1 kademe daha kredi notu artışının gündeme gelebileceğini (muhtemelen 2025 yılı içinde) düşünüyoruz.** Daha üstü not seviyeleri ve CDS makasının kalıcı bir şekilde 200 seviyesinin altına gerilemesi için ise enflasyonun 2025 sonrası hedefine doğru yönelmesi gerektiğini değerlendiriyoruz. Bununla beraber, küresel risk iştahında bozulma olması durumunda ülkelerin CDS primlerinde topyekün yükselişler olabileceği de not edilmeli.

Kaynak: Trading Economics, Bloomberg, Gedik Yatırım Araştırma

# Ekonomik Görünüm: Türkiye



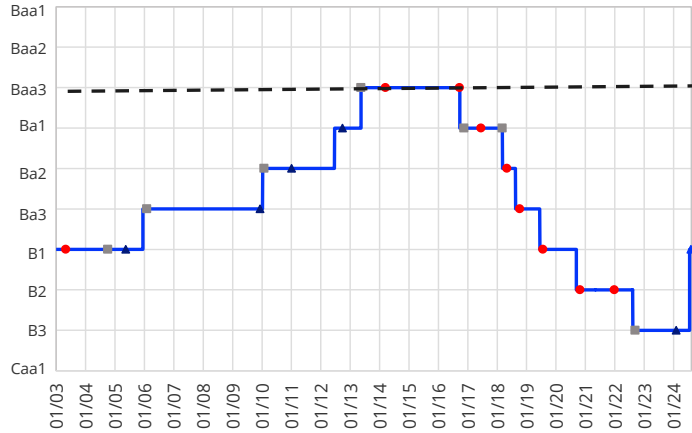
Kredi derecelendirme kuruluşları ekonomi politikalarındaki normalleşmeye olumlu tepki veriyor

	S&P	Moody's	Fitch
Son güncelleme tarihi:	03/05/23	19/07/24	08/03/24
Kredi notu güncellemesi:	B+'ya yükseltildi	B1'e 2 kademe yükseltildi	B+'ya yükseltildi
Görünüm güncellemesi:	pozitif teyit edildi	pozitif teyit edildi	pozitive yükseltildi
Yatırım yapılabilir kademe:	4 kademe altı	4 kademe altı	4 kademe altı
Değerlendirme takvimi:	01/11/24	Ocak 2025	06/09/24

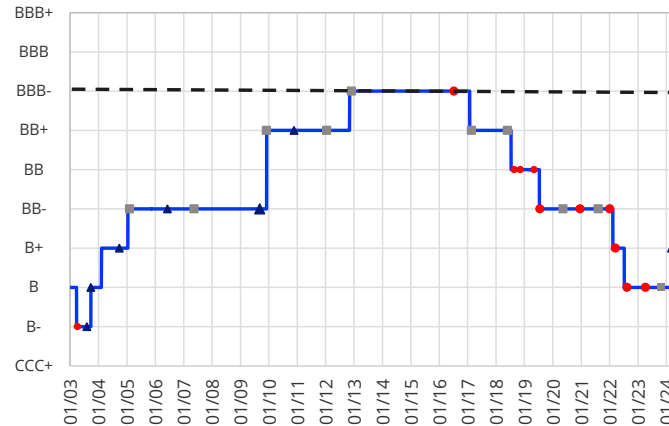
Tarih	Kurum	Kredi Notu	Yön	Görünüm	Yön
19/07/24	Moody's	B1	↑	pozitif	→
03/05/24	S&P	B+	↑	pozitif	→
08/03/24	Fitch	B+	↑	pozitif	↑
12/01/24	Moody's	B3	→	pozitif	↑
30/11/23	S&P	B	→	pozitif	↑
29/09/23	S&P	B	→	durağan	↑

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

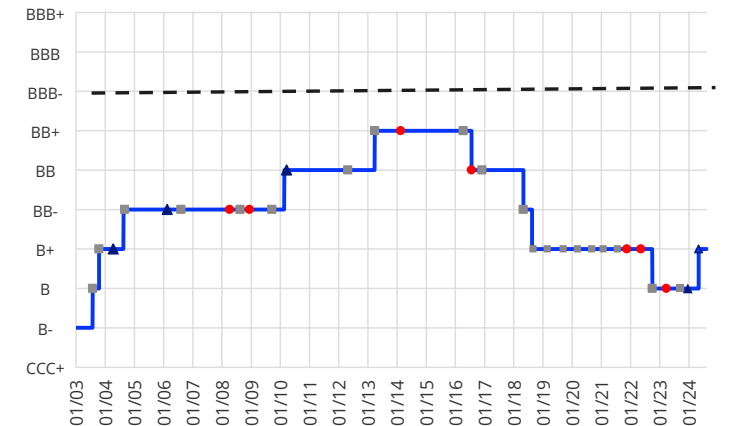
Kredi notunun gelişimi (Moody's)



Kredi notunun gelişimi (Fitch)



Kredi notunun gelişimi (S&P)



▲ Pozitif görünüm ■ Durağan görünüm ● Negatif görünüm

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

# Strateji Raporu

## Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - I



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

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

# Strateji Raporu

## Kredi Derecelendirme Kuruluşları / Ülke Notları - II



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

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

# Piyasalara Dair Beklentiler

## Ekonomi ve Piyasa Takvimi



2024				
Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1 	12 	17 	7 	12 
22 	18 	17 	7 	18 
	19 	31 	21 	19 
	19 			19 
	19 			26 
8 Enflasyon Raporu 	6 'Fitch kredi notu 	25-27 2024 Yıllık Toplantılar 	1 S&P kredi notu 	
12 Endeks Değişiklikleri 	22-23 2024'te Geleceğin Zirvesi New York 	31 Enflasyon Raporu 	5 ABD seçimleri 	
			7 MSCI Endeks Değişiklikleri 	
			29 Finansal İstikrar Raporu 	



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

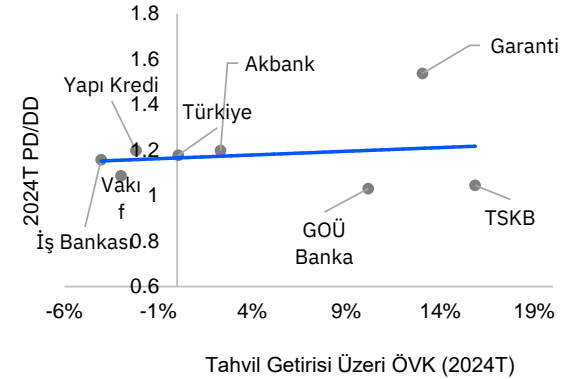
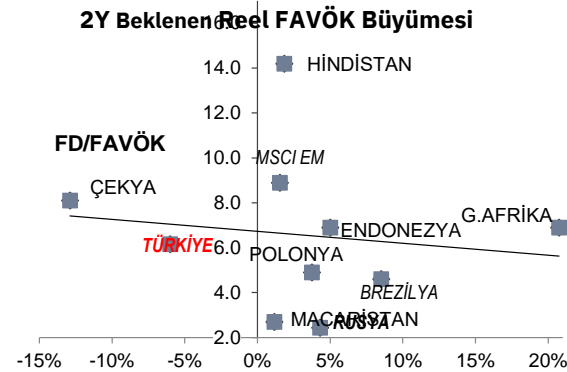
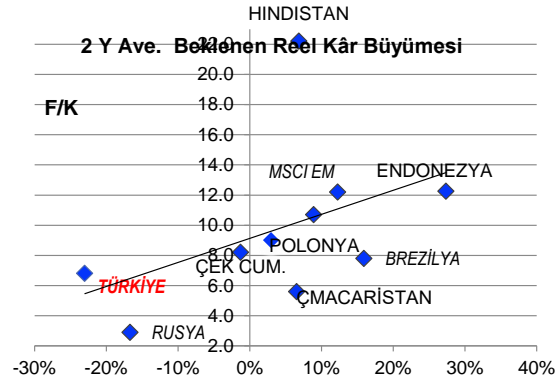
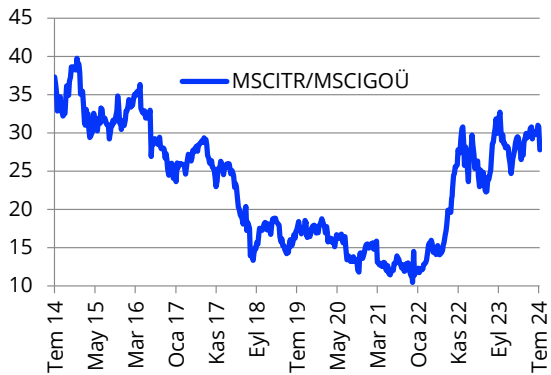
# Piyasalara Dair Beklentiler (I)



Borsa ekonomi politikaların meyvelerini vermesini ve faiz indirimlerinin zamanlamasını bekliyor...

- Bu yıl şu ana kadar birçok yayınlamamızda da belirttiğimiz gibi, özellikle hükümetin ortodoks ekonomi politikalarına geçmesi ve faiz oranlarını artırmasından bu yana, hisse senetleri için temkinli bir görüşe geçmiştik. Bunun ana nedenleri: (1) Mevduat başta olmak üzere diğer para piyasalarındaki getirilerin reel olarak artış eğilimine girmesi ve borsa için bir rekabet unsuru yaratması, (2) son 2 senedir düşük baz ve enflasyon etkisiyle güçlü artan şirket karlarının doyum noktasına gelmesi ve reel düşüş eğilimine girmesi, (3) global ekonomilerin yavaşlaması ve bunun ihracat için yarattığı güçlük, ve (4) tüm bunlar bir araya geldiğinde hisse senetlerinin getiri risk oranının yeterli olmaması idi. Sonuç olarak, 2023 ve 2024'ün ilk beş ayındaki güçlü performansın ardından, son 3 ayda hisse senedi fiyatları momentumunu kaybederek ve Lira bazında yatay seyrederek, aylık %5'in üzerinde getiri sağlayan yerel mevduat faizlerine karşı ciddi bir düşük performansa işaret ediyor. Aynı dönemde BIST gelişmekte olan piyasaların %6 altında performans sergilemiştir.
- Bu aşamada hükümetin enflasyonla mücadele konusunda azami kararlılığını sürdürmesi ile tüketici talebinde yavaşlamanın başladığını, ve daha da önemlisi daralan talebin, son 2 yıldır yüksek bazda olan şirket karlarını olumsuz etkilemeye başladığını görmekteyiz. Şöyle ki, son revizelerin akabinde 2024 yılı için net kar beklentilerimizde reel olarak %34'lük bir daralma (3 ay önceki -%24'ten yükseldi) ve FAVÖK'te %12'nin üzerinde bir reel daralma (3 ay önce -%5) bekliyoruz. Düşük marjlarla zayıf bir yıl geçiren ve bu yıl sonunda enflasyon muhasebesi raporlama standartlarına geçecek olan bankaların bu hesaplama dahil edilmediğini vurgulamak isteriz. **Ancak, 2024 yılı bir geçiş dönemi olarak görüldüğünden, yani takip edilen ana odağın 2025 ve sonrası dönemi olmasından dolayı 2024 yılı içinde gelecek karlar volatilité yaratmak haricinde borsada uzun soluklu satışlara sebep olmayabilir. Öte yandan, faiz indirimi beklentileri başlayana ve kar daralmalarının ne zaman sona ereceğine ilişkin öngörülebilirlik oluşana kadar borsadan mevduat faizlerinin üzerinde bir getiri sağlamamasını beklememeye devam ediyoruz. İçinde bulunduğumuz ortamda, şu aşamada karların 2025'in ilk çeyreğinin sonunda artış trendine girmesini, faiz indirimi beklentilerinin ise 2024'ün dördüncü çeyreğinde başlamasını bekleriz.**
- Beklentilerimize, ülkeler arası karşılaştırmalara ve çarpanlara baktığımızda ise net kar ve FAVÖK büyümesi açısından Türkiye'nin benzer ülkelere nazaran daha yavaş bir yıl geçirme ihtimalinin olduğunu ve makul çarpanlarda işlem gördüğünü söyleyebiliriz. Öte yandan, 2025 tahminlerimiz gerçekleştiği takdirde, Borsa GOÜ çarpanlarına %60 civarı iskontoda gözükmekte.

**BIST-100 Endeks hedefimiz %32'lik yükselme potansiyeliyle 13,086 seviyesine yükseltiyoruz.** Bu bağlamda, bankacılık sektöründeki yükselme beklentimiz bankalarda %37.1, sanayii sektörlerinde %30.3 ve holdingler %30.8 şeklindedir. Hisse tavsiye ve hedef değer değişikliklerimiz 26 ve 29. sayfalarda mevcuttur.



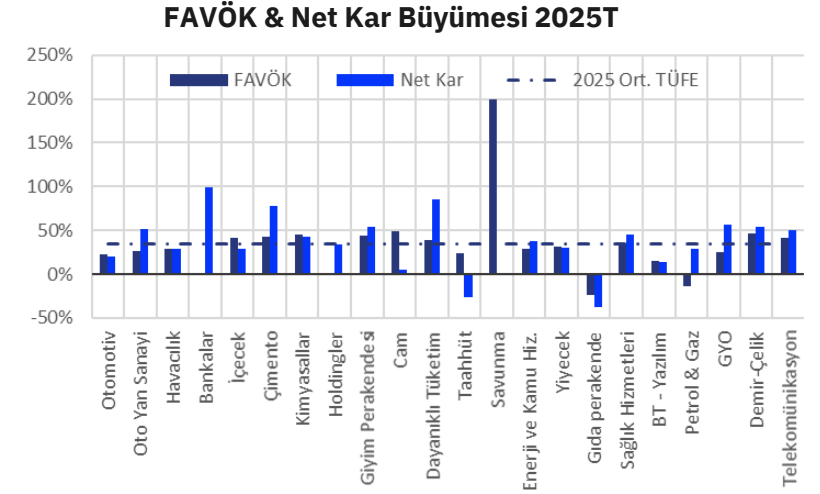
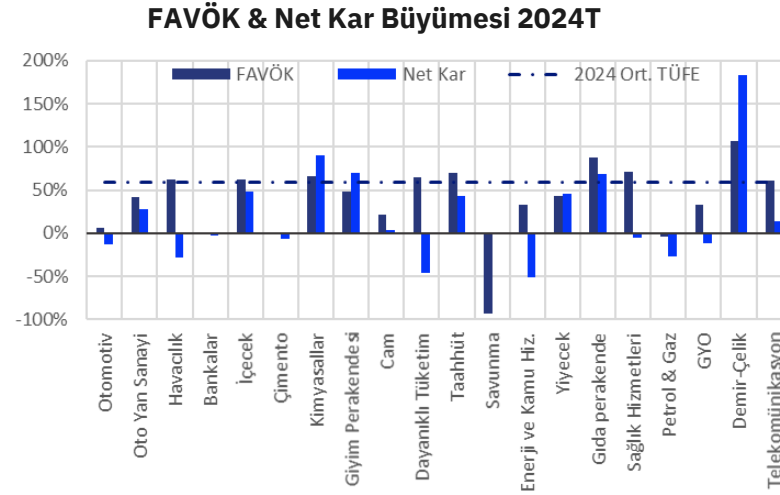
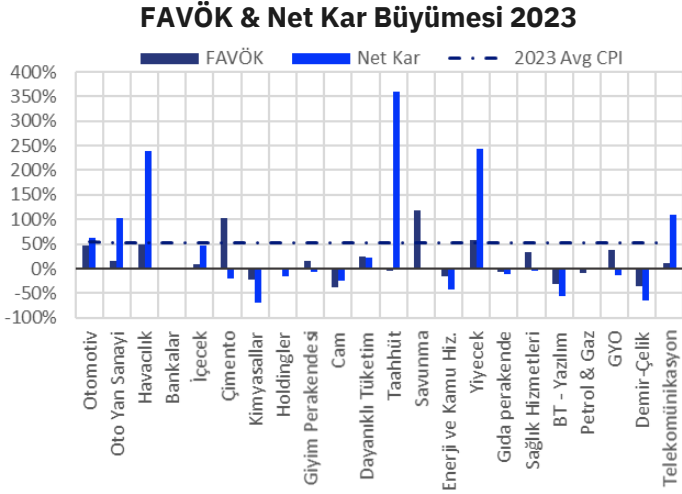
Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Bloomberg

# Piyasalara Dair Beklentiler (II)



## 2024 Sektörel Kar Beklentileri

- Aşağıdaki tablolar sanayii şirketlerinin operasyonel ve net kar büyüme seviyelerini enflasyon ile karşılaştırmaktadır.
- Öte yandan analizlerimiz 2024 yılında yılın geri kalanında seyretmesini beklediğimiz faizler ve azalan tüketim harcamalarından dolayı yıl genelinde reel olarak % 12 üzeri FAVÖK ve %34 üzeri net kar daralması beklemekteyiz. Kar büyümesi anlamında ise demir ve çelik, gıda perakende, içecek, madencilik, ve telekom sektörleri öne çıkmakta.



Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Bankalar	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Öneri		Net Kar			F/K			PD/DD			Özsermaye Karlılığı (%)		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	2023	2024 T	2025 T	2023	2024 T	2025 T	2023	2024 T	2025 T	2023	2024 T	2025 T
Akbank	56,90	GG	80,40	41%	GG	EÜG	66.479	61.403	115.412	1,9	4,8	2,6	0,6	1,1	0,8	37,9	27,0	37,3
Garanti Bankası	119,90	GG	156,00	30%	GG	EÜG	87.332	105.724	169.231	1,9	4,8	3,0	0,7	1,5	1,0	44,9	37,7	42,3
İş Bankası	13,90	GG	19,46	40%	GG	EÜG	72.265	60.107	145.117	2,3	5,8	2,4	0,6	1,1	0,8	33,3	20,6	38,2
TSKB	11,26	GG	15,62	39%	GG	EPG	7.041	10.437	16.726	2,2	3,0	1,9	0,7	1,0	0,7	42,1	40,5	40,0
Vakıfbank	18,83	GG	26,52	41%	GG	EPG	25.046	36.962	69.873	4,4	5,1	2,7	0,6	1,0	0,7	17,6	21,6	32,8
Yapı ve Kredi Bankası	29,40	GG	41,00	39%	GG	EÜG	68.009	41.893	114.841	1,7	5,9	2,2	0,7	1,1	0,7	46,1	22,5	40,0

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

\*\***EÜG:** Endeksin Üzerinde Getiri / **EPG:** Endekse Paralel Getiri / **EAG:** Endeksin Altında Getiri / **GG:** Gözden Geçiriliyor  
a.d.: anlamlı değil

05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma



# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023			2024T			2025T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T
Akiş GMYO	19,26	19,04	23,63	23%	EPG	EPG	2.577	1.574	3.358	2.957	2.093	2.952	3.758	2.616	4.631	1,9	5,3	3,3	5,6	8,7	7,4	16,7	10,8	14,5
Akçansa	142,50	191,38	177,43	25%	EPG	EPG	18.724	3.930	2.371	22.568	3.454	1.759	29.363	4.810	3.187	8,5	15,5	8,6	4,9	6,5	4,4	17,4	10,1	16,0
Aksa Akrilik	9,82	9,64	11,00	12%	EPG	EPG	23.933	4.048	1.652	33.587	6.495	2.813	38.617	7.898	3.922	15,7	13,6	9,7	6,4	5,9	4,8	9,4	14,6	18,1
Aksa Enerji	36,82	48,14	55,00	49%	EÜG	EÜG	35.172	7.953	5.497	30.125	9.824	5.020	37.202	13.817	7.304	7,8	9,0	6,2	7,1	6,5	4,8	16,6	13,0	16,7
Anadolu Efes	253,75	253,00	376,00	48%	EÜG	EÜG	159.877	27.045	22.129	260.803	42.928	33.254	358.124	62.134	44.765	2,3	4,5	3,4	2,6	3,9	2,6	31,9	26,3	21,8
Anadolu Holding	401,50	472,13	472,13	18%	EÜG	EPG	375.583	34.218	19.638	-	-	29.266	-	-	38.550	1,8	3,3	2,5	0,5	1,0	0,7	26,5	28,5	29,1
Arçelik	151,40	194,81	201,42	33%	EPG	EPG	257.104	20.331	7.667	518.721	33.572	4.164	642.863	46.492	7.703	11,5	24,6	13,3	7,6	5,8	4,9	12,9	6,4	10,8
Aygaz	164,00	183,60	195,00	19%	EPG	EPG	64.835	1.165	5.954	77.640	1.874	5.451	88.864	2.530	5.953	3,8	6,6	6,1	18,0	19,1	13,7	16,5	13,1	12,4
Bim Mağazaları	557,50	GG	645,00	16%	EPG	EPG	328.442	13.751	15.441	559.834	26.366	27.200	778.721	40.670	41.111	8,3	12,4	8,2	10,6	13,9	9,4	22,5	23,3	20,7
Brisa	100,20	140,17	122,56	22%	EPG	EPG	26.498	4.229	3.986	39.031	6.358	4.308	51.326	8.085	6.426	5,0	7,1	4,8	5,0	4,4	3,1	29,6	21,6	28,7
Coca Cola İçecek	797,00	792,00	852,00	7%	EÜG	EÜG	101.042	17.918	20.580	162.214	30.252	30.123	232.142	41.652	37.254	3,7	6,7	5,4	5,2	7,4	5,5	47,9	47,6	41,3
Çimsa	32,08	38,51	38,09	19%	EPG	EPG	20.505	3.660	2.491	27.908	4.188	2.761	36.953	6.055	4.856	8,8	11,0	6,2	6,7	7,0	4,5	13,4	12,2	18,5
Doğan Holding	15,66	19,30	21,50	37%	EÜG	EÜG	52.565	8.190	297	-	-	10.761	-	-	12.388	98,5	3,8	3,3	0,5	0,7	0,6	0,5	17,9	19,1
Doğuş Otomotiv	230,00	208,16	208,16	-9%	EAG	EAG	149.245	24.676	19.622	149.595	17.117	13.705	146.365	14.574	11.638	2,3	3,7	4,3	1,9	2,8	3,0	49,8	21,9	17,3
Enerjisa	66,00	76,58	80,00	21%	EPG	EPG	168.665	17.382	4.517	180.075	24.747	3.830	210.666	31.566	5.202	10,4	20,4	15,0	4,7	4,6	3,7	7,2	6,2	7,7

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

\*\*EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor a.d.: anlamlı değil

05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023			2024T			2025T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)			
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T	
Enka İnşaat	45,00	42,12	56,53	26%	EPG	EÜG	76.705	15.061	16.969	108.318	22.119	22.089	158.371	27.500	15.600	11,1	12,2	17,3	6,8	8,3	4,4	10,1	11,3	3,6	
Ereğli	50,10	52,18	54,10	8%	EÜG	EAG	147.900	15.573	4.033	242.070	36.047	16.911	325.310	52.304	23.489	34,1	10,4	7,5	11,5	7,6	5,7	2,7	6,4	7,1	
Ford Otosan	890,00	1193,52	1193,52	34%	EPG	EPG	411.906	42.710	49.056	658.148	54.256	45.356	892.145	73.621	56.795	5,1	6,9	5,5	7,5	6,3	4,8	72,6	35,9	33,7	
Galata Wind	29,90	41,09	44,00	47%	EÜG	EÜG	1.859	1.405	624	2.860	2.010	1.274	3.575	2.852	1.354	19,1	12,7	11,9	9,0	8,2	5,8	8,3	12,2	12,8	
Good Year	17,99	24,29	21,04	17%	EPG	EPG	20.227	1.948	(445)	26.923	2.368	225	34.217	2.993	458		21,6	10,6	3,2	2,4	2,0	-	12,8	6,2	11,3
İndeks Bilgisayar	7,80	11,63	11,63	49%	EÜG	EÜG	49.234	2.694	508	59.165	2.948	1.298	73.096	3.533	1.954	9,1	4,5	3,0	0,8	1,9	1,4	15,2	27,1	37,1	
Kardemir	26,84	39,61	39,61	48%	EÜG	EÜG	51.621	3.210	1.588	63.692	4.515	1.076	74.848	7.073	3.599	15,9	28,4	8,5	6,9	8,3	5,2	5,9	2,4	7,3	
Kocaer Çelik	43,20	68,18	65,81	52%	EPG	EÜG	15.091	2.229	1.187	21.939	2.788	1.287	29.575	3.987	2.625	11,9	22,1	10,8	7,2	10,5	7,3	17,3	14,2	25,3	
Koç Holding	196,10	240,12	240,12	22%	EPG	EPG	1.604.647	249.217	72.230	-	-	71.097	-	-	93.714	3,9	7,0	5,3	0,6	1,0	0,6	15,5	13,7	11,6	
Kordsa	89,00	142,64	142,64	60%	EÜG	EÜG	23.503	1.952	183	38.560	3.495	680	47.156	6.581	1.048	84,9	25,5	16,5	13,5	7,9	4,2	1,8	4,9	7,1	
Koza Altın	22,12	25,50	28,83	30%	EPG	EPG	8.107	2.517	406	12.678	5.980	7.087	15.788	6.019	6.718	190,9	10,0	10,5	26,6	8,4	9,1	1,7	27,4	21,4	
Koza Anadolu	59,20	76,50	76,50	29%	EPG	EPG	8.597	2.482	363	13.169	6.109	3.018	16.399	6.149	2.861	54,9	7,6	8,0	3,5	0,2	1,0	2,5	13,8	10,8	
Logo	109,00	96,12	132,00	21%	EPG	EPG	2.975	726	140	3.987	1.159	960	4.864	1.341	1.097	48,3	11,4	9,9	8,7	9,0	7,8	6,0	40,3	38,4	
Lokman Hekim	91,00	GG	102,00	12%	GG	EPG	1.896	359	322	2.584	647	174	3.489	991	521	3,7	18,8	6,3	4,9	5,9	3,9	26,6	12,3	31,5	
Mavi Giyim	106,50	130,00	130,00	22%	EÜG	EÜG	26.293	4.854	1.784	44.698	7.196	3.039	67.047	10.392	4.693	9,0	13,9	9,0	2,7	5,1	3,7	29,4	42,8	57,8	
Migros Ticaret	527,50	790,00	790,00	50%	EÜG	EÜG	181.674	3.221	8.829	325.386	9.432	13.427	431.454	19.067	15.675	5,2	7,1	6,1	13,5	9,7	4,7	25,6	25,0	25,5	

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

\*\*EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor a.d.: anlamlı değil

05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Tavsiye ve Hedef Fiyat Değişiklikleri



Banka Dışı	Hisse Fiyatı	Hedef Fiyat		Potansiyel Getiri	Tavsiye		2023			2024T			2025T			F/K			FD/FAVÖK			Özsermaye Karlılığı (%)		
		Eski	Yeni		Eski	Yeni	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	Net Satış	FAVÖK	Net Kar	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T	2023	2024T	2025T
MLP Sağlık Hizmetle	348,50	GG	422,00	21%	GG	EPG	22.449	5.784	4.530	38.950	9.890	4.415	39.156	13.125	6.124	4,8	16,4	11,8	4,4	7,7	5,6	37,0	25,5	31,2
Orge Elektrik	68,65	99,49	99,49	45%	EÜG	EÜG	1.976	826	218	2.184	919	771	2.941	1.148	915	13,6	7,1	6,0	3,6	5,9	4,5	16,7	37,9	37,8
Otokar	541,00	580,00	580,00	7%	EPG	EPG	27.239	1.654	1.968	30.125	120	-1.250	78.448	360	-367	17,1			27,4	a.d.	a.d.	23,3	- 12,5	- 2,9
Pegasus	218,00	229,00	229,00	5%	EPG	EPG	70.532	21.626	20.908	112.014	32.350	14.313	150.004	39.973	19.543	3,1	7,6	5,6	6,9	6,7	6,2	57,5	15,7	14,9
Petkim	21,20	25,14	29,94	41%	EÜG	EÜG	60.441	-2.121	7.390	88.042	4.677	2.392	93.781	12.598	5.681	6,0	22,5	9,5	- 35,1	16,2	5,8	14,3	4,2	9,5
Sabancı Holding	91,40	142,12	142,12	55%	EÜG	EÜG	530.766	109.955	15.427	-	-	14.038	-	-	23.671	6,6	13,7	8,1	0,4	0,7	0,5	6,1	5,4	5,6
Şişecam	43,40	57,32	54,19	25%	EPG	EPG	151.994	20.727	17.121	213.302	25.040	17.637	284.028	37.311	18.561	8,3	7,5	7,2	9,1	7,3	5,6	11,2	10,3	10,0
Şok Marketler	57,45	86,00	86,00	50%	EÜG	EÜG	132.976	3.860	4.446	226.059	6.781	9.042	327.785	10.816	14.422	5,7	3,8	2,4	7,2	5,4	3,4	20,8	34,6	46,7
Tav Airports	247,80	395,00	395,00	59%	EÜG	EÜG	34.433	10.435	7.530	59.518	17.697	7.506	81.859	24.628	9.049	4,8	12,0	9,9	6,8	7,6	6,0	21,8	12,2	12,0
Tekfen Holding	51,00	62,55	77,88	53%	EÜG	EÜG	43.136	-808	-1.150	52.287	2.601	146	53.813	2.977	332		129,0	56,9	- 20,6	9,3	9,3	- 4,6	1,0	1,2
Tofaş	239,30	309,27	309,27	29%	EPG	EPG	130.254	19.667	15.083	157.862	20.702	13.294	220.985	29.292	19.943	7,5	9,0	6,0	5,0	4,7	3,7	42,0	28,8	35,1
Türk Hava Yolları	277,00	406,00	406,00	47%	EÜG	EÜG	504.398	115.397	163.003	735.942	189.944	115.108	953.042	245.178	147.951	1,6	3,3	2,6	4,4	3,3	2,5	51,0	18,1	16,5
Türk Telekom	48,90	63,59	63,59	30%	EÜG	EÜG	100.185	32.646	16.422	157.851	57.490	17.264	216.330	82.179	26.294	4,4	9,9	6,5	3,8	4,0	2,9	16,9	13,2	17,3
Türk Traktor	739,50	786,37	786,37	6%	EPG	EPG	58.436	13.193	9.342	73.923	13.797	8.238	70.521	12.838	8.227	5,8	9,0	9,0	3,5	4,8	5,1	65,7	41,9	38,5
Turkcell	100,20	146,95	146,95	47%	EÜG	EÜG	107.116	47.053	12.554	168.162	71.002	15.622	230.464	99.213	23.107	7,7	14,1	9,5	2,7	3,7	3,1	10,0	10,9	14,2
Tüpraş	153,70	246,00	246,00	60%	EÜG	EÜG	686.529	96.240	53.577	823.558	84.367	41.076	996.589	62.817	51.333	3,8	7,2	5,8	1,3	3,0	3,9	25,0	18,0	22,0
Ülker Gıda	166,60	GG	161,00	-3%	GG	EPG	55.836	10.601	3.379	89.337	15.187	4.913	125.072	20.011	6.378	5,5	12,5	9,6	3,8	5,2	3,9	20,7	21,3	22,0
Zorlu Enerji	4,98	6,34	6,40	29%	EPG	EPG	27.282	6.478	10.921	36.478	7.614	402	42.025	8.814	590	1,7	61,9	42,2	10,0	8,1	6,8	27,7	1,0	1,3

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

\*\*EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri / EPG: Endekse Paralel Getiri / EAG: Endeksin Altında Getiri / GG: Gözden Geçiriliyor a.d.: anlamlı değil

05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma

# Varlık Dağılımı Önerileri

Kısa vadeli TL faizleri cazip olmaya devam ediyor



**Ekonomik görünüm ve hisse senedi piyasasına ilişkin bu görüşlerimiz doğrultusunda varlık dağılımına ilişkin önerilerimizi şöyle özetleyebiliriz:**

- TCMB'den bazı piyasa oyuncuları gibi Eylül/Ekim döneminde olabilecek bir faiz indirimi beklemediğimizden dolayı kısa vadeli faizlerin halen cazip olduğunu düşünüyoruz. Piyasadaki TL likidite fazlası gecelik faizleri ve mevduat faizlerini dönem dönem aşağı baskılasa da TCMB'nin aktif sterilizasyon politikası ile bu düşüşlerin kalıcı olmasına izin vermeyeceğini düşünüyoruz. Bu açıdan, portföylerde bu dönemde en fazla mevduat ya da para piyasası fonlarına ver verilmesi yönündeki görüşümüzü koruyoruz.
- Büyümede yavaşlama, şirket karlarının doyum noktasına ulaşması, alternatif getirilerin (faiz) yüksek olması ve de küresel risk iştahındaki kırılma nedeniyle Borsa İstanbul'da kısa vadede getiri potansiyelini sınırlı görüyoruz. Son çeyrekte ise 2025 yılındaki faiz indirim döngüsünün fiyatlanmaya başlamasıyla getiri potansiyelinin ciddi anlamda iyileşebileceğini düşünüyoruz.
- Küresel ekonomiye ilişkin artan risklere karşın, Türkiye ekonomisine yönelik olumlu yatırımcı algısının korunmasını, buna bağlı olarak da Türk Lirası'ndaki reel değerlenme sürecinin devam etmesini bekliyoruz. Bu nedenle, portföylerde döviz cinsi varlıklara düşük ağırlık vermeye devam ediyoruz. Döviz varlık olarak, küresel taraftaki makro riskler ve jeopolitik riskler nedeniyle gram altına yer verilebilir. Bunun dışında güçlü bilanço yapısına sahip bazı şirketlerin Eurobondlarının da özellikle uzun vadeli yatırımcılara cazip getiri fırsatları sunduğunu düşünüyoruz.
- DİBS faizlerinde kalıcı düşüşlerin, enflasyonda kalıcı düşüşe ve TCMB'nin faiz indirimine ilişkin daha somut emarelerin ortaya çıkmasıyla (örneğin son çeyrekte) hız kazanabileceğini düşünmekle beraber, uzun vadeli DİBS'lerde pozisyon biriktirmeye başlanabileceğini düşünüyoruz.

**Bu bilgiler ışığında yatırımcılarımıza önerdiğimiz varlık dağılımı aşağıdaki gibidir:**

<b><u>Varlık Sınıfı</u></b>	<b><u>Para Cinsi</u></b>	<b><u>Ağırlık</u></b>
Inveo Portföy Para Piyasası (TL) Fonu - <b>IRY</b>	TL	%50
Gedik Yatırım Araştırma Model Portföy	TL	%20
Inveo Portföy Borçlanma Araçları (TL) Fonu - <b>GYK</b>	TL	%10
Inveo Portföy Altın Fon - <b>GGK</b>	Döviz	%10
Inveo Portföy Birinci Serbest (Döviz) Fon - <b>GAG</b>	Döviz	%10

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla

Model Portföy	BİST-100 Ağırlık (%)	Piyasa Değeri (TLmn)	Ort. Günlük Hacim 3A (TLmn)	Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri (%)
Aksa Enerji	0,4%	45.154	294,2	55,0	46,7%
Doğan Holding	0,5%	40.982	659,9	21,5	35,4%
Galata Wind Enerji	-	16.146	156,3	44,0	46,5%
Kardemir (D)	0,7%	20.941	1.628,2	39,6	45,0%
Kordsa	-	17.313	92,6	142,6	57,4%
Migros	1,7%	95.506	915,1	790,0	51,5%
Sabancı Holding	3,5%	191.974	1.984,4	142,1	54,4%
Turkcell	4,2%	220.440	2.328,1	147,0	48,6%

Çıkarılanlar	Rölatif Getiri					
	Portföye Girişinden	1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	YBB
İs Bankası (C)	16%	-14%	4%	54%	97%	15%

Değişiklikler	
Eklenen	-
Çıkarılan	ISCTR

Portföy Performans	Nominal Getiri (%)	BİST-100 Rölatif Getiri (%)
2023	64,6%	21,4%
2024 Yıl Başından Beri	52,0%	14,7%

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

## ➤ Model portföyden İş Bankası'nı çıkartıyoruz

- İş Bankasını iştiraklerindeki kısmi bölünmede olan belirsizlik, ve ana iş kolundaki düşük seyreden marjlardan dolayı portföyümüzden çıkartıyoruz. Şu aşamada portföyümüzde banka getri risk oranlarının yeterli olmadığını düşündüğümüzden banka taşımadığımızı vurgulamak isteriz.
- Model portföyümüzde seçici olmaya çalışıyoruz. Seçtiğimiz isimlerin (1) öngörülebilir büyüme görünümüne, (2) hisselerinin borsanın gerisinde kalmış olmasına ve/veya düşük çarpanlarda işlem görmesine, ve (3) önümüzdeki dönemde olumlu güncellemeye maruz kalma ihtimalini göz önünde bulundurmaya çalışıyoruz.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Model Portföy ve Hisse Önerileri



Detaylı Model Portföy											05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla	
	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Nominal Getiri	Rölatif Getiri	Hedef Fiyat	Yükselme Potansiyeli	Piyasa Değeri (TLmn)	3A OGH (TLmn)	FD/FAVÖK * 2024T	FK 2024T	
Aksa Enerji	20.12.2023	28,81	37,49	30,1%	0,8%	55,00	46,7%	45.154	294,2	6,9	9,8	
Doğan Holding	21.06.2024	16,69	15,88	-4,9%	3,6%	21,50	35,4%	40.982	659,9	0,7	4,1	
Galata Wind Enerji	7.11.2023	28,14	30,03	6,7%	-15,4%	44,00	46,5%	16.146	156,3	8,7	13,5	
Kardemir (D)	21.06.2023	19,55	27,31	39,7%	-26,8%	39,61	45,0%	20.941	1628,2	8,9	31,1	
Kordsa	2.05.2024	101,69	90,63	-10,9%	-8,0%	142,64	57,4%	17.313	92,6	8,4	27,9	
Migros	26.07.2022	52,28	521,52	897,5%	155,8%	790,00	51,5%	95.506	915,1	10,0	7,3	
Sabancı Holding	21.06.2023	41,38	92,03	122,4%	16,6%	142,12	54,4%	191.974	1984,4	0,8	14,2	
Turkcell	25.07.2023	44,24	98,86	123,4%	49,2%	146,95	48,6%	220.440	2328,1	3,8	14,4	

Çıkarılan	Ekleme Tarihi	Ekleme Fiyatı (Günlük Ortalama)	Son Kapanış (Günlük Ortalama)	Portföye Girişinden İtibaren		Rölatif Performans				
				Nominal Getiri	Rölatif Getiri	1 ay	3 ay	6 ay	12 ay	YBB
İs Bankası (C)	20.12.2023	9,31	13,99	50,3%	16,4%	-14,3%	3,9%	53,8%	97,0%	14,5%

## Performans

2023 Yılı	64,6%	21,4%
YBB	52,0%	14,7%

\* Banka rasyoları PD/DD

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

OGH: Ortalama Günlük Hacim

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Aksa Enerji



## AKSEN TI / AKSEN.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	55,00
Hisse Fiyatı (TL)	36,82
Yükseliş Potansiyeli (%)	49%
Piyasa Değeri (TL mn)	45.154
Firma Değeri (TL mn)	61.404

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	35.172	30.125	37.202
artış	-60%	-14%	23%
FAVÖK	7.953	9.824	13.817
marj	22,6%	32,6%	37,1%
Net Kar	5.497	5.020	7.304
marj	15,6%	16,7%	19,6%
Net Borç	13.541	18.265	20.512
HB Temettü	0,82	1,30	2,78
Tem. Verimi	2,2%	3,5%	7,6%
FD/FAVÖK	7,5	6,5	4,8
F/K	7,8	9,0	6,2
PD/DD	1,2	1,2	1,0

\* 05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Yoğun bir sermaye harcaması döngüsü beklentisiyle, kurulu kapasitenin önümüzdeki 2 yıl içinde yaklaşık 1.275 MW artması bekleniyor ve kapasitenin çoğunluğu uluslararası projelerden gelmesi beklenmektedir.
- Aksa Enerji ve Kıbrıs Türk Elektrik Kurumu (KIB-TEK), Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'nde (KKTC) bulunan Kalecik Kombine Çevrim Yakıt Yağı Santrali'nin kiralanması ve işletilmesi için 15 yıllık bir anlaşma imzalamıştı. Anlaşma kapsamında planlanan 35 MW ilave kapasitenin 17,5 MW'ı Şubat 2024'te devreye alındı ve Kalecik Kombine Çevrim Yakıt Yağı Santrali'nin kurulu kapasitesi 153 MW'dan 170,5 MW'a çıktı. Kalan 17,5 MW kapasite ise 2024'ün ikinci çeyreğinin sonlarında devreye girdi. Ek olarak yerel yenilenebilir enerji ön lisanslarına odaklanılması da umut verici buluyoruz, şirket depolama dahil enerji santralleri için 891 MW ön lisans onayına ulaşmış oldu.
- Buradaki genel anlayış, şirketin yurtdışındaki doğalgaz iş kollarında kurulu kapasiteyi artırırken, Türkiye'de yenilenebilir enerjiye odaklanması ve enerji kaynak bazında incelediğimizde hibrit bir büyüme profili sunmaktadır.
- Buna göre, enerji üreticisi için adil değer tahminimizi 48,14 TL'den 55,00 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse senetleri, 2024 tahminlerimize göre 6.5x FD/FAVÖK ile işlem görmekte ve yıl başından bu yana BIST100 endeksinin %3,9 altında performans göstermiştir.

Source: Gedik Investment Research, Rasyonet

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Doğan Holding



DOHOL TI / DOHOL.IS	Endeksin Üzerinde Getiri		
Hedef Fiyat	21,50		
Hisse Fiyatı (TL)	15,66		
Yükseliş Potansiyeli (%)	37%		
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-41%		
Piyasa Değeri (TL mn)	40.982		
Firma Değeri (TL mn)	29.165		
Finansal Göstergeler			
TL mn	2023	2024T	2025T
Net Kar	297	10.761	12.388
marj	27,8%	3528,2%	15,1%
HB Temettü	0,3	0,1	0,3
Tem. Verimi	1,6%	0,3%	1,6%
Özsermaye Karlılığı(%)	0,5	17,9	19,1
F/K (x)	98,5	4,1	3,5
PD/DD (x)	0,5	0,7	0,7

\* 05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Karel ve Insider gibi teknoloji şirketlerine yapılan son yatırımlar, ambalaj sektörü oyuncusu olan Maksipak'ın entegrasyonu, Doğan Yatırım Bankası tarafından finansal piyasalara sürülen yeni ürünler, potansiyel barındıran KOBİ'lere doğrudan erişim ve yatırım fırsatları sağlayan işbirlikleri, Galatawind aracılığıyla yenilenebilir enerji sektörüne yapılan yatırımlar vb. önümüzdeki birkaç yıl içinde güçlü büyüme katalizörleri sağlıyor.
- Düşük marjlı işletmelerin holding portföyünden çıkışı ve elde edilen nakitle, nakit akış potansiyeli daha güçlü şirketlere yatırım yaparak inorganik büyüme stratejisi izlenmesini uzun vadede en önemli katalistlerden birisi olarak görüyoruz.
- Galata Wind, devam eden yatırımlarla kapasitesini 291 MW'a çıkardı ve 2025'e kadar 550 MW ve 2028'e kadar 1.000 MW kapasiteye ulaşmayı hedefliyor.
- Karel'in daha yüksek değer yaratmak için kapasite genişletme ve modernizasyon yatırımlarını uzun vade büyüme fırsatı olarak yorumluyoruz.
- Daiichi'nin (otomotiv endüstrisi için multimedya sistemi sağlayıcısı) katma değerli ürünlerle daha çeşitlendirilmiş bir ürün portföyü oluşturan son girişimlerine ek olarak; SAIC ile Türkiye'de yapılacak motosikler tesisi (Eylül 2024'te tamamlanması bekleniyor) yatırımı otomotiv sektöründe ek sinerji yaratabilir.
- Dijital Sigorta sektöründe (Hepiyi Sigorta) gelen katkı da karlılık figürlerini destekliyor. Grubun, Mar24 itibarıyla yalnızca 238 milyon USD portföy büyüklüğü bulunuyor ve bu nedenle; sektör büyüklüğü göz önüne alındığında güçlü bir büyüme potansiyeli barındırıyor.
- 696 milyon USD tutarındaki güçlü solo nakit pozisyonu (benzin istasyonu sektöründen çıkışın da desteğiyle) gelecekte daha yüksek IRR üretebilecek büyük ölçekli yatırımlar için ek fırsatlar yaratabilir.

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



# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Galata Wind



## GWIND TI / GWIND.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	44,00
Hisse Fiyatı (TL)	29,90
Yükseliş Potansiyeli (%)	47%
Piyasa Değeri (TL mn)	16.146
Firma Değeri (TL mn)	16.547

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	1.859	2.860	3.575
artış	-19%	54%	25%
FAVÖK	1.405	2.010	2.852
marj	75,6%	70,3%	79,8%
Net Kar	624	1.274	1.354
marj	33,5%	44,5%	37,9%
Net Borç	712	312	415
HB Temettü	0,74	0,81	1,68
Tem. Verimi	2,5%	2,7%	5,6%
FD/FAVÖK	9,0	8,2	5,8
F/K	19,1	12,7	11,9
PD/DD	1,6	1,5	1,5

\* 05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Düşük borçluluk oranı ve istikrarlı serbest nakit akışı üretme yeteneği, önümüzdeki 5-6 yıl için oldukça büyük bir yatırım programı ile Galata Wind'i enerji sektöründe cazip bir seçenek olarak ön plana çıkarmaktadır.
- Yeni devreye alınan kapasitelerin faaliyete geçtiğini görüyoruz, ancak elektrik fiyatları yıllık bazda nispeten düşük kalması ile ılımlı bir yıl geçiren şirket hisselerini büyüme profiline göre iskontolu buluyoruz.
- Buna göre, yenilenebilir enerji üreticisi için adil değer tahminimizi 41,09 TL'den 44,00 TL'ye yükseltiyoruz, çünkü hala adil değere göre iskonto fırsatı gözlemliyoruz. Hisse senetleri, 2024 tahminlerimize göre 8,2x FD/FAVÖK ile işlem görmekte ve yıl başından bu yana BIST100 endeksinin %3,8 üzerinde performans göstermiştir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Kardemir



## KRDMD TI / KRDMD.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	39,61
Hisse Fiyatı (TL)	26,84
Yükseliş Potansiyeli (%)	48%
Piyasa Değeri (TL mn)	20.941
Firma Değeri (TL mn)	18.573

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	51.621	63.692	74.848
artış	39%	23%	18%
FAVÖK	3.210	4.515	7.073
marj	6,2%	7,1%	9,4%
Net Kar	1.588	1.076	3.599
marj	3,1%	1,7%	4,8%
Net Borç	-2.940	6.788	6.123
HB Temettü	0,22	0,31	0,39
Tem. Verimi	0,6%	0,8%	1,0%
FD/FAVÖK	6,9	8,3	5,2
F/K	15,9	28,4	8,5
PD/DD	0,6	0,7	0,6

\* 05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Kardemir'in ton başına FAVÖK'ü 3Ç22'de 52 USD ile son yıllardaki en güçsüz verilerden birisi olurken, 1Ç23'te bir miktar toparlanma göstererek 94 USD'ye kadar toparlanma gösterdi. 2Ç23'te ise çeyreklik %72'lik artışla 162 USD'ye ulaştı ancak 3Ç23'te ve 4Ç23'te bu ivmelenme korunamadı ve sırasıyla 114 USD'lik ve 91 USD'lik ton başına FAVÖK figürü gördük. 1Ç24'te ise 84 USD ile zayıf seyir sürdü.
- 2Y24 için yukarı yönlü normalleşme beklentimiz olmasına rağmen, sektör dinamikleri (talep koşulları, Çin'deki makroekonomik görünüm vb.) hala zayıf seyrediyor ve güncel konjonktürün hızlı bir toparlanmadan çok uzak olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle, 2024T'de satış hacminin yıllık bazda %11 yükseliş göstermesini bekliyoruz. Kârlılık tarafında ise; 2025T için 60 USD'lik (FY23: 59 USD) ton başına FAVÖK ve önümüzdeki beş yılda ortalama 79 USD ton başına FAVÖK varsayımımız bulunuyor.
- Şirketin önümüzdeki beş yıl içinde yaklaşık 1 milyar USD tutarında yatırım gerçekleştirmesi bekleniyor. Bu tür yatırımlar, Şirket'in operasyonel kârlılığını desteklemesi beklenen katma değeri daha yüksek ürünlerin payındaki artışı hızlandırabilecektir. Özellikle nispeten daha güçlü marjlara sahip olan demiryolu ürünlerinde/tekerleklerine ilişkin girişimler sürmektedir. Ayrıca, liman girişimi gibi olası yatırımlar, daha yüksek operasyonel marjla birlikte müşteri/ihracat ağını güçlendirebilir.
- Avrupa&Ortadoğu&Hazar bölgesindeki demografik, ekonomik ve siyasi gelişmelerin ticaret yollarını dönüştürebileceğini ve/veya yeni ticaret yolları ekleyebileceğini düşünüyoruz ve Kardemir'in yeni altyapı projelerinden faydalanabileceğine inanıyoruz.
- Şirket payları, 2025 beklentilerimize göre 5,2x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Kordsa



KORDS TI / KORDS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat		142,64	
Hisse Fiyatı (TL)		89,00	
Yükseliş Potansiyeli (%)		60%	
Piyasa Değeri (TL mn)		17.313	
Firma Değeri (TL mn)		29.735	
Finansal Göstergeler			
TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	23.503	38.560	47.156
artış	27%	64%	22%
FAVÖK	1.952	3.495	6.581
marj	8,3%	9,1%	14,0%
Net Kar	183	680	1.048
marj	0,8%	1,8%	2,2%
Net Borç	10.812	10.416	10.654
HB Temettü	0,29	0,00	0,00
Tem. Verimi	0,3%	0,0%	0,0%
FD/FAVÖK	15,3	7,9	4,2
F/K	84,9	25,5	16,5
PD/DD	1,2	1,2	1,2

\* 05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Kordsa, döviz gelir modeli ve finansallarında geçen yıldan gelen düşük baz ile operasyonel dönüş hikayesini beğeniyoruz
- Global uçak siparişlerinin ancak 2025 sonunda tekrar artması beklendiğinden, şirketin lastik güçlendirme iş kolu için 2025 ortaları için daha parlak bir tablo bekleniyor. Kompozit iş kolu da zorlu bir döngü geçirirken, mevcut piyasa fiyatlamasında zorlu dönemlerin çoğunun fiyatlandığını düşünüyoruz
- Genel olarak, mevcut operasyonel rakamları, Kordsa'nın operasyonel beklentilerini temsil etmediğini düşünüyoruz. Gelecekteki iyimserliğe dayanarak hisse başına 142,64 TL adil değer ile endeks üzerinde getiri tavsiyemizi koruyoruz.
- Hisse senetleri, 2024 yılı tahminlerimize göre 7.9 FD/FAVÖK çarpanında ile işlem görmekte ve yıl başından bu yana BIST100 endeksinin %13,3 altında performans göstermiştir.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Migros



MGROS TI / MGROS.IS		Endeksin Üzerinde Getiri	
Hedef Fiyat			790,00
Hisse Fiyatı (TL)			527,50
Yükseliş Potansiyeli (%)			50%
Piyasa Değeri (TL mn)			95.506
Firma Değeri (TL mn)			94.053
Finansal Göstergeler			
TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	181.674	325.386	431.454
artış	29%	79%	33%
FAVÖK	3.221	9.432	19.067
marj	1,8%	2,9%	4,4%
Net Kar	8.829	13.427	15.675
marj	4,9%	4,1%	3,6%
Net Borç	-2.931	-3.938	-5.068
HB Temettü	2,61	6,90	0,00
Tem. Verimi	0,5%	1,3%	0,0%
FD/FAVÖK	13,6	9,7	4,7
F/K	5,2	7,1	6,1
PD/DD	1,3	1,8	1,6

\* 05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- 2024 yılı özeti: 1Ç24'te şirketin satış gelirleri yıllık %11,6 artışla 52.406 milyon TL olurken, marjları baskı altında kalmıştır. Artan çalışan ücretleri ve yüksek faiz oranları kaynaklı vadeli satın alma faizlerindeki artış sonrası FAVÖK marjı %1,2 (yıllık: -96bp) olmuştur. Vadeli alımlarda faiz giderleri, her ay için ayrı ayrı ilgili faiz oranları ile varsayılan nakit değerine indirgenir ve bunun sonucunda vadeli satın alma faiz giderleri oluşmaktadır. Dolayısıyla oranlar ne kadar yüksek olursa, marjlar üzerindeki etkisi de o kadar yüksek olmaktadır. 1Ç23'te ortalama faiz oranı %9,7 iken, 1Ç24'te %45,5'e yükselmiştir. Öte yandan, geçen yıl kasıtlı fiyat yatırımlarının yapıldığı ve artan pazar payına, yani yüksek baza rağmen, şirket organize perakende pazarında %15,7 ile pazar payını korumuştur. Toplam gıda perakende pazarında pazar payı %9,5 seviyesinde gerçekleşmiştir (yıllık:+10 bp). Finansal borç tarafına bakıldığında şirketin net finansal nakdi yıllık bazda 5,7 milyar TL'den 13 milyar TL'ye yükselmiştir. Toplam net nakdi ise (kira ödemeleri dahil) 2.547 milyon TL'den 1.242 milyon TL'ye gerilemiştir. Net nakitteki düşüş yine faiz oranlarının kira borçlarını artırmalarının bir sonucundandır
- Görünüm ve tahminlerimiz: Şirket 2024 yılında satış gelirlerinde %70 (Gedik: %79) artış öngörmektedir. TMS29 kapsamında FAVÖK marjı tahmini verilmemiş olup, şirket yılın ikinci yarısında FAVÖK marjında toparlanma öngörmektedir. Ana katalistler a) yıl başında yapılan ücret artışlarının etkisinin yıl içinde azalması ve b) yıl sonunda beklenen faiz indirimleridir. Buna ek olarak uzun vadeye baktığımızda, yıl sonlarında beklediğimiz sırasıyla %25,5 ve %15,1'e düşmesini beklediğimiz faiz oranları 2025 ve 2026'da marjları daha fazla desteleyebilir. Son olarak, şirketin iş modelinin ileriye dönük olarak önemli miktarda nakit üretmeye devam edecek yapıda kaldığına inanmaya devam ediyoruz
- Hisse 2024 yılı beklentilerimize göre 7,1x F/K, 2025 yılı beklentilerimize 6,1x F/K ile işlem görmekte olup, güçlü nakit yaratma kabiliyetine sahiptir. Benzer şirketlerden Bim Mağazalar ise 14x F/K ile işlem görmektedir. Hedef fiyatımız, 2024 tahminlerine göre 8,8x ve 2025 tahminlerine göre 6,9x FK zımnı değere denk gelmektedir. Şirketin güçlü nakit akışı yaratma potansiyelinin, beklenenden daha güçlü bir temettü ödeme potansiyeli yarattığını not etmekte fayda görüyoruz. Son olarak, marj varsayımlarımızda ana bileşen olan faiz ve enflasyon oranlarındaki değişimler temel risk faktörü olarak karşımıza çıkmaktadır.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Sabancı Holding



## SAHOL TI / SAHOL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	142,12
Hisse Fiyatı (TL)	91,40
Yükseliş Potansiyeli (%)	55%
NAD'a göre İskonto (-)/Prim (Halka Açık)	-40%
Piyasa Değeri (TL mn)	191.974
Firma Değeri (TL mn)	1.728.877

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T
Net Kar	15.427	14.038	23.671
marj	-60,9%	-9,0%	68,6%
HB Temettü	1,8	2,9	2,0
Tem. Verimi	1,9%	3,2%	2,2%
Özsermaye Karlılığı(%)	6,1	5,4	5,6
F/K (x)	6,6	14,2	8,4
PD/DD (x)	0,4	0,8	0,5

\* 05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Enerji segmentine baktığımızda, 26 enerji santrali ile ve 3,8 GW'lık kurulu güç ve sağlıklı nakit akışı beklentimiz bulunan %45,5'luk yenilenebilir enerji payı ile Türkiye'nin en büyük özel sektör enerji oyuncularındandır.
- Yaklaşık 1,5 milyar USD defter değeri ve bağımsız değerlendirme raporuna dayalı 3,95 milyar USD değerlendirme ile Enerjisa Üretim, net aktif değere katkısı açısından holdingin en büyük ikinci varlığıdır. Fragmente enerji üretim pazarında yüksek inorganik büyüme potansiyeline sahip olduğunu düşünüyoruz.
- Enerji segmentinde, 2026 yılına kadar kurulu gücün 5 GW'a çıkarılması ve yenilenebilir enerji payının %45'ten %60'a yükselmesi; 1 GW rüzgâr enerjisi ve 150 MW güneş enerjisi santrali yatırımı planlanıyor. Ayrıca, Avrupa ve ABD'de hidrojen gibi daha yeni kaynakları kullanan yatırımlar da beklentilerimiz arasında.
- Sabancı'nın bağlı ortaklık portföyü, güçlü banka dışı özsermaye karlılığı performansı ile iyi bir kazanç kalitesi sağlamıştır ve güçlü nakit akışı ile son birkaç yıllık periyotta finansal kaldıraç azalmasına sebep olmuştur. 14,4 milyar TL'lik net nakit ve 0,9x Finansal Borç/Banka Dışı FAVÖK oranı, stratejik sermaye dağıtımını ve portföy ayarlamaları için sağlıklı seviyelerdedir.
- Holding, sermaye ve borcun sağlıklı kullanımı ile Net Borç/FAVÖK'ü 2 kattan daha düşük tutarken, sermaye harcamalarını ikiye katlamayı ve portföyünü yeni ekonomiye endekslemeyi hedefliyor.
- Sabancı, yeni ekonomi adıyla tarif ettiği stratejisi çerçevesinde; banka dışı gelirlerin ağırlığının artmasıyla beraber AOSM'den yaklaşık 100 baz puan ile 300 baz puan arasında daha yüksek bir iç karlılık oranı oluşturmayı hedefliyor. Stratejik birleşme ve satın alma faaliyetleri ve zamana uygun sektör riskleri sunan iyi çeşitlendirilmiş portföyün, önümüzdeki yıllarda NAD iskontosunu azaltacağına inanıyoruz.

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

# Model Portföy ve Hisse Önerileri

Turkcell



## TCELL TI / TCELL.IS Endeksin Üzerinde Getiri

Hedef Fiyat	146,95
Hisse Fiyatı (TL)	100,20
Yükseliş Potansiyeli (%)	47%
Piyasa Değeri (TL mn)	220.440
Firma Değeri (TL mn)	259.433

## Finansal Göstergeler

TL mn	2023	2024T	2025T
Gelirler	107.116	168.162	230.464
artış	19%	57%	37%
FAVÖK	47.053	71.002	99.213
marj	43,9%	42,2%	43,0%
Net Kar	12.554	15.622	23.107
marj	11,7%	9,3%	10,0%
Net Borç	29.037	43.847	86.672
HB Temettü	1,03	2,85	0,00
Tem. Verimi	1,0%	2,8%	0,0%
FD/FAVÖK	2,7	3,7	3,1
F/K	7,7	14,1	9,5
PD/DD	0,8	1,5	1,4

\* 05/08/2024 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

- Telekom sektörünün sözleşmeli müşteri yapısı nedeniyle Turkcell payları, enflasyonist ortamlarda fiyat yansıtma zorluğu nedeniyle 2022 yılında BIST-100'e kıyasla %30'a yakın daha düşük getiri sağladı. Bu derin ayrışmaya karşın 2023 yılında %11'lik endeks üzeri getiri görüyoruz. 2023 yılında fiyat geçişlerinin ve dolayısıyla ARPU artışlarının daha belirgin olduğunu geçtiğimiz çeyreklerdeki güçlü finansallarda görürken, bu durumun yılın geri kalanında da devam etmesini bekliyoruz. Şirket hisseleri BIST100'e göre YBB %35'lik pozitif ayrışma göstermiştir.
- Şirket 2024 yılı beklentilerini yukarı revize etmiştir. Satış gelirlerinde düşük çift haneli büyüme (önceki: yüksek tek haneli büyüme), FAVÖK marjının %42 olması (önceki: aynı; 2023: %41) ve operasyonel yatırım harcamalarının gelire oranının yaklaşık %23 (önceki: aynı; 2023: %20) olması beklenmektedir. Finansal sonuçların etkisini pozitif olarak değerlendiriyoruz.
- Uzun vadede ise; mobil penetrasyonun gelişmiş ülkelerde %135 seviyelerine kadar yakınsandığını, Türkiye'de de sosyal medya kullanım alışkanlıkları/genç nüfus oranı/çevre ülkelerden alınan göç/popülasyon artış hızı vb. sebeplerden ötürü gelecek yıllarda penetrasyondaki artışın ivmelenmesini bekliyoruz. Benzer durumun geniş bant tarafında da Turkcell'e büyüme avantajı sunacağını düşünüyoruz.
- Ülke genelinde yatırımlarla genişleyen fiber ağının da etkisiyle 5G teknolojisinin etkin kullanımının gelecek yıllarda başlaması öngörülüyor. Pilot bölge olarak seçilen İstanbul Havalimanı'nın bazı noktalarında kullanımına başlanan 5G teknolojisine geçişin sektör oyuncuları ve Turkcell için özellikle data kullanımı tarafında önemli atılımlar sağlayacağını düşünüyoruz. Yine uzun vadede; 5G, IOT, Fintech, Metaverse gibi alanların/teknolojilerin olgunlaşmaya başlamasının ardından mobil operatörlerin hali hazırdaki defansif yapılarına ek olarak, gelecek birkaç on yıllık periyotta önemli büyüme avantajlarının bulunduğu da inanıyoruz.
- Şirket payları, 2025 beklentilerimize göre 3,1x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet, Bloomberg

# Ana Tahminler

## Makroekonomik Veriler



Temel Makroekonomik Verilere İlişkin Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (T)	2025 (T)
<b>Ekonomik Büyüme</b>								
<b>GSYH</b> (cari, milyar TL)	3,761	4,318	5,049	7,256	15,012	26,260	42,108	57,794
<b>GSYH</b> (cari, milyar dolar)	786	760	717	815	894	1,092	1,318	1,336
<b>GSYH</b> (zincirlenmiş hacim, yıllık yüzde değişim)	3.0	0.8	1.9	11.4	5.5	4.5	3.0	2.4
<b>Kişi Başına GSYH</b> (bin dolar)	9,584	9,139	8,576	9,625	10,418	12,560	14,957	14,977
<b>Enflasyon</b>								
<b>Yılsonu TÜFE</b> (yıllık yüzde)	20.3	11.8	14.6	36.1	64.3	64.8	45.0	28.0
<b>Ortalama TÜFE</b> (yıllık, yüzde)	16.3	15.2	12.3	19.6	72.3	53.9	58.1	34.1
<b>Ödemeler Dengesi</b>								
<b>Cari Denge</b> (yılsonu, milyar dolar)	-27.2	2.0	-31.1	-6.4	-45.8	-45.0	-25.0	-31.0
<b>Cari Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	-3.5	0.3	-4.3	-0.8	-5.1	-4.1	-1.9	-2.3
<b>Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi</b>								
<b>Bütçe Dengesi</b> (yılsonu, milyar TL)	-72.6	-130.0	-172.7	-192.2	-139.1	-1375.0	-2,105.4	n.a.
<b>Bütçe Dengesi/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	-1.9	-3.0	-3.4	-2.6	-0.9	-5.2	-5.0	n.a.
<b>Faiz Dışı Denge</b> (yılsonu, milyar TL)	1.3	-30.0	-38.8	-11.4	171.8	-700.4	-1,094.8	n.a.
<b>Faiz Dışı Denge/GSYH</b> (yılsonu, yüzde)	0.0	-0.7	-0.8	-0.2	1.1	-2.7	-2.6	n.a.

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

Piyasalara Yönelik Tahminler	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (T)	2024 (T)	2025 (T)
<b>BİST-100</b>								
Düşük - Yüksek	847 - 1,235	837 - 1,148	842 - 1,420	1,330 - 2,279	1,851 - 5,500	4,401 - 8,514	7,412 - 13,086	n.a.
Kapanış	913	1,144	1,476	1,858	5,509	7,470	n.a.	n.a.
<b>Dolar/TL</b>								
Düşük - Yüksek	3.74 - 6.88	5.19 - 6.20	5.85 - 8.46	6.92 - 17.47	13.20 -18.80	18.65 -29.50	29.50 - 38.00	38.00 - 48.00
Ortalama	4.82	5.68	7.02	8.89	16.62	23.77	33.50	43.00
Kapanış	5.26	5.94	7.42	13.33	18.70	29.44	38.00	48.00
<b>2 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi</b>								
Düşük - Yüksek	12.9 -27.0	11.7 - 26.1	8.8 - 13.8	14.65 - 24.07	10.41- 28.29	5.47 - 41.74	30.0 - 41.0	n.a.
Kapanış	19.7	11.7	15.0	22.7	10.3	39.2	37.2	23.4
<b>10 Yıllık Gösterge Tahvil Faizi</b>								
Düşük - Yüksek	11.7 - 22.2	12.2 - 21.4	10.1 - 14.8	12.92 - 24.77	10.51 - 27.80	8.32 - 31.85	26.0 - 31.0	n.a.
Kapanış	16.4	12.3	12.9	24.6	10.2	26.6	26.0	20.5
<b>TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi</b>								
Düşük - Yüksek	12.8 -24.1	11.3 - 25.5	7.3 - 16.0	14.0 -19.0	9.00 - 14.00	8.50 - 42.50	45.00 - 50.00	27.0 -47.5
Ortalama	17.7	20.7	10.8	17.6	12.7	20.0	48.8	36.7
Kapanış	24.1	11.4	17.0	14.0	9.0	40.0	47.5	30
<b>Brent</b>								
Ortalama	72	64	42	71	101	81	80	85

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



Ali Kerim Akkoyunlu	Araştırma Direktörü	Gıda & İçecek, Perakende, Savunma Sanayii, Giyim, Mobilya	ali.akkoyunlu@gedik.com
Dr. Emre Akyol, CFA	Araştırma Direktörü	Otomotiv, Otomotiv Yan Sanayii, Dayanıklı Tüketim, Cam, Çimento, GYO	emre.akyol@gedik.com
Serkan Gönençler	Baş Ekonomist	Makroekonomi, Strateji	serkan.gonencler@gedik.com
Mehmet Mumcu	Müdür Yardımcısı	Holdingle, Petrol Ürünleri, Taahhüt, Demir-Çelik, Telekomünikasyon	mehmet.mumcu@gedik.com
Ceren Çapcı	Yönetmen	Yurtiçi Servis ve Koordinasyon	ceren.capci@gedik.com
Çiğdem Ay	Yönetici	Veri Yönetimi	cigdem.ay@gedik.com
Batuhan Civelek	Uzman	Sabit Getirili Menkul Kıymetler	batuhan.civelek@gedik.com
Yunus Emre Yenikalaycı	Uzman	Havacılık, Kimyevi Maddeler, Enerji (Elektrik), Bilişim, Sağlık	yunus.yenikalayci@gedik.com
Nesrin Aköz	Uzman Yardımcısı	Banka, Sigorta, Diğer Finansallar	nesrin.akoz@gedik.com
Melek Miray Alkan	Uzman Yardımcısı	Perakende, Küçük Ölçekli İşletmeler	miray.alkan@gedik.com

### Yasal Uyarı

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

### Bizi Takip Edin



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

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



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



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



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



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

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