



FİNANSAL PİYASALAR STRATEJİSİ

2024

TÜRKİYE: DOĞRU ROTADA İLERLİYOR

Garanti BBVA Yatırım

3 Ocak 2024

İçindekiler

TÜRKİYE: DOĞRU ROTADA İLERLİYOR	3
ULUSLARARASI PİYASALAR	6
EKONOMİ	16
STRATEJİ	22
• BIST	22
• TÜRK LİRASI	29
• FAİZ	33
- Tahvil ve Mevduat	33
- Mevduat	37
- Eurobond	38
SEKTÖR VE HİSSE SEÇİMLERİ	40
MODEL PORTFÖY	45
SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ	50
• Bankacılık	50
• Cam	54
• Dayanıklı Tüketim	55
• Havayolları	56
• Gayrimenkul	57
• Perakende	58
• Gıda & İçecek	59
• Telekom	60
ENFLASYON MUHASEBESİ ŞİRKETLERİ NASIL ETKİLEYECEK	61
Temettü Beklentileri	63
Tavsiye Listesi	65
BIST- 100 Gösterge Tabloları	66
UYARI NOTU	76

Türkiye: Doğru rotada ilerliyor

2024'te TL varlıkların iyi performans göstereceğini öngörüyoruz. 2023'ün ikinci yarısında uygulanmaya başlanan rasyonel zemine dönüş politikalarının meyvelerinin toplanmaya başlanacağı bir yıl bekliyoruz. Bu noktada üç parametreyi yakından takip edeceğiz; i) risk priminde son dönemde yaşanan iyileşmenin devam etmesi, ii) enflasyon ile mücadelede kararlı politikalar, iii) TL volatilitésinin düşmesi ve reel değer kazancı sağlaması. Bu göstergelerde alınacak sonuçlar, yatırımcı güvenini çok daha iyi bir noktaya taşıyacak ve TL varlıkların iyi performansının itici gücü olacaktır. Yurt dışında resesyon beklentilerinin artmaya başladığı son zamanlarda, global faizlerdeki düşüş olasılığı TL varlıklar için pozitif beklentileri kuvvetlendiriyor. Global ve jeopolitik riskler her zaman olduğu gibi yurt içinde olumlu görünümü bozabilir ya da en azından belirsiz hale getirebilir. Ancak, doğru makro politikalarda kararlı olduğu müddetçe bu oynaklıklar TL varlıklar için alım fırsatı yaratacaktır.

2024 global tarafta belirsizliklerin azaldığı bir dönem olmaya aday. 2024 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz politikalarının piyasa dinamikleri açısından belirleyici olacağını düşünüyoruz. Piyasadaki toplam FED faiz indirim beklentileri 150 baz puana kadar çıkarken, BBVA Global Araştırma'nın şu an için faiz indirim beklentisi 3 toplantıda toplam 75 baz puan seviyesinde. Faiz indirimleri, 2023 yılında gelişmiş ülkelere göre %13 daha düşük performans gösteren gelişmekte olan piyasalar (GOP) için önemli itici güç olacak.

Varlık sınıflarındaki seyri belirleyecek ana unsurlardan biri de dolar endeksi (DXY)'dir. Özellikle, FED, ECB ve BOJ'nin izleyecekleri faiz politikaları pariteler üzerinde ciddi oynaklık yaratabilir. Dolar endeksindeki olası düşüş ve küresel olarak azalacak faizler emtia varlık sınıfı için olumlu olacaktır. Demir cevheri, çelik, bakır, alüminyum başta olmak üzere sanayi metalleri 2023 yılına kıyasla daha olumlu geçecek bir seneye girmekteler. Değerli metaller tarafında ise altın ve gümüş şüphesiz daha güçsüz dolar, daha düşük tahvil faizi ve reel faiz ortamından yıl boyu destek bulacaktır. Global hisse piyasalarında ise, resesyonun boyutu ya da ılımlı yavaşlama ihtimalleri kar beklentilerini şekillendirecek unsurlar arasında. Dolayısıyla, 2024 yılında momentum piyasasından ziyade daha fazla bant hareketi ve yıl boyu dalgalanmaya açık bir hisse piyasası öngörmekteyiz. S&P500 için piyasa kar büyüme beklentisi 2024'te %7 iken, endeks hedefi olan 5,118 ise %7 ile sınırlı artış potansiyeline işaret ediyor.

Lokal tarafta ise, değişen makro politikaların sonuçlarının alınacağı bir dönem bekliyoruz.

Parasal sıkılaştırma sürecinin ekonomiye gecikmeli yansıması, sadeleştirme süreci devam eden makro ihtiyati politika seti, piyasaların özellikle faiz oranlarında yeni dengeye ulaşması gibi faktörler tüm makroekonomik değişkenler üzerinde etki yaratacak. Yıllık enflasyonda baz etkileri nedeniyle düşüş eğiliminin başlaması yıl ortasına kalacak. Ancak aylık verilerde 2023 sonlarında başlayan yavaşlamanın 2024 yılı genelinde devam etmesini bekliyoruz. Böylece enflasyonda kalıcı düşüş eğilimi güçlenirken, beklentiler de uyum sağlayacaktır. TCMB'nin sinyalini verdiği gibi para politikasında sıkılaştırma sürecini yılın ilk ayında sonlandıracağını, ancak sıkı duruşunu yıl boyunca koruyacağını öngörüyoruz.

Mevcut politika yaklaşımı, özellikle talep kaynaklı enflasyonist baskıları hafifletirken, özel tüketimin de zayıflamasına neden olacak. Bu kapsamda, büyüme dinamiklerinde daha sürdürülebilir bir kompozisyona geçileceğini düşünüyoruz. Hem iç hem de dış talebin katkı sağladığı büyüme oranı, cari işlemler açığının da sınırlanmasını sağlayacak. Para politikasındaki normalleşme, enflasyonda kalıcı düşüş, sürdürülebilir büyüme dinamikleri gibi faktörler sonucunda azalan risk priminin katkısıyla yurtdışı finansman kanalları daha etkili kullanılabilir. Kamu maliyesi tarafında, Şubat 2023 depremlerinin neden olduğu bozulma etkisi devam edecek. 2023 yılında vergi oranlarındaki artışla bütçedeki bozulma sınırlandırılrsa da 2024 yılında bütçe açığındaki kötüleşmenin belirginleşeceğini tahmin ediyoruz. Buna rağmen, yükseliş olsa da kamu borçluluğundaki mevcut düşük seviyenin desteğiyle risk primini olumsuz etkileyecek bir durum olmayacağını öngörüyoruz.

Artan döviz rezervleri, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve TL'nin reel getiri sağlaması gibi etkenlerle Türk Lirası'nda reel değer artışı bekliyoruz. Baz senaryomuz, 2024 sonunda TÜFE'nin %45 seviyesinde olacağı ve USDTRY'nin enflasyon altında yükselişle 2024 yılını 42.00 seviyesinde tamamlayacağı yönündedir. Önümüzdeki yıl, parasal sıkılaşmanın yansıması olarak TL'ye olan yabancı ilgisinin artacağını ve reel değer kazancı yaşanacağını öngörüyoruz.

TL tahviller, 2024 yılında iyileşen enflasyon beklentileri ile reel getiri sağlayabilir. Sıkı para politikası ile birlikte yükselen TL getirilerin yabancı yatırımcıları tekrar cezbetmeye başladığını ve son yıllarda nerdeyse sıfıra yaklaşan TL tahvil yabancı yatırımcı payının yükselmeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Son haftalarda TL tahvillere artan yabancı ilgisi, swap hatlarının genişletilmesi ve TCMB faiz artışlarının tamamlanması ile daha da artabilir. 2024 yıl sonu için gösterge 2 yıllık tahvil getirisi tahminimiz %32.3 seviyesinde bulunuyor. Yurt içinde yürütülen piyasa dostu ekonomi politikalarına eşlik edecek global faiz indirimleri ile ülke CDS'imizde yaşanan olumlu hareket 2024'te de devam edebilir. Bu durumda, 2024 yılında Türk eurobondlarının ek değer artışı yaşamasını bekleriz. Özellikle, son yaşanan ralliden sonra 5-10 yıl vadelerin daha çekici olduğunu düşünüyoruz.

BIST açısından 2024 yılında, global ve lokal para politikalarının etkilerinin kuvvetli olacağı bir yıl bekliyoruz. Gelişmiş ülke merkez bankalarının finansal sıkılaşmadan çıkış planlarının risk iştahı üzerindeki etkileri hisse piyasamız için önemini koruyacak. Lokal tarafta ise, sıkı para politikasının bireysel mevduat ve kredi tarafına yansımalarının yatırımcı davranışları üzerindeki etkileri belirleyici olacaktır. Takip edeceğimiz başlıklar risk ve getirilerin bir arada olduğu, dalgalı görünümün gündemde olacağı bir başka yıla işaret ediyor. Kısa vadede baskı yaratabilecek faktörlere karşın küresel risk iştahında kayda değer bir bozulma olmadığı durumda BIST'te dönemsel fırsatlar oluşacaktır. Özellikle, yurt içinde mevcut para politikaları etkisiyle artan şeffaflık, öngörülebilirlik ve düşen risk primi etkisiyle kredi notu aksiyonlarında pozitif gelişmeler görebiliriz. Bu perspektiften bakınca, BIST'te yaşanabilecek olası geri çekilmelerin, alım yönündeki stratejileri kuvvetlendireceğini düşünüyoruz. Her ne kadar bireysel yatırımcı sayısı 7.6 milyona ulaşmış olsa da, 2023 yılında 143mlr TL olan yeni hisse arzlarının (birincil & ikincil halka arz ve sermaye artırımları) 2024'te de likidite anlamında zorlayıcı bir faktör olacağını öngörüyoruz. Bu anlamda, yabancı yatırımcı ilgisinin ne boyutlarda olacağı hisse piyasası için belirleyici ve itici bir faktör olacaktır.

BIST100 bir yıl ileriye dönük beklentilerle, 4.8x F/K ve 5.4x FD/FVAÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu oranlar sırasıyla gelişmekte olan ülke (GOP) benzerlerine göre %67 ve %52 iskontoya işaret ediyor. Son dönemde yaşanan normalleşme neticesinde risk priminde yaşanan düşüş, faiz koşulları ve kar büyüme beklentileri ışığında 5.9x seviyesinde bir F/K çarpanının BIST100 için adil düzey olduğunu hesaplıyoruz. Bu F/K çarpanının ve kar büyümesinin ima ettiği endeks seviyesi 11,500 olmakla birlikte, bu hedef tarihsel çarpan ortalamaları ve hisse bazlı endeks tahmin çalışmalarımızla uyumlu görünmektedir. BIST100 beklentimiz, %54 potansiyele işaret etmekte ve bunun %26'sı çarpan büyümesi, %28'i ise kar artışından gelmektedir.

2024'te sektör ve şirket seçiminin önem kazanacağı, temel göstergeleri sağlam şirketlerin olumlu ayrışacağı bir dönem bizi bekliyor. Geçtiğimiz yıl, özellikle seçim sonrasında topyekûn bir momentum piyasası tecrübe etmiştik. 2024 ile beraber temel göstergeleri ve beklentileri kuvvetli, nispeten ucuz kalmış ve net borç seviyesi yönetilebilir durumda olan şirketlerin daha iyi performans sergilemesini bekliyoruz. Görece öngörülebilir bir döneme başlarken, azalan yurt içi talep koşullarını daha iyi yöneten ve pazar çeşitliliğini sağlamış sektörlerin ayrışacağı bir dönem yaşanacaktır. Ticari kredi faizlerinin %50 üzerinde seyrettiği güncel koşullarda net borçluluğu düşük ya da operasyonel karlılığına göre yönetilebilir seviyede olan şirketler ön planda olacaktır. Bu görünüm ışığında, bankacılık, havacılık, gıda perakendesi ve telekom beğendiğimiz sektörler arasında yer alırken, beyaz eşya ve otomotiv ise bir miktar geri kalmasını beklediğimiz sektörler. Bu kapsamda model portföyümüzde bulunan hisseler; AKBNK, YKBNK, KCHOL, BIMAS, SOKM, TCELL ve THYAO'dur.

Tüm yatırımcılarımıza mutlu, sağlıklı, başarılı ve bol kazançlı bir 2024 dileriz!
Garanti BBVA Yatırım Araştırma Ekibi

Uluslararası Piyasalar

Faiz İndirimleriyle Dolu Bir Yıl: Hisse mi Tahvil mi?

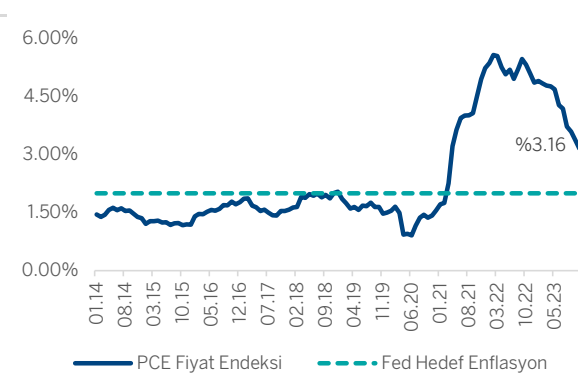
Finansal piyasalarda 2024'ün ana teması, daha 2023 bitmeden piyasa fiyatlarına girmeye başlayan merkez bankası faiz indirimleri olacak.

Faiz indirimlerinin hangi ekonomik koşullarda ve ne hızda gerçekleşeceği piyasalardaki fiyatlamaların yönünü belirleyecek. Halihazırda piyasa beklentisi ve Fed'in projeksiyonları faiz indirimlerinin "yumuşak iniş" senaryosu altında, yani büyümeden hafif ödün verilerek gerçekleşeceğini gösteriyor. "Sert iniş" ya da "yüksek kalmaya devam eden enflasyon" senaryoları bu yılın sürpriz siyah kuğu olayları olma potansiyeline sahip ancak küresel ekonomilerin mevcut gidişatında bu ihtimalleri düşük görüyoruz. Sonuç olarak piyasa beklentisine paralel şekilde; Fed, Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve İngiltere Merkez Bankası'nın (BoE) 2024'ün ilk çeyreğinde beklemede kalacağını düşünüyor, ilk faiz indirimi adımlarını ancak ikinci çeyrekte itibaren bekliyoruz. Japonya Merkez Bankası'nın 2024'ün ilk çeyreğinde, -muhtemelen ilk toplantıda- getiri eğrisi kontrolü ve negatif faiz politikalarını kaldırma ihtimalini ise yüksek görüyoruz.

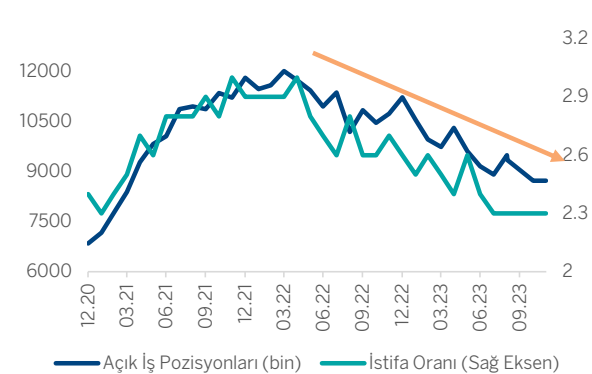
Enflasyondaki geri çekilme ve yumuşamaya başlayan iş gücü piyasası Fed'in son toplantıda da belirttiği üzere önümüzdeki dönemde faiz indirimlerini destekleyecek temel gelişmeler olacak.

ABD'de enflasyon halihazırda oldukça yüksek seviyelerden geri çekildi; %9'un üzerindeki zirvesinden %3.5'in altına düştü. Genellikle fiyat artışlarının yapışkan olduğu otel ve seyahat & eğlence gibi hizmet sektörlerinde enflasyon oranlarında yaşanan gerileme, 2024'e ilişkin daha düşük enflasyon beklentimizi güçlendiriyor. Şu anda enflasyonun yıllık değişiminin yaklaşık dörtte üçünü oluşturan barınma enflasyonundaki seyir de beklentilerimizi desteklemeye devam ediyor. Ev fiyatları ve yeni kiralar da dahil olmak üzere son açıklanan veriler barınma enflasyonunun kontrollü bir şekilde soğuyabileceğini gösteriyor. Ücret cephesinde ise istihdam talebi ve arzı dengelenmeye devam ediyor. Açık iş pozisyonları (işgücü talebi) ile işsiz sayısı (işgücü arzı) arasındaki fark 6 milyonu aşan zirvesinden 2.5 milyona yaklaştı. Sonuç olarak ABD'de %6'yı aşan ücret artışları %4 civarına geriledi. Zam dönemi olan 2024'ün Ocak ayında ücret artışları daha fazla gündemde olacak ve piyasanın enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde önemli bir rol oynayacak.

ABD'de Yıllık Enflasyon



ABD'de Açık İş Pozisyonları ve İstifa Oranı

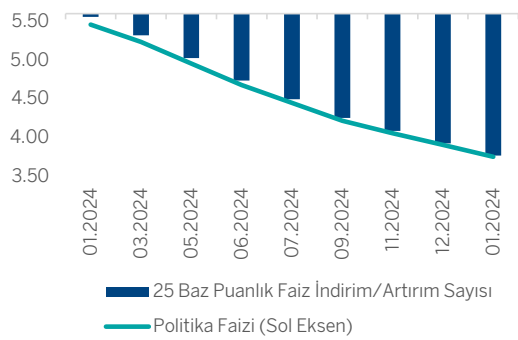


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

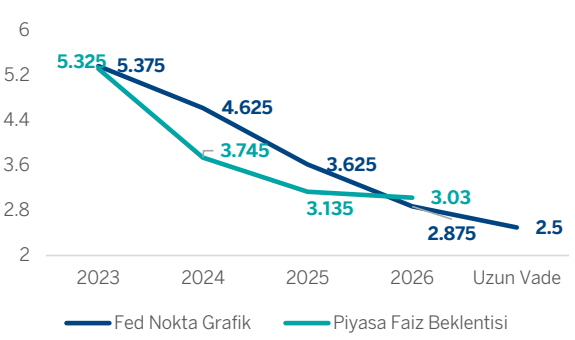
Yukarıda bahsettiğimiz nedenlerle Fed faizine dayalı vadeli işlem kontratları, Fed'in 2024 Haziran ayında gerçekleştireceği toplantıya kadar %100 ihtimalle bir faiz indirimi fiyatlıyor.

2024 sonuna kadar ise toplamda 6 faiz indirimi, yani faizlerde toplamda 150 baz puanlık bir düşüş öngörülüyor. Fed'in son nokta grafiği ise 3 faiz indirimi projeksiyonu ile piyasanın mevcut fiyatlamasından önemli ölçüde ayrışıyor. Bu iki ayrışan beklentinin hangi noktada buluşacağı kısa vadede endekslerin yönünü belirleyen katalizör olacak. Piyasanın Fed'e yaklaşması faiz indirimi beklentilerinin ötelenmesi anlamına geleceğinden doların güçlenmesine, tahvil ve hisse piyasalarında değer kaybına ve çeşitli varlık sınıflarında zayıflığa neden olabilir. Fed'in yumuşak inişi destekleyen makro veri açıklamalarıyla piyasaya yaklaşması ise farklı varlık sınıflarını pozitif yönde destekleyecektir. Yumuşak inişi vurgulamamızın nedeni, olası resesyon ihtimaline bağlı olarak Fed'in piyasaya yaklaştığı senaryoda tahvil ve altın gibi güvenli varlıklar değer kazanırken hisse piyasasının negatif ayrışabilme ihtimalinden kaynaklanıyor. Yukarıda da vurguladığımız üzere baz senaryomuzu ekonomide yumuşak iniş patikası oluşturuyor. Bu yüzden 2024'ü sert satışlardan uzak, bolca sektörel rotasyonunun olduğu ve bilançolara bağlı fiyatlamaların önem kazanacağı bir yıl olarak görüyoruz.

Piyasa Faiz İndirimi Beklentileri



Fed Nokta Grafik ve Piyasa Faiz Beklentisi

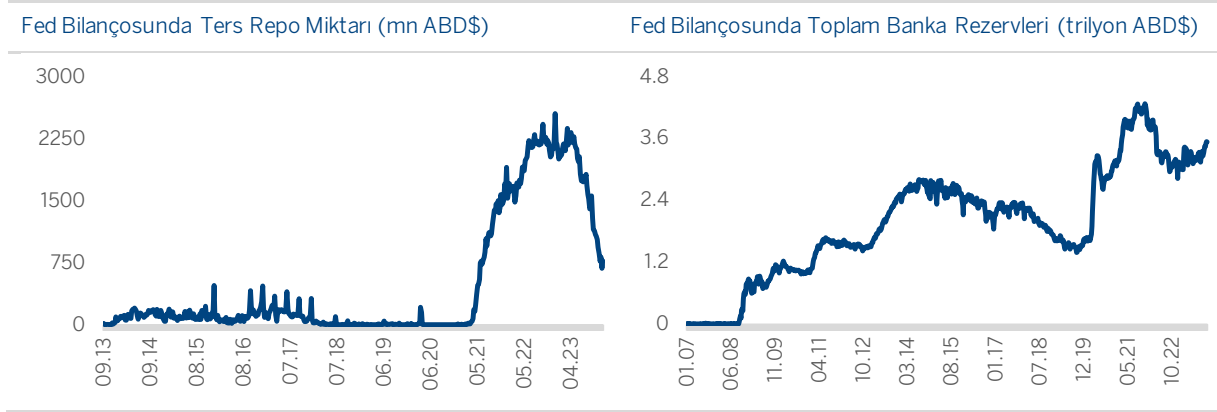


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Haber başlıklarından enflasyon ve faiz düşmezken finansal piyasaların yakından takip ettiği bir diğer konu Fed'in parasal sıkılaştırma uygulamaları (QT) olacak.

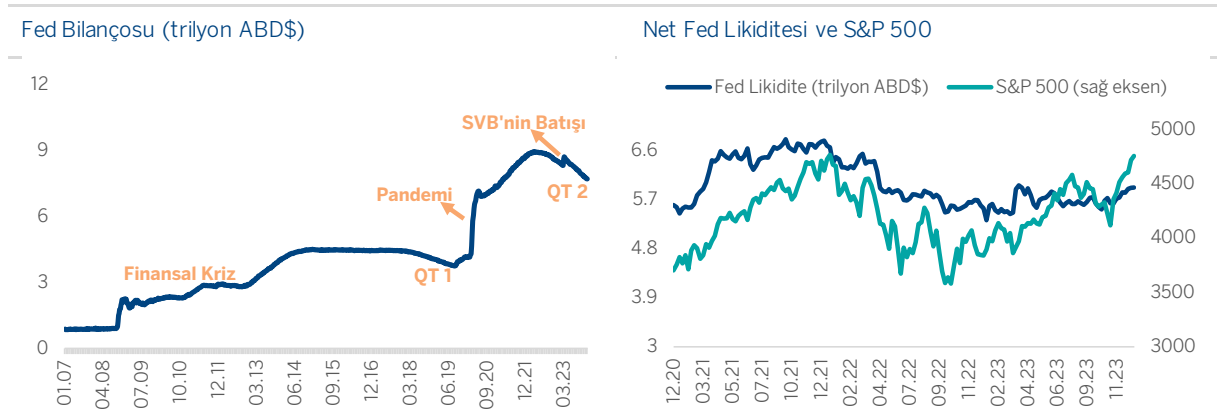
Son Fed toplantısının ardından gerçekleştirilen basın toplantısında Powell "Su anda QT'nin hızını değiştirmeyi konuşmuyoruz" dedi. Fed üyelerinin tahminleri 2024'te üç faiz indirimi gösterirken QT hızının sabit kalması, faiz ve bilanço patikası arasında ayrışma anlamına gelecek. Normal şartlar altında Fed bilançosunun ayda 100 milyar ABD\$'ı daralması hedefleniyor. Son dönemde bilanço ters repodaki azalma nedeniyle küçülüyor. Ters reponun 2.3 trilyon ABD\$'ından 800 milyar ABD\$'ına gerilediği görülüyor. Diğer yandan bankaların Fed'de tuttuğu rezerv miktarı azalmıyor. Banka rezervleri azalmaya başlamadan Fed'in QT programında değişikliğe gitme ihtimali düşük gözüküyor. Repo azaldıkça ve hatta sıfıra indiğinde banka rezervlerinin de yavaş yavaş azalmaya başlaması beklenebilir. 2019'da yaşanan repo krizinde banka rezervleri 1.5 trilyon ABD\$'ına kadar gerilemişti. Fed'in "yeterli rezerv" politikasına bağlı olarak şu an uygulanan QT'yi 1.5 hatta 2 trilyon ABD\$'ının üzerinde banka rezervleriyle sonlandırması beklenebilir. Bu da Fed'e -farklı nedenlerle herhangi bir likidite krizi yaşanmazsa- parasal sıkılaştırmamiktarda değişikliğe gitmek için 2024'ün Haziran ayına kadar zaman verecektir.

Haziran ayından itibaren parasal sıkılaşma miktarı kademeli olarak azaltılabilir. Bu sürecin iyi yönetilmesi finansal piyasalardaki likiditenin korunması ve piyasaların sağlıklı işleyişinin devamı açısından önem taşıyor.



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

S&P 500 ve net Fed likiditesi arasında önemli bir korelasyon bulunuyor. Net likidite temel olarak ekonomide dolaşan para anlamına geliyor. Net likiditeyi hesaplamak için Fed bilançosundan (Toplam Varlıklar) hazine genel hesabı (TrGA) ve ters repolar (RRP) çıkarılır. Basit bir şekilde ifade etmek gerekirse TrGA ve RRP'nin her ikisi de aslında bir tarz mevduattır ve dolayısıyla Fed için yükümlülüktür. Fed'in toplam varlıklarından bu hesapları çıkararak dolaşıma açık para elde edilir. Ters repo miktarındaki azalma şu an için net likiditede yukarı yönlü bir trend oluşturuyor; net likiditedeki artışa S&P 500'de yeni zirve denemesi eşlik ediyor. Ters reponun sıfırlanmasının ardından Fed bilançosunun farklı kalemler üzerinden küçülmeye başlaması, S&P 500'de bir düzeltmeyle eş zamanlı gerçekleşebilir.



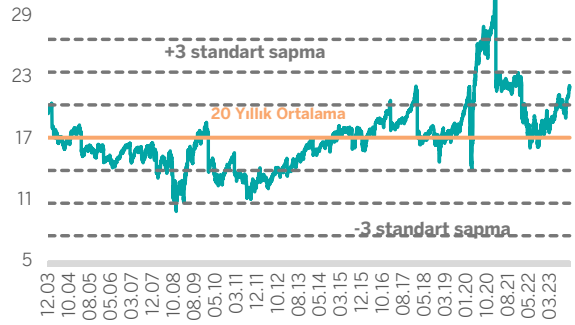
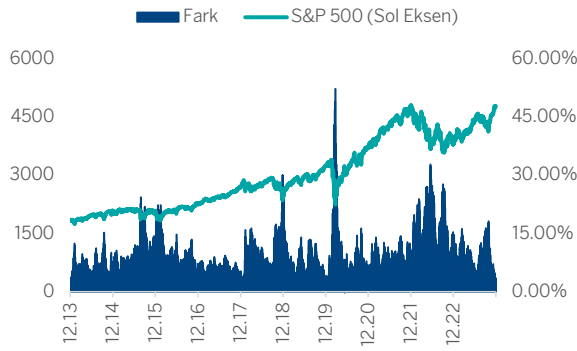
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Fed bilançosunda anlamlı gerileme/sıkılaşma başlayana kadar tahvil ve hisse piyasası arasındaki rekabetin kızışması güç gözüküyor. Her iki piyasaya da sermaye girişi dönem dönem dalgalanarak devam edebilir. Sonrasında ise iki piyasa arasında olası sermaye akışı daha fazla önem kazanacak. Hisse piyasası ve tahvil getirileri arasındaki ilişkiyi aşağıdaki grafiklerle özetlemek mümkün. Hisse piyasalarında yaşanan yıl sonu rallisi sonrası Bloomberg analistlerinin 12

aylık S&P 500 hedef seviyesi 5,118 seviyesinde bulunuyor, yani yalnızca %7.3'lük bir getiri potansiyeli sunuyor. Risksiz ABD 10 yıllıklarının getirisi %3.9 bölgesindeyken S&P 500 ile arasındaki %3.4'lük düşük getiri farkı, S&P 500'ün 2024'e düzeltmeyle başlama ya da yatay seyir ihtimalini artırıyor. Buna karşın, "yumuşak iniş" senaryosunu destekleyecek ekonomik verilerin gelmesiyle S&P 500 hedef beklentisinin yukarı taşınma ihtimalini yüksek görüyoruz. Dolayısıyla baz senaryomuzda S&P 500 endeksi için 5,300 – 4,400 aralığında bir işlem bandını öne çıkarıyoruz.

12 Aylık S&P 500 Hedef ve ABD 10 Yıllık Tahvil Getiri Farkı

Son 20 Yıl S&P 500 İleriye Dönük FK

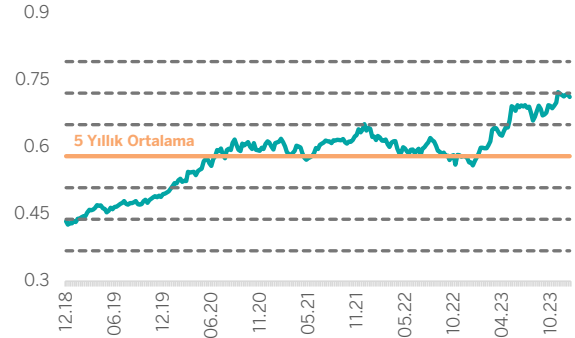
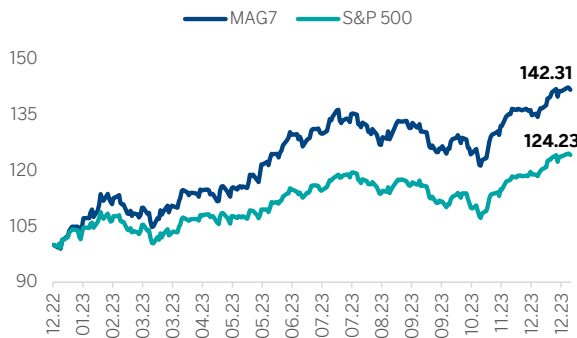


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Bu şartlar altında akıllara gelen ilk soru, 2024'ün birinci çeyreğinde yaşanacak olası bir tempo kaybında hangi sektörlerde baskı yaşanabileceği. Yapay zeka temasını 2023'ten önce öne çıkarmış, sektörü besleyen şirketlerin yüksek potansiyeline dikkat çekmiştik. Diğer yandan 2023'te endeks geneli ve "Magnificent 7" (MAG7) olarak adlandırılan en yüksek piyasa değerine sahip 7 teknoloji şirketi arasında yaşanan ayrışma, olası bir düzeltmede ya da yataylaşma döneminde ilk baskılanabilecek sektörler arasına büyük teknolojiyi koymamıza neden oluyor. Büyük teknolojideki olası bir satış hem endeksi baskılayabileceği gibi hem de geride kalan sektörlerin rölatif performansını pozitif etkileyeceği için sağlıklı bir düzeltme hareketi olarak değerlendirilmeli. MAG7 hisselerindeki olası bir satışın bugüne kadar olduğu gibi orta-uzun vade için fırsat olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Son 5 yıllık performansta 2 yıllık standart sapmaya kadar yükselen S&P 500 Teknoloji Sektörü/S&P 500 rasyosu da teknoloji sektöründe olası bir düzeltme ihtimalini yükseltiyor.

Yılbaşından Bu Yana MAG7 vs. S&P 500

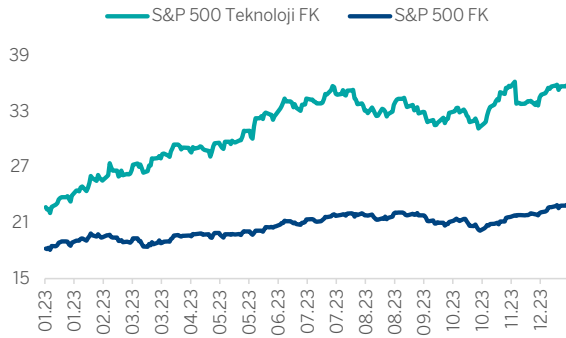
S&P 500 Teknoloji/S&P 500 Rasyosu



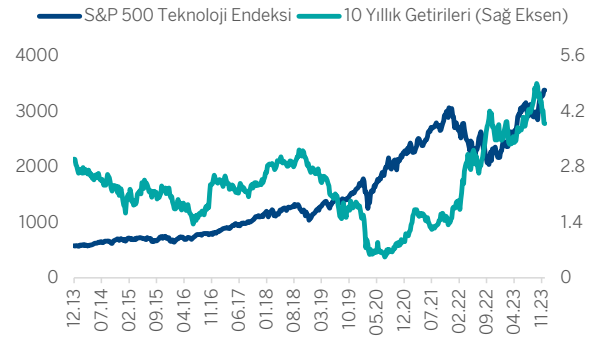
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Teknoloji sektörünü, sadece endekseneline kıyasla da olsa bir düzeltmeye kadar beklemede kalacağımız sektör olarak 2024 stratejisine ekliyoruz. Düzeltme sonrasında ise teknoloji sektöründe şirket değerlemelerinin korunabilmesi için “düşük faiz” beklentisinin ötesinde makroekonomik anlamda somut olayların gerçekleşmesi gerektiğine inanıyoruz. Fed'in parasal sıkılaştırma politikasına başladığı geçen yıldan bu yana para piyasası fonlarına ilgi arttı. Büyüklüğü yaklaşık 6 trilyon ABD\$ olan parapiyasası fonlarının toplam varlığındaki potansiyel çözülme, teknoloji isimlerine yeni sermaye akışını tetikleyebilir. Bilanço ve haber akışlarının yanında fitili ateşleyebilecek isim Fed olmaya devam edecektir.

2023 S&P 500 ve Teknoloji F/K Ayrışması



S&P 500 Teknoloji Endeksi ve ABD 10 Yıllık Getirileri

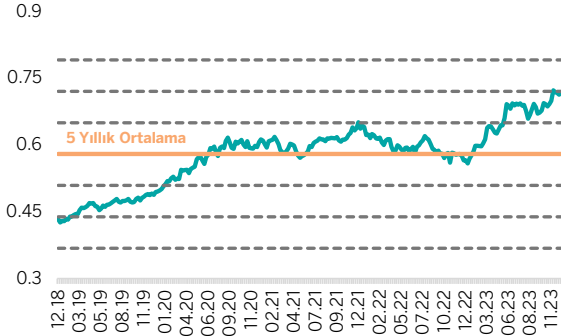


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

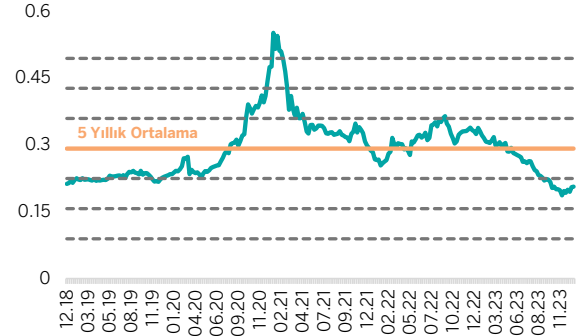
Teknolojiyi beklerken 2024'ün başında yıl geneli için 3 farklı sektörü/alt sektörü öne çıkarıyoruz. Bu sektörlerin başında havacılık sanayii ve savunma şirketleri yer alıyor. 2023'te havacılık sanayii ve savunma sektörü ürün talebinde canlanma yaşadı. Çoğu ülkede seyahat eden yolcu sayısı salgın öncesi seviyeleri yakaladı. Havayolu seyahatindeki bu artış, yeni uçaklara ve satış sonrası ürün ve hizmetlere olan ilginin artmasını sağladı. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) tarafından 2024 yılında 4.7 milyar insanın seyahat edeceği öngörülüyor. Bu rakam 2019'da kaydedilen 4.5 milyarlık pandemi öncesi seviyeyi aşan tarihi bir rekor. Uzun bir sürenin ardından tekrardan karlılığa geçen havayolu şirketleri, yeni uçak siparişleriyle uzun vadeli yatırımlarını güçlendiriyor. İlgili alanda faaliyet gösteren şirketlerin destekleneceği bir seneye girdiğimizi düşünüyoruz. Ancak zaman zaman artan tedarik zinciri sorunları göz önüne alındığında operasyonel aksamaların önemli bir risk faktörü olmaya devam edeceğini söyleyebiliriz.

Pandemiden bu yana dünyanın farklı bölgelerinde anlaşmazlıklar, rekabet ve sınır ötesi çatışmalar artmış durumda. Jeopolitik istikrarsızlık arttıkça, savunma sanayi ürünlerine olan talebin de artmaya devam etmesi bekleniyor. Sektörü pozitif etkileyeceğini düşündüğümüz bir diğer unsur ise ABD başkanlık seçimleri. Başkan seçilecek adayın partisinden bağımsız olarak seçim dönemlerinde ulusal güvenlik temasının aktif bir şekilde seçim propagandasında kullanıldığı görülüyor. Kısa vadede eski sistemlerin üretim hacimlerini artırmak, yeni sistemlere yatırım yapmaktan çok daha kârlı ve pratik oluyor. Güçlü savunma sanayi talebinin 2024 yılında şirket kârlılıklarını hızla iyileştirme potansiyelini beraberinde getireceğini düşünüyoruz. ABD'de zaman zaman gündeme gelen bütçe tartışmaları ise risk unsurları arasında sayılabilir.

S&P 500/S&P 500 Havayolu Şirketleri Rasyosu



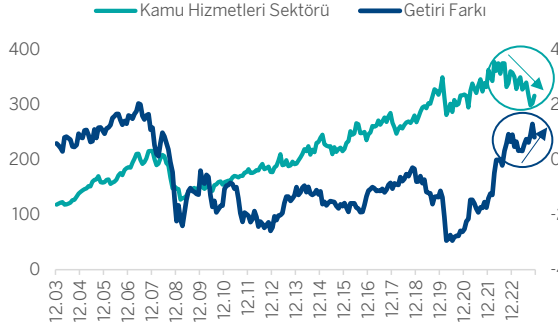
S&P 500 Havacılık ve Savunma Sanayi/S&P 500 Rasyosu



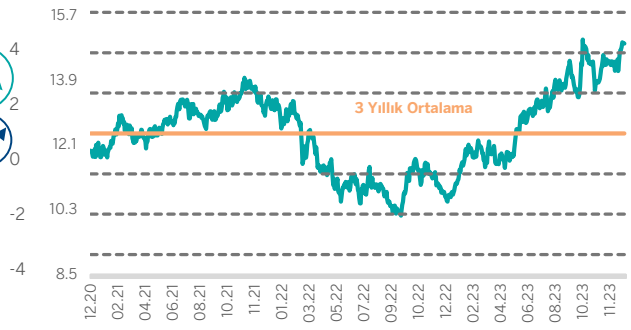
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Öne çıkardığımız bir diğer sektör ise 2023'ün kaybedeni olan kamu hizmetleri/altyapı sektörü. 2022 ayı piyasasında görece kuvvetli bir performans sergileyen kamu hizmetleri sektörü, 2023 yılında Wall Street'in en kötü performansını sergiledi. Yakın vadede ise bu durumun değişebileceğini düşünüyoruz. Elektrik, su ve doğalgaz tüketim alışkanlıkları yıldan yıla pek değişmiyor. Bugenellik kamu hizmeti sunan isimlerin son derece öngörülebilir işletme nakit akışına ve yüksek temettü verimliliğine sahip olmasını sağlıyor. Hızla artan faiz oranları ise bu geleneksel güvenli liman için 2023 yılında zorlukları beraberinde getirdi. Hazine getirilerinin %5'e yükselmesiyle yatırımcılar, sektörde faaliyet gösteren isimlerin sunduğu eşit veya daha fazla getiriye elde etmek için uzun vadeli tahvillere ve kısa vadeli hazine bonolarına yöneldiler. Sektör için iyi haber, Fed'in 2024 yılı ve devamında faiz indirimlerine başlaması olacak. Faizlerin düştüğü ortamda temettü yatırımlarına ve dolaylı yoldan kamu hizmetleri sektörüne daha fazla nakit akışı bekleriz. Buna ek olarak yumuşak iniş ekonomisi fiyatlanırken yaşanabilecek aşağı yönlü ekonomik şoklar sektöre yönelik ilgiyi daha da artırabilir. Bu yüzden 2024'te kamu hizmetleri sektörü ekonominin beklentilerinden daha az büyüdüğü senaryoya karşı bir tampon görevi görebilir. Uzun vadede tablo potansiyel olarak daha da parlak görünüyor. Kamu hizmetleri, karbon bazlı yakıtlardan yenilenebilir enerji kaynaklarına doğru kademeli geçişin merkez üssünde yer alıyor. 2022 yılında ABD'de öne çıkan Enflasyonu Azaltma Yasası'nın önümüzdeki yıllarda bu geçişi hızlandırmaya devam etmesi bekleniyor. Bu enerji geçişi devam ederken, yenilenebilir enerji filolarını genişletmek için yatırım yapan kamu hizmetleri şirketlerinin bu trendden daha büyük oranda faydalanması olası gözüküyor.

Kamu Hizmetleri Temettü Verimliliği ve 10 Yıllık Getirileri



S&P 500/S&P 500 Kamu Hizmetleri Rasyosu

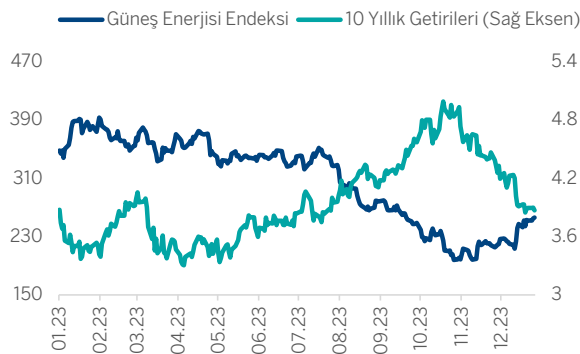


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

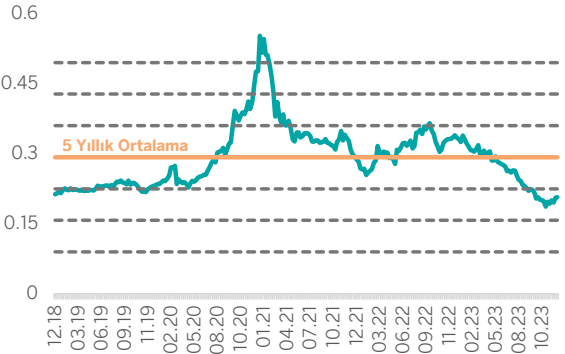
Listeye bir de alfa yaratma potansiyeline sahip, görece daha riskli bir sektör eklemek istiyoruz. 2022 yılının yıldızları, bu senenin istenmeyen isimlerine dönüştü. ABD güneş enerjisi endüstrisinde işler düşük faiz dönemlerinde iyiye gidiyordu. Ağustos 2022'de Enflasyonu Azaltma Yasası (IRA), sunduğu çeşitli temiz enerji teşvikleriyle sektöre olan ilgiyi arttırdı. Ancak zaman geçtikçe IRA'ya rağmen yatırımcıların özellikle konut tipi güneş enerjisi hakkındaki düşünceleri değişmeye başladı. Toparlanma çabasında olan sektörün, yüksek risk-yüksek getiri potansiyelini yatırımcılara 2024 yılında sunabileceğini düşünüyoruz.

Artan faiz oranları, belki de en çok bu sektörü negatif etkiledi. IRA teşvikleriyle bile güneş enerjisine geçmek maliyetli bir çaba. Çoğu ev sahibinin bir sisteme yatırım yapmak için kullandığı çözüm ise kredi ile finansman sağlamaktır. Ek olarak sektörde faaliyet gösteren üreticiler çoğunlukla yüksek borç oranlarına sahip. Dolayısıyla artan faiz ortamı hem tüketicilerin talebinde azalmaya hem de şirketlerin finansal risklerinin yükselmesine neden oldu. Sektör müşterilerinin yükselen envanterleri eritme politikasına geçmesiyle şirketlerin geleceğe yönelik gelir beklentileri aşağı yönlü revize edildi. 2024 yılı ise sektöre yönelik uygun koşulları tekrardan beraberinde getirebilir. Sektör hisselerinin seneye dalgalı bir seyrile başlayacağını öngörüyoruz. Buna karşın, ekonomik verilerin "yumuşak iniş" senaryosunu desteklemeye devam etmesi durumunda ikinci çeyreğe doğru bu sektörün yatırımcıların radarına girmesini bekleriz. Portföylerde alfayı yaratabilecek sektöre yönelik en büyük risk ise Fed'in "daha uzun süre daha yüksek faiz" söylemi olacaktır.

MAC Güneş Enerjisi Endeksi ve 10 Yıllık Getirileri



S&P Yenilenebilir Enerji Endeksi/S&P 500 Rasyosu



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

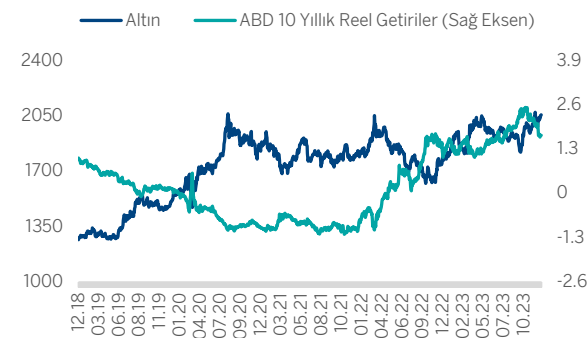
Hisse ve Tahvilin Ötesinde: Altın ve Petrol

2024'te dikkatlerin çevrileceği bir diğer varlık sınıfı da değerli metaller olacak. Altın fiyatlarının yönünü belirleyen katalizörler arasında belli başlı dinamikler yer alıyor. Bu dinamikler arasında; piyasadaki reel getiriler (altının fırsat maliyetini belirliyor), risk ve belirsizlikler, momentum ve ekonomik büyüme yer alıyor. 2024'te bu belirttiğimiz tüm faktörlerde yüksek oynaklık ihtimali bulunduğu için altın ve gümüşte de volatilitenin artabileceğini düşünüyoruz.

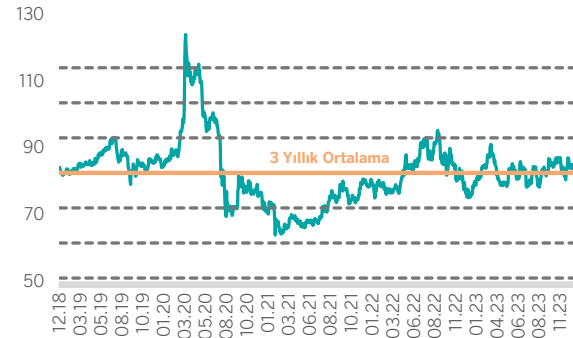
İlk olarak reel getiriler, risksiz kabul edilen ve portföylerde altın olarak kabul edilen ABD hazine tahvili piyasalarındaki getiriler üzerinden altın fiyatlarını etkiliyor. Reel getiriler ve altın fiyatı arasında ters korelasyon bulunuyor. Jeopolitik gerginlikler, ABD'de artan kamu borcu, Fed'in politikalarındaki soru işaretleri ve farklı varlık sınıflarındaki volatilité gibi faktörler ise altın fiyatlarını etkileyen risk ve belirsizlikler arasında yer alıyor. Risklerin ve belirsizliklerin arttığı dönemlerde altın genellikle pozitif performans sergiliyor. Ekonomik büyüme ise altının fiziki talebini; mücevherat üretimi, teknoloji uygulamaları ve portföy dağılımı gibi kanallar üzerinden pozitif etkiliyor. Resesyon dönemleri ise piyasanın riskten kaçış isteğine bağlı olarak altın fiyatlarında oynaklığa neden oluyor. Son olarak momentum faktörü finansal piyasalarda teknik detaylar üzerinden altın fiyatını etkiliyor.

Gerileyen enflasyon nedeniyle tahvil piyasasına yönelen sermaye reel getirilerin düşmesini sağlıyor. 2024'te ekonominin soğumaya devam etmesi reel getirilerdeki geri çekilmenin daha da derinleşmesi anlamına gelebilir. Bu senaryoda reel getiriler ile ters korelasyona sahip altının 2023'te olduğu gibi yeni yılda da zirve tazelemesini bekleriz. Bu nedenle 2024'te portföylerde altına dengeli oranlarda yer verilebileceğini düşünüyoruz. Yalnızca reel getirilerde geri çekilmeye bağlı yaşanacak bir değerli metal rallisinde gümüşün altına kıyasla pozitif ayrışmasını ve değerli metal rallisinin altın/gümüş oranında 80'lerin altında kalıcılığın sağlanmasıyla gerçekleşmesini bekleriz. Geçmiş verilere bakıldığında, reel getirilerde geri çekilmeye bağlı yaşanan rallilerde gümüş altına kıyasla pozitif ayrışma eğiliminde. Diğer yandan resesyona ya da finansal piyasalarda yaşanabilecek likidite sorunlarına (2023'te SVB'nin batması gibi) bağlı bir değerli metal rallisinde altın ilk adımda pozitif ayrışan değerli metal olabilir.

Altın ve Reel Getiriler



Altın/Gümüş Rasyosu



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Pandemiden bu yana petrol fiyatlarında oynaklık başta savaş ve yaptırımlar olmak üzere çeşitli nedenlerle devam ediyor. Petrol fiyatları; enflasyonu etkileme potansiyeli, farklı sektörlerde kâr marjlarını etkileme gücü ve olası bir büyüme indikatörü olması nedeniyle finansal piyasalarda yakından izleniyor. Son 3 yılda olduğu gibi 2024'te de petrol fiyatlarındaki dalgalanmanın jeopolitik gerginliklere, resesyon kaygılarına ve OPEC+ içi/dışı dinamiklere bağlı olarak sürmesini bekliyoruz.

2023'te günlük 2.2 milyon varil olan talep büyümesi tarihsel anlamda ortalamaların oldukça üzerinde bir büyüme anlamına geliyor. Diğer yandan 2024'te günlük petrol talep büyümesinin günlük 1 ila 1.5 milyon varil arasında gerçekleşeceği öngörülüyor (IEA ve OPEC+ tahminleri).

Arz tarafında bilindiği üzere fiyatlamalar ağırlıklı olarak OPEC+ kararlarına bağlı olarak gerçekleşecek. Aynı zamanda OPEC dışı arzdaki artış da önemli olmaya devam edecek. OPEC dışı üretimdeki büyümenin 2023'e kıyasla hız kaybetmesi beklenebilir; 2023'te günlük 2.2 milyon varil artan OPEC dışı üretimin 2024'te günlük yaklaşık 1.3-1.5 milyon varil artış göstermesi bekleniyor. OPEC dışı üretimin momentum kaybı dikkat çekse de buna rağmen günlük küresel talep artışını karşılayabilecek miktarda öngörülmesi, petrol piyasasının 2024'te yukarı yönlü potansiyelini sınırlıyor.

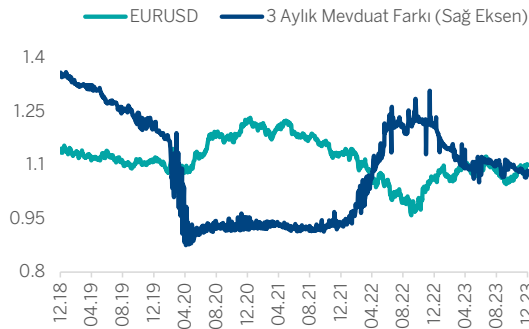
Mevcut üretim dinamiklerine bağlı olarak, –arz ve talep şoku ihtimallerini de göz önünde bulundurarak– ham petrol fiyatlarının 2024'te varil başına 60-80\$ arasında dalgalanmasını bekleriz. Fiyat oluşumunun yıl genelinde ise \$65-70 aralığında yoğunlaşacağını öngörüyoruz.

Dolar Güç Kaybederse?

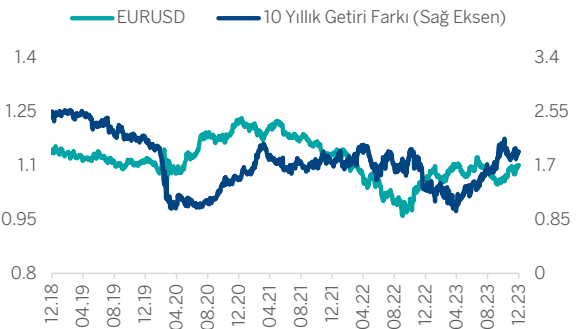
Varlık sınıflarındaki seyri belirleyecek ana unsurlardan biri de dolar endeksi (DXY) olacak.

DXY'in yıl boyu sınırlı da olsa değer kaybı trendi içinde olacağını düşünüyoruz. Uzun yıllardır ana carry trade para birimi olarak görülen Japon Yeni, diğer merkez bankalarının faiz indireceği bir ortamda değer kazanabilir. EURUSD paritesinde 2023 yılına benzer dalgalı bir seyir öngörmekteyiz. 2024 yılı sonu hedefimiz 1.12. EURUSD'da 2024 yılı ortalama beklentimiz ise 1.0980'de bulunmaktadır.

ABD-Avrupa 3 Aylık Mevduat Farkı ve EURUSD

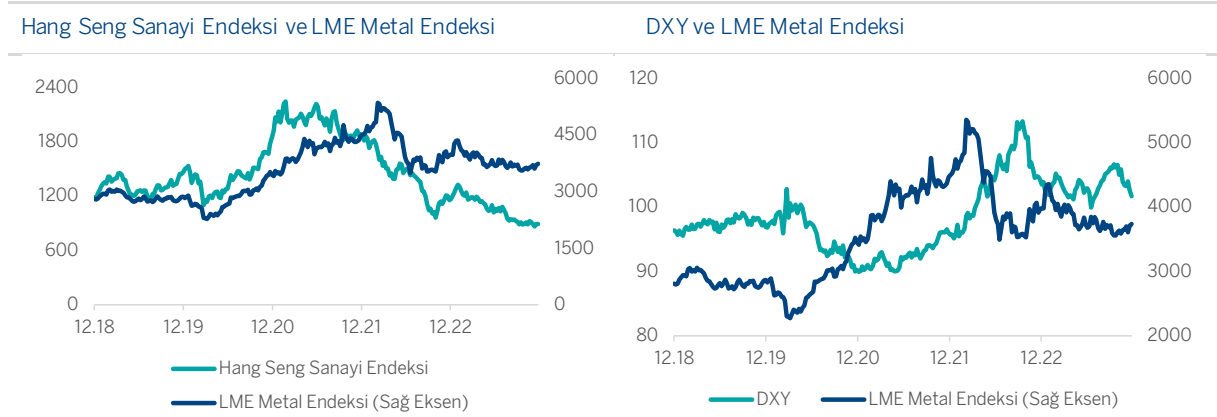


ABD-Avrupa 10 Yıllık Getiri Farkı ve EURUSD



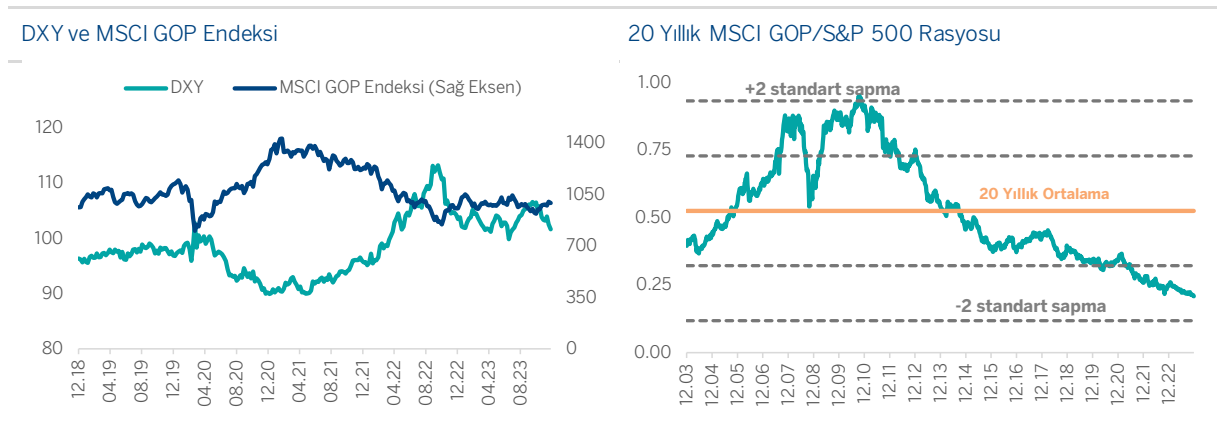
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Dolar endeksindeki olası geri çekilme ve düşebilecek küresel faizler, emtia varlık sınıfına destek verebilir. Sanayi metallerini destekleyebilecek unsurlardan bir diğeri ise Asya ekonomilerindeki gelişmeler. Japonya ekonomisinin olası faiz artış veya artışları sonrasında yavaşlamasını bekliyoruz. Diğer yandan, 2023 yılında yavaşlayan Çin ekonomisinin; potansiyel faiz indirimleri, rezerv karşılık oranlarındaki değişiklikleri ve ek likiditede destekleri ile 2024'de daha pozitif bir tabloyu ortaya koyabileceğini düşünüyoruz. Buna paralel olarak Çin'de sanayi ve gayrimenkul sektörlerinin canlanması hammadde talebini artırabilir. Demir cevheri, çelik, bakır, alüminyum başta olmak üzere sanayi metalleri 2023 yılına kıyasla daha olumlu bir seneye hazırlanıyor olabilir.



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Son olarak değinmek istediğimiz konu gelişmekte olan piyasalar. 2022-2023 döneminde artan faizlerden gelişmekte olan piyasalar da oldukça negatif etkilendi. Dolar endeksinin güçlendiği dönemlerde, gelişen piyasa ekonomileri genellikle kendi para birimlerini savunmak için faiz oranlarını artırma baskısı hissederler ve bu da hisse senedi piyasası performansını olumsuz etkiler. Faiz indirimlerinin beklendiği 2024 yılında ise tam tersi bir tabloyu görmeyi bekleriz. Hindistan adına güçlü geçen yılın ardından, 2024 yılında gelişmekte olan piyasalar içerisinde ayrışmalar yine öne çıkacaktır. Tayvan, Meksika, Hindistan ve Güney Kore gibi ülkelerde 2024 yılında seçimlerin gerçekleşmesi planlanıyor. Bu ülkelerde seçimlere bağlı oynaklık beklenebilir.



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Ekonomi

Enflasyonda yılın ikinci yarısında düşüş

2023 yılı haziran sonrasında cumhurbaşkanlığı seçiminin geride kalmasıyla birlikte ekonomi politikası yaklaşımında belirgin bir değişim oldu. Seçim sonrasında yeni Kabine, TCMB Başkanı ve PPK üyelerinin atanmasıyla birlikte para politikasında sıkılaştırma ve makro ihtiyati politikalarda sadeleşme ön plana çıktı. Bu uygulamalar sonrasında enflasyonun kalıcı olarak tek haneye düşürülmesi hedefi ortaya kondu. 2023 yılının ikinci yarısında bu kapsamda adımlar atıldı. 2024 yılının değişen politikaların ekonomi üstündeki etkilerinin daha net görüleceği bir yıl olacağını tahmin ediyoruz.

TCMB'nin en kısa sürede enflasyonu kalıcı olarak tek haneye düşürme hedefi çerçevesinde para politikasında yaptığı sıkılaştırmanın PPK notunda ifade edildiği gibi sonlarına yaklaşıldığını tahmin ediyoruz. Bu tahminde 2023'ün son aylarında aylık bazda çekirdek enflasyonun ivme kaybetmesi ve yıllık manşet TÜFE enflasyonun Haziran 2024'ten itibaren düşüşe geçeceği beklentisi etkili. TCMB'nin Ocak ayında 250 baz puanlık son bir faiz artırımı ile 1 haftalık repo faiz oranı olan politika faizini %45'e çıkararak politika faizini 2024 yılsonuna kadar bu seviyede tutmasını bekliyoruz.

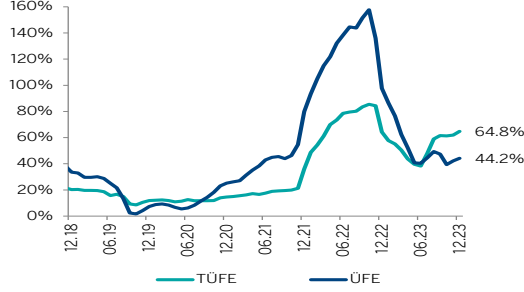
Ocak 2024'te politika faizinin %45'e çıkarılması sonrasında 2024 yılında faizin sabit tutulacağına ilişkin tahminimize paralel yıl genelinde mevduat ve kredi faiz oranlarında da belirgin bir değişiklik olmayacağını tahmin ediyoruz. Bu durumda finansal koşulların harcama eğilimini zayıf tutacağını, tasarruf eğiliminin ise özellikle Türk Lirası varlıklarda güçlü kalacağını düşünüyoruz. Bu durum, enflasyon baskılarını sınırlayıcı, dengeli büyümeyi destekleyici ve cari işlemler açığını daraltıcı etki yaratacak.

2023 yılının son aylarında aylık bazda enflasyon verilerinde ivme kaybı olsa da mevcut seviyeler enflasyon baskısının hala kuvvetli olduğuna işaret ediyor. 2024 yılı için %49 oranında açıklanan asgari ücret zammı, işgücü maliyetlerini artırıcı bir etken. 2024 yılı içinde konutta kullanılan elektrik ve doğalgaz ücretlerinde artış olacağını öngörüyoruz. Bu faktörler Mayıs 2024'te manşet TÜFE'nin ulaşacağı tepe noktanın %70-75 seviyesine çıkmasına neden olabilir. Haziran 2024'ten itibaren ise özellikle 2023 yılı temmuz ve ağustos aylarındaki vergi artışlarının yarattığı baz etkisinin ortadan kalkmasıyla yıllık enflasyonda düşüş belirginleşecek. Manşet TÜFE enflasyonunun 2024 sonunda %45'e düşeceğini tahmin ediyoruz.

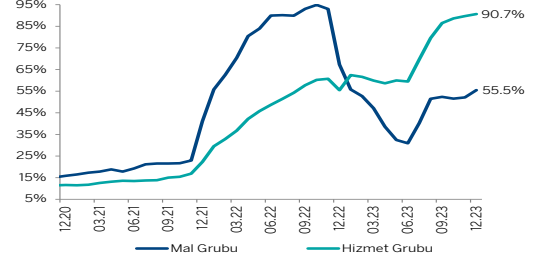
Güncel ekonomi yönetimi açıklamalarının Türk Lirası'nda reel olarak dengeli bir yaklaşıma işaret etmesi, TCMB'nin mevcut politika setinin devam edeceği bir ortamda, Türk Lirası'ndan enflasyona yukarı ya da aşağı yönlü belirgin bir etki gelmeyeceğine işaret ediyor.

Enerji, işlenmemiş gıda, alkollü içecek ve tütün hariç enflasyonun 2024 sonunda manşet enflasyona paralel %45'e düşeceğini tahmin ediyoruz. İşlenmemiş gıda yıllık enflasyonunun 2023'teki %91'den %40'lara düşeceğini, alkollü içecek ve tütün grubunda ise yıllık enflasyonun geçmiş enflasyona bağlı vergi artışları nedeniyle %55 ile daha yüksek olacağını öngörüyoruz.

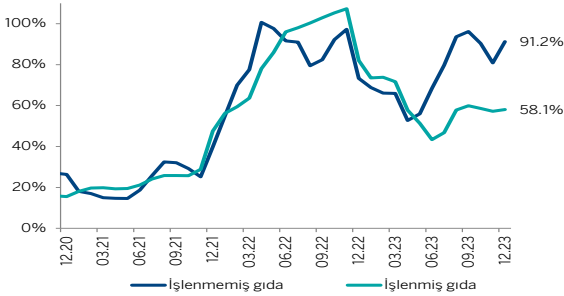
TÜFE ve ÜFE Yıllık Enflasyon



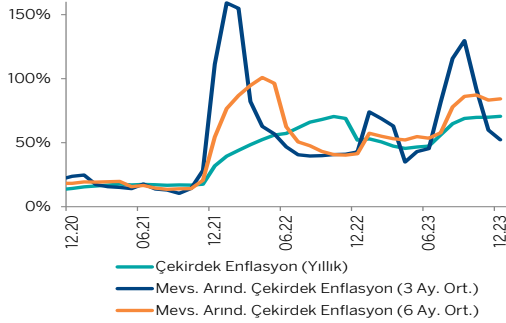
Mal ve Hizmet Enflasyonu



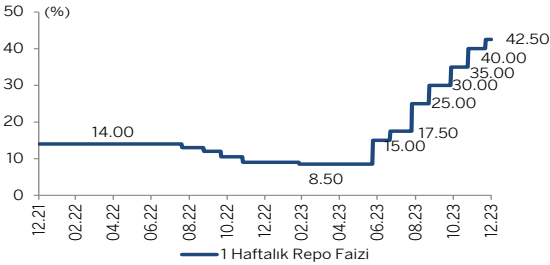
Gıda Yıllık Enflasyonu



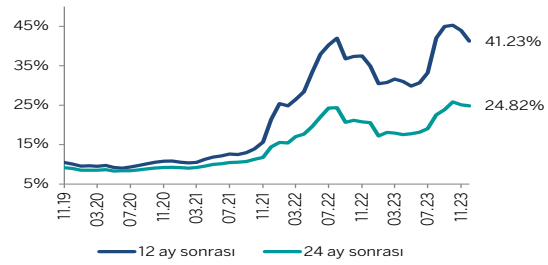
Çekirdek Enflasyon



TCMB Politika Faizi



Enflasyon Beklentileri (Piyasa Katılımcıları Anketi)



Kaynak: TCMB, TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Büyüme kompozisyonunda değişim

2023 yılının ikinci yarısında değişen ekonomi politikalarının etkisiyle büyüme kompozisyonunda da farklılaşma başladı. Bu dönemde büyümeye iç talebin pozitif, dış talebin ise negatif katkısı azaldı. Eğilimdeki bu değişime rağmen yıl genelinde iç talebin büyümeyi yaklaşık 8 puan pozitif yukarı ittiğini, dış talebin ise yaklaşık 3.5 puan aşağı çektiğini, 2023 GSYH büyüme oranının %4.5 olduğunu tahmin ediyoruz. 2023 yılında ekonomik büyümede iç tüketim ana kaynak olurken, iç-dış talep dengesi de sağlamadı.

2024 yılı GSYH büyüme tahminimiz %3.5. Tahminimiz 2023 yılına göre büyüme hızında yavaşlamaya işaret etse de büyüme dinamikleri açısından Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir büyüme patikasına döneceği öngörüsünü içeriyor. Sıkılaştıran para politikası, iç tüketimi zayıflatmayı hedefleyen makro ihtiyati tedbirler, normalleşen enflasyon ve iyileşen enflasyon beklentilerinin katkısıyla özel tüketimin

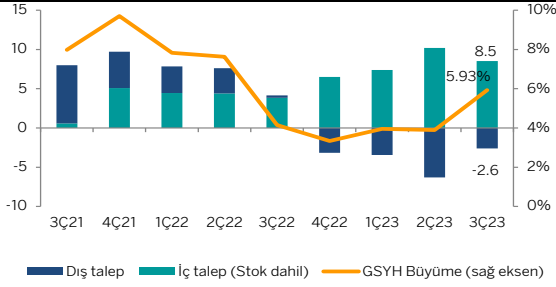
2023 yılına göre belirgin yavaşlamasını, ancak pozitif katkı vermeye devam etmesini bekliyoruz. Kamu tüketimi ve yatırımlar da büyümeye katkı vermeyi sürdürecektir. Tahminimize göre, iç talep büyümeyi yaklaşık 3.0 puan yukarı itecek. 2023 yılında reel olarak daralan ihracatın 2024'te tekrar büyüme patikasına döneceğini tahmin ediyoruz. Zayıflayan özel tüketimin etkisiyle ithalat ise ivme kaybedecek. Böylece dış talebin 0.5 puan ile sınırlı da olsa büyümeye pozitif katkı sağlamasını bekliyoruz.

Büyüme kompozisyonundaki değişim, 2023 yılı son aylarında başlayan cari işlemler açığındaki daralma sürecinin 2024 yılında da devam etmesini sağlayacak. Özel tüketim eğiliminin zayıflaması ve enerji ithalatının yukarı yönlü baskı yapmaması ithalat artışını sınırlayacak. İhracat artışının ithalatın üstünde kalmasının desteği ile dış ticaret açığının 3-4 milyar ABD\$ azalacağını tahmin ediyoruz. Özellikle turizm ve seyahat gelirlerinin destek olmaya devam edeceğini öngördüğümüz 2024 yılında cari işlemler açığının 35-37 milyar ABD\$ aralığında gerçekleşmesini bekliyoruz. Böylece cari işlemler açığının GSYH'a oranı yaklaşık 1 puan düşüşle %3-3.5 olacak.

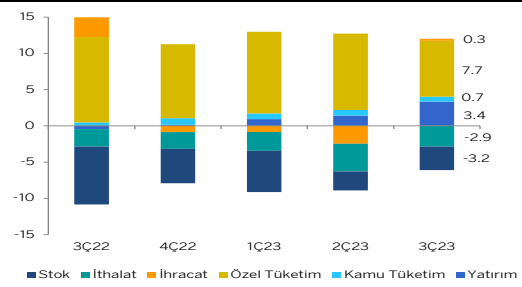
Cari işlemler açığının finansmanı tarafında geçtiğimiz yıllarda yurtdışı yerleşik oranının belirgin düştüğü portföy yatırımlarındaki artışın katkı sağlamasını bekliyoruz. Para politikasındaki sıkılaşma sonrasında özellikle Türk Lirası kamu tahvillerine yönelen ilginin 2024 yılı genelinde de devam etmesini bekliyoruz. Ülke risk priminin gerilemesiyle birlikte yurtdışı borçlanma kanallarının daha etkin kullanılmaya başlanması ve küresel bazda faizlerin düşüş eğilimine girmesi, 2024 yılında borçlanma maliyetinin azalarak borçlanmanın finansman içindeki ağırlığının artmasına neden olabilir. Kamu Eurobond tahvil ihraçlarının yanı sıra, banka ve şirket borçlanma imkanlarının da kullanılacağını öngörüyoruz. 2023 yılında tarihsel ortalamasının altında gerçekleşen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ise kademeli olarak artış eğilimine gireceğini tahmin ediyoruz.

2024 yılında cari işlemler açığı ve dış borç ödemelerinin üstünde gerçekleşmesini tahmin ettiğimiz sermaye girişlerinin TCMB'nin brüt ve net uluslararası rezervlerini artırıcı katkı yapmasını bekliyoruz. TCMB'nin resmi söylemlerine göre, rezerv seviyesinin yükseltilmesi politika öncelikleri arasında bulunuyor. Bu nedenle sermaye girişlerinin cari işlemler açığının üstünde olduğu dönemlerde TCMB rezervlerinde de artışın belirginleşmesi beklenir.

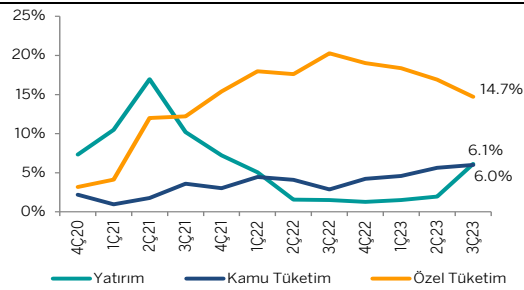
Büyüme Bileşenleri



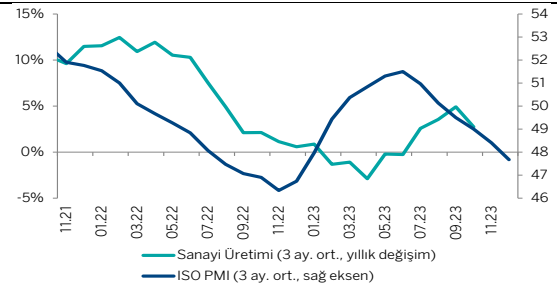
Büyüme Bileşenleri



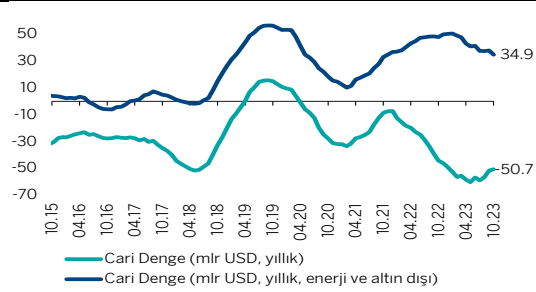
Büyüme Bileşenleri (4Ç ort. yıllık değişim)



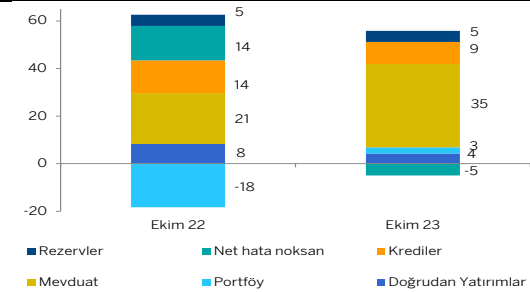
Büyüme Göstergeleri



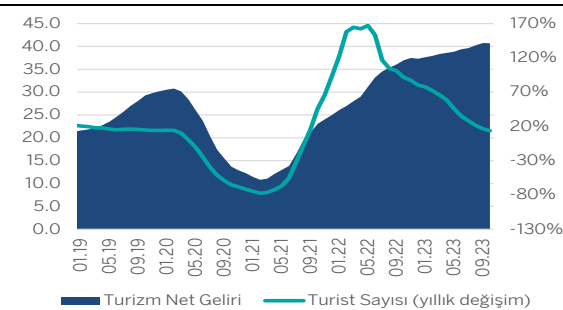
Cari İşlemler Dengesi



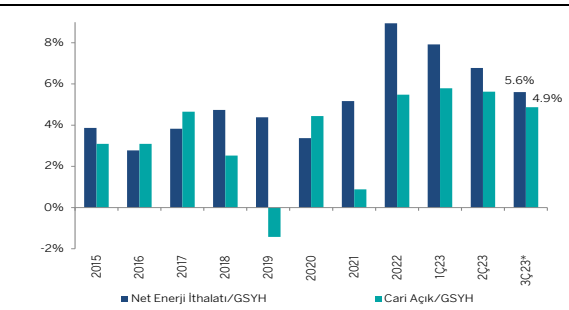
Cari İşlemler Finansmanı (12 aylık- milyar ABD\$)



Turist Sayısı & Turizm Gelirleri (milyar ABD\$)



Cari İşlemler Dengesi (12 aylık)



Kaynak: TCMB, TÜİK, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Bütçe açığında belirgin, kamu borcunda sınırlı artış

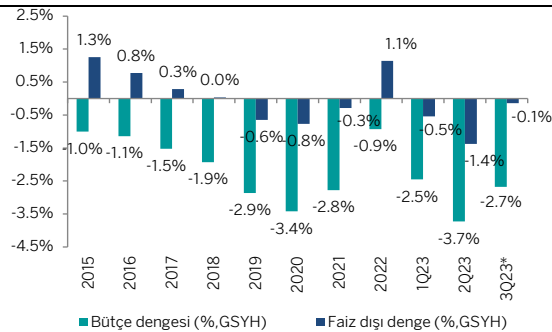
2024 genelinde kamunun büyümeye verdiği desteğin devam etmesini bekliyoruz. Özellikle Şubat 2023'te gerçekleşen deprem felaketi sonrasında sosyal yardımların yanı sıra altyapı ve konut gibi yatırım harcamaları da arttı. 2023 yılında bütçe performansındaki kötüleşmeyi, yılın ikinci yarısında vergi oranlarında yapılan artış sınırladı. 2023 tüm yıl bütçe verileri 15 Ocak'ta açıklanacak. Ocak-Kasım gerçekleşmesi, bütçe açığının milli gelire oranının Orta Vadeli Program (OVP)'da açıklanan tahmin olan %6.5'in belirgin altında kalacağına işaret ediyor. 2023 yılında olduğu gibi 2024 yılında da deprem harcamalarının bütçe performansında önemli bir etkisi olacak. 2023 yılında bütçeye yansımayan harcamaların da etkisiyle 2024 yılında merkezi bütçe açık/GSYH oranının OVP'ye paralel %6.5'e genişleyeceğini tahmin ediyoruz.

2024 yılında bütçe açığının finansmanında Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 2023 yılında olduğu gibi yüklü borçlanmaya devam etmesi katkı sağlayacak. Bakanlığın projeksiyonuna göre 2024 yılında iç borç çevirme oranı %136 olacak. 2024 yılında Bakanlığın toplam borç servisi yıllık %87 artışla 2,213 milyar TL olacak. Toplam borç servisinin %71'i iç borç servisi olurken, iç borç faiz ödemesi anapara ödemesinin 8.4 milyar TL üstünde hesaplandı. 2024 yılında faiz ödemesiyle birlikte yaklaşık 18 milyar ABD\$ dış borç ödemesi hesaplanırken, uluslararası piyasalardan 10 milyar ABD\$ borçlanma yapılması öngörülüyor.

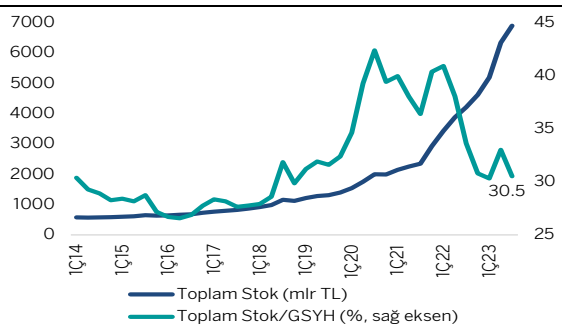
Bakanlık, 2023 yılsonunu güçlü nakit pozisyonla tamamladı. 2023 yılsonunda Bakanlık'ın TCMB'deki hesaplarında 494 milyar Türk Lirası, 9.5 milyar ABD\$'ı olmak üzere toplam 770 milyar Türk Lirası bulunuyor. Birleşik Arap Emirlikleri'nin deprem tahvili ve ihracat kredisi olarak toplamda 11.5 milyar USD finansman sağlayacağı açıklanmıştı. Söz konusu finansman desteğinin bir kısmının 2024 yılında sağlanması durumunda Bakanlık'ın diğer borçlanma kanallarını kullanımı azalabilir.

2023 ve 2024 yıllarında merkezi bütçe performansında kötüleşme olsa da kamu borç oranının mevcut düşük seviyesi ve ekonomik büyüme eğiliminin devam etmesinin katkısıyla sınırlı artış bekliyoruz. 2022 yıl sonunda %32.6 olan AB tanımlı kamu borç stoku/GSYH oranı için 2024 yılsonu tahminimiz %35.3.

Bütçe Dengesi/GSYH (12 aylık)



AB Tanımlı Kamu Borç Stoku



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

2024 senaryo riski; sınırlı kalan enflasyonla para politikasında değişiklik

2024 tahminlerimizi yukarıda paylaştık. Söz konusu tahminleri analizlerimizde baz alsak da 2024 yılı için tahminlerimiz üstünde bazı riskler olduğunu düşünüyoruz. 2024 yılsonunda TÜFE manşet enflasyon tahminimiz %45. Ancak son aylarda açıklanan beklenti altı enflasyon verisini ve küresel bazda düşük kalacağı öngörülen maliyet baskısını dikkate alarak risklerin aşağı yönlü olduğunu düşünüyoruz. TCMB'nin para politikasında mevcut sıkı duruşu, kamu kaynaklı fiyatlarda sınırlı artış, enflasyon beklentilerinin TCMB tahminlerine yakınsaması, iç talepte beklentimizin üstünde zayıflama, yurtdışından hızlı sermaye girişi gibi faktörler, 2024 yılında yıllık TÜFE enflasyonunda tepe seviyenin ve yılsonu enflasyonunun tahminimizin altında kalmasına neden olabilir. İç talebin zayıf seyri, 2024 yılı büyüme tahmini üstünde de aşağı yönlü risk anlamına geliyor. Bu görünüm altında TCMB'nin enflasyonu kontrol altına almayı başarmasıyla birlikte 2024 yılsonuna doğru politika faizinde indirim de gündeme gelebilir. Önümüzdeki dönemde veri akışı, kamu politikaları, sermaye girişi gibi faktörleri değerlendirmemiz sonrasında 2024 yılı içinde resmi tahminlerimizde güncelleme ihtiyacı oluşabilir.

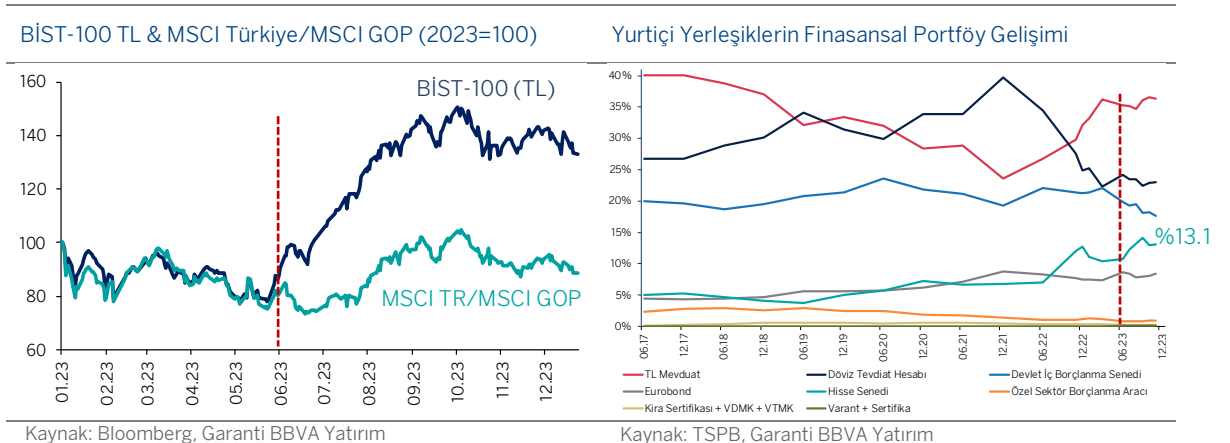
	Garanti BBVA Tahmin			
	2022	2023	2024	2025
TÜFE Enflasyonu (yıl sonu)	64.3%	64.8%	45.0%	28.0%
GSYH Büyüme	5.5%	4.5%*	3.5%	3.5%
GSYH (mlr, TRY)	15,012	25,312*	40,915	57,410
GSYH (mlr, ABD\$)	906	1,063*	1,115	1,273
Kişi Başı GSYH (ABD\$)	10,659	12,297*	12,755	14,403
TCMB 1 haftalık repo faiz oranı (yıl sonu)	9.0%	42.5%	45.0%	32.0%
TCMB 1 haftalık repo faiz oranı (ortalama)	12.7%	18.9%	45.0%	39.4%
USDTRY (yıl sonu)	18.7	29.4	42.0	47.5
USDTRY (ortalama)	16.6	23.7	36.5	45.0
EUROTRY (yıl sonu)	19.9	32.7	47.2	56.0
EUROTRY (ortalama)	17.4	25.7	40.1	51.9
Cari İşlemler Dengesi (mlr, ABD\$)	-49.1	-47.1*	-36.4	-37.4
Cari İşlemler Dengesi/GSYH (%)	-5.4%	-4.4%*	-3.3%	-2.9%
AB Tanımlı Kamu Borç Stoku/GSYH	32.6%	33.1%*	35.3%	34.1%
MY Bütçe Faiz Dışı Denge/GSYH	1.1%	-3.0%*	-2.9%	0.2%
MY Bütçe Denge/GSYH	-0.9%	-5.5%*	-6.5%	-3.6%

Kaynak: TCMB, TÜİK, Hazine ve Maliye Bakanlığı, *Garanti BBVA tahmin, MY: merkezi yönetim

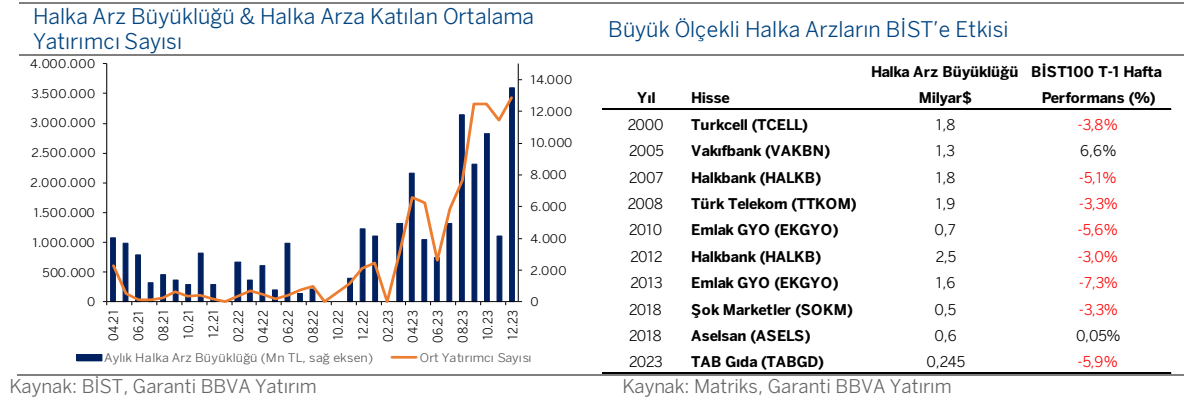
BİST STRATEJİ

Portföyünde hisse senedi ağırlığı son yıllarda artan yerli yatırımcı davranışlarının, 2023 yılında olduğu gibi 2024 yılında da belirleyici olmasını bekliyoruz. Bununla birlikte BİST'te son yıllarda etkisini daha sınırlı hissettiğimiz değerleme bazında iskonto kavramı, yabancı yatırımcı ilgisinin yeniden toparlandığı ortamda yeni yılda daha fazla anlam kazanabilir. Negatif reel faizden pozitif reel faiz dönemine ilerlendiği süreçte denge arayışları, kısa vadede dalgalanma faktörü olarak ön planda. "Risk" kelimesinin çıkış noktalarından biri İtalyanca'da "risicare" cüret etmek, tercih etmek anlamı taşıyor. Kısa vadede baskı yaratabilecek faktörlere karşın küresel risk iştahında kayda değer bir bozulma olmadığı ortamda, yurt içinde mevcut para politikaları etkisiyle artan şeffaflık, öngörülebilirlik, düşen risk primi perspektifinde olumlu kredi notu aksiyonları beklentilerinin, olası geri çekilmelerde BİST'i cazip bir yatırım tercihi haline getirmesini bekleriz.

- **2023 yılında iki perdeli performanslar...** Küresel tarafta düşük seyreden risk iştahı ve gelişmekte olan piyasalar üzerinde yarattığı baskı, yurt içinde 10 şehrimizi etkileyen deprem gelişmesi ve seçim süreci, yılın ilk yarısında BİST açısından zayıf performansa neden oldu. Yılın ikinci yarısında ise seçim sonrası sadeleşen makroihtiyadi çerçeve ile artan şeffaflık, öngörülebilirlik ve düşen risk primi paralelinde görece güçlenen Türk hisse senedi performansı görmekteyiz. 2023 yılı ilk yarısında BİST-100 endeksi TL bazında %4, 2023 yılı tamamlanırken %35 prime ulaştı. ABD\$ bazında MSCI Türkiye endeksi yılın ilk yarısında MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksine görece %24, yılın ikinci yarısındaki toparlanma ile 2023 yılı genelinde ise %15 zayıf performans sergiledi. Yıl içinde endeks performanslarında oluşan iki farklı temayı, yurtiçi yerleşiklerin finansal varlık dağılımı içerisindeki hisse senedi oranında da görmekteyiz. Rekorlar yılı olarak değerlendirdiğimiz 2022 yılını yerli yatırımcılar portföylerinde hisse senedi ağırlığını %12.7 ile tamamlamıştı. 2023 yılı ilk yarısında oynaklığa sebep olan başlıkların etkisiyle aynı oran %10.8'e gerilemesinin ardından Kasım ayı sonunda ise %13.1 seviyesine yükseldi.

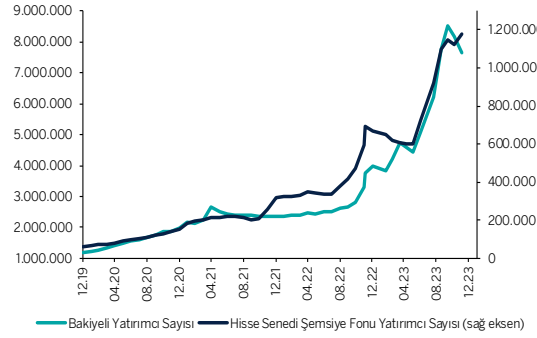


- **Borsa İstanbul'a yönelimde halka arz etkisi.** 2023 yılında dünyada gerçekleşen halka arz sayısı 1,298 ile bir önceki yıla göre %8, halka arz büyüklüğü ise 123,2 milyar ABD\$ ile %33 geriledi. Global tarafta gerçekleşen halka arzların bir önceki yıla göre azaldığı 2023 yılında, Borsa İstanbul'da gerçekleşen toplam halka arz sayısı 54 ile önceki yıla göre %35 artmış, toplam halka arz büyüklüğü %175 yükselişle 3.2 milyar ABD\$ olarak gerçekleşmiştir. Halka arzlara katılımında ortalama yatırımcı sayısı 2022 yılında 171 bin seviyesindeyken, 2023 yılında aynı sayı 1.8 milyon seviyesine yükselmiştir. Halka arza katılımın artması yatırımcı tabanını genişletirken, halka arz büyüklüklerinin de yükseliş eğiliminde olması hisse piyasasında kısa vadeli dalgalanmalara neden oldu. **Eylül ayında yayınlanan Orta Vadeli Plan'da (OVP) halka arzların desteklenmesi konusunun yer aldığını belirtelim. Bu paralelde halka arz faktörünün, 2024 yılında da BİST'i etkileyecek başlıklar arasında olmasını bekleriz. Öte yandan görece büyük ölçekli halka arzların gündeme gelmesi BİST'te genel görünümde değişikliğe neden olmasa da, kısa vadeli dalgalanma sebebi olabilir.**



- **2020 yılında başlayan yatırımcı profili değişimi, halka arzlar ve alternatif piyasalardaki gelişmelerle şekilleniyor.** 2022 yılında düşen faizler ve alternatif piyasalardaki zayıflık paralelinde artan getiri arayışı, aracı kurumlarda açılan bakiyeli hesap sayısında %44, hisse senedi şemsiye fonlarında %100 oranında artış olarak yansımıştı. 2023 yılında BİST'e özellikle seçim sonrası artan ilgi ve halka arz etkisi yıllık bazda aracı kurumlarda açılan bakiyeli hesap sayısında %103, hisse senedi şemsiye fonlarında %69 oranında artışa katkı sağladı. Alternatif piyasalarda faize bağlı gelişmelerle birlikte yeni hisse arzları (sermaye arttırmaları, halka arzlar) Eylül ayından itibaren yatırımcı sayısında ivme kaybı yaratmıştır. Bu dönemde bakiyeli yerli yatırımcı sayısı 8.5 milyon seviyesinden 7.6 milyon seviyesine gerilemiştir. 2023 yıl sonu itibariyle 10.000.001 TL üstü portföy dilimindeki yerli yatırımcı hesap sayısı 15.371 ile toplam yerli yatırımcı sayısının %0.2'sini, toplam yerli yatırımcı hisse portföy büyüklüğünün en yüksek ağırlığı olan %79.81'ini oluşturmaktadır.

Bakiyeli Yatırımcı Sayısı & Hisse Senedi Şemsiye Fon Yatırımcı Sayısı



Kaynak: MKK,TEFAS, Garanti BBVA Yatırım

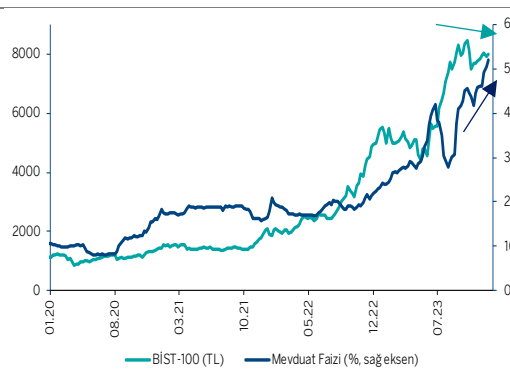
Portföy Dilimi Bazında Yerli Yatırımcı Dağılımı

Yerli Yatırımcı Portföy Aralığı	Yatırımcı Sayısı Hesap Sayısı	Pay	Portföy Büyüklüğünde Pay 2022	Portföy Büyüklüğünde Pay 2023
0-1	49.299	0,6%	0,00%	0,00%
2-100	531.501	7,0%	0,00%	0,00%
101-1.000	1.111.963	14,5%	0,01%	0,01%
1.001-5.000	1.811.891	23,7%	0,08%	0,11%
5.001-10.000	768.483	10,1%	0,10%	0,13%
10.001-20.000	717.610	9,4%	0,24%	0,25%
20.001-50.000	839.585	11,0%	0,79%	0,66%
50.001-100.000	558.886	7,3%	1,29%	0,96%
100.001-250.000	580.791	7,6%	3,17%	2,23%
250.001-500.000	301.665	3,9%	3,79%	2,56%
500.001-1.000.000	185.561	2,4%	4,76%	3,12%
1.000.001-5.000.000	154.538	2,0%		7,39%
5.000.001-10.000.000	16.723	0,2%	85,76%	2,77%
10.000.001 - +	15.371	0,2%		79,81%

Kaynak: MKK, Garanti BBVA Yatırım

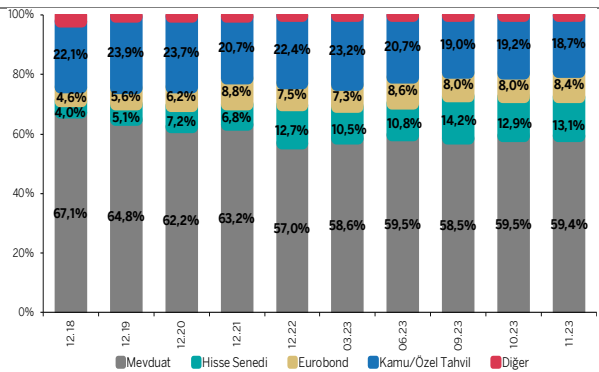
- **Yerli yatırımcı tercihleri BİST'te etkisini sürdürüyor.** Pandemi dönemi öncesinde yerli yatırımcıların portföylerinde %65'e yakın mevduat ağırlığına karşın %5.6'lık hisse senedi ağırlığı bulunuyordu. Son iki yılda getiri arayışlarında hisse senedi piyasasının öne çıkan bir seçenek haline gelmesiyle hisse senedi ağırlığı portföylerde çift haneli seviyelere ulaştı. Öte yandan Ağustos ayı sonrasında mevduat faizlerinde %40 seviyesinin aşılması ve bu eğilimin kredi faizlerine yansması yatırımcı tercihlerinde ve BİST trendi üzerinde etkili olmuştur. **Aralık 2023 itibariyle BİST'te yaklaşık %73 ağırlığa sahip yerli yatırımcı tercihlerinin, 2024 yılında Borsa İstanbul'da fiyatlamaları etkileyen öncelikli faktörler arasında yer almaya devam edeceğini öngörmekteyiz.**

Ortalama Mevduat Faizi & BİST-100



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

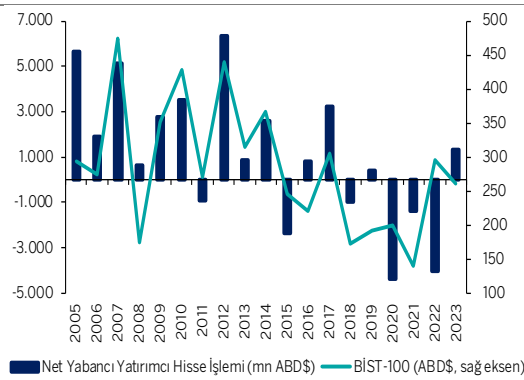
Yurtiçi Yerleşikler Portföy Dağılımı



Kaynak: TSPB, Garanti BBVA Yatırım

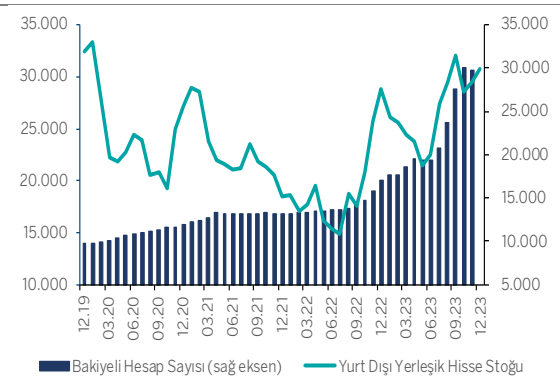
- **Yabancı yatırımcı ilgisi artış eğiliminde.** Yurt dışı yerleşiklerin 2013 yılında hisse senedi stoku en yüksek seviye olan 82 milyar ABD\$ seviyesine ulaşmış, 2020-2023 yılları arasında nette satış tarafında yer almışlardır. Sıkı para politikaları ile artan öngörülebilirlik ve azalan risk primi yabancı yatırımcı ilgisini artırmış durumda. Yabancı yatırımcı hisse stoku 31 milyar ABD\$ pandemi dönemi öncesi seviyelerine dönerken, bakiyeli yabancı yatırımcı hesap sayısında tarihi yüksek seviyelere ulaşıldı. Bakiyeli yabancı yatırımcı hesap sayısı 30 bin ile geçtiğimiz yıla göre %74'lük artış kaydetmiştir.

BİST-100 (ABD\$) & Yabancı Yatırımcı İşlemleri (Yıllık)



Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

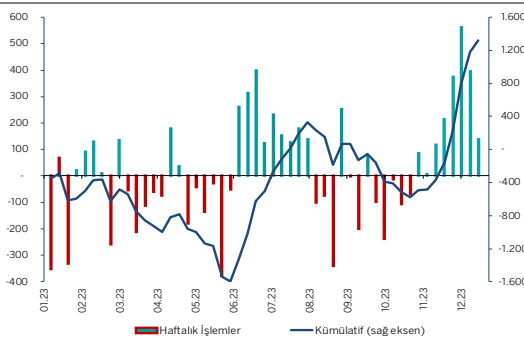
Yabancı Yatırımcı Hisse Stoku & Yabancı Yatırımcı Sayısı



Kaynak: TCMB, MKK, Garanti BBVA Yatırım

- **BİST'te yabancı yatırımcı oranı tarihi düşük seviyeden toparlanıyor.** Yurt içinde yabancı yatırımcı ilgisini arttıran başlıkların yanı sıra ve artan küresel risk iştahının etkisiyle 2023 yılında yabancı yatırımcılar nette 1.3 milyar ABD\$'lık alış gerçekleştirdiler. Seçim sonrasında BİST'te yabancı yatırımcıların nette 1.9 milyar ABD\$'lık hisse alışını görüyoruz. Benzer şekilde BİST'te 2023 yılında ~%23 ile tarihi düşük seviyeyi test etmiş yabancı yatırımcı oranında* toparlanma görüyoruz. Fiili dolaşım paylarını baz alarak oluşturduğumuz yabancı yatırımcı oranı 30 Aralık itibarıyla %27.2 ile yılın en yüksek seviyelerine yakın. Düzeltilmiş olarak izlediğimiz yabancı yatırımcı oranının son 5 yıllık ortalamasının %39 seviyesinde bulunduğunu belirtelim. Yurt dışında küresel risk iştahı eğilimleri, yurt içinde ise öngörülebilirlik şartlarının korunduğu ortamda yabancı ilgisinde kademeli artışın devamını beklemekteyiz.

Yabancı Yatırımcı Hisse İşlemleri (mln ABD\$, 2023)



Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

BİST'te Yabancı Yatırımcı Oranı*

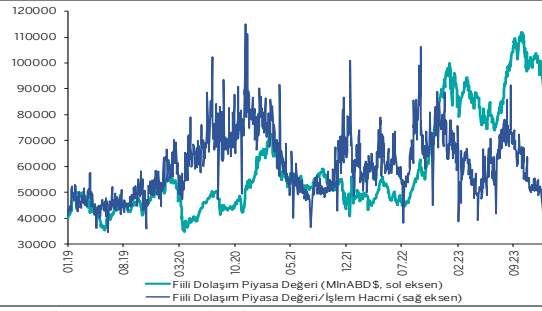


Kaynak: MKK, Matriks, Garanti BBVA Yatırım

*Yabancı yatırımcı oranı QNBFB, GARAN, QNBFL, TBORG, BANVT hisselerindeki fiili dolaşım payları bazında düzeltilmiştir.

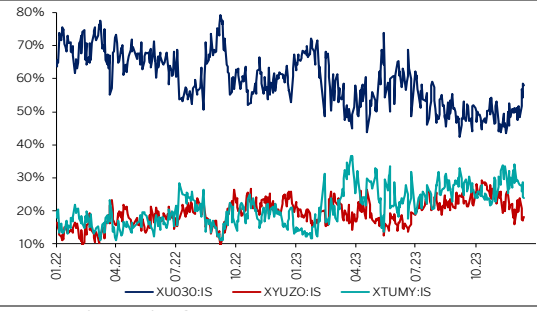
- **Yatırımcı davranışlarındaki değişim, hisse seçimi ve işlem hacmini etkiliyor.** Borsa İstanbul'da yerli yatırımcı etkisiyle oluşan yeniden değerlendirme süreciyle 2020 yılı sonrasında yatırımcı sayısı, endeksler ve işlem hacminde TL bazında rekorlar gördük. Artan yerli yatırımcı ilgisi ile fiili dolaşım piyasa değeri içinde toplam işlem hacmi oranı 2021 yılında %5.9, 2022 yılında %6.8 olarak gerçekleşmişti. 2023 yılı içinde en yüksek %11.6 oranına ulaşılırken, yılın ilk 8 ayında ortalama %6.2 seviyesinde oluştu. Eylül ayı ile birlikte hisse senedi piyasasına yönelik artan kısa vadeli risklerle son 4 ayda fiili dolaşım piyasa değeri içinde toplam işlem hacmi oranı %5.2 olarak gerçekleşmiş, 2023 yılı ortalaması ise %5.8'e gerilemiştir. Özellikle yerli yatırımcı davranışlarını etkileyen yükselen kredi ve mevduat faizlerinin yanı sıra halka açık şirketlerde büyük ortakların hisse satışı ve halka arzlar hacim tarafında baskıya neden oldu. Belirttiğimiz faktörlerle toplam işlem hacmi içinde BİST-30 hisselerinin ağırlığının, 2023 yılı son dört ayında arttığını görmekteyiz. **Ekonomide dengelenme sürecinin sonuçlarından biri olarak değerlendirdiğimiz bu eğilimlerin ve yabancı yatırımcı ilgisindeki toparlanmanın, 2024 yılında endekslerde yer alacak şirketlerden, hisse portföyü tercihlerine kadar birçok alanda belirleyici olacağını öngörmekteyiz.**

BİST İşlem Hacmi / Fiili Dolaşım Piyasa Değeri



Kaynak: Rasyonet, Matriks, Garanti BBVA Yatırım

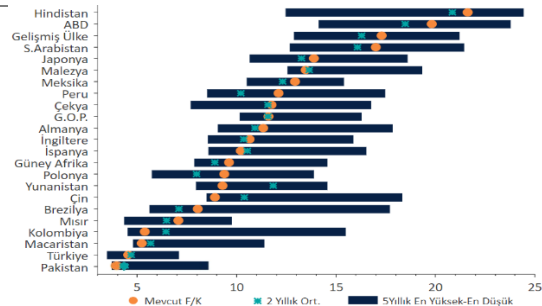
BİST İşlem Hacmi Kırılımı



Kaynak: Matriks, Garanti BBVA Yatırım

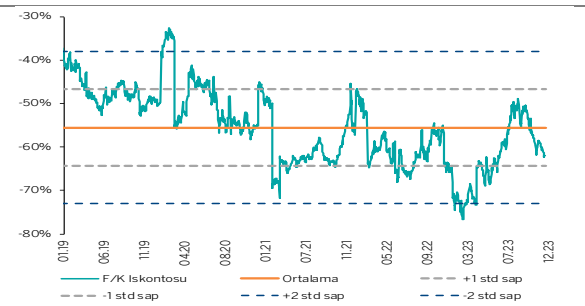
- **Normalleşme sürecinin iskonto faktörünü daha fazla ön plana çıkarmasını bekliyoruz.** Türk hisse piyasası 4.8x F/K çarpanı ile MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksinde görece %67 iskonto ile işlem görmektedir. Son 5 yılda MSCI Türkiye endeksi, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksinde %55 iskontoyla işlem görmüştür. Küresel risk iştahı tarafında gelişen piyasalara yönelik eğilimin sürdüğü, lokal tarafta 2023 yılı ikinci yarısında başlayan sıkı para politikasının korunduğu ve bu sürecin kredi notu açısından olumlu potansiyel barındırdığı ortamda, **gelişen ülkelere görece devam eden iskontonun 2024 yılında yerli ve yabancı yatırımcılar açısından cazip bir görünüm oluşturabileceğini düşünüyoruz.**

Seçilmiş Ülke F/K Çarpanları



Kaynak: LSEG, Garanti BBVA Yatırım

MSCI Türkiye/MSCI GOP F/K



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

- **Kredi notu aksiyonları yılın beklenti fiyatlamaları arasında yer alabilir.** Seçim sonrasında ekonomi yönetimindeki değişimi takiben sıkı para politikalarıyla daha rasyonel bir makro zemine geçiş, Türkiye'nin ekonomik dinamiklerinde dengelenme sürecini başlatmış durumda. Daha dengeli büyümenin ve kalıcı dezenflasyon sürecini hedef alan politikalar, şeffaflık ve artan öngörülebilirlik, ülke risk primini düşürmüştür. Bu paralelde yılın 3.çeyreğinden itibaren kredi not görünümünde olumlu gelişmeler yaşanırken, BİST'e de olumlu yansımalarını gördük. 2024 yılına yönelik öngördüğümüz makroekonomik temada kayda değer bir değişim olmadığı takdirde gerek ülke kredi not görünümünde, gerekse de Mayıs 2013'ten yukarı revizyonun yaşanmamış kredi notu açısından olumlu beklentinin gündemde kalması beklenebilir. **Kredi derecelendirme kuruluşlarının aksiyonlarına yönelik olarak özellikle kredi not artırımlarına ilişkin beklentilerin, BİST açısından fiyatlama noktasında önem taşıdığını görmekteyiz.**

Kredi Not Görünümü Yukarı Revizyonlar & BİST-100 Etkisi					Kredi Not Artırımları & BİST-100 Etkisi				
	Kurum	Değişim	T+1 Gün	T+5 Gün		Kurum	Değişim	T-1 Ay	T+1 Hafta
31.07.2008	S&P	Negatif -> Durağan	1,8%	-1,4%	09.02.2004	Fitch	B -> B+	-11,5%	9,5%
17.09.2009	S&P	Negatif -> Durağan	0,4%	1,8%	13.01.2005	Fitch	B+ -> BB-	12,1%	1,6%
18.09.2009	Moody's	Durağan -> Pozitif	0,8%	2,5%	03.12.2009	Fitch	BB- -> BB+	7,2%	-0,2%
27.10.2009	Fitch	Durağan -> Pozitif	-3,0%	-8,1%	14.12.2005	Moody's	B1 -> Ba3	10,8%	0,9%
05.10.2010	Moody's	Durağan -> Pozitif	0,8%	4,0%	17.08.2004	S&P	B+ -> BB-	1,6%	1,0%
24.11.2010	Fitch	Durağan -> Pozitif	-0,1%	-1,6%	08.01.2010	Moody's	Ba3 -> Ba2	10,5%	-0,5%
06.05.2016	S&P	Negatif -> Durağan	0,8%	-0,7%	19.02.2010	S&P	BB- -> BB	-3,4%	-4,0%
01.11.2019	Fitch	Negatif -> Durağan	1,6%	4,7%	20.06.2012	Moody's	Ba2 -> Ba1	4,3%	%2.3
19.02.2021	Fitch	Negatif -> Durağan	-0,6%	-5,7%	05.12.2012	Fitch	BB+ -> BBB-	4,5%	%1.2
30.09.2022	S&P	Negatif -> Durağan	6,7%	12,2%	27.03.2013	S&P	BB -> BB+	7,7%	-2,6%
29.09.2023	S&P	Negatif -> Durağan	1,8%	1,6%	16.05.2013	Moody's	Ba1 -> Baa3	8,5%	-1,6%
30.11.2023	S&P	Durağan -> Pozitif	0,9%	0,3%					
	Ortalama		1,0%	0,8%		Ortalama		4,8%	0,5%

Kaynak: S&P, Fitch, Moody's, LSEG, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: S&P, Fitch, Moody's, LSEG, Garanti BBVA Yatırım

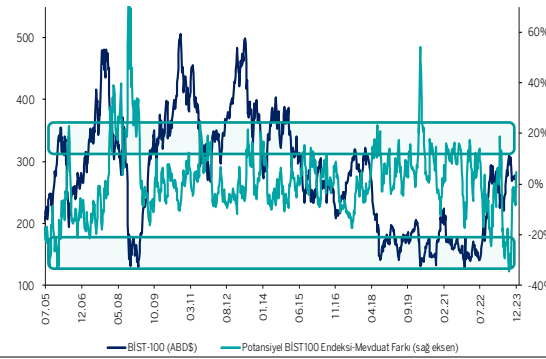
- **2024 yılına ilişkin olası risk ve getirilerin, dengeli ve seçici tercihlerin önemini arttırdığı bir yıla başlarken fiyatlamalar açısından öne çıkardığımız senaryolar :**

- Yerli yatırımcı davranış şeklinin BİST performansında belirleyici olmayı sürdürmesini ve 2022 yılına görece dalgalı olmasını beklediğimiz 2023 yılı için BİST-100 endeksinde 4,500-7,500 aralığında hareketlilik öngörmüştük. Raporumuz içinde paylaştığımız, yıl boyunca global ve lokal risk iştahı şekillendiren faktörler ile BİST-100 endeksi 2023 yılını TL bazında %35 getiri, ABD\$ bazında %14 kayıpla tamamlarken, 4,300-8,500 aralığında dalgalandı.
- 2024 yılında "i)Global tarafta merkez bankalarının sert iniş senaryolarına neden olmadan enflasyonu kontrol etme aksiyonları, ii)Önde gelen merkez bankalarının faiz indirim döngüsünün zamanlaması ve hızı, iii)Jeopolitik risklere ilişkin gelişmeler, iv)Dünyada ve Türkiye'de yıl içinde gerçekleşecek seçimler, v)Sıkı para politikalarının kredi/mevduat ve şirket karlılıklarına yansımaları, vi)Ortak satışları ve halka arzların büyüklükleri, zamanlamaları" gerek yerli, gerek yabancı yatırımcı davranışlarını ve BİST fiyatlamalarını etkilemesini beklediğimiz faktörlerdir.
- Takip edeceğimiz başlıklar risk ve getirilerin kol kola olduğu bir başka yıla işaret ediyor. Bu açıdan kısa vadede oynaklık yüksek seyredebilir. Bununla birlikte Kasım ayında yükselen küresel risk iştahında kayda değer bir bozulma olmadığı ortamda, yurt içinde mevcut para

politikaları etkisiyle artan şeffaflık, öngörülebilirlik, düşen risk primi perspektifinde olumlu kredi notu aksiyonları beklentileriyle olası geri çekilmelerin BİST'i cazip bir yatırım tercihi haline getirmesini bekleriz. Öte yandan ekonomide yaşanan dengelenme sürecinin etkileri ve toparlanma sürecindeki yabancı yatırımcı ilgisi, son iki yıldan farklı olarak Borsa İstanbul'da seçici tercihlerin öneminin artacağına işaret ediyor. Bunun bir diğer sonucunun BİST'te önümüzdeki çeyreklerde endeks değişimlerine de yansımaları olası bulmaktayız.

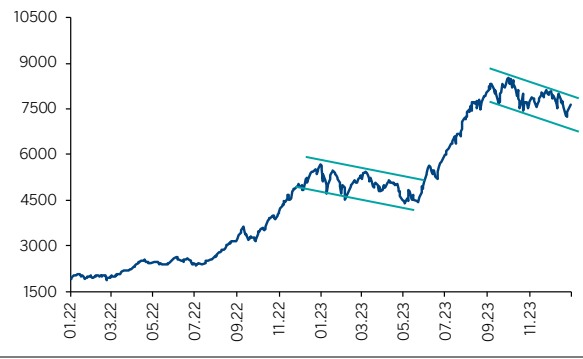
- Potansiyel BİST getirisi/Mevduat faizi farkının ~20 puan BİST lehine yaklaştığı dönemlerde hisse piyasasında getiri fırsatları oluştuğunu görüyoruz. Söz konusu farkın istisnası küresel krizlerin yaşandığı 2008 (+%72) ve 2020 (+%54) yıllarıdır. Araştırma departmanımızın 11,500 endeks çalışması perspektifinde ve %50-%55 mevduat faizi bazında, 7,350-7,600 bölgesi, mevcut mevduat faizi aralığı karşısında başa baş noktaya işaret ediyor. 6,950-6,600 aralığı ise mevduat faizi üzerinde ~20 puanlık getiri potansiyeline işaret ediyor. **Belirttiğimiz temel faktörler ile mevduat faizi ilişkisi perspektifinde 7,500-7,350 ve 6,950-6,600 bölgelerine yönelik geri çekilmelerin, sırasıyla 9,000-10,500-11,500 seviyelerine yönelik yükselişler adına kademeli alım fırsatı verebileceğini öngörmekteyiz.**

Konsensus BİST Getirisi/Mevduat Faizi



Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

BİST-100 (TL, Günlük)



Kaynak: LSEG, Garanti BBVA Yatırım

Yatırımcı Ajandası

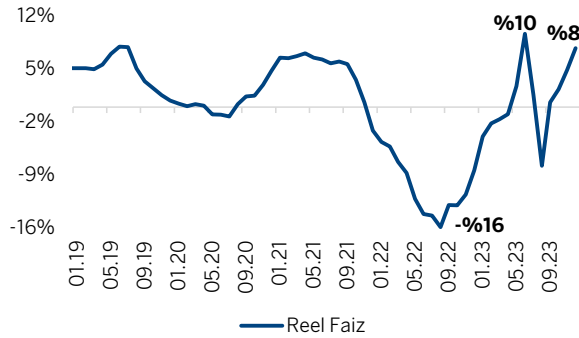
2024	Fed	ECB	BOJ	BOE	TCMB	TCMB Enflasyon Raporu	Moody's Türkiye Raporu	S&P Türkiye Raporu	Fitch Türkiye Raporu	MSCI Endeks Değişikliği Açıklaması	Seçimler
Ocak	31	25	23		25		12				
Şubat				1	22	8				12	
Mart	20	7	19	21	21				8		31.03 Türkiye Yerel Seçim
Nisan		11	26		25						
Mayıs	1			9	23	9		3		14	
Haziran	12	6	14	20	27						
Temmuz	31	18	31		25		19				
Ağustos				1	22	8				12	
Eylül	18	12	20	19	19				6		
Ekim		17	31		17	31					
Kasım	7			7	21			1		7	05.11 ABD Başkanlık Seçimi
Aralık	18	12	19	19	26						

Kaynak: TCMB, Bloomberg, LSEG, Garanti BBVA Yatırım

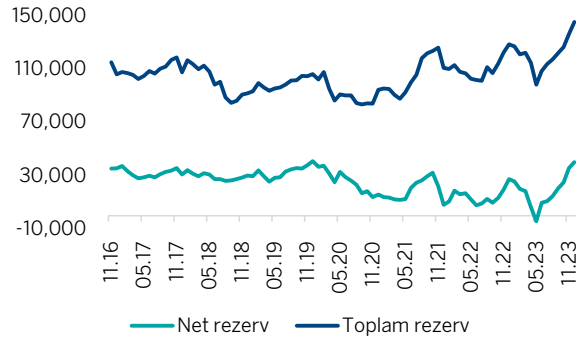
TÜRK LİRASI

Haziran ayından bu yana uygulanan ekonomi politikaları ve TCMB'nin parasal sıkılaştırma hamleleri neticesinde enflasyon beklentileri kontrol altında alınırken, TL varlıklara artan yabancı fon girişleri ile döviz rezervlerinde kuvvetlenme sürüyor. Bu ortam yurt içi yerleşiklerin döviz mevduat ve kur korumalı mevduat hesaplarından çıkarak TL mevduata geçişlerini hızlandırıyor. Hepsinin sonucu olarak da Türk Lirası'nda, gerçekleşen enflasyona göre daha düşük bir oranda değer kaybı trendi oluştuğunu görüyoruz. 2024 yılında bu trendin devam etmesini bekliyoruz. 2024 yıl sonu için TÜFE tahminimiz %45, USDTRY kur tahminimiz ise 2024 yıl sonu için 42 seviyesinde bulunuyor. Ancak kur tahminimizde mevcut ekonomik politikalar nedeniyle aşağı yönlü risk bulunuyor. Yani, TL'de nominal değer kaybının devamını beklessek de 2024 yılını TL'de reel değer artışı ile tamamlayacağımızı öngörüyoruz.

Beklenen Enflasyona Göre TL Reel Faiz*



TCMB Döviz Rezervleri – (Mn USD)



Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

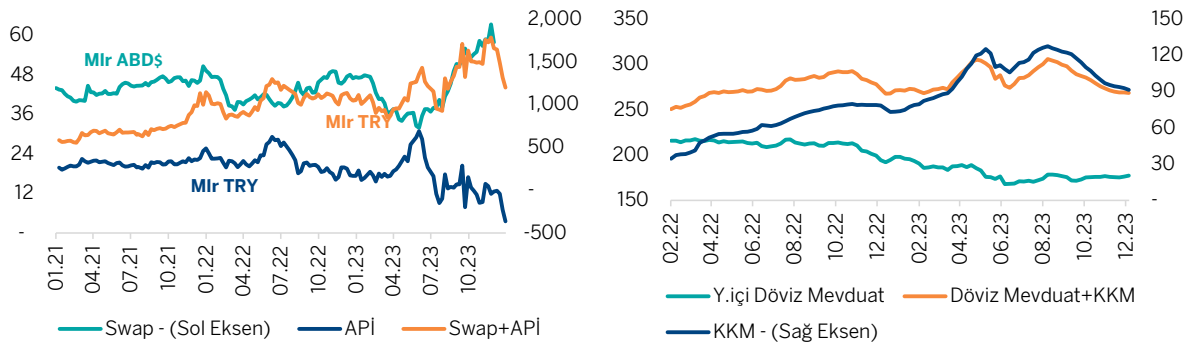
* 3 Aylık Mevduat Faizi ile TCMB piyasa katılımcıları beklentisi anketindeki 12 Aylık Enflasyon Beklentisine Göre hesaplanmıştır. Mevduat faizi stopajdan arındırılmıştır ve yıllık bileşik faiz hesaplanarak kullanılmıştır.

TCMB, Haziran ayında başladığı faiz artışlarına ek olarak seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma uygulamalarını da devreye soktu. Faiz artış ortamında swapların vadesinin haftalık repoya göre daha uzun olması ve swapla TL borçlanma maliyetinin API'deki fonlamaya kıyasla vadelerine göre 1-3 yüzde puan aşağıda bulunması gibi nedenler, bankaların swap yoluyla TL fonlama tercih etmelerini sağladı. Swapların bu avantajları ile bankaların ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti güncel politika faizinin altında kalıyor. Böylelikle Haziran başında TCMB'nin yerel bankalarla yaptığı swap hacmi 31,9mlrABD\$ iken 22 Aralık haftası itibarı ile 52,9mlrABD\$'na yükseldi. Swapla elde edilen TL fonlama yükselince 2 Haziran'da 689mlrTL olan API fonlaması Aralık'ta eksi 334mlrTL'ye kadar düştü.

2023 yılını %42.50 ile tamamlayan haftalık repo faizinin 2024 Ocak ayında %45'e yükseltileceğini ve yılı bu seviyede tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Bunun sonucunda bankalar swap yoluyla daha kısa vadeli borçlanmak isteyebilir. 2024 yılında TCMB'nin yerel bankalarla yaptığı swapların vadeleri kısalabilir veya hacmi azalabilir. Ancak bu sırada yabancı fon girişleri artabileceği için döviz rezervlerinin olumsuz etkilenmesini beklemiyoruz.

TCMB Fonlama Yapısı*

Yurt İçi Yerleşik Döviz Mevduat ve KKM – (Mlr ABD\$)



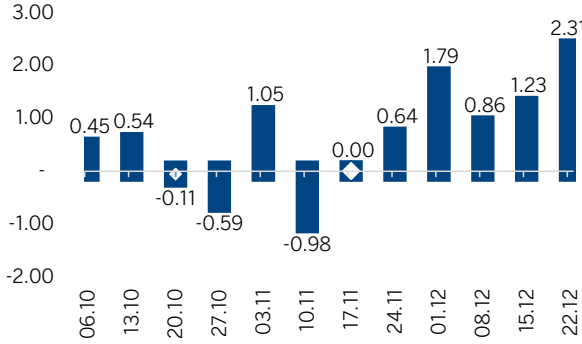
Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: TCMB, BDDK, Garanti BBVA Yatırım

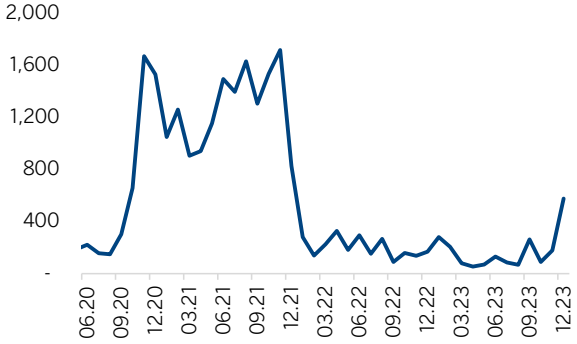
* SWAP+API hesaplamasında, swaplar ilgili tarihteki Bloomberg kuru ile TL bakiyeye çevrilmiştir.

TCMB döviz rezervlerini, swaplardaki artışın yanı sıra Ortodoks ekonomi politikalarına geçiş sonrasında TL varlıklara artan yabancı fon girişi de destekliyor. TL cinsi tahvillere (kesin alım, ters repo ve teminat) ve hisse piyasasına 2023 yılında net giriş 6,2mlrABD\$'nı buldu. Buna ek olarak Aralık ayında swap kanalı ile TL varlıklara olan döviz girişi tahminen 6,8mlrABD\$ seviyesinde bulunuyor. 2024 yılında yurt dışı bankalarla yapılan türev işlem (swap, forward, opsiyon) limitlerinin yeniden esnetilmesi gündeme gelirse bu kanaldan döviz girişleri yoğunlaşabilir. Ek olarak yurt içi yerleşiklerin döviz mevduatları sene başına göre yaklaşık 20mlrABD\$ azaldı ve kur korumalı mevduattan çıkan bakiye, döviz yerine büyük oranda TL mevduata geçti. Bu eğilimin devam etmesi durumunda 2024 yılında rezervlere katkı devam edebilir. Tüm bunlarla birlikte 2023 yılında olduğu gibi reeskont kredileri, ihracatçıların ihracat bedellerinin belirlenen kısmının bankalara satılması uygulaması ve OVP'ye göre 2024 tahmini 59,6mlrABD\$ olan turizm gelirleri döviz rezervlerini destekleyecek. Ayrıca Birleşik Arap Emirlikleri'nin deprem tahvili olarak toplamda 11,5mlrABD\$ finansman sağlayacağı açıklanmıştı. Bu finansmanın bir kısmı veya tamamı 2024 yılında sağlanırsa döviz rezervlerine katkısı olabilir.

Yerel Bankaların Bilanço Dışı Döviz Pozisyonu* (Mlr ABD\$)



Yerel Bankaların Yurt Dışı Bankalarla Swap Hacmi (Mln ABD\$)



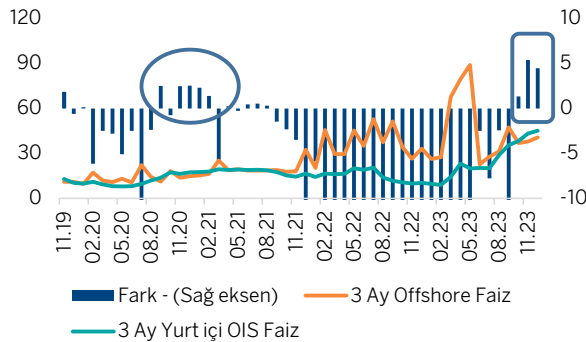
Kaynak: TCMB, BDDK, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

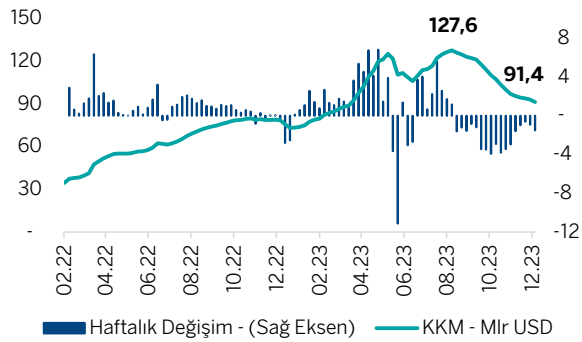
* Yerel bankaların TCMB ile yaptığı swaplar ayrıştırılarak hesaplanmıştır. Veri tahmini olarak swap kanalı ile giriş yapan yabancı sermayeyi göstermektedir.

3 ay vadeli TL faizlerini dikkate alırsak, OIS (overnight index swaps) yani TLRef oranından türetilen yurt içi faizler, aynı vadedeki swapla TL borçlanma faizlerinin (yurt dışının TL'ye erişim faizlerinin) Ekim sonu itibarı ile üzerine çıktı. Aynı tabloyu Kasım 2020 sonrasındaki faiz artış döneminde de görmüştük. Uygulanan politika zemini elverişli olur ve ek olarak yurt içi faiz ile off-shore faiz farkı pozitif olursa swapkanalı ile TL varlıklara yatırım yapan fonların getiri elde etme olanağı artabilir. Bu durum TCMB'nin sıkı para politikasını sürdürmesi ve TL'de beklenen enflasyona göre reel getirinin artması ile mümkün olabiliyor. 2024 yılında TL varlıklara hem doğrudan hem de swap yoluyla yabancı fon girişlerinin devam etmesini bekliyoruz. 2020-2022 arasında hisse ve tahvilden toplam yabancı çıkışı nette 15mlrABD\$ idi. 2024 yılında yerel seçim belirsizliğinin ortadan kalkması, kredi derecelendirme kuruluşlarının olası not artışları ve Ortodoks politikaların güçlenerek devam etmesi ile birlikte TL varlıklara son yıllarda çıkanın daha üzerinde bir fon girişi mümkün olabilir.

3 Ay Vadeli TL OIS ve Swap Faizi (%)



Kur Korumalı Mevduat Hesapları (ABD\$)

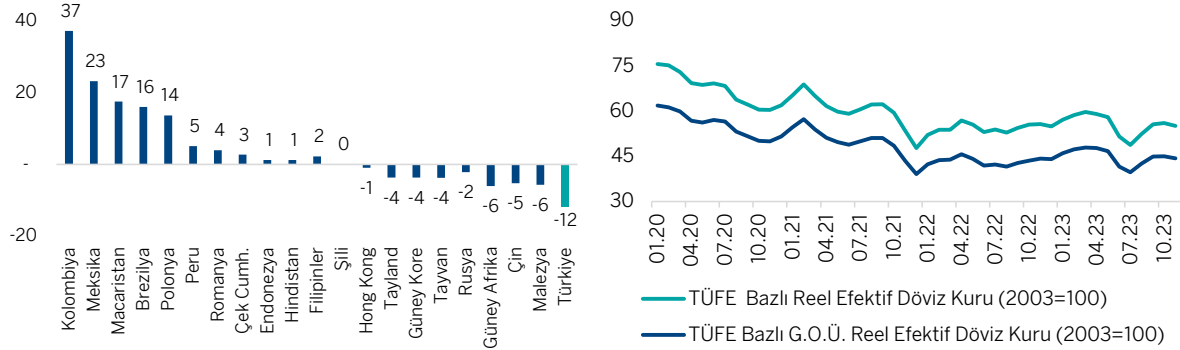


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: BDDK, Garanti BBVA Yatırım

TCMB'nin 2 Ağustos'ta yayımladığı düzenlemeye göre vadesi gelen TL KKM'nin %50'sinin standart TL vadeli mevduata dönüştürülmesi, vadesi gelen dövizden dönüşümlü mevduatın (DDM) %10'unun standart TL vadeli mevduata dönüştürülmesi ve standart TL gerçek kişi mevduatın toplam gerçek kişi mevduattaki payının önceki döneme göre 3.5 yüzde puan artırılması hedefleri ile KKM'de azalma sürüyor. 2 Ağustos'tan bugüne KKM'de döviz bazlı zirveye göre 36,2mlr ABD\$ düşüş (TL bazlı zirveye göre 751mlr TL yani %22'lik düşüş) söz konusuyken bu tarih aralığında yurt içi yerleşik döviz mevduatında kayda değer bir artış yaşanmadı. Son haftalarda KKM'den haftalık çıkış yavaşladı. TL getirilerin daha cazip hale gelmesi ile KKM'den çıkış sürecektir. Ancak yeniden çıkışların hızlanması için önceden TLKKM %50 ve DDM %10 olarak belirlenen dönüşüm oranlarının TCMB tarafından yukarı yönde revize edilmesi ve KKM için vergi teşvikinin kaldırılması gerekebilir. Vergi konusunda Hazine ve Maliye Bakanı Mehmet Şimşek'in geçtiğimiz haftalarda bir açıklaması olduğunu hatırlatmak gerekiyor.

GOÜ Para Birimleri ABD\$'na Karşı Carry Trade Getirileri (%) 2023 TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

2023 yılında TL, yüksek nominal getirisi olmasına rağmen, para birimindeki değer kaybı nedeniyle GOÜ para birimleri arasında Carry Trade getiri listesinde son sırada yer aldı. 2024 yılında TL'de reel olarak değer artışı bekliyoruz. 2024 yıl sonu için 42 olan kur tahminimize ek olarak sene boyunca TL mevduat faizlerinin %50 bandında kalması senaryosunda TL'de en az yıllık %7 civarında Carry Trade (Ara kazanç) getiri potansiyeli oluşabilir. 2024 yıl sonu kur tahminimiz, istikrarlı politikaların devamı nedeniyle aşağı yönlü riskler içeriyor. Dahadüşük bir yıl sonu kur seviyesi TL'nin Carry Trade getirisini belirgin ölçüde artırabilir.

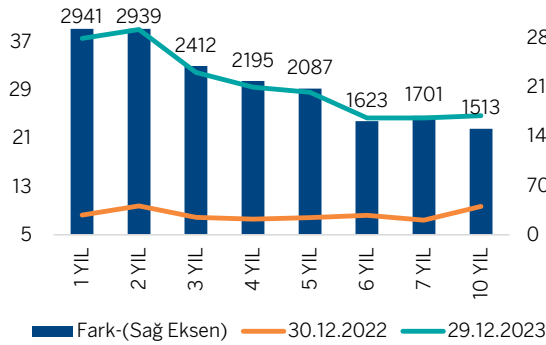
Özetle; 2024 yılında sıkı para politikasının devam etmesini, yüksek TL faizler ve reel getiri potansiyeli nedeni ile TL varlıklara yabancı girişinin artmasını, döviz rezervlerindeki kuvvetlenmenin devamını ve bunlara bağlı olarak da TL'de enflasyondan daha düşük değer kaybı trendinin sürmesini bekliyoruz.

FAİZ

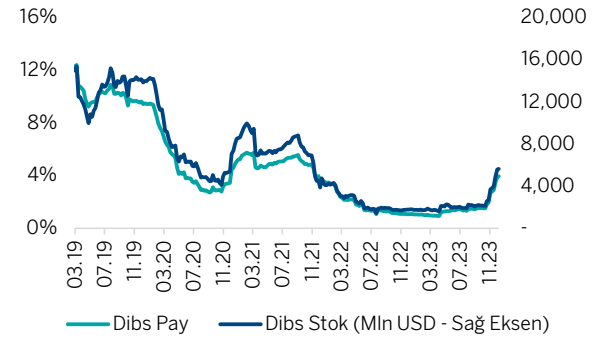
Tahvil

2023 yılında Ortodoks politikalara geri dönüş ile beraber tahvil getiri eğrisinin kısa tarafı, sıkı para politikasının etkisiyle yükselirken uzun taraflar ise yıl sonu beklenen enflasyon seviyesine doğru yaklaşıyor. Senebaşında %1.1 olan tahvilde yabancı payı son verilere göre %3.5'e ulaştı ancak pandemi öncesi yani 2020 yıl başında bu oran %9.5'ti. TCMB'nin Ocak ayı PPK toplantısında da 250 baz puanlık faiz artışı yapmasını bekliyoruz. TL'nin beklenen enflasyona göre reel getirisinin arttığı bu ortamda TL tahvillere yabancı ilgisi daha da artabilir ve başta kısa vadeli tahvillere giriş yoğunlaşabilir. TCMB'nin 2024 yılı sonuna kadar politika faizini %45'te tutmasını bekliyoruz. Sıkı para politikasının sonucu olarak enflasyon beklentileri geriledikçe piyasada TCMB'nin faiz indirimlerine başlamasına yönelik oluşacak beklentilerin etkisiyle 2 yıllık gösterge tahvil faizinin 2024 yıl sonunda %32.3 seviyesine inebileceğini öngörüyoruz.

Tahvil Getiri Eğrisi – Değişim 2023 (Bps)



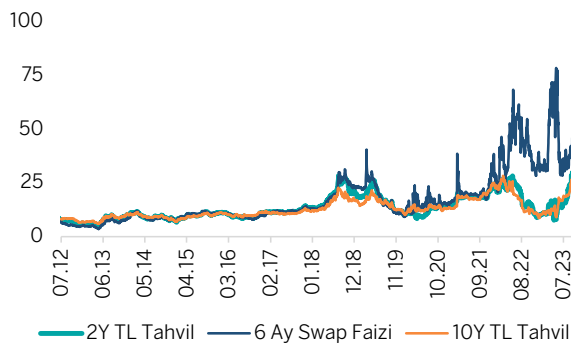
Tahvilde Yabancı Payı ve Yabancı Stoku



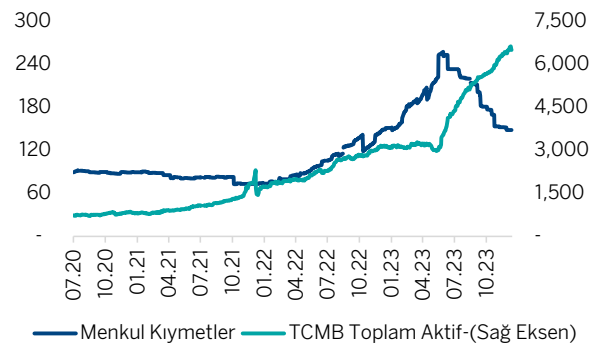
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Tahvil Faizleri - Swap Faizi ve Tahvilde Yabancı Payı



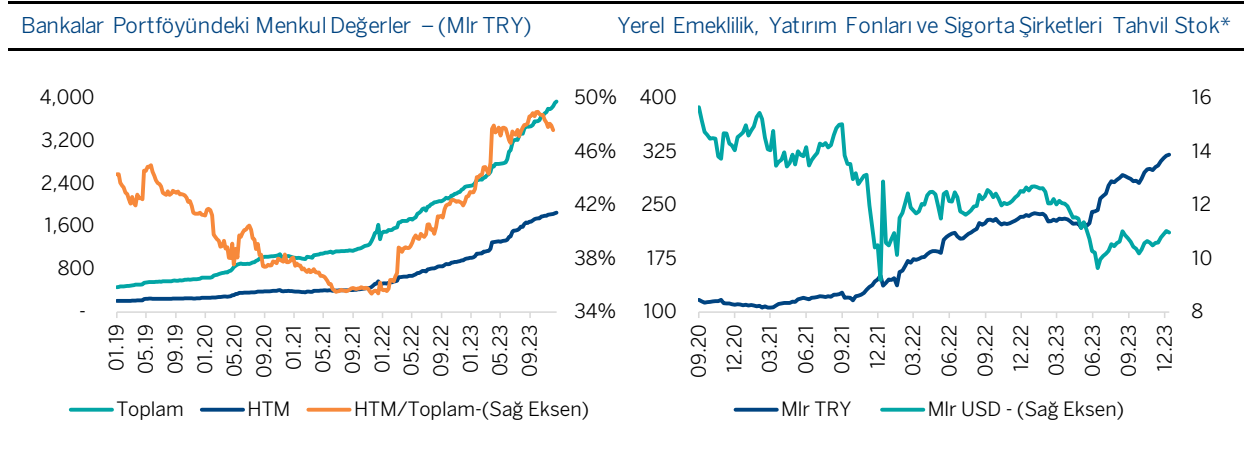
TCMB Bilançosunda Menkul Kıymet Büyüklüğü – (Milyar TL)



Kaynak: Bloomberg, Matriks, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Yurt dışı ve yurt içi bankaların TL borçlanma maliyeti göstergesi olan swap faizleri, mevcut tahvil getiri eğrisinde son haftalarda kısa vade faizlerin altına inse de hala uzun vade faizlerin üzerinde bulunuyor. Yani swap mekanizmasıyla kur riski almadan TL tahvillere giriş yapmak isteyen yabancı yatırımcılar için şu aşamada uzun vade tahviller getiri potansiyeli sunmuyor. Kısa vade swap faizleri (iki aylık ortalamalara göre o/n %30 ve 1 hafta %33) aktif gösterge tahvil getirisinden düşük ancak kısa vadeli borçlanıp tahvil yatırımı yapmak faizlerin anlık dalgalanma riski nedeni ile daha az tercih ediliyor. Son dönemde TL tahvillere gelen yabancı yatırımcıların büyük bölümü ya doğrudan döviz bozarak pozisyon alanlardan ya da ellerinde hali hazırda bulunan TL ile yatırım yapanlardan oluşuyor. Kur riski almadan (swapla) TL varlıklara giriş yapmak isteyen yatırımcılar için swap hatlarının genişletilmesi, bu piyasanın yeniden aktifleşmesi ve swap faizlerinin piyasa dinamikleri ile tutarlı hale gelmesi gerekiyor. Daha önceki dönemlerde swap hatları daha esnek ve yoğun kullanılırken tahvilde yabancı payının daha yüksek olduğunu görüyoruz.



Kaynak: BDDK, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

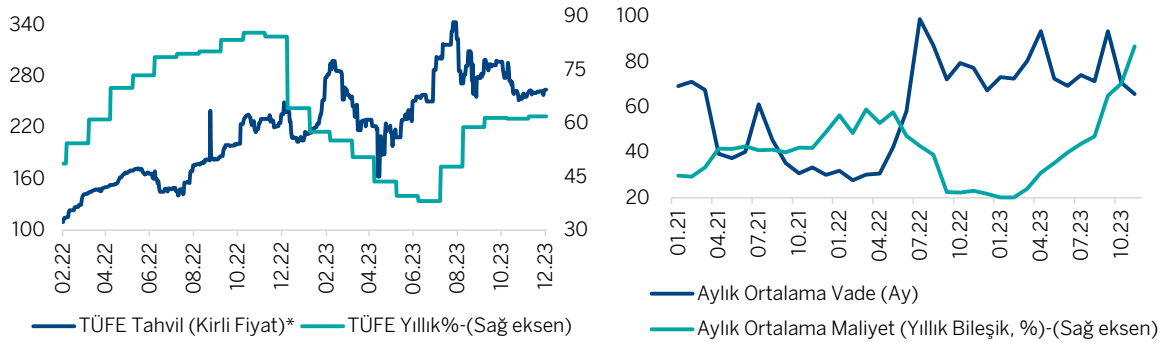
* TCMB menkul kıymet istatistiklerinde devlet iç borçlanma senetleri, elinde tutan sektörlere göre, piyasa değeri olarak, yatırım fonları, emeklilik fonları ve sigorta şirketinin toplamı hesaplanmıştır.

Bankalar portföylerinde bulunan menkul kıymetleri 3 ana başlıkta sınıflandırabilir; i) vadeye kadar tutulanlar (HTM- Held to maturity), ii) satılmaya hazır (AFS- Available for sale) menkul kıymetler, iii) gerçeğe uygun değer ile kaydedilen, yani kar/zararı doğrudan gider tablosuna yansıyanlar. Bir menkul kıymet Satışa Hazır Varlık (AFS) olarak belirlenmişse, bankanın bilançosuna adil piyasa değerinden kaydedilir. Piyasa faizlerindeki değişiklik bu kategorideki tahviller aracılığıyla banka sermayelerini etkileyebilir. Vadeye kadar tutulmak üzere (HTM) kaydedilen tahviller ise bilançoda maliyet üzerinden kaydedilirler ve değerleri sabit bir programa göre zaman içinde ayarlanır, HTM'ler bilançoda sermaye için dönemsel dalgalanma yaratmazlar. Bu kağıtları fonladıkları kaynakların maliyeti artarsa zarar yazarlar, ancak bu yıllara yaygın doğrusal bir nitelik taşır.

Ağustos 2022’de TCMBtebliği ile, kredi faiz oranları ve TL mevduat payı gibi hedeflere göre bankalara menkul kıymet tesis yükümlülüğü getirilmişti. Bu tarihten itibaren hem tahvil getirilerinde düşüş hem de bankaların menkul kıymet portföyünde genişleme oldu. Bu kağıtların toplam büyüklüğünü 600mlrTL ve ortalama faizini %16 seviyesinde hesaplıyoruz. Bu dönemde bankaların aldığı tahvillerin faizi güncel duruma göre düşük seviyelerde olduğu için bilançolara HTM olarak kaydedildiğini görüyoruz. Yani bankalar bu kağıtları vade sonuna kadar elinde tutacak. TL tahvillere yabancı girişinin daha da artması ile faizlerde aşağı yönde hareket belirginleşebilir. Bankaların düşük faiz döneminde almış olduğu tahvilleri HTM olarak kaydetmesi, faizler yeniden düşüşe geçtiğinde bu kağıtları ellerinden çıkarma riskini ortadan kaldırır. Dolayısı ile yabancı girişlerinin de etkisi ile 2024 yılında tahvil faizlerinin gerilemeye devam etme ihtimalini yüksek buluyoruz.

TÜFE’ye Endeksli Tahvil ve Yıllık TÜFE

İç Borçlanmanın Ortalama Maliyeti ve Vadesi**



Kaynak: Bloomberg, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

* 02.11.2032 vadeli TÜFE’ye Endeksli tahvilin kırlı fiyatı kullanılmıştır.

**Sabit kuponlu tahvil ihraçları üzerinden hesaplanmıştır.

TÜFE’ye endeksli tahvillerde 2022 ve 2023 yıllarında olduğu gibi bir getiri potansiyeli ile karşılaşmayabiliriz. Enflasyonda 2024 Mayıs ayında %70-75 arasında zirve görüldükten sonra yıl sonunda manşet TÜFE’nin %45 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Bu durumda TÜFE’ye endeksli tahviller 2024 yılı ilk yarı sonuna kadar getiri potansiyeli sunabilir. Ancak 2024 ikinci yarıda ve 2025’te sıkı para politikasının etkileri ile enflasyonun hız kesecek olması TÜFE kağıtlarının potansiyelini sınırlandırabilir. Bu nedenle elinde bu kağıtlardan bulunduranların enflasyonda 2024 Mayıs ayında zirve geride kaldıktan sonrapozisyon azaltmasını makul buluyoruz.

İç borçlanmanın ortalama maliyeti (sabit kuponlularda) 2023 yılında %37 çevresinde, ortalama vade ise 75 ay bandında seyrediyor. TCMB'nin ek bir veya iki faiz artışı daha yapma ihtimali önümüzdeki haftalarda ortalama maliyetin bu seviyelerde kalacağına işaret ediyor. Sıkı para politikasının etkisi ile 2024 ilk çeyrekte, ortalama maliyette çok düşüş olmayabilir ama bir noktadan sonra yabancı girişlerinin etkisi ile faizler geri geldikçe maliyet de düşecektir.

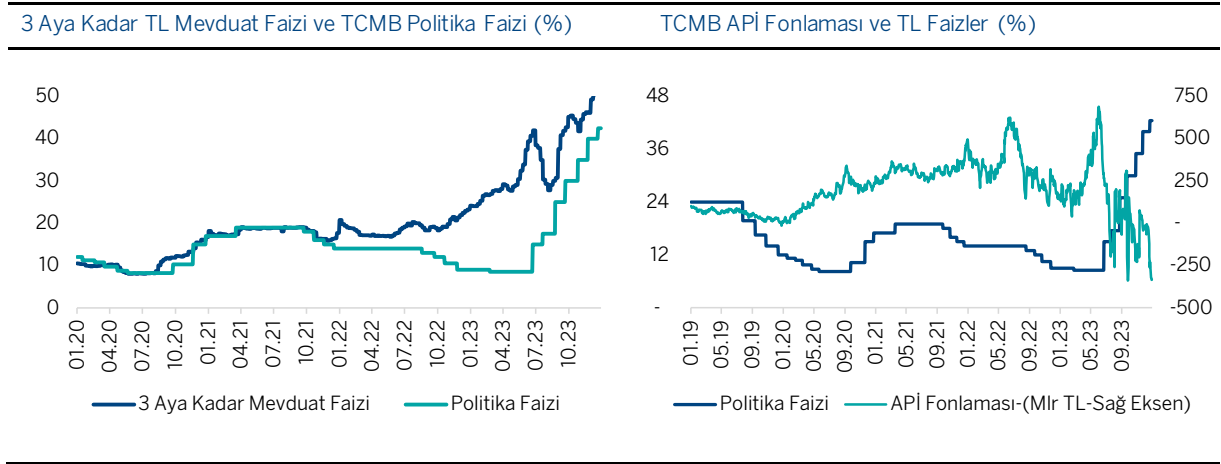
Diğer yandan Haziran 2023 sonrası sıkı para politikasının etkisi ile tahvil getirilerinin yükselmesi ve bir noktadan itibaren beklenen enflasyona göre reel getiri sağlaması (ex-ante reel faiz) ile yerel emeklilik, yatırım fonları ve sigorta şirketlerinin tahvil stokunda (döviz bazlı yataylık olsa da) TL bazlı artış görüyoruz. TCMB'nin faiz artışlarını bitirdiğine yönelik sinyali gördükten sonra yabancı yatırımcılara ek olarak yurt içi emeklilik, yatırım fonlarının ve sigorta şirketlerinin de tahvile ilgisinde artış görebiliriz.

Son iki yılda TCMB, doğrudan tahvil alım ihaleleri ile portföyündeki menkul kıymetleri artırmaktaydı. Haziran 2023 sonrasında menkul kıymet alımlarının durduğunu ve tahvil portföyünün azalmaya başladığını görüyoruz. Son haftalarda TCMB tahvil stokunun aktif bilançosu içindeki payı keskin şekilde gerilemesine ve tahvil stokundaki düşüşün sürmesine rağmen tahvillere artan yabancı girişlerinin etkisi ile faizlerde gerileme oluştuğunun altını çizmek gerekiyor.

Özetle; 2024 yılında TCMB'nin sıkı para politikasını sürdürmesi ve bunun etkisi ile TL tahvil faizlerinde oluşacak reel getirinin yabancıların ilgisini cezbedeceğini düşünüyoruz. Son haftalarda devlet iç borçlanma senetlerinde görülen yabancı girişlerinin 2024 yılında daha da artmasını ve başta kısa vadeli (1-5 yıl) tahvil faizlerinin bir miktar daha gerilemesini bekliyoruz. Ayrıca yıl genelinde sıkı para politikasına devam edileceği beklentimizden yola çıkarak getiri eğrisinin dik kalacağını düşünüyoruz.

Mevduat

TCMB'nin para politikasında faiz artırmak kadar etkili diğer önemli uygulamaları olan seçici kredi ve miktarsal sıkılaştırma, TL arzını azaltarak mevduat faizlerini yukarı yönde etkiliyor. Bu uygulamalara rağmen TCMB APİ fonlaması (haftalık repo ile TL fonlama) Temmuz ayında 4 yıl sonra ilk defa eksiye indi. Temmuz öncesinde TCMB bankalara borç verirken, son dönemde bankalar TCMB'ye alt bant faizden borç vermeye başladı. Ayrıca TCMB, Haziran öncesi dönemde ihtiyacı karşılamak için piyasaya döviz satarken bunun karşılığında TL likiditesi çekiyordu. Son dönemde TCMB, rezerv birikimine ağırlık verdiği için daha önce döviz satımı ile çektiği TL likiditede artık piyasada kalıyor. Bu likidite fazlası, mevduat faizlerini kısmen düşürebilirdi ancak sistemdeki bu fazlayı çekmek için TCMB, sterilizasyon araçlarının çeşitliliğini artırarak depo ihalelerine başladı. Likidite fazlalığı artmaya devam ederse daha önce olduğu gibi zorunlu karşılıklarda ek artış yapılabilir. Dolayısı ile mevduat faizlerinin para politikasına paralel şekilde yüksek kalması beklenebilir.



TL mevduat faizleri, seçim öncesi dönemde enflasyon beklentilerini bir miktar önden fiyatladığı için seçim sonrasındaki politika faizi artışlarını bire bir oranda yansıtmadı. TCMB'nin sınırlı bir miktarda faiz artışı yapacak olması, TL mevduatına geçiş özendirici uygulamalar ve bankaların bilançolarında yıl sonu ayarlaması yapmaları nedeni ile TL mevduat yarışına girmeleri gibi etkenler TL faizlerin yüksek kalmasında etkili olabilir.

Özet olarak; sıkı para politikası uygulanan bu ortamda, TL mevduat faizleri sınırlı bir miktar daha yükselip, TCMB faiz indirim sinyali verene kadar yüksek kalabilir. 2024 yılında döviz kurundaki yükselişin enflasyona (ve piyasa faizlerine) göre daha sınırlı kalacağı beklentimizden hareketle "TL mevduatta mı? yoksa dövizde mi kalınmalı?" sorusuna şu aşamada TL mevduat yanıtını verebiliriz.

Eurobond

2023 yılı seçim sonrasında uygulanan Ortodoks ekonomi politikaları ve son haftalarda hızlanan ABD tahvil faizlerindeki gerilemenin de etkisi ile düşen CDS primimiz, ülke borçlanma maliyeti göstergemiz olan eurobond faizlerinde olumlu seyrin devamını sağlayabilir. Fed, Aralık ayı FOMC toplantısında faizleri sabit bırakarak 2024 yılında 3 adet (toplam 75 bps) faiz indirimi beklediği yönünde projeksiyon paylaştı. Bu durum ABD tahvil faizlerinde 2024 yılında gerilemenin sürmesine dolaylı olarak da GOÜ risk primlerinde ek gerileme oluşmasına zemin yaratabilir.

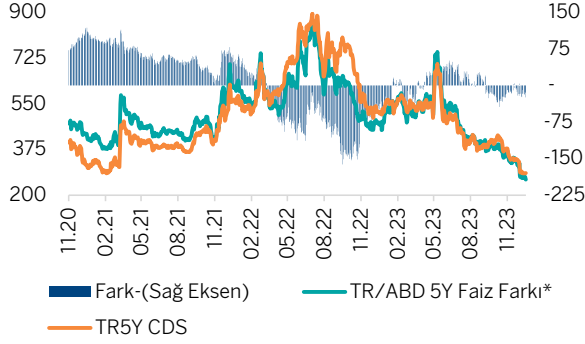
Hazine ve Maliye Bakanlığı 2024 yılında uluslararası sermaye piyasalarından tahvil ve kira sertifikası ihraçları yoluyla 10mlrABD\$ tutarında finansman sağlamayı öngörüyor. 2023 yılı içerisinde hem seçim dönemi öncesi belirsizliğin ülke risk primimize yansması hem de ABD tahvil faizlerinin henüz düşüş eğilimine başlamamış olması nedeni ile Hazine'nin eurobond ihraçlarında maliyetler ortalama %9.50 bandında ve ABD tahvillerinden ortalama 575 bps yukarıdaydı. Şimdi hem ülke risk primi hem de ABD faizleri gerileme kaydettiği için buna ek olarak yurt içinde etkili ekonomik politikaların devamı ile makro göstergelerde beklediğimiz olumlu tablo sayesinde ülke borçlanma maliyetinde ek düşüş olabilir.

Özet olarak; 2023 yılı seçim sonrasında ciddi kazanımlar elde eden Türk Hazine eurobondlarında 2024'te ek bir miktar daha değer artışı olabilir. Türkiye 5Y CDS, son 20 yıl ortalaması olan 294 bps çevresine inmesi yurt içi ekonomi politikalarının etkili bir şekilde uygulandığını gösteriyor. Bu politikalar devam ettikçe ülke risk priminde ek düşüş olabilir ve bu da eurobond getirilerini düşürebilir. Son 20 yıl içerisinde Türkiye 5Y CDS'te görülen tarihi düşük seviyeler, 2018 Ocak ayında 155 bps, 2013 Mayıs ayında 113 bps, 2010 Kasım ayında 119 bps olarak kayda geçmiş. Önümüzdeki yıllarda yurt dışı kaynaklı risklerde artış olmaz ve makro ekonomik hedeflerimize doğru istikrarlı ilerleme sürerse risk primimizde tarihsel düşük bölgelere hareket görebiliriz.

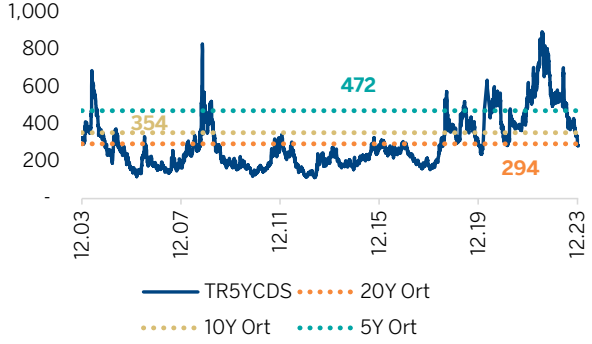
Tüm bunlardan hareketle Türk Hazine eurobondlarına yatırımın hala cazip bir seçenek olduğunu düşünüyoruz. Hazine ABD\$ cinsi eurobondlar arasında özellikle, son yaşanan değer kazancından sonra 5-10 yıl vadelerin daha çekici olduğunu düşünüyoruz.

Uzun vade kağıtlar arasında 16.4.2043, 17.03.2036, 19.01.20133, orta ve daha kısa vadeli kağıtlar arasında 13.07.2030, 14.03.2029, 15.01.2028, 24.09.2027 seçenekleri değerlendirilebilir.

5Y TR Eurobond ile ABD Tahvil Faiz Farkı'nın CDS ile Farkı



Türkiye 5Y CDS Tarihsel Önemli Ortalama Seviyeleri

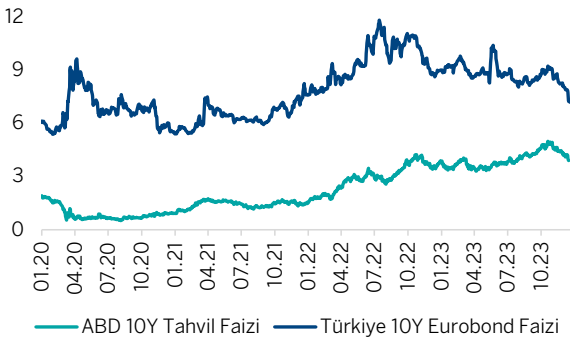


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

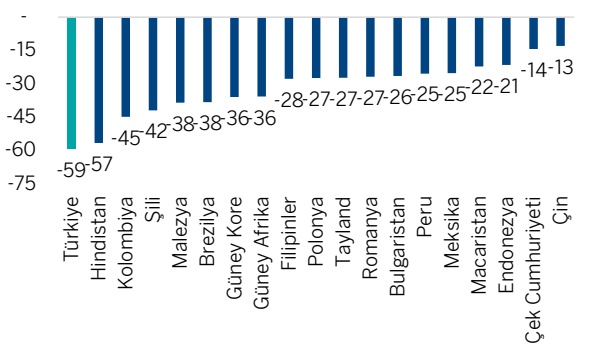
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

* *Türkiye 5Y vade eurobond ile ABD 5Y tahvil getirileri arasındaki farkı göstermektedir.

ABD10Y Tahvil Faizi ve Türkiye 10Y Eurobond Faizi



GOÜ 5Y CDS'lerinde 23.05.23-29.12.23 Arası Değişim (Bps)*



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

* Türkiye'deki genel seçimler sonrası süreci gösterdiği için 23 Mayıs'tan bugüne değişim ele alınmıştır. Aynı tabloya 2023 tüm yıl olarak bakınca da Türkiye CDS'i, GOÜ ortalamasından 5 yüzde puan daha iyi performans kaydetmiştir.

Sektör ve Hisse Seçimleri

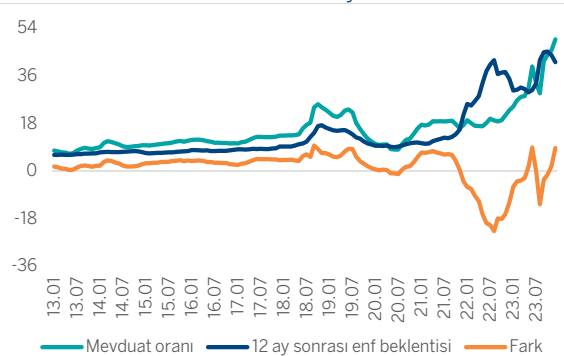
2024'te sektör ve şirket seçiminin önem kazanacağı, temel göstergeleri sağlam şirketlerin olumlu ayrışacağı bir dönem bizi bekliyor. Geçtiğimiz yıl seçim sonrası yaşanan topyekûn bir momentum piyasasından ziyade, temel göstergeleri ve beklentileri kuvvetli, nispeten ucuz kalmış ve net borç seviyesi yönetilebilir durumda olan şirketlerin daha iyi performans sergileyeceği bir yıl öngörüyoruz. 2024'te %3.5 oranında daha ılımlı büyüme ve %45 yılsonu enflasyon tahminlerimiz ışığında beklentilerimizi revize ediyoruz. 2023 yılının ikinci yarısı itibariyle uygulamaya alınan makro politikaları, para politikasını ve atılan sadeleşme adımlarını şirketler adına olumlu değerlendiriyoruz. Daha öngörülebilir bir döneme başlarken, azalan yurt içi talep koşullarını görece iyi yöneten ve pazar çeşitliliğini sağlamış sektörlerin olumlu ayrışacağı bir dönem bekliyoruz. Ticari kredi faizlerinin %50 üzerinde seyrettiği güncel koşullarda net borçluluğu düşük yada operasyonel karlılığına göre yönetilebilir seviyede olan şirketler ön planda olacaktır. Artan global faizler neticesinde, güç kazanan resesyon beklentileri ihracatçı şirketler için zorlu bir dönemi işaret etse de, BIST'de işlem gören şirketlerin son yıllarda bu durumu gayet iyi yönettiğine çok defa şahit olduk. Bu görünüm ışığında, bankacılık, havacılık, gıda perakendesi ve telekom beğendiğimiz sektörler arasında yer alırken, beyaz eşya ve otomotiv ise bir miktar geri kalmasını beklediğimiz sektörler.

Makro politikalar sonucu reel faiz dünyasına geçmemiz, hisse piyasasına alternatif yatırımların sayısını artırıyor. Geçtiğimiz iki yılda yerli yatırımcının kendisini enflasyona karşı en korunaklı hissettiği yatırım aracı hisse piyasaları olmuştu. Ancak, rasyonel politikalara dönüş ve 2024'ün ikinci yarısında başlaması beklenen dezenflasyon süreci ile artık reel faiz kazanmaya başlayan yerli yatırımcı için mevduat cazip bir enstrüman haline geldi. Güncel koşullarda %53'ler seviyesine ulaşan mevduat faizleri hisse piyasası için en önemli risk unsuru görünümünde. Yabancı yatırımcı tarafında ise görünüm daha sağlıklı bir patikaya oturtmakla birlikte henüz yatırımcıların net bir görüşe ulaştığını düşünmüyoruz. Haziran sonrası net 1.8mlr ABD\$ hisse alan yabancı yatırımcının TL tahvil ilgisi şu anda daha kuvvetli görünüyor. Bu noktada yurt dışı swap piyasasının canlanması destekleyici olmakla birlikte, asıl beklentinin rasyonel politikaların yerel seçimler sonrasında da kararlılıkla sürdürülmesi gereği olduğunu belirtmekte fayda var. Hatırlatmak gerekirse, hisse fiyatlarını etkileyen temel 2 faktör kar büyümesi ve çarpan artışıdır. 2024'te yukarıda saydığımız nedenlerden dolayı kar büyümesi momentumu azalıyor. Ancak, rasyonel politikalara geçiş ile düşen risk primi bizi daha iyi çarpan seviyelerine taşıyacaktır. Güncel seviyelerde 300 baz puanının altına kadar düşen risk priminin, 2004-2018 ortalaması olan 240baz puan seviyelerine yaklaşması dış fonlama kanalı ile şirketleri destekleyecek ve iskonto faizini aşağı çekerek değerlendirme çarpanlarının uzun vadeli ortalamalarına yakınsamasını sağlayacaktır.

Yurt dışı yerleşiklerin hisse ve tahvil yatırımları
(13 haftalık toplam) (mn ABD\$)



Ortalama mevduat faizi ve enflasyon beklentileri

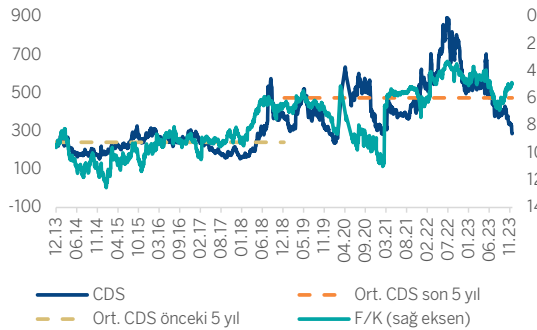


Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

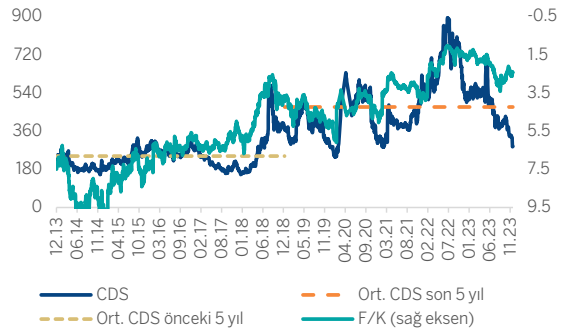
Değerlemelerde kullandığımız risksiz faiz oranını kısa vadeli yüksek enflasyon döneminde yüksek tutuyor, oranın uzun vadede normalleşmesini bekliyoruz. Eski uygulamalarımızda risksiz faiz oranı olarak on yıllık uzun vadeli TL tahvil faizini kullanıyorduk. Son dönemdeki regülasyonlar ve düşük likidite ile tahvil faizinin gösterge niteliğinin bozulması ve enflasyon beklentilerinde yaşanan dalga boyu yüksek değişimler yöntem değişikliğine gitmemize neden oldu. Analizlerimiz neticesinde piyasa katılımcılarının bir yıl ileriye dönük enflasyon beklentileri ile on yıllık tahvil faizi arasındaki ilişkinin oldukça kuvvetli olduğu sonucuna vardık (2012-2022 arası dönem). Dolayısıyla, 2024 için aylık olarak bir yıl ileriye dönük beklentileri lineer olarak tahmin ettik ve değerlemeler için uygun olan risksiz faiz oranını belirledik. Buna göre, değerlemelerimizde 2024 için %36, 2025 için ise %26 iskonto faizi kullandık. Uzun vadede ise risksiz faiz oranımızı %15'e kadar düşürdük. Enflasyonun normalleşme patikasına girmesini beklediğimiz bu dönemde değişken risksiz faiz oranı kullanmanın adil olduğunu düşünüyor, sermaye maliyeti için bunun üzerine 5 puan hisse risk primi ekliyoruz.

BIST100 bir yıl ileriye dönük beklentilerle, 4.8x F/K ve 5.4x FD/FVAÖK çarpanları ile işlem görüyor. Bu oranlar sırasıyla gelişmekte olan ülke (GOP) benzerlerine göre %67 ve %52 iskontoya işaret ediyor. Son dönemde yaşanan normalleşme neticesinde risk priminde yaşanan düşüş, faiz koşulları ve kar büyüme beklentileri ışığında 5.9x seviyesinde bir F/K çarpanının BIST100 için adil düzey olduğunu hesaplıyoruz. Bu F/K çarpanının ve kar büyümesinin ima ettiği endeks seviyesi 11,500 olmakla birlikte, bu hedef tarihsel çarpan ortalamaları ve hisse bazlı endeks tahmin çalışmalarımızla uyumlu görünmektedir. BIST100 beklentimiz, %54 potansiyele işaret etmekte ve bunun %26'sı çarpan büyümesi, %28'i ise kar artışından gelmektedir. Ayrıca, ülke risk priminin yakın orta vade ortalamasının ima ettiği çarpan seviyesi de bizim şu anki faiz koşulları ile bulduğumuz adil F/K çarpanı ile uyumludur. Daha önceki 5 yıl ortalama risk primi 240 baz puan seviyesinde olmakla birlikte, bu seviyenin ima ettiği değerlendirme seviyelerine ulaşabilmek için enflasyonda kalıcı tek haneli seviyelerin sağlanması, TL'nin istikrarlı bir para birimi haline gelmesi ve yabancıların hisse piyasasındaki payının %40 seviyelerine yaklaşması gerekiyor (güncel hesaplanmış değer: %27).

BIST100 F/K ve Türkiye CDS



XBANK F/K ve Türkiye CDS



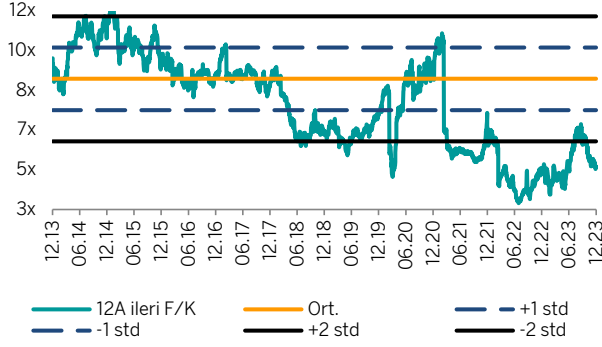
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Bankacılık, telekom, havacılık ve gıda perakendesi en beğendiğimiz sektörler. 2024'te normalleşme ve rasyonel politikalara dönüş stratejisinin en olumlu etkileyeceği sektör **bankacılık** olacak. TL marjını artırmasını beklediğimiz sektör, yabancı para maliyetlerini ise aşağı çekeceği bir döneme girmiştir. Önümüzdeki dönemde karlılığın en önemli bileşeninin operasyonel gelirlerde yaşanan artış olmasını bekliyoruz. 2023 yılını %23 kar büyümesi ile kapatmasını beklediğimiz sektör için 2024 kar büyüme beklentimiz ise %21 seviyesindedir. **Telekom** sektöründe enflasyonist fiyatlama konusunda disiplinin devamı, özellikle faturalı abone sayısında artış, daha yüksek pakete geçiş ve artan data kullanımı neticesinde ARPU büyümesinin devamını bekliyoruz. Telekom operatörlerinin enflasyon üzerinde büyümeye devam edeceğini düşünüyoruz. Son dönemde turizmde yakalanan olumlu ivmenin 2024 yılında da güçlenerek devam edeceği beklentimiz dahilinde **havacılık** sektörü ile ilgili olumlu görüşümüzü koruyoruz. 2024 yılında kapasite artışlarıyla birlikte yolcu başına gelirlerde bir miktar azalma olsa da yolcu sayısının artmaya devam edeceğini bekliyoruz. Enflasyonun 2024 içerisinde yüksek devam edecek olması ve inelastik talep koşullarından dolayı **gıda perakendesi** tarafında da 2024 için olumlu görüşümüz bulunmaktadır. 2024 için büyüme beklentimiz olan %3.5 piyasaya göre biraz daha olumlu tarafta ancak biz büyüme kompozisyonunda yurt içi talep tarafının zayıf kalacağını düşünüyoruz. Dolayısıyla, büyümeye duyarlılığı daha yüksek olan otomotiv ve beyaz eşya 2024'te beklentilerin zayıf kaldığı sektörler olarak görünmektedir.

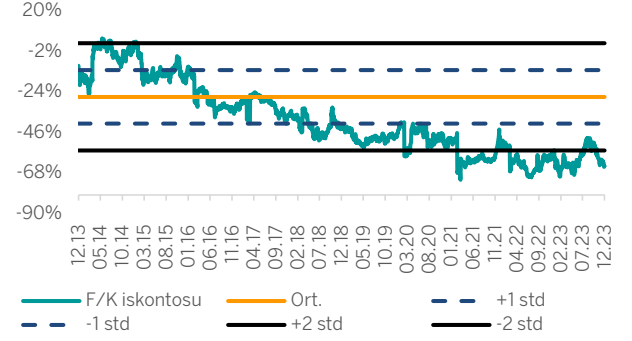
Talep koşulları kuvvetli, verimli maliyet yönetimine sahip ve değerlendirme anlamında cazip hisseleri ön plana çıkarıyoruz. Model portföyümüzde bankaların ağırlığı, BIST100 endeksindeki ağırlığının 5 puan üzerinde ve %20. Bankacılık endeksinde güçlü temel göstergelere sahip ve yüksek özkaynak karlılığı üretebilen bankalardan **Akbank** ve **Yapı Kredi**'yi beğeniyoruz. Ayrıca, dengeli portföy yapısı, güçlü büyüme vaat eden şirketleri ve yüksek iskontosu nedeniyle **Koç Holding**'i cazip buluyoruz. 2024'te gıda perakendesinin olumlu seyrini sürdüreceğine inanıyoruz. İşlenmiş gıda enflasyonunun ilk yarıdaki yüksek seyriyle, hem **Bim** hem de **Şok Marketler** sepet hacminde enflasyonun üzerinde artışlar uygulayabilir. Alım gücü zayıf kalsa dahi, gıda tüketimi inelastik yapısıyla hanehalkı harcamalarının önemli bir bölümünü oluşturarak, başta indirim marketleri olmak üzere müşteri trafiğini destekleyecektir. Bim'in güçlü finansal yapısını ve iyi kurgulanmış iş modelini; Şok Marketler'in ise risksiz bilançosuna ek olarak en yüksek iskontoya sahip gıda perakendecisi olmasını öne çıkarıyoruz. **Turkcell**'in 2024 yılında devam eden fiyat artışları, abone büyümesi, özellikle faturalı abone, ve artan data kullanımı neticesinde ARPU büyümesi ve dolayısıyla enflasyonun üzerinde büyüme kaydetmesini bekliyoruz. **Türk Hava Yolları**'nı ise pandemi sonrasında turizmde yakalanan olumlu ivmenin ve yolcu sayısında artışın devam edeceği beklentimiz dahilinde beğeniyoruz. 2024 yılını genel olarak havayolları sektörü için kapasite ve yolcu sayısının artmaya devam edeceği bir yıl olarak değerlendiriyoruz.

Değerleme Göstergeleri

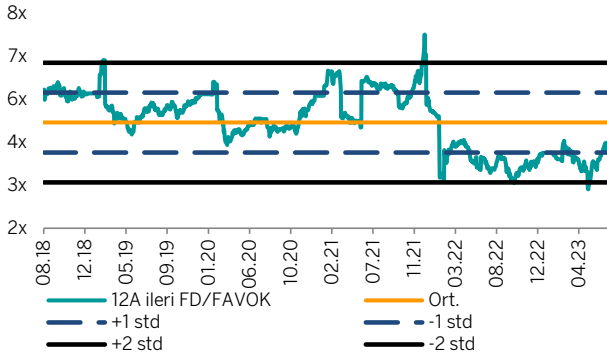
BIST100 12A ileri F/K



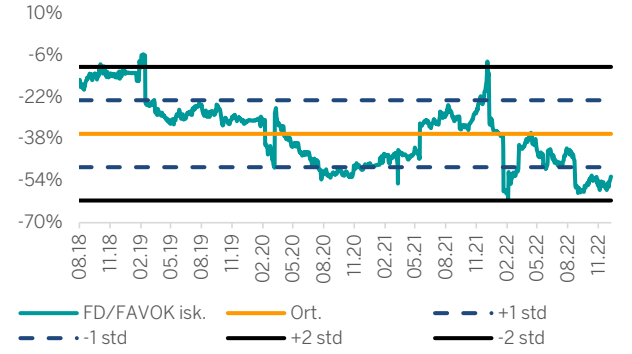
BIST100 vs. MSCI GOP F/K iskontosuz



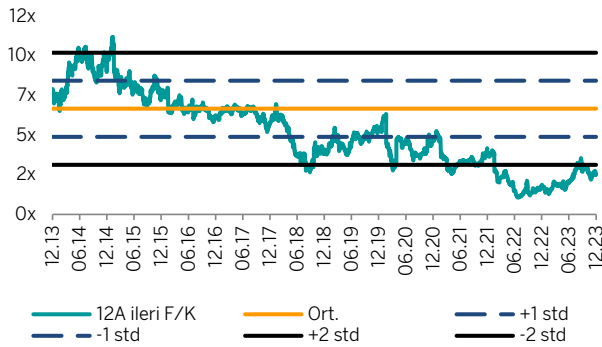
BIST 12A ileri FD/FAVOK



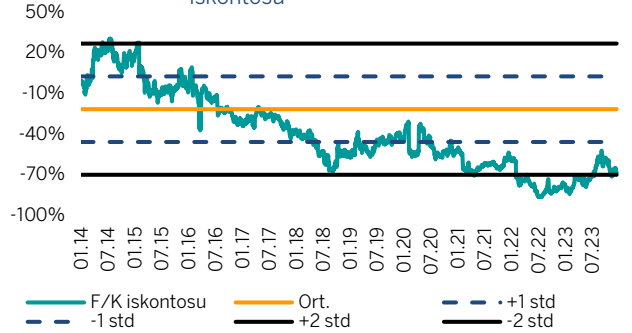
BIST100 vs. MSCI GOP FD/FAVOK iskontosuz



Banka Endeksi 12A ileri F/K



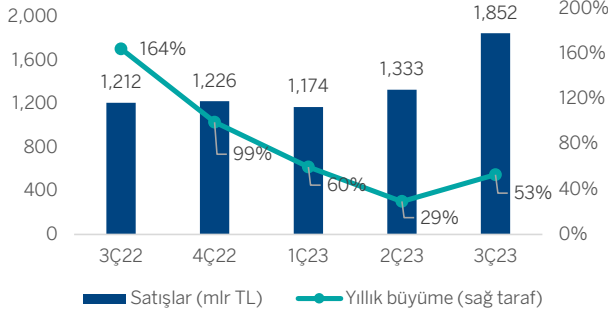
Banka Endeksi vs. GOP finansal endeksi F/K iskontosuz



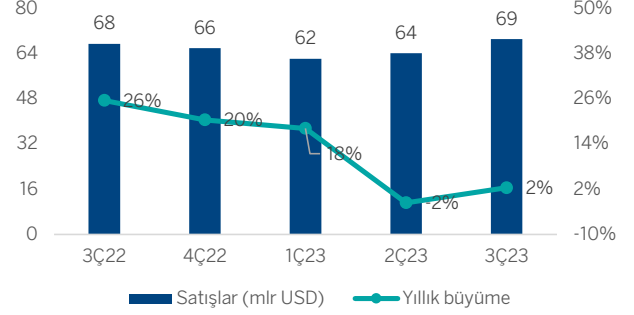
Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

BIST100 Finansal Performans Trendleri

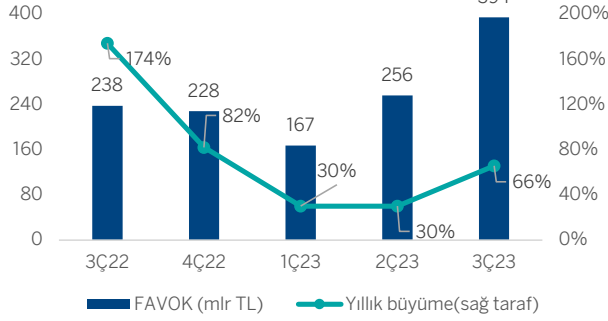
BIST100 Finans dışı şirketler satış trendi



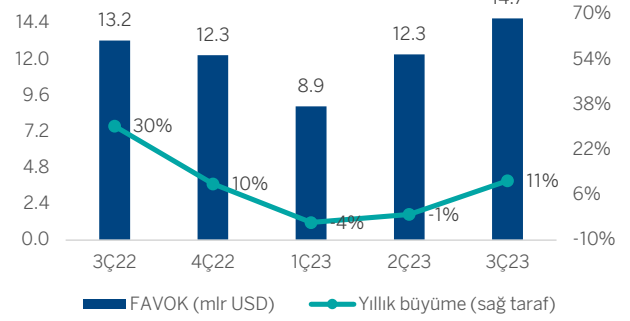
BIST100 Finans dışı şirketler satış trendi



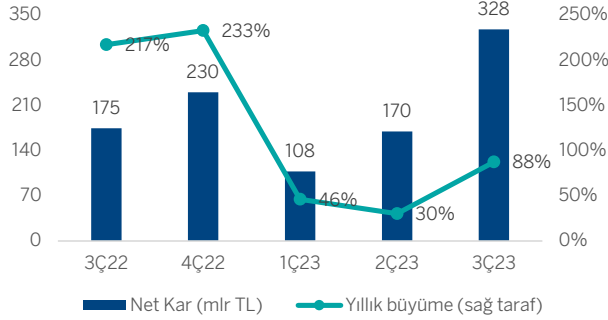
BIST100 Finans dışı şirketler FAVOK



BIST100 Finans dışı şirketler FAVOK



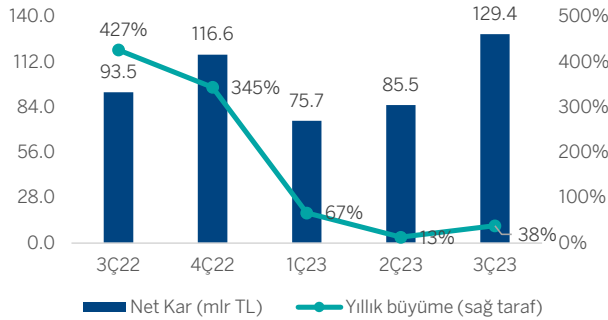
BIST100 Finans dışı şirketler net kar



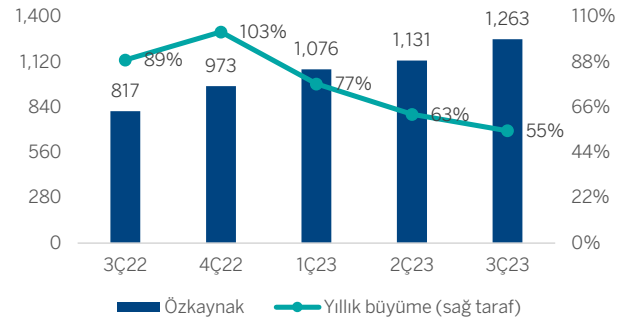
BIST100 Finans dışı şirketler net kar



BIST100 Finans şirketleri net kar



BIST100 Finans şirketleri özkaynaklar



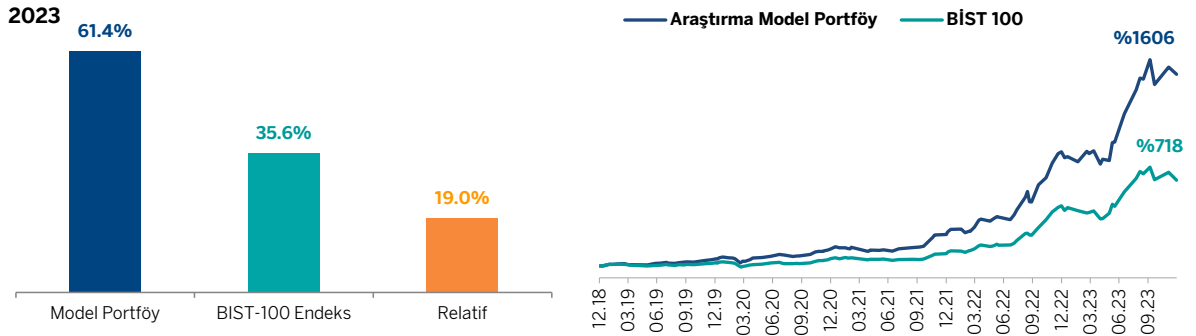
Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

Model Portföy

Halihazırda 7 hisseden oluşan Model Portföyümüzde 2 banka ve 5 banka-dışı hisse bulunmaktadır. Model Portföyümüzdeki hisseler ve ağırlıkları:

AKBNK (%10), **BIMAS** (17%), **KCHOL** (%15), **SOKM** (%17), **TCELL** (%16), **THYAO** (%15), **YKBNK** (%10).

- **AKBNK:** Sermaye yeterliliği ve likiditesi ile ön planda
- **BIMAS:** Artan gıda enflasyonu, toparlanmasını beklediğimiz müşteri trafiği
- **KCHOL:** NAD iskontosu ve dengeli portföy
- **SOKM:** Defansif yapı ve yüksek iskonto
- **TCELL:** ARPU artışı ve daha güçlü finansallar
- **THYAO:** Güçlü yolcu trafiği beklentisinin devamı
- **YKBNK:** Güçlü karlılık görünümü



Hisse	Temel Tavsiye	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli	Ağırlık	Tercih Nedeni
AKBNK	EÜ	53.00	45%	10.0%	Sermaye yeterliliği ve likiditesi ile ön planda
BIMAS	EÜ	480.84	60%	17.0%	Artan gıda enflasyonu, toparlanmasını beklediğimiz müşteri trafiği
KCHOL	EÜ	225.04	59%	15.0%	NAD iskontosu ve dengeli portföy
SOKM	EÜ	102.89	91%	17.0%	Defansif yapı ve yüksek iskonto
TCELL	EÜ	86.00	53%	16.0%	ARPU artışı ve daha güçlü finansallar
THYAO	EÜ	396.00	73%	15.0%	Güçlü yolcu trafiğinin devamı beklentisi
YKBNK	EÜ	30.80	58%	10.0%	Güçlü karlılık görünümü

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Akbank **Mevcut/Hedef Fiyat: TL36.52 / 53.0** **Artış Potansiyeli: 45%**
Özet Finansallar & Oranlar

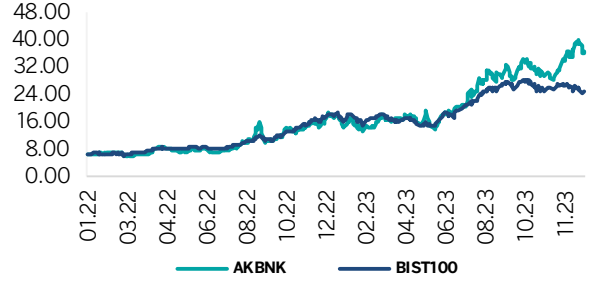
(mnTL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	12,126	60,024	71,907	82,693
Toplam Aktifler	708,911	1,075,186	1,683,064	2,083,793
Özsermaye	75,955	153,600	210,470	282,377
Kredi/Mevduat	142%	106%	104%	103%
NFM	3.2%	8.3%	5.5%	5.7%
Maliyet/Gelir	35%	19%	30%	27%

Değerleme Çarpanları

F/K	15.7	3.2	2.6	2.3
F/DD	2.5	1.2	0.9	0.7
Özsermaye Getirisi	18%	55%	41%	34%
Aktif Getirisi	1.9%	7.9%	5.1%	4.6%

Hisse Senedi Bilgileri **29.12.2023**

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta	15%	22%	50%
BIST 100'deki Ağırlığı:			1.19
52 Hafta Aralığı (TL):		13.34 - 39.94	3.0%
P.Değeri (mnTL):		189,904	
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3ay:		3151.7	
Yıllık TL Getiri (%):		106	
Halka Açıklık Oranı (%):		42	



Akbank, güçlü sermaye yeterliliği ve döviz likiditesi ile özel bankalar içerisinde ön plana çıkmaktadır. %15.5 seviyesinde çekirdek sermaye oranı ile Akbank, kapsamımızdaki bankalar içerisinde en iyi operasyonel kar marjına sahiptir. Özellikle, ticari işlemler gelirleri tarafında güçlü olan banka, TÜFE tahvil getirileri tarafında da güçlü görünümünü koruyor. Müşteri kazanımı noktasında rakiplerine göre daha iyi performans gösteren banka, komisyon gelirleri tarafında benzerlerine göre daha hızlı büyüyor. Ayrıca, şirket %9 seviyesinde toplam Grup II ve Grup III kredileriyle, sağlam bir aktif kalitesi yapısına sahip. Akbank 2024 tahminlerimize göre 0.7x F/DD ve 2.3x F/K ile, benzer ortalamasına göre sırasıyla %3 ve %6 iskontolu işlem görmektedir. Şirketin güçlü temel göstergelerinin daha iyi çarpan seviyelerini hak ettiğini düşünüyoruz.

BİM **Mevcut/Hedef Fiyat: TL300.75 / 480.84** **Artış Potansiyeli: 60%**
Özet Finansallar & Oranlar

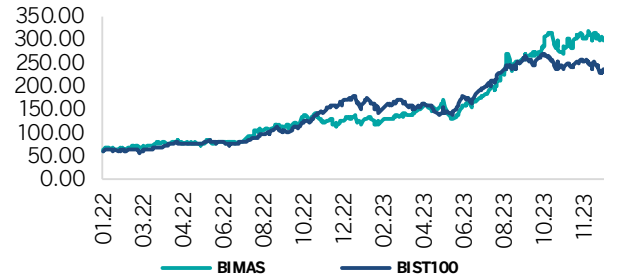
(mnTL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	70,699	147,716	272,452	481,376
FVAÖK	6,576	11,867	20,483	36,862
Net Kar	2,932	8,157	11,347	19,812
FVAÖK Marjı	9.3%	8.0%	7.5%	7.7%
Net Kar Marjı	4.1%	5.5%	4.2%	4.1%

Değerleme Çarpanları

F/K	62.3	22.4	16.1	9.2
FD/Satışlar	2.7	1.3	0.7	0.4
FD/FVAÖK	29.1	16.1	9.3	5.2
Hisse Başı Kazanç (TL)	4.83	13.43	18.69	32.63
Hisse Başı Temettü (TL)	3.00	5.00	15.00	25.00

Hisse Senedi Bilgileri **29.12.2023**

Relatif Performans	1ay	3ay	12ay
Beta:	4%	23%	65%
BIST 100'deki Ağırlığı:			0.70
52 Hafta Aralığı (TL):		116.5 - 320.32	2.9%
P.Değeri (mnTL):		182,615	
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3ay:		1495.9	
Yıllık TL Getiri (%):		125	
Halka Açıklık Oranı (%):		64	



Şirketin güçlü finansal yapısı ve iyi kurgulanmış iş modelini beğeniyoruz. İşlenmiş gıda enflasyonunun yüksek seyriyle sepet hacminde enflasyonun üzerinde artışlar devam edebilir. Alım gücü zayıf kalsa dahi, gıda tüketimi inelastik yapısıyla hanehalkı harcamalarının önemli bir bölümünü oluşturarak, başta indirim marketleri olmak üzere müşteri trafiğinde kesinti olmasına engel olabilir. Kira ve enerji-yakıt maliyetlerinin yanı sıra personel giderleri en büyük ağırlığa sahip gider kalemidir ve faaliyet giderlerinin %68'ini oluşturmaktadır. Ücretlerdeki artış maliyet tarafında baskı oluştursa da, bu maliyet kaleminin aynı zamanda satış geliri yönünden dengeleyici özellikte olduğunu gözlemliyoruz. BIMAS 2024T tahminlerimize göre %46 özkaynak karlılığına ulaşacak olup, 9.2x F/K ile işlem görmektedir.

Koç Holding

Mevcut/Hedef Fiyat: TL141.80 / 225.04

Artış Potansiyeli:

59%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	273,653	733,868	902,741	1,128,426
FVAÖK	52,191	166,227	218,181	272,726
Net Kar	15,193	69,806	98,233	122,791
FVAÖK Marjı	19.1%	22.7%	24.2%	24.2%
Net Kar Marjı	5.6%	9.5%	10.9%	10.9%

Değerleme Çarpanları

F/K	23.7	5.2	3.7	2.9
FD/Satışlar	6.0	2.2	1.8	1.5
FD/FVAÖK	31.5	9.9	7.5	6.0
Hisse Başı Kazanç (TL)	5.99	27.53	38.74	48.42
Hisse Başı Temettü (TL)	0.90	1.73	5.81	7.26

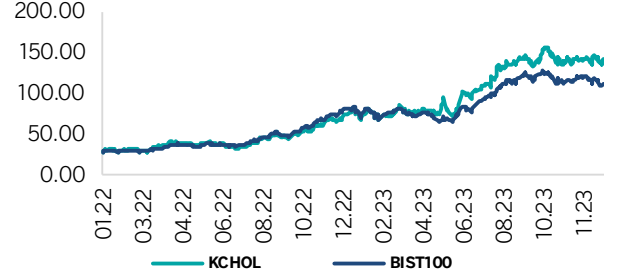
Hisse Senedi Bilgileri

29.12.2023

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
6%	8%	30%

Beta:	1.06
BIST 100'deki Ağırlığı:	5.7%
52 Hafta Aralığı (TL):	67.43 - 158
P.Değeri (mnTL):	359,590
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3ay:	2211.8
Yıllık TL Getiri (%):	73
Halka Açıklık Oranı (%):	22



Koç Holding'in dengeli portföy yapısı ve güçlü büyüme vaat eden şirketleri ile daha iyi değerlendirme seviyelerini hak ettiğini düşünüyoruz. Olumlu beklentilerimiz; i) NAD iskontosunun son dönemde %32 seviyelerine gerilemesine rağmen, hala orta vadeli ortalamaların oldukça üzerinde seyretmesi, ii) gösterge niteliği taşımasından dolayı yabancıların hisse piyasasında aktif oldukları senaryoda ilk ön plana çıkacak şirketlerden olması, iii) çeşitlendirilmiş portföy yapısının artan enflasyon ve değer kaybeden TL'ye karşı doğal koruma sağlaması, iv) yeni teknoloji yatırımlarının portföy değerini yukarı taşıma potansiyeline dayanıyor. Koç Holding'in varlık tabanı, iyi çeşitlendirilmiş bir portföy yapısına sahip, sektörel ve makro döngüsellğe karşı dirençlidir.

Şok Marketler

Mevcut/Hedef Fiyat: TL53.95 / 102.89

Artış Potansiyeli:

91%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	28,412	59,292	110,757	196,724
FVAÖK	2,622	4,772	7,930	14,347
Net Kar	324	2,380	3,975	5,282
FVAÖK Marjı	9.2%	8.0%	7.2%	7.3%
Net Kar Marjı	1.1%	4.0%	3.6%	2.7%

Değerleme Çarpanları

F/K	98.7	13.4	8.1	6.1
FD/Satışlar	1.2	0.6	0.3	0.2
FD/FVAÖK	12.9	7.1	4.3	2.4
Hisse Başı Kazanç (TL)	0.55	4.01	6.70	8.90
Hisse Başı Temettü (TL)	0.00	0.51	2.01	2.67

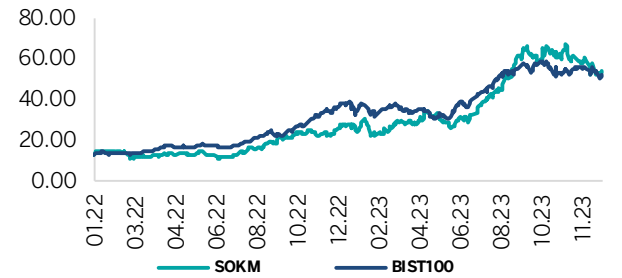
Hisse Senedi Bilgileri

29.12.2023

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
0%	3%	44%

Beta:	0.77
BIST 100'deki Ağırlığı:	0.5%
52 Hafta Aralığı (TL):	21.95 - 67.85
P.Değeri (mnTL):	32,008
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3ay:	550.1
Yıllık TL Getiri (%):	95
Halka Açıklık Oranı (%):	51



2024'te gıda perakendesinin olumlu seyrini sürdüreceğine inanıyoruz. BİMAS bölümünde müşteri trafiği ve sepet büyümesine ilişkin pozitif görüşümüzün dayanaklarını SOKM için de tekrar ediyoruz.

Maliyet tarafında kira ve yakıtın yanı sıra personel maliyetleri dönemsel karlılığa etki ettiğinden dikkatle takip edilecek. Şok'un toplam faaliyet giderleri içerisinde personel giderlerinin ağırlığı %58 seviyesinde. SOKM gıda perakendecileri arasında en yüksek iskontoya sahip şirket olarak öne çıkıyor. SOKM son 2 yıl FD/FVAÖK çarpanı tarihsel ortalamasına göre yalnızca %9 primli işlem görürken, BİMAS ve MGROS sırasıyla %18 ve %27 primlidir. SOKM 2024T tahminlerimize göre %49 özkaynak karlılığına ulaşacak olup, 6.1x F/K ile işlem görmektedir.

Turkcell

Mevcut/Hedef Fiyat: TL56.10 / 86.0

Artış Potansiyeli:

53%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	35,921	53,879	93,207	143,326
FVAÖK	15,014	21,994	39,094	60,344
Net Kar	5,031	11,053	15,169	24,470
FVAÖK Marjı	41.8%	40.8%	41.9%	42.1%
Net Kar Marjı	14.0%	20.5%	16.3%	17.1%

Değerleme Çarpanları

F/K	24.5	11.2	8.1	5.0
FD/Satışlar	4.3	2.9	1.7	1.1
FD/FVAÖK	10.3	7.0	3.9	2.6
Hisse Başı Kazanç (TL)	2.29	5.02	6.89	11.12
Hisse Başı Temettü (TL)	0.57	1.03	3.45	5.56

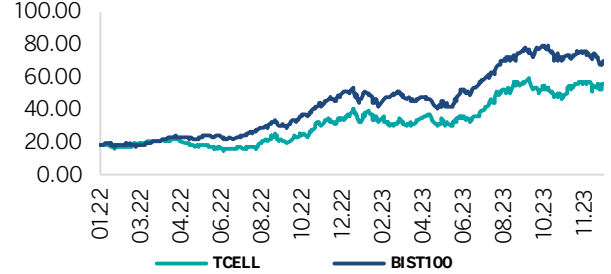
Hisse Senedi Bilgileri

29.12.2023

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
7%	20%	10%

Beta:	0.83
BIST 100'deki Ağırlığı:	1.9%
52 Hafta Aralığı (TL):	29.98 - 59.41
P.Değeri (mnTL):	123,420
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	1650.9
Yıllık TL Getiri (%):	51
Halka Açıklık Oranı (%):	35



Turkcell'in 2024 yılında fiyat artışlarının devamı, faturalı abone sayısında ve data kullanımında artışın desteği ile ARPU büyümesi ve dolayısıyla enflasyon üzerinde büyüme kaydetmesini bekliyoruz. Turkcell 2026 yılında kullanımının %65'ini kendi yenilenebilir enerji kaynaklarından karşılayabilme hedefi doğrultusunda, 2025 yılına kadar 300MW Güneş Enerjisi Santrali yatırımı yapmayı planlamaktadır. Turkcell'in enerji alanlarındaki yatırımlarını enerji fiyatlarındaki dalgalanmalara karşı koruma, enerji güvenliği, enerji maliyetlerinin azaltılması ve çevresel etki olarak önemli buluyoruz. Turkcell, Superonline, Global Tower ve Paycell için ayrı ayrı stratejik yatırımcı, iş birliği ya da halka arz gibi konuları değerlendirdiklerini daha önce belirtmişti. Piyasa koşullarındaki iyileşme bu konuda beklentileri ve haber akışlarını artırabilir düşüncesindeyiz.

Türk Hava Yolları

Mevcut/Hedef Fiyat: TL228.60 / 396.0

Artış Potansiyeli:

73%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	97,378	311,169	507,976	790,251
FVAÖK	27,922	78,684	129,049	177,020
Net Kar	8,213	47,429	83,080	93,251
FVAÖK Marjı	28.7%	25.3%	25.4%	22.4%
Net Kar Marjı	8.4%	15.2%	16.4%	11.8%

Değerleme Çarpanları

F/K	38.4	6.7	3.8	3.4
FD/Satışlar	5.3	1.6	1.0	0.6
FD/FVAÖK	18.3	6.5	4.0	2.9
Hisse Başı Kazanç (TL)	5.95	34.37	60.20	67.57
Hisse Başı Temettü (TL)	0.00	0.00	0.00	0.00

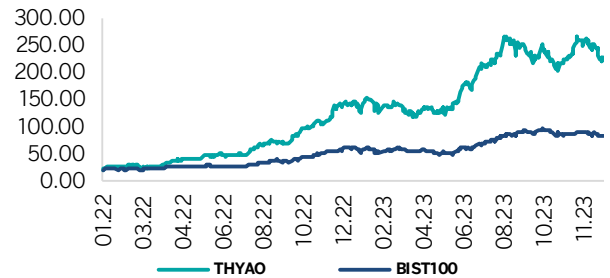
Hisse Senedi Bilgileri

29.12.2023

Relatif Performans

1ay	3ay	12ay
-4%	5%	18%

Beta:	1.09
BIST 100'deki Ağırlığı:	5.0%
52 Hafta Aralığı (TL):	118.5 - 268.5
P.Değeri (mnTL):	315,468
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:	9029.2
Yıllık TL Getiri (%):	62
Halka Açıklık Oranı (%):	50



2024 yılında pandemi sonrasında turizmde yakalanan olumlu ivmenin ve yolcu sayısında artışın devam edeceğini bekliyoruz. THY, 11A23'te yıllık %16.6 artışla 77.26mn yolcu taşımış ve sektörün en güçlü olduğu 11A19'e göre yolcu sayısı %12.3 artmıştır. THY'nin fonksiyonel para birimi ABD\$ olup Şirket'in faaliyetleri üzerinde ABD\$'nın etkisi önemlidir. THYAO'nun gelirlerinin yaklaşık %93 yabancı para birimi iken maliyetlerinde yabancı para oranının %76 seviyesinde olması karlılığını desteklemektedir. THYAO 2025-2036 yılları arasında teslim alınmak üzere 240 adedi kesin, 115 adedi opsiyon olmak üzere toplamda 355 adet uçağın satın alınmasına karar vermiştir. Yeni nesil uçakların filoya katılması, yeni uçakların hem daha az yakıt tüketmesi hem de daha fazla koltuk kapasitesine sahip olması, şirkete maliyet avantajı sağlayacaktır.

Yapı Ve Kredi Bankası

Mevcut/Hedef Fiyat: TL19.54 / 30.80

Artış Potansiyeli:

58%

Özet Finansallar & Oranlar

(mnTL)	2021	2022	2023T	2024T
Net Kar	10,490	52,745	73,288	87,946
Toplam Aktifler	736,769	1,108,094	1,643,007	2,135,910
Özsermaye	63,484	126,256	186,789	263,761
Kredi/Mevduat	98%	84%	78%	75%
NFM	3.2%	9.1%	6.0%	6.3%
Maliyet/Gelir	31%	21%	28%	24%

Değerleme Çarpanları

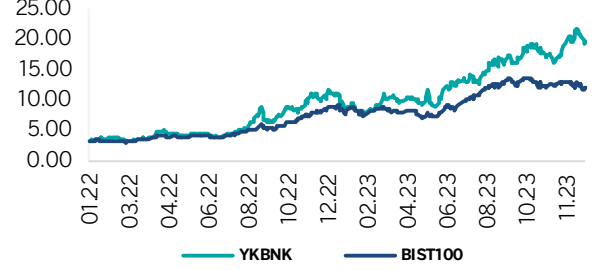
F/K	15.7	3.1	2.3	1.9
F/DD	2.6	1.3	0.9	0.6
Özsermaye Getirisi	19%	57%	45%	39%
Aktif Getirisi	1.6%	6.5%	5.1%	4.8%

Hisse Senedi Bilgileri

29.12.2023

Relatif Performans

	1ay	3ay	12ay
Beta	8%	18%	30%
BIST 100'deki Ağırlığı:			1.12
52 Hafta Aralığı (TL):		7.45 - 21.64	2.6%
P.Değeri (mnTL):		165,055	
Ort. Günlük Hacim (mnTL) 3 ay:		3525.9	
Yıllık TL Getiri (%):		80	
Halka Açıklık Oranı (%):		18	



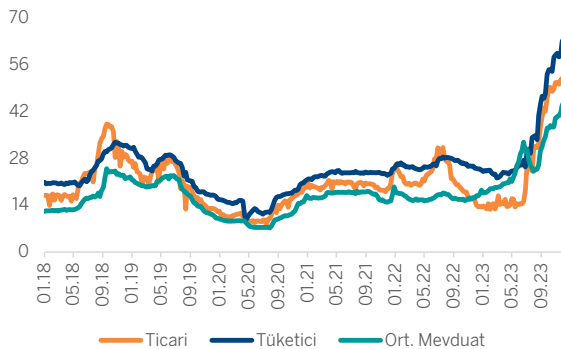
Yapı Kredi 2024 tahminlerimize göre 0.6x F/DD ve 1.9x F/K ile işlem görüyor. Son yıllarda, dönüşüm hikayesi yaratan Yapı Kredi özkaynak karlılığını özel bankalar ortalamasının üzerine taşımasına rağmen henüz ortalamalara yakın çarpanlarla işlem görmektedir. Özellikle, vadesiz mevduat tabanını %43 ile oldukça yüksek bir noktaya taşıyan Yapı Kredi'nin marj yönetiminde önümüzdeki dönemde olumlu ayrışmaya devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca, TÜFE ve komisyon gelirlerinde başarılı bulduğumuz Yapı Kredi'nin Gider/gelir rasyosunun %28 ile benzerlerine göre daha iyi bir noktada olmasını olumlu buluyoruz. Şirket 2023'ün ilk 9 ayında %46 özkaynak karlılığı ile ön plana çıktı ve bu metrikte olumlu performansının 2024'te de devamını bekliyoruz.

SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ

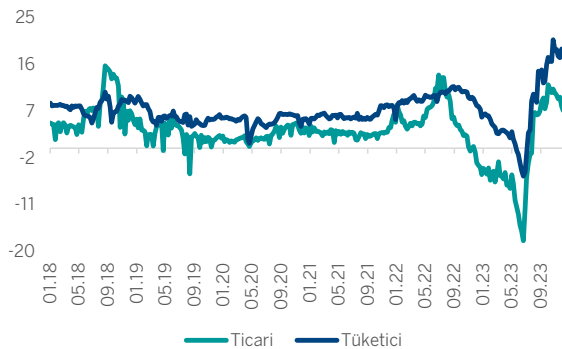
Bankacılık Sektörü

- **2024'te normalleşme ve rasyonel politikalara dönüş stratejisinin en olumlu etkileyeceği sektör bankacılık olacak.** Son iki yılda oldukça yoğun bir regülasyon seti ile karşı karşıya kalan sektör, normalleşme politikaları neticesinde kredileri daha rasyonel fiyatlamaya başlamış ve operasyonel marjını daha iyi bir noktaya taşıma imkanına kavuşmuştur. 2023 yılının ilk yarısında negatif kredi makası, yılın ikinci yarısında iyileşmeye başlamış ve son çeyrekten itibaren pozitif bölgeye geçmiştir. Bu politikaların en somut neticesi ülke risk priminde görülmüş ve son 6 ayda CDS seviyesindeki iyileşme 400 baz puanı bulmuştur. Ekim sendikasyon yenilemelerinde maliyet 75 baz puanı düşmüş ve 2024 bahar döneminde düşüşün devam etmesi beklenmektedir. TL marjını artıran sektör, yabancı para maliyetlerini ise aşağı çekeceği bir döneme girmiştir. Önümüzdeki dönemde karlılığın en önemli bileşeninin operasyonel gelirlerde yaşanan artış olacağını düşünüyoruz. Faaliyet giderlerini oldukça etkin yöneten sektör için aktif kalitesi ve ölçülü bir şekilde artmasını beklediğimiz risk maliyetinin oldukça yakın takip edileceği bir dönem başlayacak. 2023 yılının %23 kar büyümesi ile kapatmasını beklediğimiz sektör için 2024 kar büyümesi tahminimiz %21 seviyesindedir. Mevduat faizlilerinin düşmesi ile asıl kar büyümesinin 2025'te olacağını öngördüğümüz sektörde %32 seviyesinde bir sürdürülebilir özkaynak karlılığının makul olduğunu düşünüyoruz.
- **Operasyonel gelirler, iyileşmesini beklediğimiz çekirdek faiz gelirleri ile kuvvetli artış gösterecek.** Son dönemde net faiz, ticari işlemler ve komisyon gelirleri arasında banka bilançolarındaki farklı yorumlamalar ve artan regülasyonlar gereği geçişler yaşandı. Dolayısıyla, net faiz marjı yerine operasyonel gelir marjını analiz etmek bizi daha doğru bir noktaya taşıyacaktır. Operasyonel gelirin ise 4 ana başlığı bulunuyor; i) swap eklenmiş net faiz gelirleri, ii) TÜFE gelirleri, iii) ticari işlemler gelirleri, iv) komisyon gelirleri. 2023 yılında özellikle TÜFE gelirleri ve ticari işlemler gelirleri kuvvetliydi. 2024'te bu iki kalemden normalleşme bekliyoruz. TÜFE gelirleri düşen enflasyona rağmen varlık büyümesinden dolayı nominal olarak sınırlı düşecektir. 2023'te artan kur volatilitesi ve işlem marjları ile oldukça iyi seyreden ticari işlemler gelirlerinde ise azalma öngörüyoruz. 4Ç23'ten itibaren pozitif tarafa geçtiğini tahmin ettiğimiz kredi makası ise ilk kalem olan çekirdek faiz gelirlerini destekleyecektir. Kredi büyümesi sınırlı kalsa bile, kısa vadeli kredilerin yüksek oranlar ile yenilenmesi bu kalem için olumlu görüşümüzü destekliyor. Komisyon gelirleri ise artan kredi kartı faizleri, halka arzlar ile yükselen hisse piyasası ilgisi ve hala yukarıda seyreden enflasyondan destek almaya devam edecektir.

Faiz trendleri (%)



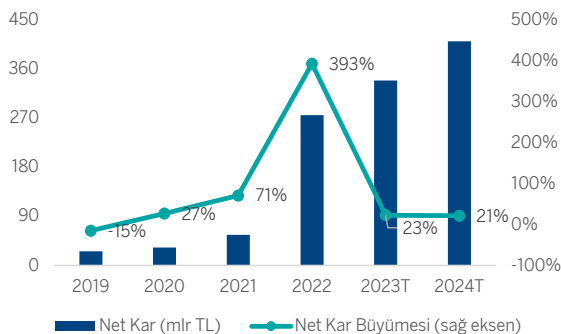
Yeni verilen kredi makası (%)



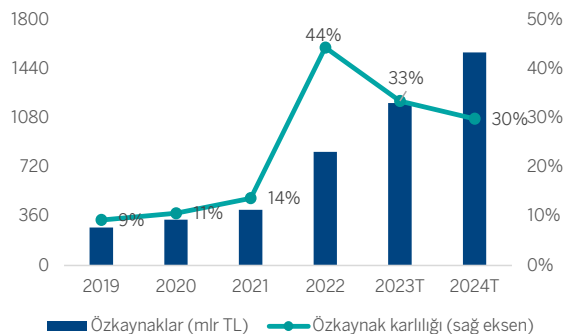
Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

- Risk maliyetinde kısmi bozulma beklemekle birlikte, bu artışın yönetilebilir seviyede olacağını düşünüyoruz.** Kur etkisi hariç bırakıldığında, son iki yılda bankacılık sektörü risk maliyetini oldukça iyi yönetti ve 100 baz puanının aşağısında oldukça iyi bir noktada yer aldı. Özellikle, pandemi sonrası artan varlık fiyatları teminatları kuvvetlendirirken, artan enflasyon ve emtia fiyatlarının desteklediği şirket bilançoları risk maliyetini olumlu yönde etkiledi. Önümüzdeki yılda ise, sıkı para politikalarının etkisini görmeye başlayacağımız bir dönem başlıyor. Teminatsız bireysel kredilerde artan faizler borç servisini bir miktar aşağı getirme potansiyeline sahip, ancak bu kredilerin çok büyük bir kısmının maaş müşterilerine veriliyor olması takip ihtimalini sınırlayıcı. Ticari krediler tarafında ise sektör ve şirket özelinde takip riski olmakla birlikte, büyüme beklentimizin %3.5 ile dengeli noktada olması bu tarafta bizim elimizi rahatlatıyor. Son 2 yılda 3.7 puan azalarak, %9.1 seviyesine düşen Grup2 kredi oranı, 2024'te yönünü bir miktar yukarı çevirebilir. Dolayısıyla, risk maliyetinin önümüzdeki yılda 130-140 baz puan seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Son 3 yılda, serbest karşılıklarla oldukça güçlü cephane biriktiren sektör için bu oranın oldukça yönetilebilir olduğunu söyleyebiliriz.
- Değerleme tarafı uzun süredir bahsettiğimiz ucuz görünümü teyit eder nitelikte devam ediyor.** Bankalar 2024 tahminlerimize göre 2.6x F/K ve 0.7x F/DD ile işlem görüyor ve bu çarpanlar, GOP benzer bankalara göre %68 ve %17 iskontoya işaret ediyor. Düşen risk primi neticesinde, halihazırda oldukça yüksek seviyede bulunan bu iskонтoların normalleşeceği bir yıla girdiğimizi düşünüyoruz. %32 seviyesinde sürdürülebilir özkaynak karlılığı varsayımı altında, bankaların 1.0x-1.2x arasında defter değeri ile işlem görmesini makul buluyoruz. 2023 yılında sanayi hisselerine göre %34 olumlu ayrıışan bankacılık hisselerinde, BIST100 endeks ağırlığı %11 seviyelerinden %15'e yükseldi. Bu trendin 2024'te de devamını bekliyoruz. Yabancı yatırımcı tarafında ise, son 6 ayda bankacılık endeksinde yabancı payının 9 puan artarak %37'ye yükselmesini dikkate değer buluyoruz. Yabancı yatırımcının yönünü Türk hisselerine çevirdiği noktada bankaların düşen risk primi ile ilk varlık sınıfı olarak öne çıkacağını düşünüyoruz. Karlılık momentumunun artarak devam etmesini beklediğimiz bankacılık sektöründe, likidite ve sermaye yeterliliği tarafında güçlü, marj tarafını daha iyi yönetebilen bankalarda seçici olunması gereken bir döneme giriyoruz. Artan faiz ortamında vadesiz mevduat tabanını artırabilen, tüketici segmentinde risk maliyeti dahil marjını daha iyi yönetebilen özel bankaların daha çok ön plana çıkacağını düşünüyoruz. Model portföyümüzde Akbank ve Yapı Kredi'yi tutmaya devam ediyoruz. İş Bankası için "Endekse Paralel" görüşümüzü "Endeks Üzeri" olarak değiştiriyoruz. Halkbank, Vakıfbank ve TSKB için "Endekse Paralel" görüşümüzü muhafaza ediyoruz.

Kapsamımızdaki bankalar net kar büyümesi



Kapsamımızdaki bankalar özkaynak karlılığı

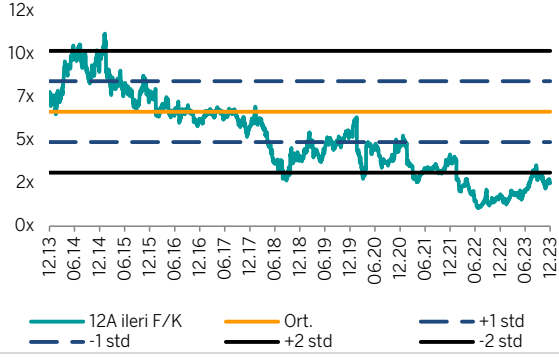


Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

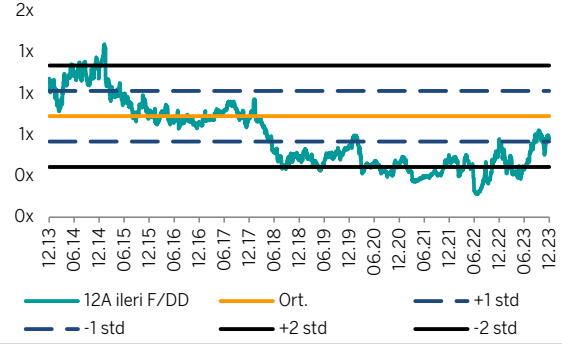
Banka Değerleme Göstergeleri	AKBNK	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Toplam
Güncel Fiyat	36.52	11.98	23.36	12.84	19.54	6.55	
Hedef Fiyat	53.00	13.50	34.00	14.50	30.80	8.00	
Artış Potansiyeli	45%	13%	46%	13%	58%	22%	
Piyasa Değeri (TL mn)	189,904	86,074	233,599	127,320	165,055	18,340	1,065,363
Piyasa Değeri (US mn)	6,451	2,924	7,935	4,325	5,607	623	36,190
Tavsiye	EÜ	EP	EÜ	EP	EÜ	EP	
Net Kar							
2021	12,126	1,508	13,468	4,175	10,490	1,089	55,929
2022	60,024	14,754	61,538	24,017	52,745	4,055	275,642
2023T	71,907	12,693	72,592	26,916	73,288	6,890	338,791
2024T	82,693	20,308	88,562	37,682	87,946	8,268	410,880
Net Kar Büyümesi							
2021	93%	-42%	98%	-17%	106%	49%	71%
2022	395%	878%	357%	475%	403%	272%	393%
2023T	20%	-14%	18%	12%	39%	70%	23%
2024T	15%	60%	22%	40%	20%	20%	21%
Özkaynaklar							
2021	75,955	43,500	86,839	51,953	63,484	6,941	408,653
2022	153,600	89,844	191,376	106,985	126,256	12,782	833,528
2023T	210,470	127,435	242,254	165,126	186,789	20,759	1,190,469
2024T	282,377	147,743	319,927	202,807	263,741	27,994	1,560,747
Özkaynak Karlılığı							
2021	18%	4%	18%	9%	19%	17%	14%
2022	55%	22%	47%	30%	57%	45%	44%
2023T	41%	11%	34%	18%	45%	45%	33%
2024T	34%	15%	32%	20%	39%	34%	30%
F/K							
2021	15.7x	57.1x	17.3x	30.5x	15.7x	16.8x	19.0x
2022	3.2x	5.8x	3.8x	5.3x	3.1x	4.5x	3.9x
2023T	2.6x	6.8x	3.2x	4.7x	2.3x	2.7x	3.1x
2024T	2.3x	4.2x	2.6x	3.4x	1.9x	2.2x	2.6x
F/DD							
2021	2.5x	2.0x	2.7x	2.5x	2.6x	2.6x	2.6x
2022	1.2x	1.0x	1.2x	1.2x	1.3x	1.4x	1.3x
2023T	0.9x	0.7x	1.0x	0.8x	0.9x	0.9x	0.9x
2024T	0.7x	0.6x	0.7x	0.6x	0.6x	0.7x	0.7x
Temettü Verimi							
2021	2.1%	0.0%	2.5%	0.0%	2.3%	1.6%	1.7%
2022	2.9%	0.0%	3.2%	0.0%	2.1%	0.0%	1.9%
2023T	5.7%	0.0%	4.7%	0.0%	6.7%	5.6%	4.1%
2024T	8.7%	0.0%	7.6%	0.0%	10.7%	9.0%	6.6%

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

XBANK 12A ileri F/K

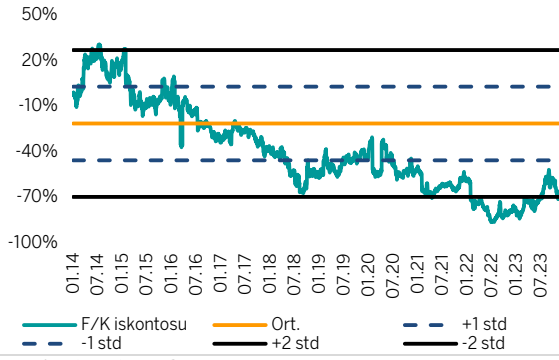


XBANK 12A ileri F/DD

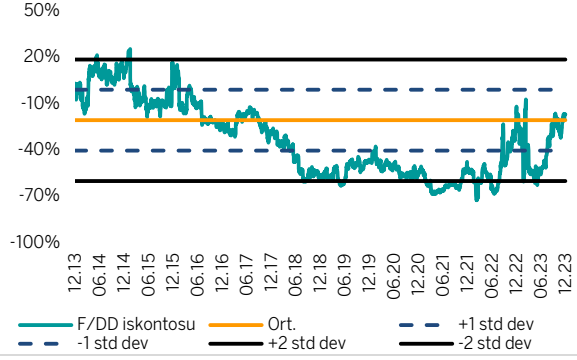


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

XBANK vs. GOP Banka F/K iskontosı

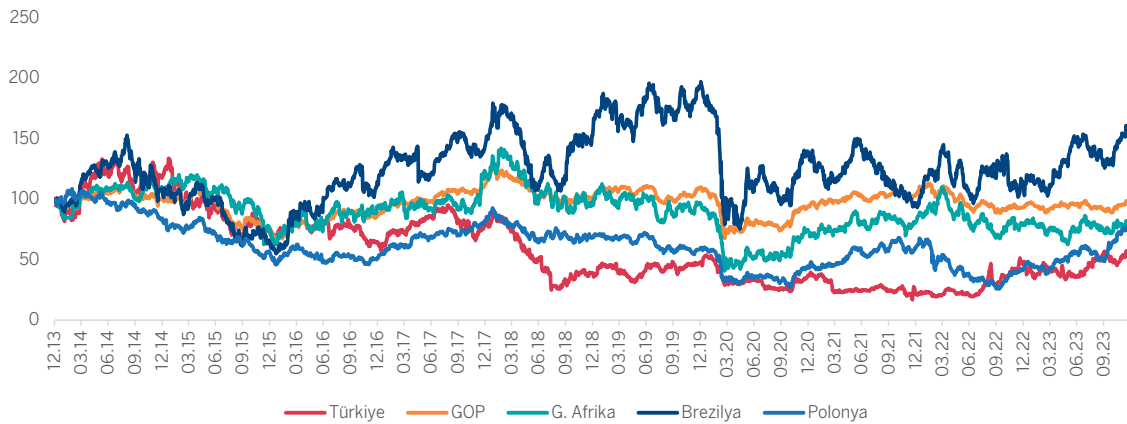


XBANK vs. GOP Banka F/DD iskontosı



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye ve Global Finansal Endeks Performansları

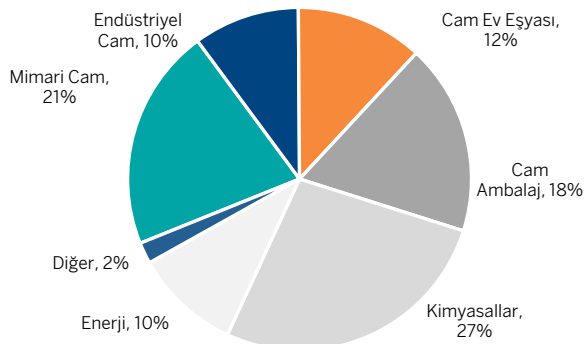


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

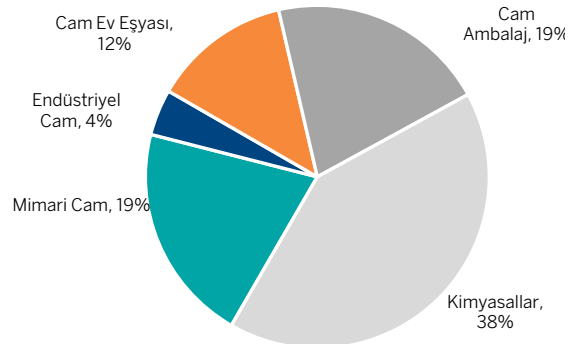
Cam

- 2023 yılı cam sektörü için genel olarak deprem etkileri, seçim belirsizliği, Avrupa’da ekonomik aktivitede yavaşlama, artan maliyetler, daha zayıf fiyatlandırma ve yüksek baz etkisi gibi faktörler nedeniyle zorlu bir yıl olmuştur. Ayrıca üretim maliyetlerinin daha ucuz olduğu ülkelere yapılan ithalat yurtiçinde fiyat seviyelerini olumsuz etkilemiştir. Ocak-Ağustos döneminde Türkiye’nin cam ithalatı miktar bazında yıllık %35; değer bazında yıllık %14 artmıştır.
- Cam sektörü ürünleriyle inşaat, otomotiv, yenilenebilir enerji, beyaz eşya ve ev eşyası, gıda, alkollü ve alkolsüz içecekler, ilaç, kozmetik, turizm gibi birçok sektöre girdi vermektedir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkı para politikası döngüsünün sonuna yaklaşması ile Avrupa’da ekonomik aktivitenin yeniden canlanması ve enerji maliyetlerinde daha makul seviyeler 2024 yılında cam sektörünü destekleyebilir. Enerji yoğun endüstrilerden olan cam üretiminde enerji fiyatlarında düşüş üretim maliyetlerinin düşmesini sağlayacaktır. Artan ithalata karşı, geçtiğimiz yıllarda olduğu gibi Çin, İran, İsrail ve Rusya gibi ülkelere karşı olası korunma önlemi olarak ek mali yükümlülükler getirilmesi de sektörü ayrıca destekleyebilir.
- Şişe Cam’ın hem coğrafi hem de ürün yelpazesi bakımından çeşitlendirilmiş iş yapısını beğenmekteyiz. Şişe Cam’ın ihracat ve döviz bazlı gelirlerine karşılık, döviz bazlı maliyetlerinin oranının daha düşük olması sebebiyle, brüt kar seviyesinde TL’nin ABD\$ karşısındaki zayıflığından olumlu etkilenmektedir. Düz cam tarafında, deprem bölgesi inşaat faaliyetleri, hızlanması beklenen kentsel dönüşüm ve alt yapı faaliyetlerinin inşaat sektörünü dolayısıyla düz cam segmentini, yüksek faiz ortamına rağmen desteklemesi beklenmektedir. Cam ambalaj tarafında tüketici algısında iyileşme ve güçlü turizm faaliyetlerinin devamının destekleyici olmasını bekliyoruz. Hatırlatmak gerekirse, 2022’de 46.3mlr ABD\$ olarak gerçekleşen turizm gelirlerinin Orta Vadeli Program’da (OVP) 2023’te 55.6mlr ABD\$ ve 2024 yılında ise 59.6mlr ABD\$ olması hedeflenmektedir. Şişe Cam için “Endeks Üzeri Getiri” tavsiyemiz bulunmasına karşın düşük sezon nedeniyle model portföyümüze dahil etmedik.
- ABD’de devam eden soda külü ve liman yatırımlarını şirkete küresel soda külü arz-talebi üzerinde kontrol gücü kazandıracağı için oldukça önemli buluyoruz. Şişe Cam’ın mevcut 5mn ton olan soda külü üretim kapasitesi, 2028’e kadar 10mn tonu aşacak ve Şirket dünyanın en büyük soda külü üreticisi haline gelecektir. Ayrıca ABD’deki doğal soda külü yatırımının lojistik ihtiyaçlarını karşılayacak olan yıllık 5mn ton kapasiteli Stockton Liman İşletmesi yatırımı 2028 yılına kadar kademeli olarak devreye alınacaktır.

SISE – Segmentlere Göre Gelirler



Segmentlere Göre FVAÖK Dağılımı

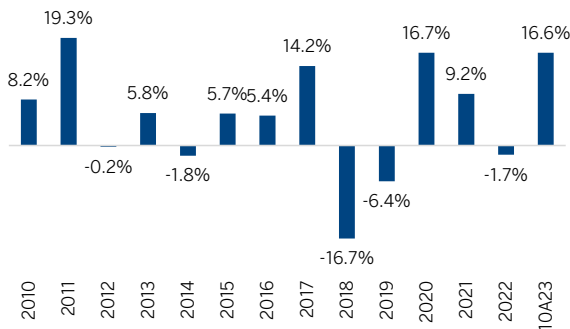


Kaynak: SISE, Garanti BBVA Yatırım

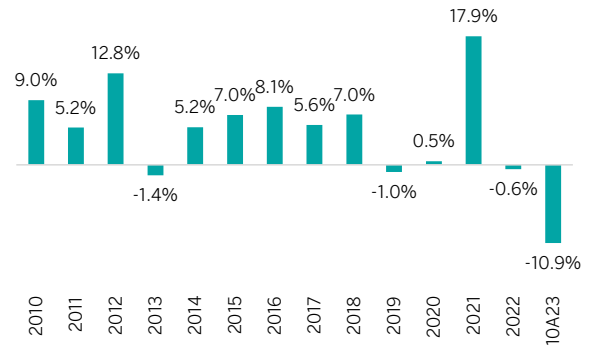
Dayanıklı Tüketim

- Dayanıklı tüketim sektörü için 2023 yılı genel olarak güçlü yurtiçi talep ve fiyatlamaya karşın Avrupa başta olmak üzere daralan uluslararası pazarlar şeklinde özetlenebilir. Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği (TÜRKESD) verilerine göre, 9A23'te Türkiye beyaz eşya pazarı altı ana ürün grubunda yıllık %18 oranında büyürken, Batı Avrupa beyaz eşya pazarı ise %8 daralmıştır.
- 2024 yılında dayanıklı tüketim sektörü için nötr görüşümüz bulunmaktadır. Sektörde toplam satışların %50'sinden fazlasını ihracat oluşturmakta ve ana ihracat pazarı ise Batı Avrupa'dır. 9A23'te ihracat yıllık %12 daralmıştır. Her ne kadar 2 yıllık daralmanın ardından 2024 yılının 2.yarısıyla birlikte Avrupa pazarının baz etkisi nedeniyle görece olarak daha iyi olacağını düşüsek de 2024 yılında yurtiçi talep ve fiyatlamasının sektör için ana belirleyici unsur olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Arçelik için "Endekse Paralel Getiri" tavsiyemiz bulunmaktadır.
- Beyaz eşya üretiminde en önemli maliyet çelik, alüminyum ve plastikten oluşan hammadde girdileridir. Hammadde fiyatları zayıf küresel talep, azalan enerji ve nakliye maliyetleri nedeniyle gerilemiş ve zayıf Avrupa pazarına karşın kar marjlarını desteklemiştir. 2024 yılında ise çelik fiyatlarıyla birlikte hammadde maliyetlerinde ivmelenme olabileceğini düşünüyoruz.
- Türkiye beyaz eşya pazarında lider konumda olan Arçelik'in 9A23'te toplam konsolide gelirler içinde yabancı paranın payı yaklaşık %62 seviyesinde olup, Euro ve USD payı toplamda yaklaşık %17~%18 ve %11~%12 aralığındadır. Maliyet tarafında ise Euro ve USD payı toplamda yaklaşık %65'dir. EURUSD paritesinin yukarı yönlü hareketi Arçelik brüt karlılığını olumlu etkilemektedir. TL'deki değer kaybı, ihracat üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir. Öte yandan, Arçelik'in 20.3MW olan toplam yenilenebilir enerji kurulu kapasitesinin 50MW'a çıkarılması hedefi enerji güvenliğinin sağlanmasına ve maliyetlerinin azaltılmasına katkı sağlayabilir.
- Arçelik Ocak 2023'te Whirlpool'un İtalya, Polonya, Slovakya ve İngiltere'de bulunan 9 lokasyonundaki 14 üretim tesisiyle 38 iştirakinin yanı sıra Arçelik'in 25 Avrupa iştiraki ve Romanya'daki 2 üretim tesisini kapsayan İştirak Sözleşmesi imzalamıştır. Anlaşma için halen düzenleyici otoritelerin onay süreci devam etmektedir, bu anlaşma Arçelik'in Avrupa'daki ürün portföyünü genişleterek rekabet gücünü artıracak ve maliyet kaynaklı sinerji sağlanabilecektir. Anlaşmayı Arçelik'in Avrupa'daki varlığını daha da güçlendireceği için önemli buluyoruz.

Beyaz Eşya Yurtiçi Satış Değişimi (%)



Beyaz Eşya İhracat Değişimi (%)

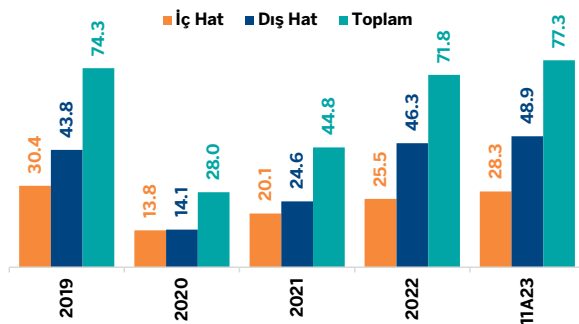


Kaynak: TÜRKESD , Garanti BBVA Yatırım

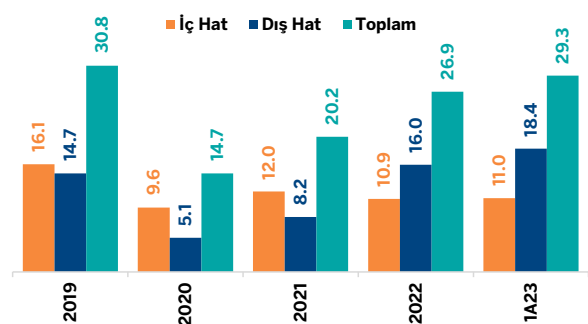
Havayolları

- Pandemi sonrasında turizmde yakalanan olumlu ivmenin 2024 yılında da devam edeceği beklentimiz dahilinde sektör için olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz. 9A23'te turist sayısı yıllık %13.24 artarak 44.6mn'a ve turizm gelirleri ise %20.1 artışla 41.9mlr ABD\$'ına yükselmiştir. Uluslararası Hava Taşımacılığı Birliği (IATA) 2024 yılında, global yolcu sayısının 2019 yılında zirve yaptığı 4.5mlr'ı aşarak 4.7mlr'a ulaşmasını beklemektedir. 2024 yılı genel olarak kapasite artışlarının devam edeceği, yolcu başına gelirlerin sabit kalabileceği veya bir miktar azalma gösterebileceği ancak yolcu sayısının artmaya devam edeceği bir yıl olabilir.
- Türk Hava Yolları için Endeks Üzeri Getiri (EÜ) tavsiyemiz bulunmaktadır. THYAO 11A23'te yıllık %16.6 artışla 77.26mn yolcu taşımış ve sektörün en güçlü olduğu 11A19'e göre yolcu sayısı %12.3 artmıştır. THYAO, Stratejik Planı çerçevesinde, konsolide gelirlerinin 2033 yılında 50mlr ABD\$'ını geçmesini, 2023 yılında 435 olan uçak sayısının 2033'te 800'ü aşmasını, 2023 yılında 85mn'u geçmesi beklenen yolcu sayısını 2033 yılında 170mn üzerine çıkarmayı hedeflemektedir. Şirket Stratejik Planı çerçevesinde Airbus firması ile 2025-2036 yılları arasında teslim alınmak üzere 240 adedi kesin, 115 adedi opsiyon olmak üzere toplamda 355 adet uçağın satın alınmasına karar vermiştir.
- 2024 yılı ilk çeyrek sonrasında AJet markası ile uçuşların yapılmaya başlanması planlanmaktadır. THYAO'nun Stratejik Planı arasında Ajet'in tamamı yeni nesilden oluşacak 200 uçaklık filoya sahip olması ve uçuş ağının 44 ülkeye çıkarılması yer almaktadır. AJet, 2024'te de 23-25mn yolcu, 2033 yılında da 55mn yolcu taşımayı hedeflemektedir.
- Pegasus için Endeks Üzeri Getiri (EÜ) tavsiyemiz bulunmaktadır. Pegasus düşük maliyetli ve düşük fiyatlı iş modeli ayrıca uçuş ağının genişlemesiyle havacılık sektöründeki rekabete karşın yıllar itibarıyla pazar payını artırmayı başarmıştır. 2015'te %9.8 olan yurtdışı pazar payı 2022'de %15.6'ya yükselmiştir. Pegasus, 11A23'te yıllık %18.7 artışla 29.34mn yolcu taşımıştır. Aynı dönemde yurt dışı yolcu sayısı toplam yolcu sayının %62.7'sini oluşturmuş ve yıllık %25.3 artmıştır. Ağustos 2023 itibarıyla Pegasus'un Airbus siparişi toplam 42 adet A320NEO (hepsi teslim alınmıştır) ve 108 adet A321NEO (33 adet teslim alınmıştır) uçaktan oluşmaktadır. 2023 yılında toplam 14, 2024'te 17 A321NEO PGSUS'un filosuna katılması beklenmektedir. Yeni uçakların hem daha az yakıt tüketmesi hem de daha fazla koltuk kapasitesine sahip olması, maliyet avantajı sağlamaktadır. Pegasus'un 2020'de 190 olan ortalama koltuk sayısı 2025'te 216'ya yükselecektir.
- Sektör için yolcu artış hızında yavaşlama, güvenlik endişeleri, salgın hastalıklar, jeopolitik riskler, birim gelirlerdeki zayıflık, olumsuz kur hareketleri, petrol fiyatlarındaki keskin yükseliş ve maliyet bazının kötüleşmesi temel risk faktörleridir.

THYAO Yolcu Sayısı (mn)



PGSUS Yolcu Sayısı (mn)

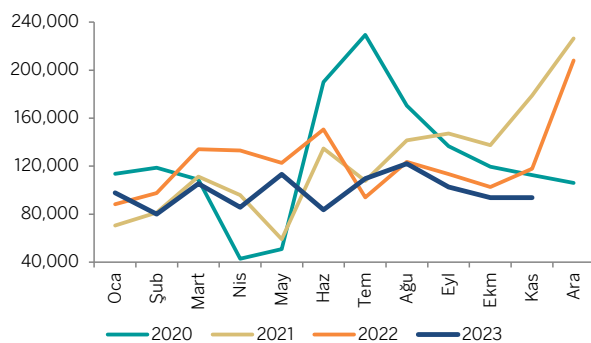


Kaynak: THYAO, PGSUS, Garanti BBVA Yatırım

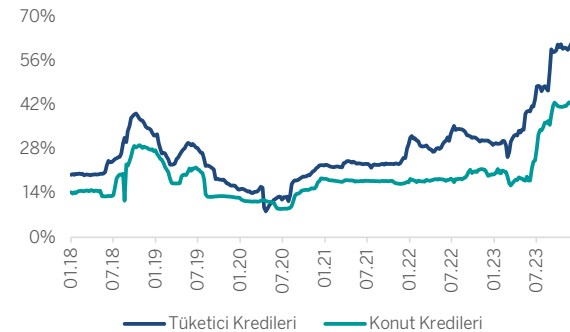
Gayrimenkul

- 2023 yılı ilk 11 aylık dönemde konut satışları yıllık bazda %15 azalarak 1.1mn adet seviyesinde gerçekleşti. Yılın ikinci yarısında artan bireysel kredi faizleri nedeniyle büyüme hızında ciddi bir momentum kaybı gözlemledik. Ortalama konut kredi faizleri 2021 yılında %18, 2022'de %19 seviyesinde gerçekleşmişti. 2023 ilk yarısında bu oran %20'ye sınırlı yükselirken, yılın ikinci yarısında değişen para politikası yaklaşımı ile %40 seviyesine yaklaştı. Dolayısıyla, faiz maliyetindeki artış 2023'ün ikinci yarısındaki momentum kaybını açıklıyor. Yılın ilk yarısında satışların %21'i ipotekli yapılırken, bu oran yılın ikinci yarısında %10'a düştü. Kredi faizlerinin sert yükseldiği son 2 aylık dönemde, ipotekli satış oranı %6'ya kadar düştü.
- 2024 yılında artan inşaat maliyetleri yeni yatırım beklentilerini aşağı çekerken, olası konut kampanyaları sektörün dikkatle izleyeceği gelişmeler olacaktır. İnşaat maliyet endeksi, 2023 yılı Ekim ayında bir önceki aya göre %2.2, bir önceki yılın aynı ayına göre %66 arttı. Özellikle, Haziran 2023 sonrasında inşaat maliyet endeksindeki artış dikkat çekici. Dolayısıyla, durum bu noktada yeni yatırımları destekleyici nitelikte değil. Ancak, konut m2 birim fiyatının yıllık bazda %81 artarak Ekim 2023 itibariyle 30,036TL'ye ulaşması fiyatların nihai tüketiciye yansıtıldığını gösteriyor. Bu noktada, alım gücünün azalması neticesinde özellikle konut tarafında sektörün kredi kampanya beklentisi bulunmaktadır. Bu durum, satışları ve yeni yatırımları destekleyecektir.
- 2023 yılında Emlak Konut bilanço ve satışlar anlamında iyi bir görüntü sergiledi. Bu dönemde Emlak Konut'un FAVOK marjı %24 iken, bu rakam 2022 yılında %41 olmuştu. Azalma daha çok deprem bölgesine yapılan yardımla ilişkili olup, şirketin operasyonel görüntüsünü tam yansıtmamaktadır. 2023'te şirketin net nakdi sıfır noktasından artarak, 10.4milyar TL oldu. Şirketin net aktif değeri aynı dönemde %41 artarak 92milyar TL oldu. Emlak Konut 9A23'te, 47milyar TL (KDV Hariç), satışa esas brüt 670 bin m2 büyüklüğe ulaşan, 5,007 adet bağımsız bölüm satışı (ön satışlar dahil) gerçekleştirildiğini açıkladı. Şirketin açıklamış olduğu veriler 2023 hedefleri ile uyumlu görünmektedir. Şirket ayrıca, diğer GYO şirketlerinden farklı olarak elindeki arsa stokunu maliyet ile kayıtlı tuttuğu için enflasyon muhasebesinde defter değerinin büyümesi anlamında oldukça olumlu etkilenecektir. Bu durumun herhangi bir vergi etkisi yaratmadığını belirtmek gerekli. Emlak Konut için 12-aylık vadede 11.00TL hedef fiyatımız ve "Endeks Üzeri" tavsiyemiz bulunmaktadır. Kısa-orta vadede konut üreticilerinde katalist görünmüyor ancak GYO'larda daha çok kira ağırlığı yüksek Torunlar GYO, Akis GYO gibi şirketlerde fırsatlar olabilir.

Konut satış trendi



Tüketici ve Konut Kredi Faizleri (%)

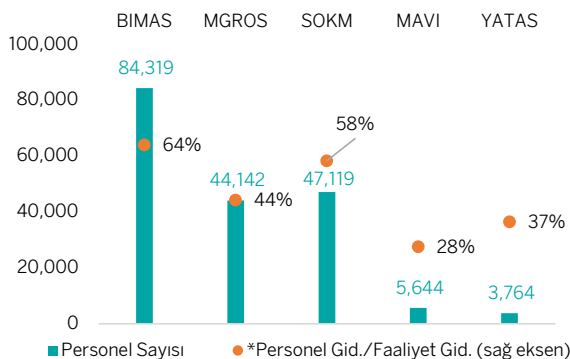


Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

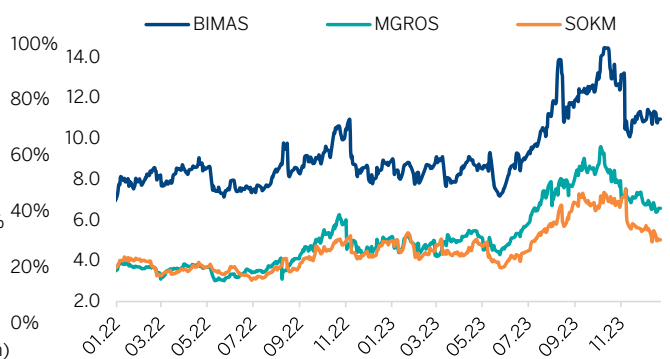
Perakende

- Perakende sektöründe 2024 yılı önceki yıla kıyasla daha öngörülebilir ve yönetilebilir bir yıl olmaya aday. Ücret artışları ve enerji-yakıt maliyetleri 2023'te perakendecileri maliyet yönü baskılamıştı. 2023'ün 2. yarısından itibaren değişen makropolitikalar ise 2024'te etkisini hissettirmeye devam edecek. Enflasyon aylık verilerde yavaşlama göstermeye başlamış olsa da, yıllık enflasyonda baz etkisi nedeniyle düşüşün başlaması için neredeyse bir yarı yıl beklemek zorunda kalacağız. 2024'ün sıkı para politikası koşullarında, gıda perakendecilerinin sağlam konumlanmalarını sağlayacak birkaç önemli unsur öne çıkıyor; i) oldukça defansif bilanço yapısıyla nakit olarak güçlüler. TFRS-16 hariç net nakit pozisyonundalar. ii) İş modelleri gereği işletme sermayesine ihtiyaç duymuyorlar, hatta nette negatif taraftalar. iii) İşlenmiş gıda enflasyonunun yüksek seyriyle sepet hacimlerinde enflasyonun üzerinde artışlar devam edebilir. iv) Alım gücü zayıf kalsa dahi, gıda tüketimi inelastik yapısıyla hanehalkı harcamalarının önemli bir bölümünü oluşturarak, başta indirim marketleri olmak üzere müşteri trafiğinde kesinti olmasına engel olabilir.
- Riskler de yok değil. Alım gücündeki olası aşırı tahribatın perakendeciler aleyhine bir yansıması olabilir. Tüketicilerin ağırlıklı olarak temel gıda ürünlerine yönelmeleri durumunda karlılık bir miktar düşük kalabilir. 2024 yılında Bim ve Şok'u Migros'a kıyasla bir miktar daha öne çıkarsak da, eğer market alışkanlığı yüksek olmayan yeni tüketiciler, 2023'ün bazı dönemlerinde olduğu gibi daha az bilinirliği olan özel markalı ürünlere yönelim göstermezse bu durumda özellikle Bim farklı kısa vadeli stratejileri uygulamaya koymak durumunda kalabilir. Migros'un ise 2023 yılındaki sürpriz fiyat rekabetini 2024'ün tamamında devam ettirmesini beklemiyoruz. Hızlı büyüme kaydeden Migros, 2024'te karlılık tarafına daha fazla eğilebilir.
- Giyim ve mobilya perakendesinde kapsadığımız iki şirket YATAS ve MAVİ birkaç yönüyle ayrışıyor. Mobilya sektörüne nazaran giyim sektörünün tüketici nezdinde krediye daha az ihtiyaç duyuyor olması, MAVİ'nin yerli bir marka olarak rekabette avantajlar yaratma kabiliyeti, tüketici bütçesine uygun ürünlere hızlıca yönelebiliyor olması şirketi birkaç adım öne çıkarıyor. YATAS ise 2023 yılında büyük zorluklarla başatmak zorunda kaldı. 2024 yılına teslimat ve lojistik tarafta yaşanan aksaklıkların mirası ile giriş yapacak. Kredi koşullarındaki sıkışmanın talep yönü negatif etkisi de buna eşlik edecek. Buna rağmen teslimat ve lojistik taraftaki aksaklıkların son bulmasıyla yüksek sezonunu (2Ç ve 3Ç) yüksek iskonto ile karşılayabilir.
- Perakende sektöründe kapsadığımız her şirket için EÜ tavsiyemiz olup, hedef fiyatlarımız BİMAS için 480.8, SOKM için 102.9, MGROS için 505.0, MAVİ için 180.6 ve YATAS için 40.7'dir.

Personel Sayısı ve Personel Giderlerinin Ağırlığı



Gıda perakendecileri FD/FVAÖK



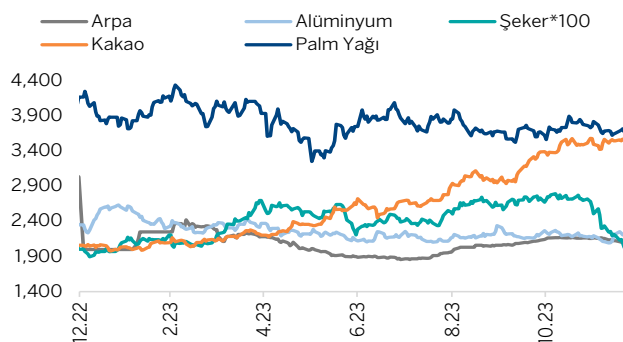
*TFRS-16 dahil

Kaynak: Şirketler, Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Gıda & İçecek

- Gıda ve içecek sektöründe kapsadığımız firmalar genelde çok uluslu niteliğe sahipler. Meşrubat sektörünün önemli oyuncularından CCOLA faaliyet gösterdiği coğrafyalarda hem organik büyüme fırsatlarını hem de değer yaratacağına inandığı bölgesel genişleme fırsatlarını değerlendirmektedir. Bu kapsamda 2023'te önce Pakistan hisse alımını tamamladı (CCBPL'de %49.67 pay için toplam ödenen tutar 300mn ABD\$) ve sonra Coca-Cola Bangladesh Beverages'in potansiyel satın alımına ilişkin olarak ön görüşmelere başladı. Bunun yanı sıra CCOLA zamanında alınan fiyatlandırma aksiyonları ve operasyonel verimlilik sayesinde marjlarda önemli oranda iyileşme yakaladı. Türkiye, Özbekistan ve Irak'ta işler oldukça yolunda gitti, Pakistan ise ekonomideki dalgalanmalar nedeniyle tarihsel olarak düşük seyreden tüketici güveni ve alım gücünden etkilenmeye devam etti. CCI'nin Orta Asya ve Orta Doğu'daki dengeli portföyünün 2024'te de sürdürülebilir büyüme adına güvence oluşturduğuna inanıyoruz.
- Alkollü içecek sektöründe AEFES, CCOLA'dan aldığı güce bira grubunun da iyimserliğini ekleyebilir. 2023'te en yüksek sezon olan 3Ç'de BDT (Kazakistan, Gürcistan, Moldova) ülkelerinde hacim bazında düşüş kaydedilse de özellikle Rusya ve Türkiye gibi en önemli iki operasyonda sektörün üzerinde ivme kazanmıştır. BDT operasyonlarında da fiyat artışları hacim baskılarını dengeleyebilmektedir. i) Dengeli fiyatlandırma, ii) proaktif satış aktiviteleri ve yenilikçi ürün lansmanlar, iv) premium segmentteki ürünlerin payının daha fazla artma potansiyeli gibi unsurlar bira grubunun yeni yılda da marjlarını destekleyecektir. Ek olarak bira grubunda FD/FVAÖK'ün son 2 yılın en düşük seviyelerine gerilediğinin altını çiziyoruz. Bölgesel bazlı özel tüketim vergilerinde değişiklik ve Ruble'de olası değer kayıpları takip edilecek riskler.
- Alım gücünün düşmesiyle tüketiciler evi bir sosyalleşme alanı olarak daha fazla kullanmaya başladı. Dış tüketim noktalarında yeme-içme faaliyetlerindense parklar, sahiller ve bahçeler daha fazla tercih edilmeye başlandı. Gıda sektöründe atıştırmalık ve içecek ürünleri en çok büyüyen alt sektörler oldu. Ülker Türkiye atıştırmalık pazarında %34 ile pazar lideri. Ülker Orta Doğu, Orta Asya ve Kuzey Afrika'dan katkı almaya devam etse de Türkiye pazarı hala büyümede ana motor.
- ULKER'de FX açık pozisyonun %71'i (362mnUSD) kapatıldı. Borçlanmada vade süreleri uzadı (9A23 UV pay %83; 9A22 UV pay %52), Net borç/FVAÖK rasyosu 2.7'den 2.2x'e geriledi. Bu finansal iyileşme Ülker'in net karına destek olmaya başladı. 2024'te yüksek enflasyona rağmen TL'deki değer kaybının seyri şirket için önemli bir takip olacak.
- Gıda ve içecek sektöründe kapsadığımız her şirket için EÜ tavsiyemiz bulunmaktadır. Hedef fiyatlarımız AEFES için 195.5, CCOLA için 748.7 ve ULKER için 111.2'dir.

Başlıca Emtia Fiyatları



AEFES - Bira Grubu FD/FVAÖK

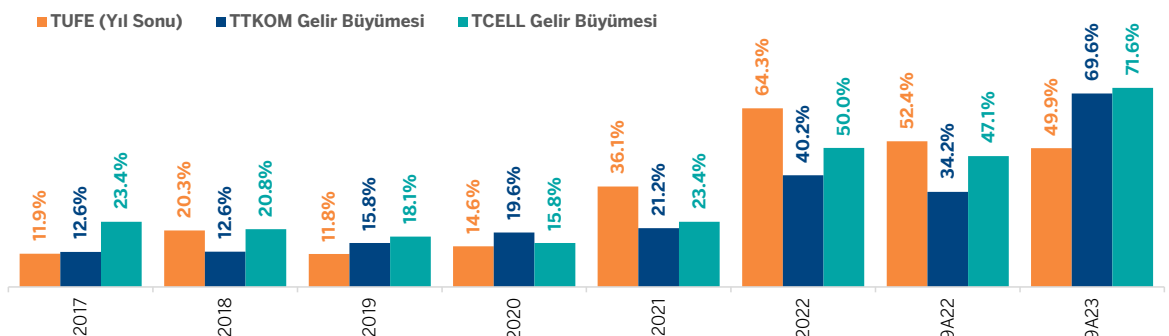


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Telekom

- Telekom sektörü için 2024 yılında olumlu görüşümüz bulunmaktadır. Enflasyonist fiyatlama konusunda disiplinin devamını, abone büyümesi özellikle faturalı abone sayısında artış, daha yüksek paketlere geçirme ve artan data kullanımı neticesinde ARPU büyümesinin devamını bekliyoruz. Turkcell ve Türk Telekom için "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemiz bulunmaktadır. Telekom operatörleri özellikle enflasyonun hızlı yükseldiği dönemlerde kontratlı aboneler nedeniyle artan maliyetlerini fiyatlara yansıtamamaktadır. 2023 yılıyla beraber fiyat artışlarının abonelere yansıtılması ayrıca daha önce 24 Ay olan geniş bant abone paketlerinin artan maliyetlerin daha zamanlı yansıtılabilmesi için esnetilmesi telekom operatörlerinin enflasyon üzerinde büyüme kaydetmelerini sağlamıştır. 9A23'te Türk Telekom'un gelirleri yıllık %70 ve Turkcell'in gelirleri ise %72 artmıştır. %50.30 olan 9 aylık ortalama enflasyonunun çok üzerinde bir artış kaydetmişlerdir. Makroekonomik koşullar ve 5G teknolojisi ile ilgili gelişmeler dikkate alındığında rekabetin yoğunluğunun düşük olacağını daha çok karlılığa ve serbest nakit akımı verimliliğine odaklanacaklarını tahmin ediyoruz.
- 2024 yılında Türk Telekom ve Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK) arasında 14 Kasım 2005 tarihinde imzalanmış olan ve 28 Şubat 2026'da sonlanacak olan İmtiyaz Sözleşmesi ile ilgili daha somut gelişmeler görebileceğimizi düşünüyoruz. İmtiyaz sözleşmesinin çözülmesi Türk Telekom için ikincil halka arz da dahil olmak üzere çeşitli fırsatları getirebilir. Turkcell tarafında ise, Superonline, Global Tower ve Paycell için ayrı ayrı stratejik yatırımcı, iş birliği ya da halka arz gibi konuları değerlendirdikleri daha önce belirtilmişti. Piyasa koşullarındaki iyileşme bu konuda beklentileri ve haber akışlarını artırabilir.
- Telekom operatörlerinin enerji verimliliği, yenilenebilir enerji alanlarındaki yatırım ve çalışmalarını enerji fiyatlarındaki dalgalanmalara koruma, enerji güvenliği, enerji maliyetlerinin azaltılması ve çevresel etki olarak önemli buluyoruz. Turkcell elektrik enerjisi ihtiyacının tamamını yenilenebilir kaynaklardan karşılarken, Türk Telekom'un üç veri merkezinde kullanılan elektrik enerjisini yenilenebilir kaynaklardan sağlanmaktadır. Türk Telekom yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşan toplam kurulu gücü 4MW olup 2026'ya kadar 465MW kurulu güce ulaşmayı hedeflemektedir. Turkcell ise 2026 yılında kullanımının %65'ini kendi yenilenebilir enerji kaynaklarından karşılayabilmek için, 2025 yılına kadar 300MW Güneş Enerjisi Santrali yatırımı yapmayı planlamaktadır.
- 2024 yılında 5G teknolojsinin daha çok ön planda olacağını ancak güvenlik ve ekonomik kaygılar nedeniyle 5G altyapısının kritik ağ unsurlarının yerli ürünlerin kullanımına daha çok odaklanılacağı için geçiş sürecinin daha yavaş ilerleyebileceğini düşünüyoruz.

Yıl Sonu TUF ve Türk Telekom & Turkcell Gelir Değişimi (%)



Kaynak: TUIK, Garanti BBVA Yatırım

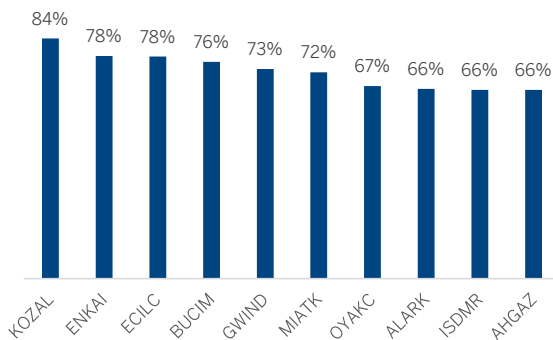
Enflasyon Muhasebesi Şirketleri Nasıl Etkileyecek?

Geçtiğimiz iki yılın önemli bir konusu olan enflasyon muhasebesi 2024'ten itibaren uygulanmaya başlayacak. Türkiye'de enflasyon muhasebesinin şartları 2021 sonunda oluşmuş ancak o dönemde erteleme kararı çıkmıştı. Yeni torba yasa ile banka ve finans dışı şirketlerde 2023 yılı finansal tablolarının enflasyon düzeltmesine tabi tutulacağı belirtildi. Enflasyon muhasebesi ile mali tabloların uzun yıllar süren yüksek enflasyonun etkisinden arındırılması ve vergileme üzerindeki enflasyondan kaynaklanan olumsuzlukların giderilmesi, fiktif karlar üzerinden vergi ödenmemesi hedefleniyor.

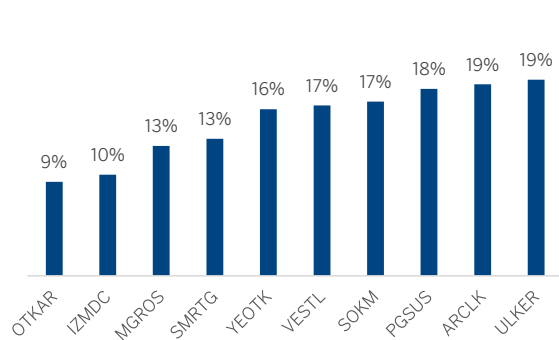
Enflasyon muhasebesinin en tartışmalı konusu vergi etkisinin nasıl olacağı ve nakit çıkışına neden olup olmayacağı. Bu durum değerlendirme etkisi anlamında da önemli bir konu. Enflasyonun şirketler üzerindeki en büyük etkisi kar rakamlarının olması gerekenden daha yüksek görünmesi ve bunun sonucunda yüksek vergi ödeyen şirketlerin sermaye kaybına uğramasıdır. Bu durumda, finansman ihtiyacı doğmakta ve şirketlerin finansal sağlığı tehlikeye girmektedir. Ancak, şirketlerin bilanço durumuna göre düzeltmenin etkisi değişmektedir.

Enflasyon düzeltmesi; i) özkaynağı güçlü şirketlerde gider yönlü ve zarar artırıcı, ii) borçlu ve öz sermayesi zayıf şirketlerde ise, gelir yönlü - kar artırıcı bir etkiye neden oluyor. Diğer bir bakış açısıyla, öz kaynağını ağırlıklı olarak; parasal kıymetlerde tutan mükelleflerde ilave gider yazma (kar azaltıcı/zarar artırıcı), parasal olmayan kıymetlerde tutan mükelleflerde ise ilave gelir yazma (kar artırıcı/zarar azaltıcı) durumu ortaya çıkıyor. Bu açıdan baktığımızda, enflasyon muhasebesi öz sermayesi güçlü bankacılık ve finans sektöründe gider yönlü ; borçlu ve öz sermayesi zayıf reel sektör şirketlerinde ise gelir yönlü bir etki yaratacak. Yani, bankacılık ve finans sektöründe vergi matrahları fark kadar azalacak, reel sektörde ise kara ilave sonuç doğuracak, matrahlarını artıracak ve ilave vergi hesaplamaları gerekecek. Bu nedenle, kanun koyucu bankacılık ve finans sektöründe uygulamayı hayata geçirmiyor. Tabi şunu da belirtmekte fayda var; 2023 mali tabloları düzeltmeye uğrayacak, başlangıç noktası belirlenecek ve ortaya çıkan fark vergi yükü doğurmayacak. Bundan sonraki dönemlerde, her çeyrek düzeltilen mali tablolar üzerinden vergilendirme yapılacaktır. Dolayısıyla, özkaynağı kuvvetli şirketlerin enflasyon muhasebesi sonucunda az vergi ödemesini bekleyebiliriz. Dış kaynak bağıllığı daha yüksek şirketlerde ise uygulama vergi yükümlülüğünü artıracak ve nakit çıkışına neden olabilecektir.

Özkaynak oranı kuvvetli şirketler



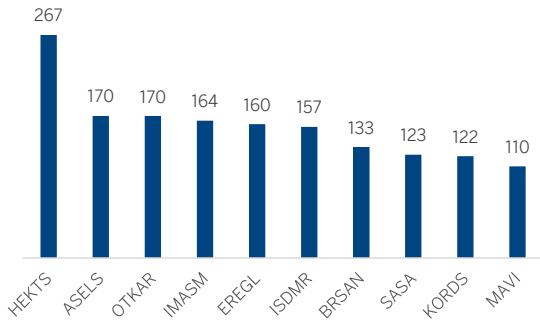
Özkaynak oranı düşük şirketler



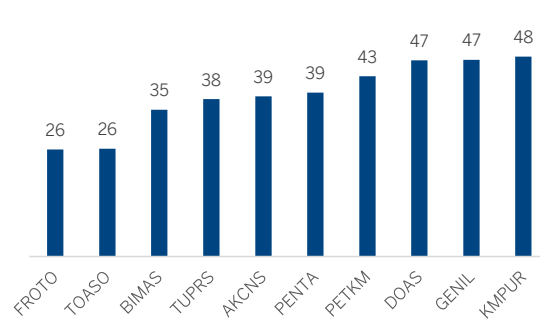
Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

Enflasyon muhasebesi her şirketin detaylı bilanço yapısına göre etki yaratacaktır. Sabit kıymetlerin ne zaman alındığı, yeniden değerlemeye tabi tutulup tutulmadığı, stokların elde tutma süresi gibi konular farklı sonuçlar yaratacaktır. Sabit kıymetleri yüksek oranda olan şirketler ilk aşamada bunların edinim zamanları tespit edilmemekle birlikte, özkaynaklarını yukarı taşıyacaktır. Bu şirketlerin ayrıca bu işlem sonucunda piyasa değeri/defter değerleri daha ucuz noktalara gelecektir. Aynı şekilde, stok tutma süresi uzun olan şirketler enflasyon düzeltmesine maruz kaldıklarında stoklardan elde ettikleri kar aşağı gelecektir. Bu şirketlerin, brüt kar marjı ve FAVOK marjlarında azalma olmasını bekleriz.

Stok tutma süresi uzun olan şirketler (gün)

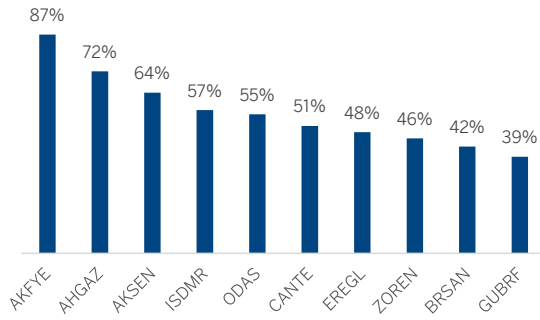


Stok tutma süresi kısa olan şirketler (gün)

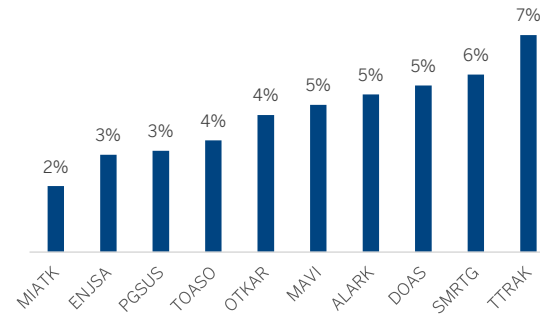


Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

Sabit kıymet ağırlığı yüksek olan şirketler



Sabit kıymet ağırlığı düşük olan şirketler

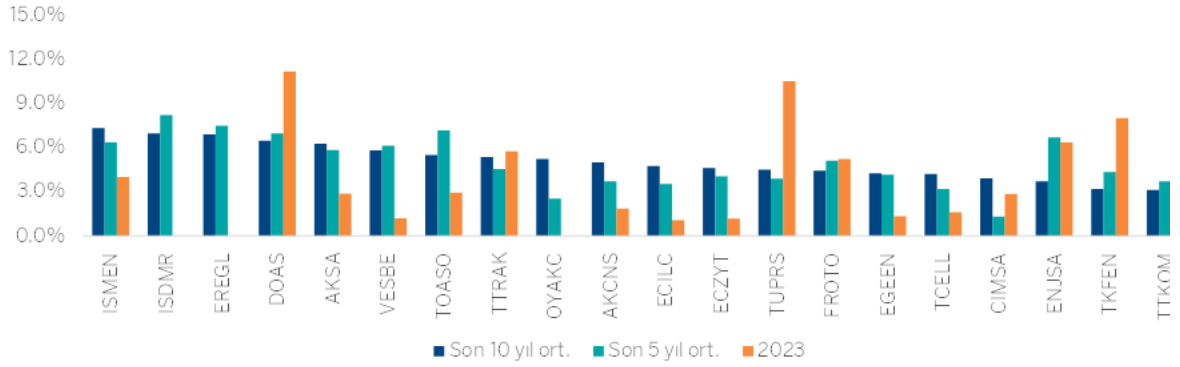


Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

Temettü Beklentileri

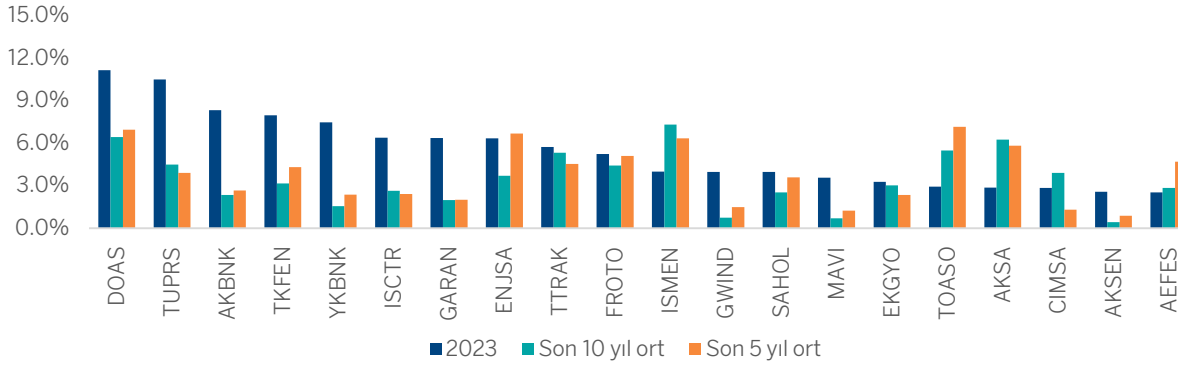
- 2023 yılının son çeyrek finansallarının ardından, 2024 yılında temettü beklentilerinin önem kazanacağı ve piyasa tarafından fiyatlamaların başlayacağı bir dönem yaşayacağız. Bu bölümde BIST100 endeksinin temettü verim analizini yaparken, uzun vadeli perspektifte hangi şirketlerin temettü tarafında daha iyi performans gösterdiğini inceledik.

Son 10 yıl en yüksek temettü verimine ulaşan BIST100 şirketleri



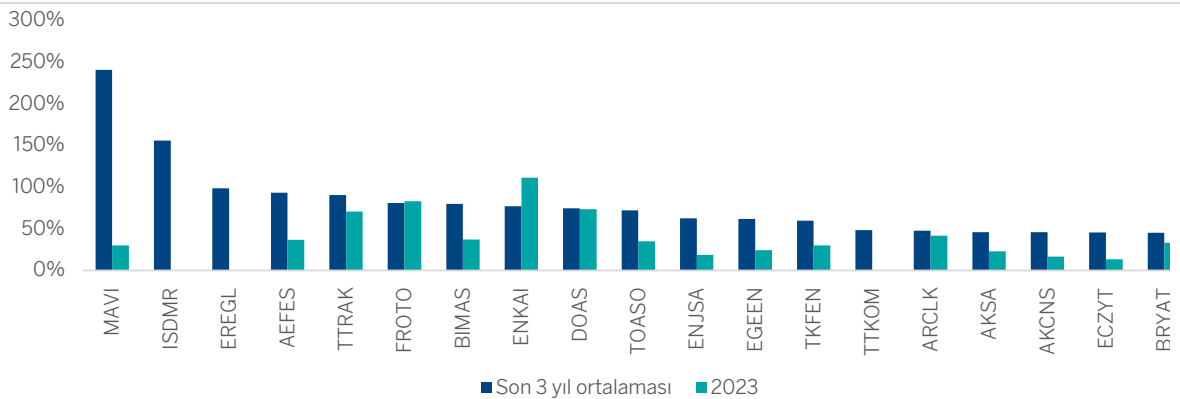
Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

2023'te en yüksek temettü verimine ulaşan BIST100 şirketleri



Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

Son 3 yıl en yüksek temettü dağıtım oranına sahip BIST100 şirketleri



Kaynak: Şirket Verileri, Garanti BBVA Yatırım

- Araştırma kapsamımızda olan ve ek olarak araştırma kapsamımızda olmamasına rağmen piyasa beklentisi oluşmuş şirketlere ilişkin 2023 temettü beklentileri çalışmamız aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hisse Kodu	Net Satışlar (mnTL)	FVAÖK (mnTL)	Net Kâr (mnTL)	HBK	Toplam Brüt Temettü Tutarı (mnTL)	Temettü Verimi	Dağıtım Oranı
TUPRS*	569,575	72,027	47,890	21.72	41,850	15.2%	87.4%
TTRAK*	47,459	11,249	9,299	84.86	8,491	11.9%	91.3%
DOAS*	101,058	21,231	17,215	29.21	6,426	11.4%	37.3%
FROTO*	348,252	39,079	34,087	67.23	23,590	9.1%	69.2%
TKFEN*	42,907	2,802	2,754	3.12	1,154	8.5%	41.9%
ENJSA*	126,421	15,300	5,617	3.21	3,796	7.1%	67.6%
YKBNK			73,288	1.30	10,993	6.7%	15.0%
TCELL	93,207	39,094	15,169	3.45	7,584	6.1%	50.0%
TOASO*	102,068	17,007	17,163	12.60	6,299	6.0%	36.7%
SAHOL	108,778	99,752	48,899	3.59	7,335	5.9%	15.0%
ENKAI*	91,398	18,108	14,714	1.98	11,908	5.8%	80.9%
AKBNK			71,907	2.07	10,786	5.7%	15.0%
TSKB			6,890	0.37	1,034	5.6%	15.0%
AEFES	147,078	30,338	8,181	6.91	4,091	5.0%	50.0%
BIMAS	272,452	20,483	11,347	15.00	9,108	5.0%	80.3%
ISCTR			72,592	1.09	10,889	4.7%	15.0%
GARAN*			74,506	2.67	11,214	4.6%	15.1%
VESBE*	49,482	6,961	3,410	0.72	1,150	4.5%	33.7%
YATAS	10,497	1,264	501	1.00	150	4.1%	30.0%
KCHOL	902,741	218,181	98,233	5.81	14,735	4.1%	15.0%
SOKM	110,757	7,930	3,975	2.01	1,192	3.7%	30.0%
MGROS	146,166	9,844	4,475	12.36	2,237	3.7%	50.0%
TTKOM	80,689	27,273	6,141	0.88	3,071	3.6%	50.0%
MAVI	20,191	4,754	2,712	4.11	816	3.5%	30.1%
SISE	135,080	26,166	20,194	1.32	4,039	2.9%	20.0%
KOZAA	8,123	3,054	2,347	1.21	469	2.9%	20.0%
KOZAL	7,064	2,545	5,868	0.55	1,760	2.8%	30.0%
GWIND*	1,689	1,408	1,171	0.60	324	2.8%	27.6%
ARCLK	207,861	21,765	4,478	3.31	2,239	2.6%	50.0%
CCOLA	91,474	18,677	8,970	10.58	2,691	2.0%	30.0%
ALARK*	8,247	237	11,310	1.82	792	2.0%	7.0%
KRDMD*	38,734	6,349	1,643	0.48	371	2.0%	22.6%
EKGYO	15,680	3,428	5,072	0.13	507	1.9%	10.0%
CIMSA*	13,159	2,674	2,875	0.40	378	1.4%	13.2%
ASELS	59,273	14,258	17,818	0.59	2,673	1.3%	15.0%
OTKAR*	20,597	3,519	1,639	3.90	468	0.9%	28.6%
AKCNS*	15,272	3,905	3,733	1.30	249	0.9%	6.7%
AGHOL*	312,463	38,201	8,048	0.80	195	0.4%	2.4%
EREGL*	150,432	20,804	-1,050	0.15	532	0.4%	a.d
HALKB			12,693	0.00	0	0.0%	0.0%
VAKBN			26,916	0.00	0	0.0%	0.0%
TAVHL*	37,433	10,604	4,492	0.00	0	0.0%	0.0%
PETKM*	47,311	2,387	4,587	0.00	0	0.0%	0.0%
PGSUS	78,164	26,737	13,305	0.00	0	0.0%	0.0%
THYAO	507,976	129,049	83,080	0.00	0	0.0%	0.0%
ULKER	45,032	8,863	1,744	0.00	0	0.0%	0.0%

Kaynak: EquityRT, Garanti BBVA Yatırım Tahminleri

*Konsensus beklentileri yansıtmaktadır

Tavsiye Listesi

Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat*	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Ort. Hacim**	F/K		F/DD		Özkaynak Get.	
							2023T	2024T	2023T	2024T	2023T	2024T
							3.1	2.5	0.9	0.7	33%	30%
AKBNK	EÜ	36.52	53.00	45%	189,904	3,746	2.6	2.3	0.9	0.7	41%	34%
GARAN	-	58.35	-	-	245,070	2,490						
HALKB	EP	11.98	13.50	13%	86,074	1,040	6.8	4.2	0.7	0.6	11%	15%
ISCTR	EÜ	23.36	34.00	46%	233,599	4,384	3.2	2.6	1.0	0.7	34%	32%
VAKBN	EP	12.84	14.50	13%	127,320	1,220	4.7	3.4	0.8	0.6	18%	21%
YKBNK	EÜ	19.54	30.80	58%	165,055	4,517	2.3	1.9	0.9	0.6	45%	39%
TSKB	EP	6.55	8.00	22%	18,340	560	2.7	2.2	0.9	0.7	45%	34%
Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat*	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Ort. Hacim**	F/K					
							2023T	2024T				
KCHOL	EÜ	141.80	225.04	59%	359,590	2,614	3.7	2.9				
SAHOL	EÜ	60.45	96.50	60%	123,342	2,229	2.5	1.9				
Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat*	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Ort. Hacim**	F/K		FD/FVAÖK		FD/Satış	
							2023T	2024T	2023T	2024T	2023T	2024T
							7.9	5.7	5.3	3.4	1.0	0.6
AEFES	EÜ	137.50	195.55	42%	81,414	363	10.0	6.4	3.1	2.1	0.6	0.4
ARCLK	EP	128.50	177.00	38%	86,831	822	19.4	11.2	6.0	3.9	0.6	0.4
ASELS	EÜ	44.98	65.00	45%	205,109	3,504	11.5	8.1	15.4	9.3	3.7	2.3
BIMAS	EÜ	300.75	480.84	60%	182,615	1,537	16.1	9.2	9.3	5.2	0.7	0.4
CCOLA	EÜ	525.50	748.68	42%	133,672	230	14.9	8.9	7.7	4.9	1.6	0.9
EKGYO	EÜ	6.88	11.00	60%	26,144	2654	5.2	3.6	4.6	3.2	1.0	0.7
KOZAA	EP	42.42	58.00	37%	16,462	1,413	7.0	5.7	2.1	1.0	0.8	0.5
KOZAL	EP	19.53	26.50	36%	62,545	3,075	10.7	8.7	20.8	9.6	7.5	4.5
MAVI	EÜ	116.50	180.65	55%	23,140	261	8.5	5.3	4.6	2.8	1.1	0.6
MGROS	EÜ	335.00	504.97	51%	60,653	610	13.6	7.9	5.6	2.9	0.4	0.2
PGSUS	EÜ	649.50	1080.00	66%	66,444	1,595	5.0	3.3	4.9	3.0	1.7	1.0
SISE	EÜ	45.82	71.00	55%	140,356	3,165	7.0	4.9	6.7	4.5	1.3	0.9
SOKM	EÜ	53.95	102.89	91%	32,008	510	8.1	6.1	4.3	2.4	0.3	0.2
TCELL	EÜ	56.10	86.00	53%	123,420	2,087	8.1	5.0	3.9	2.6	1.7	1.1
TTKOM	EÜ	24.36	34.50	42%	85,260	1,843	13.9	8.5	4.7	3.1	1.6	1.1
THYAO	EÜ	228.60	396.00	73%	315,468	9,480	3.8	3.4	4.0	2.9	1.0	0.6
ULKER	EÜ	81.85	111.23	36%	30,225	865	17.3	5.2	5.5	3.7	1.1	0.7
YATAS	EÜ	24.24	40.72	68%	3,631	85	7.2	3.5	4.7	2.7	0.6	0.3
XU100		7,470			6,330,190	119,099	5.1	4.0				

29/12/2023 Kapanışları. *: 12 Aylık, **: 6 aylık, (mn TL), EÜ: Endeks Üzeri, EP: Endeks Paralel, EA: Endeks Altı, GG: Gözden Geçiriliyor

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

BIST-100 Piyasa Beklentileri

2024'te En Yüksek Kâr Büyümesi Beklenen Şirketler	2023T	2024T	2025T	24-23 Artış	25-24 Artış	2023T F/K	2024T F/K	2025T F/K
EREGL:IS	-1,050	12,915	19,898	a.d	54%	a.d	11.2	7.3
ULKER:IS	1,532	4,623	6,881	202%	49%	19.3	6.4	4.3
PETKM:IS	4,587	10,968	16,058	139%	46%	9.7	4.1	2.8
TTKOM:IS	4,045	9,476	14,525	134%	53%	21.3	9.1	5.9
KRDM:IS	1,643	3,814	5,066	132%	33%	11.4	4.9	3.7
OTKAR:IS	1,639	3,739	7,577	128%	103%	30.4	13.3	6.6
HALKB:IS	11,563	21,684	27,446	88%	27%	7.3	3.9	3.1
ARCLK:IS	4,194	7,690	11,518	83%	50%	20.0	10.9	7.3
BIMAS:IS	11,191	20,059	27,762	79%	38%	16.7	9.3	6.7
VESTL:IS	1,540	2,714	3,492	76%	29%	9.7	5.5	4.3
TCELL:IS	15,042	24,926	34,804	66%	40%	8.2	5.0	3.6
GWIND:IS	1,171	1,937	2,859	65%	48%	10.0	6.1	4.1
SOKM:IS	3,352	5,483	7,699	64%	40%	9.5	5.8	4.1
CCOLA:IS	8,947	14,494	20,580	62%	42%	14.1	8.7	6.1
VESBE:IS	3,410	5,440	6,512	60%	20%	7.1	4.5	3.7
MAVI:IS	2,644	4,085	5,326	54%	30%	8.4	5.4	4.2
ASELS:IS	17,709	25,681	29,777	45%	16%	11.5	8.0	6.9
ENKA:IS	14,714	21,206	18,644	44%	-12%	13.9	9.7	11.0
SISE:IS	20,589	29,422	35,656	43%	21%	6.9	4.9	4.0
AEFES:IS	8,290	11,785	13,037	42%	11%	9.6	6.7	6.1

2024'te En Yüksek Satış Büyümesi Beklenen Şirketler	2023T	2024T	2025T	24-23 Artış	25-24 Artış	2023T FD/NS	2024T FD/NS	2025T FD/NS
TOASO:IS	102,068	194,373	299,483	90%	54%	1.3	0.7	0.4
GWIND:IS	1,689	2,896	4,092	71%	41%	10.4	6.0	4.3
HALKB:IS	54,077	92,396	134,515	71%	46%	a.d.	a.d.	a.d.
SOKM:IS	110,472	184,444	253,796	67%	38%	0.3	0.2	0.1
BIMAS:IS	268,040	447,116	624,638	67%	40%	0.7	0.4	0.3
MGROS:IS	146,202	243,714	331,513	67%	36%	0.4	0.3	0.2
OTKAR:IS	20,597	34,014	44,581	65%	31%	2.5	1.5	1.2
ASELS:IS	59,979	97,865	132,768	63%	36%	3.3	2.1	1.5
MAVI:IS	19,887	32,366	43,133	63%	33%	1.1	0.6	0.5
CCOLA:IS	93,350	150,140	188,875	61%	26%	1.2	0.7	0.6
PETKM:IS	47,311	74,860	93,836	58%	25%	1.6	1.0	0.8
AEFES:IS	149,561	235,312	283,487	57%	20%	0.5	0.3	0.3
THYAO:IS	503,955	781,373	776,073	55%	-1%	1.1	0.7	0.7
ARCLK:IS	207,557	318,434	453,986	53%	43%	0.7	0.5	0.3
FROTO:IS	348,252	534,096	753,987	53%	41%	0.9	0.6	0.4
ENKA:IS	91,398	140,102	120,969	53%	-14%	1.5	1.0	1.1
TCELL:IS	92,990	142,158	183,886	53%	29%	1.6	1.0	0.8
PGSUS:IS	78,856	119,633	135,872	52%	14%	1.9	1.2	1.1
TTKOM:IS	81,059	122,861	144,041	52%	17%	1.5	1.0	0.9
VESBE:IS	49,482	74,645	82,190	51%	10%	0.6	0.4	0.4

Kaynak: EquityRT, Garanti BBVA Yatırım

2024'te En Yüksek FVAÖK Büyümesi Beklenen Şirketler	2023T	2024T	2025T	24-23 Artış	25-24 Artış	2023T FD/FVAÖK	2024T FD/FVAÖK	2025T FD/FVAÖK
PETKM:IS	2,387	8,847	14,064	271%	59%	31.5	8.5	5.4
KOZAL:IS	3,113	5,945	6,114	91%	3%	26.5	13.9	13.5
KOZAA:IS	3,361	6,046	7,415	80%	23%	4.6	2.6	2.1
OTKAR:IS	3,519	6,181	8,518	76%	38%	14.9	8.5	6.2
SOKM:IS	7,979	14,007	19,449	76%	39%	4.6	2.6	1.9
BIMAS:IS	20,125	34,927	48,375	74%	39%	8.7	5.0	3.6
MGROS:IS	10,142	17,590	23,922	73%	36%	6.0	3.5	2.6
GWIND:IS	1,408	2,398	3,434	70%	43%	12.4	7.3	5.1
EREGL:IS	20,804	34,319	40,663	65%	18%	9.3	5.7	4.8
TTKOM:IS	26,333	43,169	50,272	64%	16%	4.7	2.9	2.5
ASELS:IS	14,650	23,506	29,709	60%	26%	13.7	8.5	6.8
CCOLA:IS	19,019	30,503	42,024	60%	38%	5.8	3.6	2.6
TOASO:IS	17,007	26,969	35,539	59%	32%	7.9	5.0	3.8
TAVHL:IS	10,604	16,706	16,102	58%	-4%	7.2	4.6	4.8
TCELL:IS	38,059	59,907	76,161	57%	27%	3.9	2.5	1.9
KRDMD:IS	6,349	9,799	11,937	54%	22%	3.9	2.5	2.1
MAVI:IS	4,396	6,719	9,085	53%	35%	4.8	3.1	2.3
PGSUS:IS	25,646	38,793	54,983	51%	42%	5.8	3.8	2.7
AEFES:IS	29,993	44,760	55,819	49%	25%	2.5	1.7	1.4
SISE:IS	27,844	41,334	56,487	48%	37%	7.3	4.9	3.6

2024'te En Yüksek FAVOK Marj Büyümesi Beklenen Şirketler	2023T	2024T	2025T	24-23 Artış	25-24 Artış
KOZAL:IS	35.5%	50.6%	40.4%	15.2pp	-10.2pp
KOZAA:IS	35.9%	45.1%	45.8%	9.2pp	0.6pp
ISDMR:IS	9.1%	17.1%	v.y	7.9pp	a.d
AKSEN:IS	22.8%	30.3%	v.y	7.5pp	a.d
PETKM:IS	5.0%	11.8%	15.0%	6.8pp	3.2pp
TAVHL:IS	28.3%	34.4%	34.3%	6.1pp	-0.1pp
KORDS:IS	8.3%	13.0%	v.y	4.7pp	a.d
EREGL:IS	13.8%	17.1%	19.7%	3.3pp	2.6pp
TTKOM:IS	32.5%	35.1%	34.9%	2.7pp	-0.2pp
EKGYO:IS	28.8%	30.8%	v.y	1.9pp	a.d
KRDMD:IS	16.4%	17.9%	17.8%	1.5pp	-0.2pp
KCAER:IS	16.3%	17.6%	v.y	1.3pp	a.d
TCELL:IS	40.9%	42.1%	41.4%	1.2pp	-0.7pp
OTKAR:IS	17.1%	18.2%	19.1%	1.1pp	0.9pp
AKSA:IS	20.7%	21.6%	v.y	0.9pp	a.d
AGHOL:IS	12.2%	13.1%	v.y	0.9pp	a.d
SISE:IS	20.3%	21.0%	22.3%	0.7pp	1.3pp
SOKM:IS	7.2%	7.6%	7.7%	0.4pp	0.1pp
CIMSA:IS	20.3%	20.6%	18.7%	0.3pp	-1.9pp
BIMAS:IS	7.5%	7.8%	7.7%	0.3pp	-0.1pp

Kaynak: EquityRT, Garanti BBVA Yatırım

BIST- 100 Gösterge Tabloları: Piyasa Değeri & Çarpanlar

Hisse	Kapanış (TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	Halka açıklık oranı	Halka açık Piyasa Değeri (mn TL)	Halka açık Piyasa Değeri (mn USD)	BIST-100 Ağırlık (%)	PD/DD	F/K	FD/FAVOK
MGROS	335.00	60,653	2,060	51%	30,933	1,051	1.5	7.6	11.2	6.5
MIATK	36.10	17,833	606	49%	8,738	297	0.4	16.7	33.6	31.7
OTKAR	425.50	51,060	1,734	27%	13,786	468	0.7	20.6	44.5	24.9
OYAKC	55.45	64,311	2,185	27%	17,364	590	0.9	5.0	7.6	9.1
PENTA	17.99	7,079	240	37%	2,619	89	0.1	3.2	45.4	8.7
PETKM	18.21	46,151	1,568	47%	21,691	737	1.1	2.1	13.1	83.2
PGSUS	649.50	66,444	2,257	43%	28,571	971	1.4	1.9	5.0	5.9
PSGYO	4.99	8,184	278	33%	2,701	92	0.1	1.5	5.0	30.3
QUAGR	5.74	15,154	515	32%	4,849	165	0.2	3.5	12.2	11.5
SAHOL	60.45	123,342	4,190	49%	60,438	2,053	3.1	0.9	2.3	12.9
SASA	36.44	193,921	6,587	21%	40,723	1,383	2.1	6.7	26.8	47.0
SISE	45.82	140,356	4,768	49%	68,775	2,336	3.5	1.5	7.4	7.6
SMRTG	55.25	33,475	1,137	25%	8,369	284	0.4	26.2	41.6	33.6
SNGYO	2.73	4,095	139	55%	2,252	77	0.1	0.5	1.0	1.6
SOKM	53.95	32,008	1,087	51%	16,324	555	0.8	6.4	9.9	5.1
TAVHL	107.50	39,053	1,327	48%	18,745	637	0.9	1.0	7.2	7.4
TCELL	56.10	123,420	4,193	54%	66,647	2,264	3.4	3.0	7.1	4.4
THYAO	228.60	315,468	10,716	50%	157,734	5,358	8.0	0.9	4.0	4.5
TKFEN	36.92	13,660	464	48%	6,557	223	0.3	1.2	6.4	7.7
TOASO	210.00	105,000	3,567	24%	25,200	856	1.3	4.9	6.6	5.6
TTKOM	24.36	85,260	2,896	13%	11,084	377	0.6	2.6	15.3	5.5
TTRAK	712.00	71,248	2,420	24%	17,099	581	0.8	9.2	9.3	7.4
TUKAS	6.83	10,056	342	33%	3,318	113	0.2	3.2	7.4	7.9
TUPRS	143.00	275,532	9,360	49%	135,011	4,586	6.9	3.8	5.2	3.0
ULKER	81.85	30,225	1,027	39%	11,788	400	0.6	3.4	18.4	5.6
VESBE	16.00	25,600	870	19%	4,864	165	0.2	2.6	7.3	5.1
VESTL	46.24	15,511	527	41%	6,360	216	0.3	1.1	42.3	4.2
YEOTK	164.50	15,792	536	36%	5,685	193	0.3	21.2	34.2	27.3
YYLGD	12.77	13,881	472	31%	4,303	146	0.2	3.8	9.4	14.2
ZOREN	4.23	21,150	718	36%	7,614	259	0.4	1.0	9.8	11.3

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

BIST- 100 Gösterge Tabloları: Piyasa Değeri & Çarpanlar

Hisse	Kapanış (TL)	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	Halka açıklık oranı	Halka açık Piyasa Değeri (mn TL)	Halka açık Piyasa Değeri (mn USD)	BIST-100 Ağırlık (%)	PD/DD	F/K
Banka									
AKBNK	36.52	189,904	6,451	52%	98,750	3,354	4.9	1.0	2.6
ALBRK	3.82	9,550	324	38%	3,629	123	0.2	0.9	3.3
GARAN	58.35	245,070	8,325	14%	34,310	1,165	1.7	1.1	3.2
HALKB	11.98	86,074	2,924	9%	7,747	263	0.4	0.7	6.2
ISCTR	23.36	233,599	7,935	31%	72,416	2,460	3.5	1.1	3.1
SKBNK	4.30	7,998	272	48%	3,839	130	0.2	1.2	4.1
TSKB	6.55	18,340	623	39%	7,153	243	0.3	1.0	2.8
VAKBN	12.84	127,320	4,325	6%	7,639	260	0.4	0.8	5.4
YKBNK	19.54	165,055	5,607	39%	64,372	2,187	3.2	1.0	2.5

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

BIST- 100 Gösterge Tabloları: Net Nakit - Net Borç / FVAÖK

Hisse	Özkaynaklar (mn TL)	Toplam Varlıklar (mn TL)	Net Nakit (mn TL)				Net Yabancı Para Pozisyonu (mn TL)				Net Borç/FAVOK			
			2020/12	2021/12	2022/12	2023/09	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09
AEFES	38,145	195,562	-3,601	-10,912	-13,014	-13,191	-6,194	-15,686	-24,477	-33,182	0.8	1.7	0.8	0.5
AGHOL	24,436	274,214	-12,854	-18,569	-17,151	-14,953	-8,485	-11,175	-22,247	-33,067	1.6	1.8	0.7	0.4
AHGAZ	12,243	25,346	-344	-664	3,166	7,208	-161	-6	-541	-680	1.1	1.5	-3.9	-6.9
AKCNS	8,438	13,270	-289	-525	-386	970	23	-171	-241	261	0.9	1.3	0.3	-0.3
AKFGY	10,149	18,036	-1,903	-1,905	-2,619	-4,282	-1,597	-1,874	-1,705	-3,301	40.2	11.3	5.5	5.9
AKFYE	4,679	18,396	-3,543	-5,473	-6,714	-8,619	120	746	775	1,730	4.5	5.7	3.5	4.1
AKSA	6,933	13,581	-957	-139	-705	-2,029	-416	-2,491	-2,305	-2,324	1.0	0.1	0.2	0.6
AKSEN	23,373	44,265	-2,632	-4,545	-7,365	-9,129	119	938	841	2,535	1.7	1.8	1.2	1.5
ALARK	23,421	37,161	891	1,098	4,116	4,470	923	1,022	3,496	3,067	-2.9		-6.9	-24.0
ALFAS	1,808	4,011	16	104	837	630	4	-91	-340	-783	-0.4	-1.4	-1.8	-0.5
ARCLK	32,940	208,819	-5,073	-16,565	-26,910	-44,184	1,353	-3,415	-13,248	-30,023	1.0	2.4	2.3	2.4
ASELS	49,025	99,352	209	-2,911	-5,147	-14,738	6,617	8,561	14,195	16,893	-0.1	0.5	0.5	1.2
ASTOR	7,649	12,252	-506	-976	-770	2,365	-212	-80	701	2,335	1.3	1.2	0.4	-0.6
BERA	8,529	15,608	-723	82	293	860	138	520	-88	562	1.4	-0.1	-0.2	-0.5
BIENY	5,683	9,799	-745	-768	-1,351	930	46	25	-118	196	3.1	0.9	1.1	-1.1
BIMAS	29,804	99,428	-2,317	-5,153	-7,717	-8,851	29	436	-169	14	0.5	0.8	0.7	0.5
BRSAN	21,061	50,659	-2,057	-2,833	-7,806	-7,172	-20	-48	-1,273	-787	8.0	6.3	3.0	1.1
BRYAT	24,081	25,069	505	47	575	707	-42	-31	167	1				
BUCIM	4,739	7,523	131	373	383	708	248	451	576	632	-1.1	-0.8	-0.2	-0.4
CANTE	7,921	10,269	-1,626	-2,277	-2,018	165	-1,436	-2,105	-2,071	27	6.2	6.2	0.9	-0.1
COLLA	33,837	96,043	-1,477	-5,176	-6,075	-10,362	-2,477	-4,858	-15,870	-23,549	0.5	1.1	0.6	0.6
CIMSA	8,311	14,970	-657	-1,102	-188	-999	25	57	-333	1,232	1.5	1.7	0.2	0.4
CWENE	4,095	9,069	-66	-140	57	-334	-112	-304	-994	-1,986	1.1	1.0	-0.1	0.2
DOAS	25,511	46,401	-1,731	381	2,805	2,825	377	3,456	3,334	4,100	1.1	-0.2	-0.4	-0.1
DOHOL	30,880	59,421	2,427	5,057	4,978	15,013	1,171	4,863	9,440	22,600	-2.7	-3.1	-1.2	-2.4
ECILC	18,562	25,224	714	1,304	-1,013	-1,009	737	1,369	-1,111	-1,280	-5.4	-12.7	4.6	1.1
ECZYT	9,219	9,366	83	410	413	624	105	409	163	621				
EGEEN	2,396	4,381	411	286	255	156	459	540	221	-251	-2.2	-0.8	-0.3	-0.2
EKGYO	22,513	59,877	-2,752	-983	6	10,369	0	2	148	0	3.6	0.6	0.0	-2.8
ENJSA	32,047	94,663	-9,457	-10,880	-11,316	-21,054	1,684	4,721	2,928	7,315	2.7	2.0	1.3	1.6

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

BIST- 100 Gösterge Tabloları: Net Nakit - Net Borç / FVAÖK

Hisse	Özkaynaklar (mn TL)	Toplam Varlıklar (mn TL)	Net Nakit (mn TL)				Net Yabancı Para Pozisyonu (mn TL)				Net Borç/FAVOK			
			2020/12	2021/12	2022/12	2023/09	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09
ENKAI	175,706	227,648	19,364	54,712	43,305	71,457	1,743	6,114	6,749	12,327	-6.9	-8.0	-3.1	-5.0
EREGL	161,818	277,577	6,983	6,523	-13,694	-38,310	-1,770	1,993	-7,557	-6,556	-1.0	-0.2	0.5	3.4
EUPWR	3,549	5,608	-53	-41	-160	1,518	-11	-122	-58	1,275	0.7	0.3	0.3	-1.6
EUREN	2,578	4,520	-129	-97	112	-532	-6	-42	890	724	2.9	0.6	-0.3	1.1
FROTO	40,507	163,199	43	-4,882	-27,804	-32,660	-5,339	-7,718	-13,115	-29,112	0.0	0.5	1.4	1.0
GENIL	7,986	11,164	-109	368	494	-19	-178	101	51	-190	0.4	-1.2	-0.7	0.0
GESAN	4,155	12,293	-197	-274	-260	1,196	30	-147	-454	-1,451	0.6	0.7	0.2	-0.5
GLYHO	4,588	36,429	-5,274	-8,806	-13,201	-21,220	-2,085	-464	-1,440	-2,517	18.6	24.0	5.4	6.7
GUBRF	7,085	25,427	-960	-1,197	-4,030	-3,707	-407	-1,973	-2,512	-1,708	1.2	0.5	1.3	6.8
GWIND	2,420	3,232	-485	-489	208	81	-166	-279	46	61	1.8	1.1	-0.2	-0.1
HEKTS	3,621	19,357	-973	-2,164	-5,764	-8,308	-105	-231	-182	-1,026	3.7	3.9	3.4	9.0
IMASM	743	1,510	-117	-85	-8	-156	56	54	79	18	6.2	3.3	0.1	1.1
IPEKE	3,339	17,775	6,185	9,139	10,262	9,775	504	655	-180	-114	-3.3	-4.2	-3.4	-4.9
ISDMR	73,780	120,848	-1,157	3,772	-5,307	-13,220	4,603	972	-4,579	-3,355	0.3	-0.3	0.5	6.7
ISGYO	18,824	23,466	-954	-905	-2,023	-3,475	-153	63	305	2	5.9	3.7	5.3	7.1
ISMEN	13,443	45,700	1,291	-195	4,998	8,566	363	248	408	815	-0.9	0.1	-0.8	-0.7
IZMDC	3,414	18,605	-2,907	-3,891	-6,213	-9,618	-2,428	-3,699	-5,301	-9,434	7.0	3.2	1.7	3.1
KARSN	2,320	8,062	-1,446	-1,691	-2,971	-3,231	-208	-793	-1,325	-744	3.8	4.2	6.3	3.3
KAYSE	14,353	22,161	-1,589	-784	-3,537	-894	149	-177	-182		7.8	0.5	1.5	0.3
KCAER	4,123	10,493	-851	-1,449	-1,062	-1,533	-725	-1,090	109	1,080	3.7	2.5	0.7	0.9
KCHOL	214,138	2,331,225	-392,491	-629,131	-915,227	-1,282,570	-12,530	-32,074	-55,547	1,415	15.5	12.1	5.5	5.9
KMPUR	1,976	7,141	-196	-483	-581	-904	22	669	-218	280	1.2	1.6	1.0	0.9
KONTR	1,934	8,403	1	-171	137	-2,012	5	-20	541	336	0.0	1.4	-0.4	20.2
KONYA	784	1,946	59	-42	-309	-20	29	56	-96	-132	-3.4	1.1	1.0	0.0
KORDS	11,551	31,672	-2,529	-4,239	-7,587	-9,204	130	-69	-405	-1,049	4.4	3.5	3.5	4.9
KOZAA	7,728	17,992	6,173	9,129	10,249	10,017	504	655	-179	-109	-3.3	-4.2	-3.4	-5.0
KOZAL	14,081	16,548	5,908	8,836	9,867	9,561	835	727	-176	-108	-3.1	-4.1	-3.3	-4.7
KRDMD	8,006	21,150	-554	1,879	-405	-1,548	-1,859	-2,095	-7,229	-8,746	0.6	-0.6	0.1	0.4
KZBGY	5,344	9,484	10	335	219	282	0	335	226	356			-0.1	-0.1
MAVI	4,769	12,178	-512	112	1,122	1,409	-15	-23	45	381	1.3	-0.1	-0.5	-0.3

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

BIST- 100 Gösterge Tabloları: Net Nakit - Net Borç / FVAÖK

Hisse	Özkaynaklar (mn TL)	Toplam Varlıklar (mn TL)	Net Nakit (mn TL)				Net Yabancı Para Pozisyonu (mn TL)				Net Borç/FAVOK			
			2020/12	2021/12	2022/12	2023/09	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09	2020/12	2021/12	2022/12	2023/09
MGROS	8,020	55,995	-3,536	-2,445	611	5,115	-114	220	637	2,338	1.6	0.8	-0.1	-0.6
MIATK	1,065	1,424	-2	62	98	42	7	26	27	2	0.1	-1.0	-0.3	-0.1
ODAS	7,675	13,674	-2,079	-2,328	-907	808	-1,533	-2,170	-1,791	59	7.3	5.8	0.3	-0.4
OTKAR	2,481	21,440	-1,337	-1,734	-5,816	-8,708	272	-6	1,227	183	2.0	1.9	4.7	3.6
OYAKC	12,828	18,582	-295	10	1,101	3,687	62	-36	98	459	0.6	0.0	-0.3	-0.6
PENTA	2,245	7,022	99	102	632	44	446	295	351	518	-0.4	-0.3	-1.1	-0.1
PETKM	21,533	60,848	-4,644	-8,387	-14,295	-25,485	-1,494	-412	-2,913	-9,113	2.6	1.4	4.2	29.6
PGSUS	35,480	161,659	-15,246	-29,124	-48,180	-64,167	-5,650	-14,535	-17,663	-22,065	31.7	12.8	3.4	2.9
PSGYO	5,529	19,055	0	267	-284	-2,452	0	0	0	1	-0.1	-8.3	0.8	7.0
QUAGR	4,369	9,842	-184	-556	-685	-2,278	-23	-862	-841	-685	0.8	1.3	0.5	1.5
SAHOL	139,294	1,872,209	-329,009	-522,973	-784,718	-1,231,155	7,351	12,953	10,759	27,324	27.6	22.2	9.2	11.8
SASA	29,055	97,579	-5,431	-9,825	-25,293	-52,933	-4,917	-9,774	-18,968	-41,818	5.3	2.9	4.3	10.1
SISE	93,967	222,440	-5,627	-11,594	-17,839	-36,244	5,195	3,663	-15,102	-33,517	1.3	1.5	0.9	1.6
SMRTG	1,279	10,018	-57	-154	-76	-2,105	30	189	255	-600	0.5	1.5	0.3	2.0
SNGYO	7,796	14,103	-4,016	-3,843	-4,583	-3,812	-3,615	-3,593	-3,397	-1,473	4.1	0.8	0.9	0.8
SOKM	5,013	27,958	-1,289	-1,666	-3,417	-1,870	-16	129	-34	1,192	0.6	0.6	0.7	0.3
TAVHL	38,826	134,800	-5,889	-15,342	-19,670	-31,111	1,944	-2,550	-2,450	285	28.9	9.5	3.4	3.3
TCELL	40,973	149,170	-9,024	-18,094	-23,110	-30,997	619	-3,331	-2,974	476	0.7	1.2	1.0	0.9
THYAO	343,276	950,340	-109,296	-163,363	-175,086	-196,328	-86,831	-117,715	-128,366	-155,026	13.2	5.9	2.2	1.7
TKFEN	11,729	37,781	983	1,614	1,199	-2,803	448	-736	-3,387	-1,826	-2.5	-2.5	-0.5	1.3
TOASO	21,231	57,930	-2,439	-3,544	4,966	13,224	-3,882	-3,507	-1,168	-1,543	0.8	0.6	-0.4	-0.8
TTKOM	32,454	119,706	-16,227	-22,107	-31,915	-42,461	-16,084	-26,756	-31,789	-42,074	1.3	1.4	1.8	1.8
TTRAK	7,757	20,021	596	432	947	4,107	-14	959	296	309	-0.6	-0.2	-0.3	-0.4
TUKAS	3,125	5,710	-495	-524	-956	-298	31	86	217	299	2.4	2.1	0.7	0.2
TUPRS	71,854	251,099	-9,363	-12,017	16,501	53,266	-28,163	-47,801	-45,223	-81,140	18.9	0.9	-0.3	-0.7
ULKER	8,896	48,061	-1,924	-8,757	-14,285	-18,888	-633	-7,261	-12,671	-14,251	1.0	3.8	2.6	2.2
VESBE	9,679	35,550	-1,225	-1,222	-5,599	-4,800	85	-576	-1,614	-6,515	0.7	0.5	1.9	0.8
VESTL	13,916	88,171	-5,613	-10,026	-19,843	-25,827	1,470	-3,023	-609	-8,273	1.6	1.8	3.2	2.6
YEOTK	745	3,798	13	37	-175	-558	-1	30	278	694	-0.3	-0.5	0.6	0.9
YYLGD	3,635	15,688	-1,058	-699	-1,779	-4,260	-140	147	649	2,380	4.6	1.0	1.4	3.3
ZOREN	21,158	78,507	-13,556	-22,310	-31,453	-39,225	-8,397	-15,251	-17,844	-21,775	7.5	10.4	6.8	7.3

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Araştırma/Y. Danışmanlığı/ U. Piyasalar

YATIRIM DANIşMANLIğI		
OZGUR YURTDASSEVEN	BIST, VİOP	OYurtdasseven@garantibbva.com.tr
HALUK ACAR	BIST, VİOP	HAcar@garantibbva.com.tr
EMRE MURSALOđLU	Döviz, faiz piyasaları	EMursaloglu@garantibbva.com.tr
ULUSLARARASI PİYASALAR		
CEM TOZGE	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	ctoazge@garantibbva.com.tr
CENK OZDEMİR	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	cozdemir@garantibbva.com.tr
NİHAT UđUR	Yurt dışı piyasalar, emtia, FX	BurakUg@garantibbva.com.tr
ARAşTIRMA - TEMEL ANALİZ		
RECEP DEMİR, CFA	Bankacılık*	RDemir@garantibbva.com.tr
	Gayrimenkul	
	Holding	
HALİL KAHVE	Havacılık	HKahve@garantibbva.com.tr
	Beyaz Eşya	
	Cam	
	Havayolları	
	Madencilik	
	Savunma	
	Telekom	
EMİN TAY	Perakende	ETay@garantibbva.com.tr
	Gıda & İçecek	
MAKROEKONOMİ		
NIHAN ZİYA ERDEM		NihanZ@garantibbva.com.tr

*Garanti Bankası için tavsiyemiz ve raporumuz bulunmamaktadır.

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40
E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr