

Strateji 2020

İçindekiler

- ☐ [Makro Görünüm](#)
- ☐ [Sabit Getirili Piyasalar](#)
- ☐ [Hisse Strateji](#)
- ☐ [Model Portföy](#)
- ☐ [Sektörel Değerlendirmeler](#)
 - ☐ [Bankacılık Sektörü](#)
 - ☐ [Cam Sektörü](#)
 - ☐ [Çimento Sektörü](#)
 - ☐ [Dayanıklı Tüketim Sektörü](#)
 - ☐ [Demir Çelik Sektörü](#)
 - ☐ [Gıda Perakendeciliği Sektörü](#)
 - ☐ [GYO Sektörü](#)
 - ☐ [Havacılık Sektörü](#)
 - ☐ [Otomotiv Sektörü](#)
 - ☐ [Savunma Sektörü](#)
- ☐ [Ekler](#)

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

MAKRO GÖRÜNÜM

- ❑ Küresel Görünüm
- ❑ Gelişmekte Olan Ülkeler ve Merkez Bankaları
- ❑ Türkiye Ekonomisi

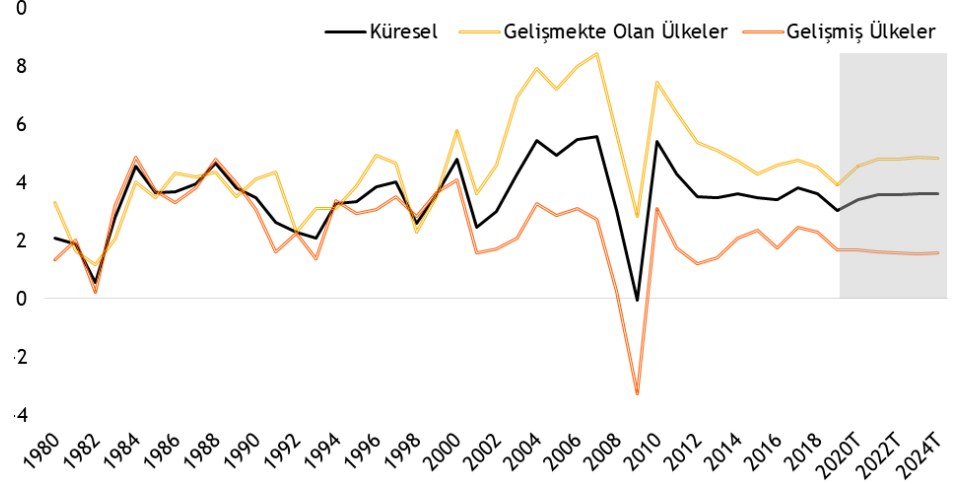
❑ **2019: Resesyon endişeleri ve değişen merkez bankası politikaları - 2019 yılında dünya ekonomisinin gündemini;**

- Hız kazanan ticaret savaşlarının yarattığı belirsizlik ortamı,
 - Küresel ekonomik aktivitede 2008 krizi sonrasındaki en zayıf performansın görülmesi, (IMF, 2019 yılında küresel ekonominin %3 büyümesini bekliyor.)
 - Çin’de ekonomik büyümenin son 27 yılın en düşük performansını sergilemesi, (Çin, 3Ç19’da %6 oranında büyüdü.)
 - ABD ve AB ekonomilerine ilişkin endişelerin artması,
 - Büyüme ve enflasyon gelişmeleri ile gelişmiş ülke (Fed ve AMB başta olmak üzere) para politikalarında (faiz indirimi ve tahvil alımı gibi) genişlemeci değişikliklere gidilmesi,
 - Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişlemeci politikalarının GOÜ merkez bankalarına da faiz indirimleri için alan yaratması,
- şeklinde özetlemek mümkün.

❑ **2020: Devam eden risklere karşılık, iyileşen beklentiler- 2020 yılının genel görünümünde ise;**

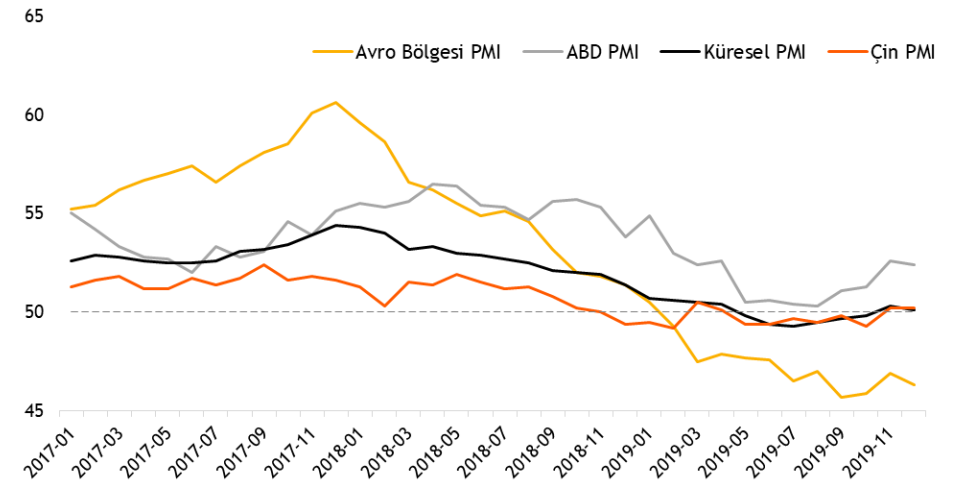
- Çin ve ABD arasında devam eden teknoloji kaynaklı gerginlikler,
 - ABD başkanlık seçimleri, ABD - İran ilişkileri ve Doğu Akdeniz’deki gerginlikler başta olmak üzere politik ve jeopolitik riskler,
 - Çin’de ekonomik aktivitenin beklentilerden daha hızlı yavaşlaması,
- büyüme üzerindeki riskler olarak gündemdeki yerini korurken,
- Faz 1 anlaşması ve Brexit gelişmelerinin 2020’ye ilişkin beklentileri olumlu yönde etkilemesi,
 - Küresel büyümenin özellikle gelişmiş ülkeler öncülüğünde 2019’a kıyasla bir miktar toparlanma göstermesi,
 - Gelişmiş ülkelerin destekleyici politikaları ve finansal koşullardaki gevşemenin GOÜ’lerde büyümeyi desteklemesi,
- pozitif gelişmeler olarak ön plana çıkıyor.

2019’da 2008 küresel krizi sonrası en zayıf büyüme performansları görüldü



*2019 ve sonrası IMF tahminleridir.
Kaynak: IMF WEO Database

Ticaret savaşlarının yarattığı belirsizlikler imalat sanayi sektörünü olumsuz etkiledi

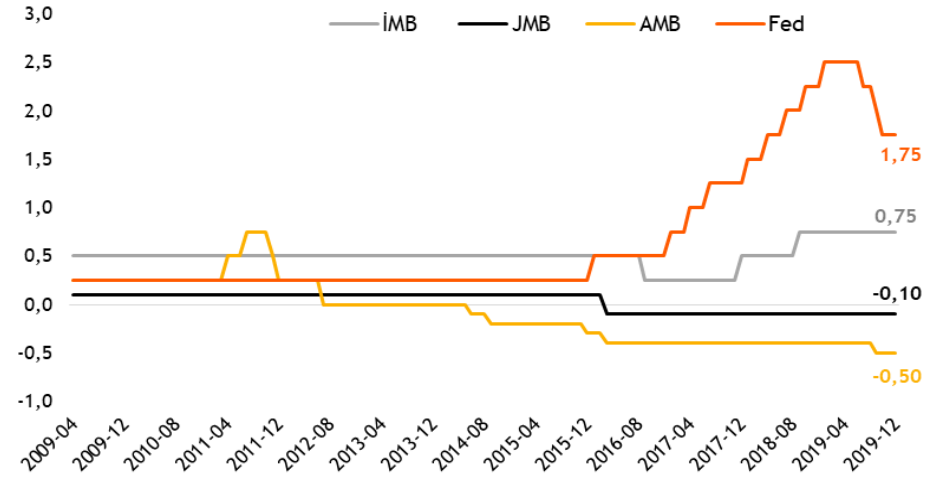


Kaynak: IMF WEO Database, Dünya Bankası Global Economic Prospects

❑ Gelişmiş ülke merkez bankaları, küresel ekonomik yavaşlama ve ticaret savaşlarının neden olduğu belirsizlikler nedeniyle 2019 yılında para politikalarında destekleyici bir duruş sergilediler. 2020 yılında, ticaret savaşlarına yönelik olumlu beklentiler ve küresel büyümede ılımlı toparlanma sinyallerine rağmen gelişmiş ülke merkez bankalarının faizlerde değişiklik yapması beklenmiyor. Para politikalarından ziyade maliye politikalarının ön planda olması beklenen 2020 yılında, özellikle Fed ve AMB'nin varlık alım programları ile genişlemeci politikalarına devam etmesi bekleniyor.

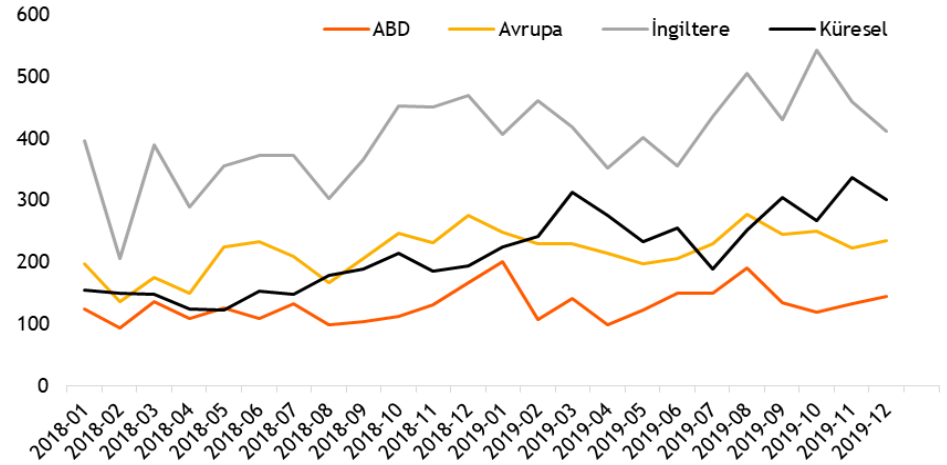
- 2019 yılında toplam 75 baz puan faiz indirimi gerçekleştirerek politika faizi tavanını %1,75 seviyesine getiren Fed, son toplantısında faizlerin bir süre sabit kalacağı yönünde mesajlar verdi. 2020 yılında politika faizinde değişiklik yapması beklenmeyen Fed'in, tahvil ve bono alımlarına hız vererek ekonomiyi desteklemesi bekleniyor.
- AMB, 2019 yılında 10 baz puan faiz indirimi ile politika faizini %-0,5 seviyesine getirdi ve kasım ayından itibaren yeni bir tahvil alım programına başladı. AMB'nin uzunca bir süredir devam ettirdiği genişlemeci politikaların ekonomik büyüme ve enflasyon yaratma konusunda beklenen etkiyi gösterememesinin yanı sıra negatif faizlerin finans sektörü üzerindeki olumsuz etkileri ile ilgili endişeler devam ediyor. AMB, ihtiyaç duyulması halinde parasal teşvikleri artıracığı ve negatif faizlerin etkileri ile ilgili çalışma yapılacağı yönünde sinyaller verdi.
- Japonya'da büyümeyi destekleme adına açıklanan teşvik paketleri sonrası JMB'nin 2020 yılında faizleri sabit tutması bekleniyor. Hali hazırda negatif bölgede tuttuğu politika faizi ile genişlemeci para politikasını sürdüren banka için ticaret savaşlarının ve küresel büyümenin seyri gelecek dönem para politikası duruşu açısından önem taşıyor.
- İngiltere Merkez Bankası 2019 yılı boyunca politika faizini %0,75 seviyesinde sabit tuttu. Yıl boyunca belirsizliklerin devam ettiği Brexit süreci, bankanın ekonomiye ilişkin beklentilerini olumsuz yönde etkiledi. Erken seçimlerin ardından Brexit'in 31 Ocak'ta bir anlaşma dahilinde gerçekleşeceği beklentisi, 2020'ye ilişkin belirsizlikleri bir miktar azaltsa da tam olarak ortadan kaldırmadı. 2020 yılında İMB'nin faizlerde değişiklik yapması beklenmiyor.

Gelişmiş ülke merkez bankaları politika faiz oranları



Kaynak: Bloomberg

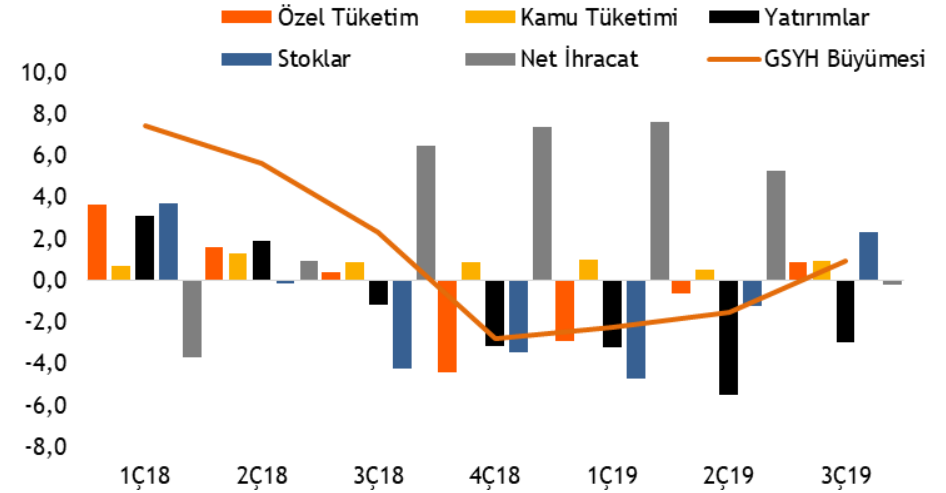
İktisadi politika belirsizliği endeksi 2019'un ikinci yarısında artış gösterdi



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu, Bloomberg

- ❑ **Öncü veriler ekonomik aktivitede toparlanmaya işaret ediyor.** 2019 yılının ilk yarısında %1,9 daralan Türkiye ekonomisi 3Ç19'da yıllık bazda %0,9 büyürken, öncü veriler ekonomideki iyileşmenin dördüncü çeyrekte de devam ettiğini gösteriyor. İlk yarıda net ihracatın olumlu katkısı büyüme performansında belirleyici olurken, 3Ç19'da tüketim harcamalarının ve stok değişiminin büyümeye katkısı ön plana çıktı. Diğer yandan, yatırım harcamalarında 3Ç18'de başlayan daralma 3Ç19'da da devam etti.
- ❑ 4Ç19'da enflasyondaki gerileme ve TL'deki dengeli seyir, hem reel sektör hem de tüketici beklentilerinde iyileşmeye neden oldu. Finansal koşullardaki destekleyici duruşun devam etmesi halinde 2020'de yatırım ve tüketim harcamalarında öngörülen toparlanmanın ekonomik aktiviteyi desteklemesini bekliyoruz. Ekonomideki toparlanmanın, 2019 yılında yüksek seyreden işsizlik oranına olumlu yansımalarının ise gecikmeli olacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **2020 - 2022 dönemini kapsayan Yeni Ekonomi Programı güncellemesinde GSYH büyümesi %5 olarak hedefleniyor.** Açıklanan programda Türkiye ekonomisinde 2019 yılındaki "dengelenme" sürecinin tamamlandığı belirtilirken, önümüzdeki 3 yıllık dönemde %5 büyüme hedefleniyor. Programın öngörülleri arasında;
 - 2020 yılında büyümenin, ertelenmiş iç talep kaynaklı olacağı ve enflasyonist etki yaratmayacağı,
 - Enflasyon oranının 2022 yıl sonu itibarıyla %4,9 seviyesine düşürüleceği,
 - Atılacak adımlar ile cari işlemler dengesindeki iyileşmenin kalıcı hale getirileceği,
 - Program dönemi boyunca merkezi yönetim bütçe açığı/GSYH oranının %3'ün altında tutulacağı, yer alıyor.
- ❑ Yeni ekonomi programındaki büyüme, cari denge ve bütçe açığı hedeflerinin eş anlı gerçekleştirilmesi için uygulanacak sürdürülebilir ve yapısal dönüşüm adımlarının kritik önem taşıdığını düşünüyoruz.

Harcamalar yöntemi ile GSYH'ye katkılar (% puan)



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

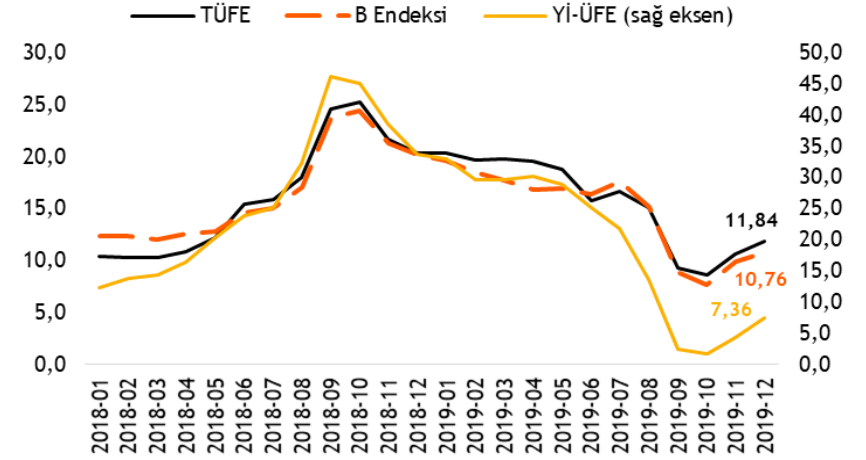
2020 - 2022 Yeni Ekonomi Programı Tahminleri

	2019	2020	2021	2022
GSYH Büyümesi (%)	0,5	5	5	5
GSYH (mlr \$, cari fiyatlarla)	749	812	856	900
TÜFE Yıl Sonu Değişme (%)	12	8,5	6	4,9
İşsizlik Oranı (%)	12,9	11,8	10,6	9,8
Dış Ticaret Dengesi (mlr \$)	-26,4	-41,5	-45	-47
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%)	0,1	-1,2	-0,8	0
Bütçe Dengesi / GSYH (%)	-2,9	-2,9	-2,9	-2,6

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı Yeni Ekonomi Programı

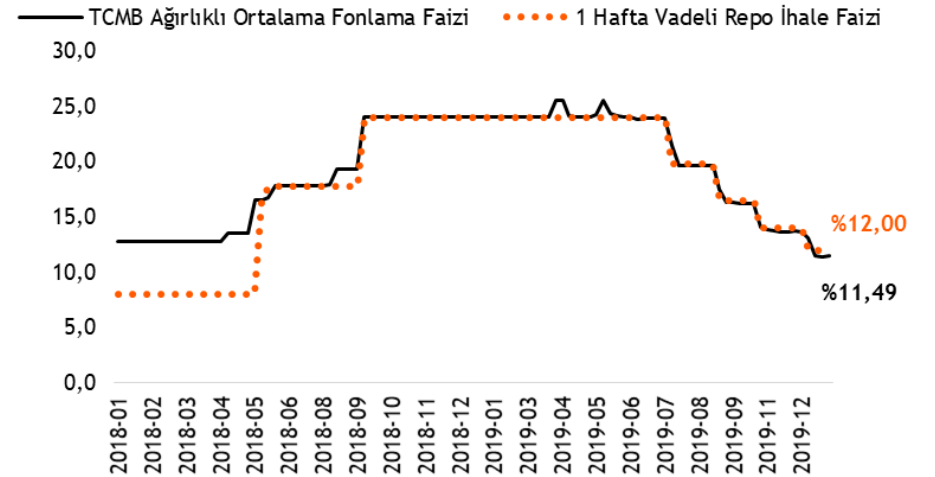
- ❑ **Enflasyonda kademeli olarak tek haneli seviyelere gerileme öngörüyoruz** - 2019 yılına %20,4 seviyesinde başlayan enflasyon oranı, eylül ayında olumlu baz etkisinin katkısıyla %9,26 ile tek haneye gerilese de kasım ayında baz etkisinin terse dönmesiyle yeniden yükseldi ve yıl sonunda %11,84 seviyesinde gerçekleşti. Enflasyon oranındaki düşüşte baz etkisinin yanında, iç talep koşullarındaki zayıflık, kurlardaki ve petrol fiyatlarındaki dengeli seyir ve enflasyon beklentilerindeki gerileme etkili oldu. Böylece enflasyonun ana eğilimini gösteren çekirdek göstergeler de yılın ikinci yarısında gerileme kaydetti. Üretici fiyatlarında da TL'deki ve petrol fiyatlarındaki olumlu seyir ile iyileşme görüldü ve baz etkisinin de katkısıyla yıl sonunda toplam 25,6 puan gerileme ile yıllık artış %7,36 seviyesinde gerçekleşti. Böylece tüketici fiyatları üzerindeki maliyet kaynaklı baskıların azaldığı gözlemlendi.
- ❑ 2020 yılının ilk yarısında mevsimsel etkiler ve düşük baz etkisi ile enflasyon oranında yatay bir seyir, yılın ikinci yarısından başlayarak kademeli olarak tek haneli seviyelere doğru gerileme bekliyoruz.
- ❑ **Enflasyondaki gerileme, TCMB para politikasına destek oluyor** - Yılın ilk yarısında politika faizini %24 seviyesinde sabit tutan TCMB, temmuz ayında başladığı faiz indirimleri ile birlikte toplamda 1.200 baz puan faiz indirimi gerçekleştirerek politika faizini %12 seviyesine düşürdü. Enflasyondaki gerileme faiz indirimleri için merkez bankasına alan yaratırken, küresel ekonomik koşullar da Merkez Bankası'nın genişlemeci para politikasına destek oldu.
- ❑ Merkez Bankası, önümüzdeki dönemde ekonomik aktivitedeki toparlanmanın güçlenmesini ve enflasyon görünümündeki iyileşmenin sürmesini bekliyor. Enflasyon oranının 2019 sonunda Merkez Bankası'nın hedefi olan %12'nin bir miktar altında gerçekleşmesine ek olarak 2020 yılının ilk yarısında bu seviyelerde yatay seyredeceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda 2020 yılında TCMB'nin faiz indirimlerine daha yavaş bir hızda devam etmesini bekliyoruz.

Enflasyonda gerileme 3Ç19'da ön plana çıktı



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

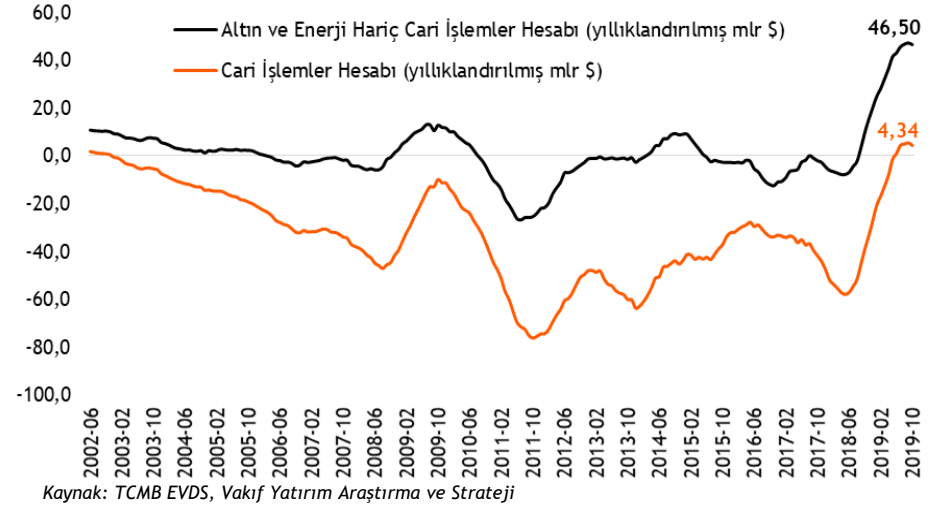
TCMB, 2019'un ikinci yarısında politika faizini %12'ye düşürdü



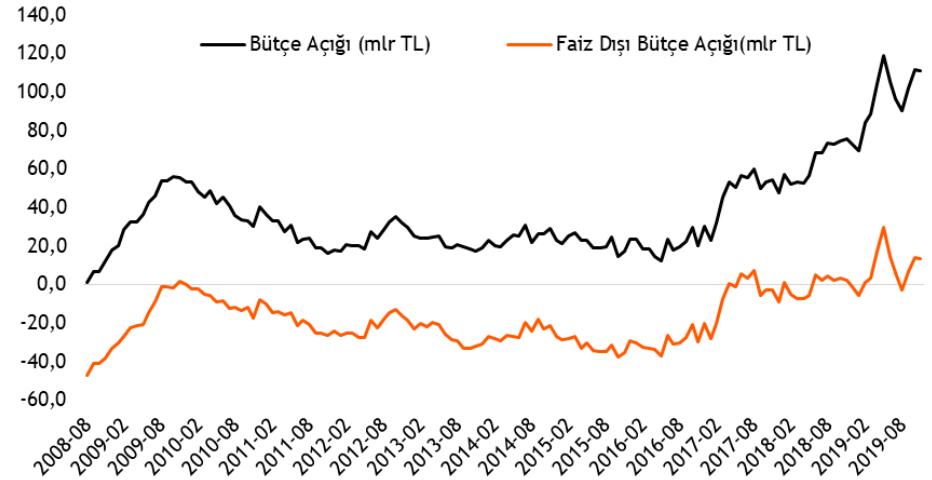
Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- ❑ **Cari işlemler dengesi, ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve güçlü turizm gelirleri ile rekor seviyede fazla verdi** - Cari işlemler dengesinde 2018'in son çeyreğinde başlayan iyileşme, 2019 yılında ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve azalan iç talep ile devam etti. İthalattaki yavaşlama cari dengeye olumlu katkı yaparken, TL'deki değer kaybının ihracata olan olumlu etkisi ve yurt dışı pazarlarda çeşitlendirmeye gidilmesi ile ihracat canlı seyrini korudu. 2019 yılında turizm gelirlerindeki artışın cari dengeye olumlu katkısı da ön plana çıktı. 2019 Temmuz ayında 12 aylık cari denge 4,4 mlr \$ ile 2002 Ocak ayından bu yana en yüksek fazlayı vermiş oldu.
- ❑ 4Ç19'da ekonomide belirginleşen toparlanma ile ithalat oranında görülen artış, önümüzdeki dönemde cari dengesindeki iyileşmeyi sınırlandırabilir. 2020 genelinde ithalattaki artışın ekonomik aktivitedeki toparlanmanın hızına, ihracat performansının ise başlıca ticaret partnerimiz olan Avrupa Birliği'ndeki ekonomik aktivitenin seyrine bağlı olacağını düşünüyoruz.
- ❑ **2020 yılında kamunun ekonomik aktiviteye vereceği destek, bütçe performansı için önemli olacak** - Merkezi yönetim bütçe dengesi 2019 Ocak - Kasım döneminde 92,9 mlr TL açık verdi. Bu dönemde bütçe giderleri yıllık bazda %20,1 artarken, bütçe gelirleri %16,2 artış gösterdi. 2019 yılında vergi dışı gelirlerdeki artışta TCMB'nin 37,5 mlr TL kar transferine ek olarak Hazine'ye aktarılan toplam 40,8 mlr TL tutarında ihtiyat akçesi de önemli rol oynarken, ekonomik aktivitedeki zayıf seyir ve iç talepteki yavaşlama vergi gelirlerini baskıladı. Yılın son aylarında ise 2018 yılında uygulanan ÖTV indirimlerinden kaynaklanan baz etkisinin yanı sıra petrol ve tütün ürünlerinden alınan ÖTV'deki artışın da etkisiyle vergi gelirlerinde bir miktar yükseliş görüldü. Harcamalar tarafında ise, faiz harcamaları %33,2 artış gösterirken, faiz dışı harcamalarda cari transferler, personel ve SGK devlet primi giderleri ön plana çıktı.
- ❑ 2020 yılında, ekonomik aktivitede beklenen toparlanma vergi gelirlerini destekleyecek bir faktör olarak ön plana çıkarken, 2019'un ikinci yarısında ekonomik büyümeye güçlü destek veren kamu harcamalarının seyrinin bütçe performansı açısından önemli olacağını düşünüyoruz.

Cari işlemler dengesi 2019 yılında rekor fazla verdi



2019 yılında bütçe performansı zayıf seyretti

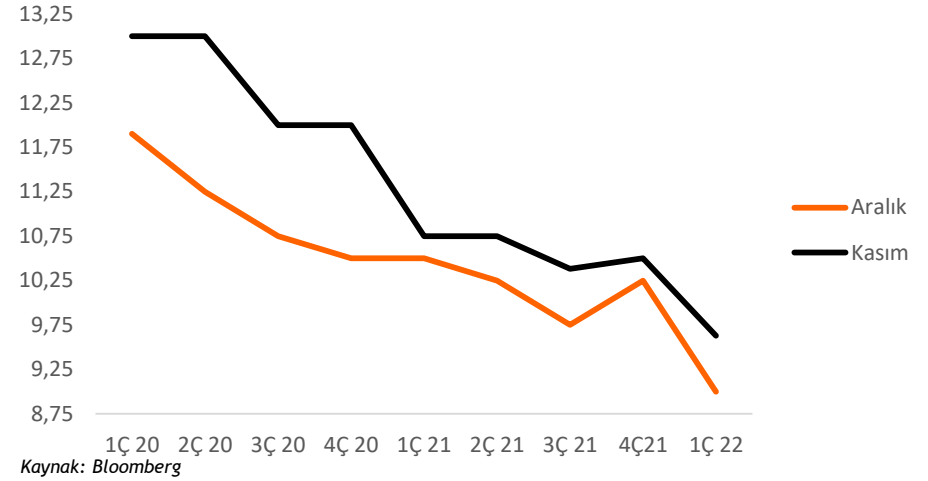


Sabit Getirili Piyasalar

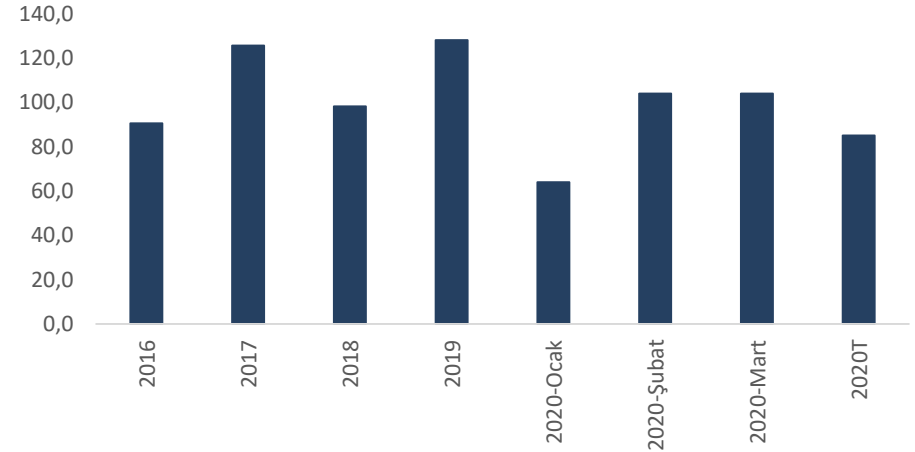
- ❑ Tahvil
 - ❑ Faizler düşük kalacak...
 - ❑ 2020'de 300bp faiz indirimi bekliyoruz...
- ❑ Mevduat & Eurobond
- ❑ Döviz & Altın – Altın 2020'de de cazibesini koruyacak...

- 2020'de düşük faiz ortamının devamını öngörüyoruz - 2019 yılının ilk yarısında %19-25 bandında dalgalanan gösterge tahvil faizi, yılın ikinci yarısında TCMB'nin faiz indirimlerine başlamasıyla yılı %12 seviyesinden kapattı. TCMB, 2019 yılının ikinci yarısında politika faizini kademeli olarak %24'ten %12'ye çekti. Azalan küresel riskler ve enflasyondaki düşüşün de etkisiyle TCMB'nin 2020 yılında da faiz indirimlerine devam edeceğini düşünüyoruz. Ancak 2019 yılındakine benzer bir faiz indirim döngüsü öngörmüyoruz. **TCMB'nin, özellikle 2.çeyrek ile beraber, enflasyondaki düşüşün belirginleşmesiyle, 300 baz puan daha faiz indirimi yapmasını ve 2020 yılı sonunda politika faizinin %9 seviyesinde oluşmasını bekliyoruz. YEP tahminine göre 2020 yıl sonu enflasyonu %8,5 seviyesinde bulunuyor. ABD-İran ve ABD-Çin ilişkilerinin seyrinin tüm varlık fiyatlamaları için ana risk faktörü olabileceğini düşünüyoruz.**
- Tahvil faizlerinin yılın ilk yarısında enflasyondaki yapışkanlık sebebiyle yatay seyretmesini ancak özellikle yılın ikinci yarısında TCMB'nin faiz indirimleriyle beraber yeniden gerilemesini bekliyoruz. AMB ve Fed'in genişleyici para ve maliye politikalarına devam edecek olması, yerel ve küresel risklerin azalmış olması, Hazine'nin iç borç çevirme oranının 2019'a kıyasla düşük kalacak olması sebebiyle, özellikle kısa vadeli tahvil faizlerinin gerileyerek getiri eğrisinin dikleşeceğini tahmin ediyoruz. **Bu doğrultuda %8,5 seviyesindeki yılsonu YEP enflasyon tahminini de göz önünde bulundurarak gösterge tahvil faizinin yıl sonunda %9,5'ye gerilemesini bekliyoruz.**

Tahmini Fonlama Maliyeti (%)

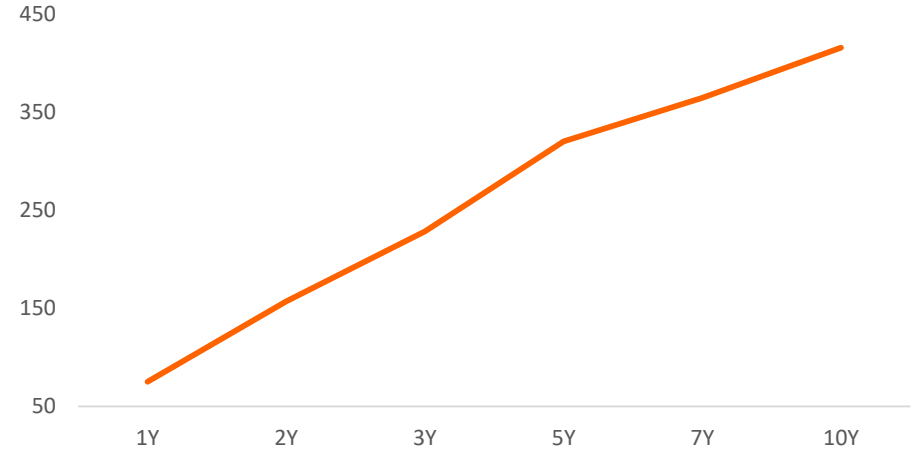


İç Borç Çevirme Oranı (%)



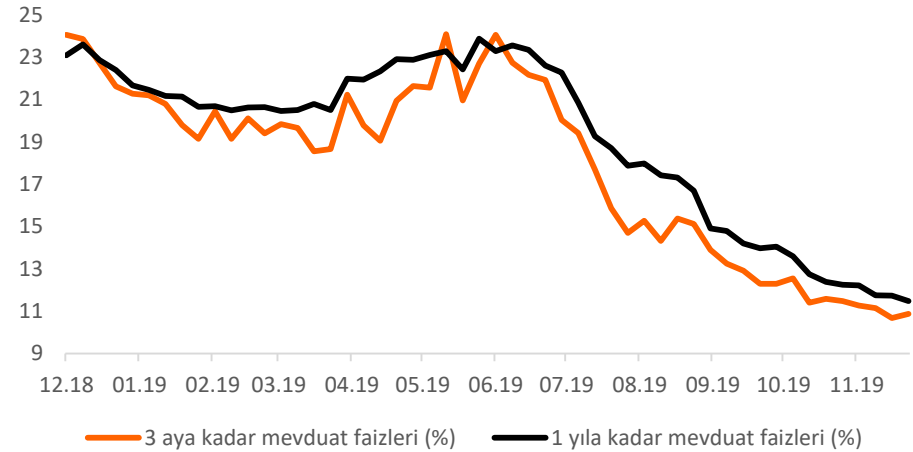
- ❑ **Eurobond piyasası cazip kalmaya devam edecek** - 2019 yılında ticaret savaşları ve büyüme endişelerinin etkisiyle merkez bankalarının ekonomileri destekleyici adımları takip edildi. Küresel tahvil faizlerinde de bu gelişmelere paralel olarak gerileme izlendi. 2020 yılında ABD’de başkanlık seçimleri, nispeten toparlanan küresel ekonomik aktivite ve azalan jeopolitik riskler sebebiyle merkez bankalarında “bekle-gör” politikası görülebilir. Ancak yine de ekonomik büyümenin halen istenilen seviyede olmaması sebebiyle, özellikle yılın ikinci yarısında, destekleyici adımlar devam edecektir. ABD’de enflasyonun öngörülen %2’lik hedefine ulaşamaması, Başkan Trump’ın seçimler öncesinde Fed’e faiz indirimi yönünde baskı yapması ve global ekonomik görünüme ilişkin belirsizlik nedeniyle 2020 yılında Fed’in minimum bir kez faiz indirimi yapmasını bekliyoruz. Bu nedenle getiri eğrisinin kısa vadeli tarafında daha belirgin olmak üzere aşağı yönlü baskı oluştuğunu izleyebiliriz. Fed’in genişleyici para politikasına devam edeceği beklentisiyle küresel risk iştahının da artmasıyla birlikte getiri eğrisinin dikleştiğini görebiliriz. **ABD tahvil eğrisine yönelik beklentimize istinaden, düşen CDS primiyle beraber, Türkiye’nin uzun vadeli \$ cinsi tahvillerini cazip buluyoruz. Yaklaşık %5-6 seviyelerinde getiri oranlarına sahip 9-15 yıl vadeli Eurobond’ların cazip olduğunu düşünüyoruz.**
- ❑ **Mevduat faizinde %9’a doğru gevşeme bekliyoruz** - 2019 yılının ilk yarısında artan riskler ve ekonomik yavaşlama, kısa vadeli tahvil faizleriyle beraber mevduat faizlerinin de yükselmesine yol açtı. Yılın ilk yarısında %24 seviyelerine gelen mevduat faizleri, kurdaki stabilizasyon ve faiz indirimleriyle birlikte 2019 yıl sonunda %11’e kadar geriledi. 2020 yılında enflasyondaki gerilemenin sürmesi, küresel gevşek para politikalarının da katkısıyla TCMB’nin faiz indirimlerine devam etmesi, mevduat faizlerinde gerileme eğiliminin devamına işaret etmektedir. Mevduat faizinden yüksek getiri elde etmek isteyen yatırımcıların özellikle 6 aya kadar vadede %10 stopaj avantajından da yararlanıp, kredi riski yüksek olmayan ÖST’lerde alım yönünde olmalarını ve vade sonuna kadar elde tutmalarını öneriyoruz.

Türkiye USD Eurobond-ABD Tahvil Farkı (baz puan)



Kaynak: Bloomberg

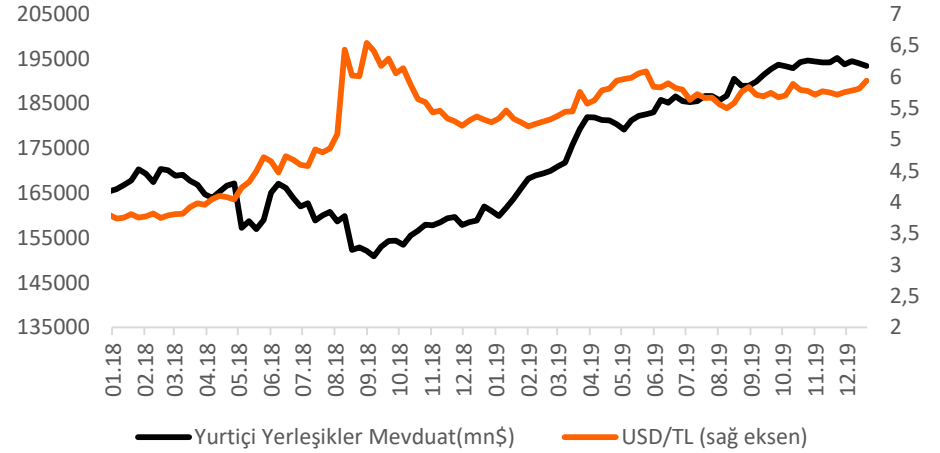
Mevduat Faizleri (%)



Kaynak: Bloomberg

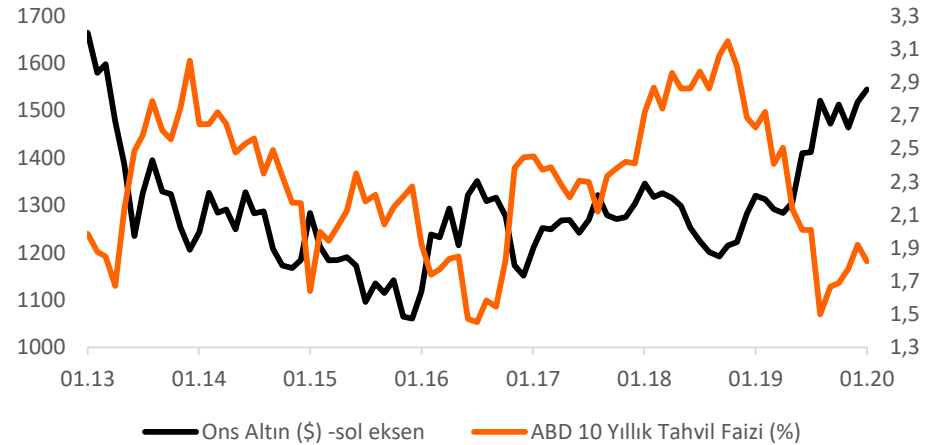
- 2019 yılına 5,29 seviyelerinden nispeten sakin başlayan USD/TL kuru daha sonra global ekonomik koşulların ve jeopolitik gelişmelerin etkisiyle 6,20 seviyelerine kadar yükseldi ancak yılı 5,95 seviyesinden kapattı. Özellikle yılın ilk yarısında piyasalar üzerinde baskı yaratan risk unsurlarının azalması, TCMB'nin aktif yönetimi ve başarılı iletişimiyle beraber TL, enflasyon kadar değer kaybetti ancak gelişen ülke para birimleri arasında en fazla değer kaybeden 2. para birimi oldu.
- TCMB'nin 2019 yılında TL likiditesine ilişkin aldığı önlemler, BIST swap piyasasını aktif hale getirdi ve kurlar üzerinde spekülasyon atakların önüne geçti. Bu durum yabancı yatırımcı nezdinde farklı yorumlansa da azalan oynaklık TL açısından carry avantajını güçlendirdi. Geçtiğimiz yılın ikinci yarısıyla beraber, TCMB'nin önden yüklemeli yaptığı faiz indirimlerine karşılık, enflasyondaki gerileme ile beraber kurda da stabilizasyon dikkat çekti. 2018 yılında ciddi artan oynaklık, 2019 yılında yeniden azaldı ve son 5 yıllık ortalamalara geri döndü. Buna karşılık, yılın ilk yarısında enflasyon ve siyasi belirsizlik sebebiyle yurt içi yerleşiklerin artan döviz mevduatlarında, ikinci yarıda da ciddi bir çözülme olmadı. İçeride 2020 yılında siyasi gündemin sakin olacağı beklentimiz, ekonomik gelişmelerin TL üzerinde daha etkili olmasını sağlayacaktır. 2019 yılına nazaran daha olumlu bir enflasyon ve büyüme görünümü sebebiyle yurt içi yerleşiklerin yabancı para mevduatlarında azalma öngörüyoruz. USD/TL'nin 2020 yılında yine maksimum enflasyon kadar değer kaybederek 6,50 altında kalmasını bekliyoruz.
- 2020 yılında Altın parlayacak** - 2019 yılında küresel anlamda faizlerin gerilemesi ve artan jeopolitik riskler sebebiyle %22 değer kazanan Ons Altın'ın 2020 yılında da güçlü seyratmesini bekliyoruz. Avrupa, ABD ve Asya'da ekonomiyi teşvik edici adımlarla beraber düşük faiz ortamının korunacak olması, ayrıca ABD-Çin ve ABD-İran ilişkilerinde görülebilecek dalgalanmalar, yıl içinde altına olan talebi canlı tutacaktır. Bu durumda hem kur hem de Ons Altın'dan dolayı «Gram Altın» cazip görünüyor.

Yurt içi Yerleşiklerin YP Mevduatı



Kaynak: Bloomberg

Ons Altın - ABD Tahvili



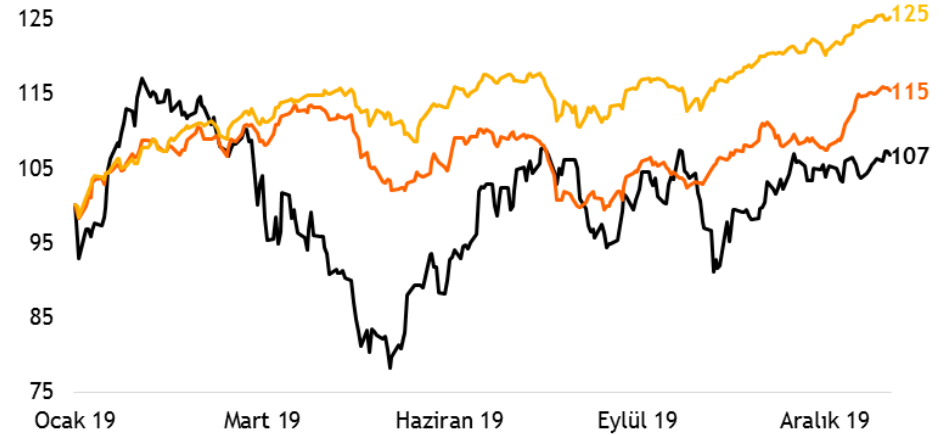
Kaynak: Bloomberg, Matrics

Hisse Strateji

- ❑ Hisse Strateji Özet
 - ❑ 2019 yılında küresel hisse senedi piyasaları pozitif bir seyir izledi
 - ❑ 12 aylık endeks hedefimizi 137.000 olarak güncelliyoruz
 - ❑ Hisse Model Portföy Önerilerimiz
 - ❑ Portföy Dağılımı Önerilerimiz
- ❑ Küresel risk iştahındaki artış BIST'e ve CDS'lere pozitif yansıdı
- ❑ Benzer ülkelere göre iskantomuzun azalmasını bekliyoruz
- ❑ Kredi notlarımız, benzer ülkelerin altında yer alıyor
- ❑ ABD ile ilişkilerin seyri, Türkiye için kritik önemde olacak
- ❑ ABD-İran gerilimi, kısa vadede piyasalar için negatif
- ❑ Hedef fiyat ve öneri değişikliklerimiz

- ❑ **Küresel piyasalar 2019 yılını yükselişle tamamladı** - ABD ile Çin arasındaki ticaret savaşı, yılın genelinde küresel piyasaların ana gündem maddesi olurken Fed'in, jeopolitik gerginliklere ve küresel büyüme üzerinde aşağı yönlü risklere vurgu yaparak yaptığı faiz indirimleri, küresel piyasalardaki yukarı eğilimin en önemli destekçisi oldu. Avrupa ekonomilerinde büyümenin ivme kaybetmesi ve Brexit eksenli tartışmalara karşılık, Avrupa Merkez Bankası'ndan gelen faizlerin uzun süre düşük tutulacağı ve varlık alım programı açıklaması, küresel piyasalarda risk iştahını destekleyici bir rol oynadı. MSCI Dünya Endeksi bu gelişmeler ışığında yılın genelinde %25 değer kazandı. Gelişmiş ülke merkez bankalarının faiz indirim kararlarını izleyen gelişmekte olan ülke merkez bankaları, yılın genelinde faizlerde aşağı eğilime katılırken, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi ise %15 değer kazancı ile yılı tamamladı.
- ❑ 2019 yılına büyüme tarafında sert daralma beklentileri ile başlansa da Fed'in faiz indirimleri, başta TCMB ve diğer otoritelerin TL ve piyasalardaki oynaklığı azaltıcı adımları, enflasyon başta olmak üzere temel ekonomik göstergelerde iyileşmeler, TL varlıkları ve hisse senedi piyasalarını destekleyen unsurlar olarak ön plana çıktı. Ayrıca, Türkiye hisse senedi piyasalarının benzerlerine göre uzun süredir yaklaşık %50'ye yakın iskonto ile işlem görmesi, jeopolitik gerginlikler ve ABD ile ilişkilerde yıl içinde gözlenen gerilimlere karşı, BIST-100 endeksini destekleyen en önemli etkenler oldu. Yıl içinde gözlenen dalgalı seyirlere karşılık MSCI Türkiye Endeksi yılı %7 getiri performansı ile tamamlamayı başardı.
- ❑ 2020 yılında i) Faz 1 anlaşması ve Brexit ile ilgili beklentilerde iyileşme, ii) Gelişmiş ülke merkez bankalarının genişleyici maliye politikalarının desteği, iii) Ekonomide yeniden büyüme patikasına dönecek olmamız, iv) Enflasyon ve faiz oranlarındaki aşağı eğilimin süreceği beklentimiz, v) Benzer ülkelere göre TL varlıklarda devam eden iskonto, nedeniyle Türkiye hisse senedi piyasalarının yükseliş eğilimini devam ettireceğini düşünüyoruz.

MSCI TR, GOP ve Dünya Endeks Performansları (USD)



Kaynak: Bloomberg

Gelişmekte Olan Piyasalar F/K ve PD/DD Karşılaştırması

	F/K		PD/DD	
	2020E	2021E	2020E	2021E
Hindistan	22,91	18,55	3,14	2,82
Meksika	14,21	12,60	1,87	1,73
Brezilya	13,76	12,43	2,02	1,91
G. Afrika	12,46	11,91	1,77	1,65
Çin	12,09	10,74	1,64	1,47
Macaristan	10,01	9,67	1,38	1,28
Rusya	6,88	6,50	0,93	0,87
Arjantin	4,96	2,86	1,09	0,95
Ortalama	12,16	10,66	1,73	1,58
Türkiye	6,35	5,31	0,91	0,80
İskonto/Prim	-47,80%	-50,19%	-47,45%	-49,63%

Kaynak: Bloomberg

- ❑ **Endeks hedefimiz %23 yükseliş potansiyeline işaret ediyor** - Araştırma kapsamımızda bulunan şirketler için TL bazlı değerlemelerde 10 yıllık projeksiyon dönemi için %13 risksiz faiz oranı ve %5,5 hisse senedi risk primi kullanarak, BIST-100 endeksi için daha önce 124.000 olan 12 Aylık endeks hedefimizi 137.000 olarak güncelliyoruz. 12 aylık hedefimiz, BIST-100'de %23 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Araştırma kapsamımızda bulunan bankalar için %24, sanayi şirketleri için %22 yükseliş potansiyeli öngörmekteyiz.
- ❑ **Hisse Model Portföy Önerilerimiz** - Hisse Model portföyümüzü oluşturan hisseler; Akbank, Garanti Bankası, Migros, Türk Hava Yolları, Aselsan, TAV Havalimanları Holding, Soda Sanayi ve Kardemir'dir. Hisse Model Portföyümüz 2019 yılında %39 getiri performansı sergiledi.
- ❑ **Portföy Dağılımı Önerilerimiz** - 2020 yılının Türkiye ekonomisi ve yerel varlıklar adına daha güçlü bir yıl olmasını bekliyoruz. Ekonomik büyüme beklentimize paralel olarak hisse senedi değerlemelerinin de cazip olduğunu düşünüyoruz. TL'de enflasyon kadar değer kaybı, tahvil faizlerinde ise düşük seyrin devam etmesini bekliyoruz. Bu nedenle risk algısına göre hisse ve altın ağırlıklı bir portföy öneriyoruz.
- ❑ **Riskler** - ABD-İran gerginliğinin sıcak çatışmaya dönüşmesi, Faz 1 Anlaşması ardından ticaret savaşlarının sonuçlandırılmaması, ABD ile Türkiye arasındaki stratejik ortaklık ilişkisinde bozulma yaşanması, jeopolitik gerginliklerin kur ve petrol fiyatları üzerinden Türkiye ekonomisinin toparlanma eğilimine sekte vurması.

Model Portföy

	Piyasa değeri (mn TL)	BIST-100 ağırlık	Model Portföy ağırlık	12A Hedef fiyat (TL)	Mevcut fiyat (TL)	12Aylık Potansiyel	Beta
AKBNK	39.936	8,1%	14%	9,70	7,68	26%	1,48
GARAN	44.310	8,3%	15%	13,00	10,55	23%	1,57
MGROS	4.171	0,6%	13%	31,86	23,04	38%	1,31
THYAO	18.671	3,7%	13%	18,61	13,53	38%	1,05
ASELS	25.171	2,4%	13%	30,14	22,08	37%	0,99
TAVHL	10.208	1,6%	11%	38,35	28,10	36%	0,57
SODA	6.030	0,9%	11%	9,24	6,03	53%	0,62
KRDMD	2.021	0,7%	11%	3,48	2,59	34%	1,26

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Portföy Dağılımı Önerilerimiz

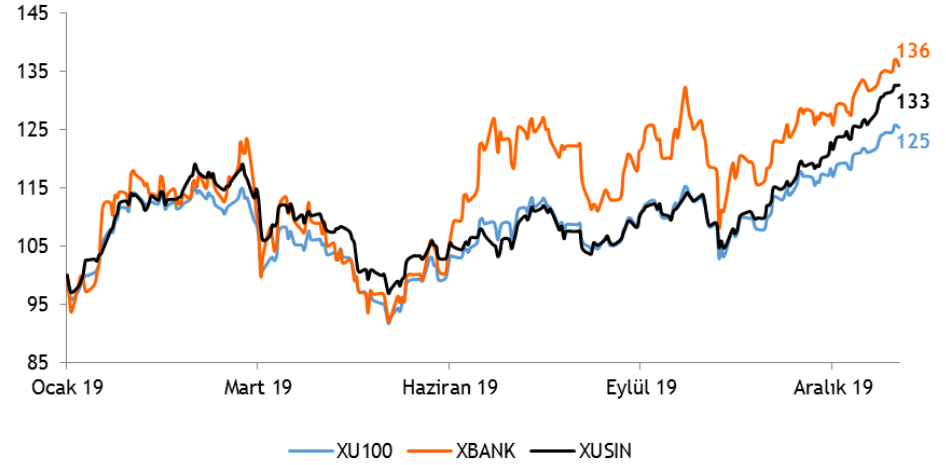
Defansif Portföy		İlımlı Portföy		Agresif Portföy	
Mevduat	25%	Altın	30%	Hisse Senedi	45%
Altın	25%	Hisse Senedi	30%	Altın	20%
Tahvil-Bono	20%	Mevduat	10%	Mevduat	10%
Eurobond	10%	Tahvil-Bono	10%	Tahvil-Bono	10%
Döviz	10%	Eurobond	10%	Eurobond	10%
Hisse Senedi	10%	Döviz	10%	Döviz	5%

Kaynak: Vakıf KY Yatırım Danışmanlığı

❑ **Banka ve sanayi hisseleri, risk iştahının geri gelmesiyle yılı yükselerek tamamladı** - 2019 yılına yükseliş eğilimi ile başlayan BIST-100 endeksi, yılın genelinde dalgalı ancak, yukarı yönlü bir seyir izledi. Özellikle TCMB'den gelen faiz indirimleri ve diğer ekonomik göstergelerdeki iyileşmelerin etkisiyle Temmuz sonrasında endekste yukarı eğilim belirginleşti. ABD ile ilişkilerde dönem dönem gözlenen gerilmeye karşılık, hisse senedi piyasalarının benzerlerine göre oldukça iskontolu işlem görmesi, aşağı yönlü hareketlerde BIST-100'ü desteklerken, ABD ile Çin arasındaki ticaret savaşının anlaşma ile sonuçlanacağı algısıyla küresel piyasalarda risk iştahının artması, endekste de pozitif fiyatlamaların devamına neden oldu. TCMB'den gelen faiz indirimlerinin etkisi ve sorunlu kredilere ilişkin sürecin iyi yönetilmesi, 2020 yılında ekonomide beklenen büyümenin destekçisi olacak olmaları nedeniyle bankacılık endeksinin yılı %36 yükselişle tamamlamasını sağladı. Sanayi hisseleri yılı %33 artışla tamamlarken, BIST-100 endeksinin 2019 yılı getirisi %25 oldu. Ulaştırma, hizmetler ve kimya sektörü hisseleri BIST-100 endeksinin altında performans sergilerken, bilişim, gıda, turizm ve elektrik sektörü hisseleri ise endeks üzeri performans sergiledi.

❑ **Türkiye'nin CDS primi 5 yıllık ortalamalarına geri döndü** - 2019 yılının ikinci yarısında, global düşük faiz ortamının devam etmesi ve TCMB'nin de diğer gelişmekte olan ülke merkez bankaları gibi bu döngüye katılması, TL varlıklara yönelik risk iştahını desteklerken, Türkiye'nin CDS primi yıl içinde gözlenen 500'lü seviyelerden hızla geriledi. Küresel tarafta ise ticaret savaşının ilk fazına ilişkin anlaşmanın imzalanarak taraflar arasında bir ateşkese gidileceği beklentileri, piyasalardaki oynaklığı azaltırken, risk iştahında artışa neden oldu. Bu gelişmelerin sonucunda ise Türkiye'nin 5 yıllık CDS primi 284 seviyesine gerileyerek 2018 Temmuz ayı seviyelerine geri döndü. Mevcut durumda gelişmekte olan ülkelerde ortalama CDS seviyeleri 100-200 bandında yer alırken, Türkiye'nin CDS primi 5 yıllık ortalaması olan 284 seviyesinde seyretmektedir.

XU100-XBANK-XUSIN yılbaşından bu yana performansları



Kaynak: Bloomberg

Türkiye'nin 5 yıllık CDS priminin 2019 performansı

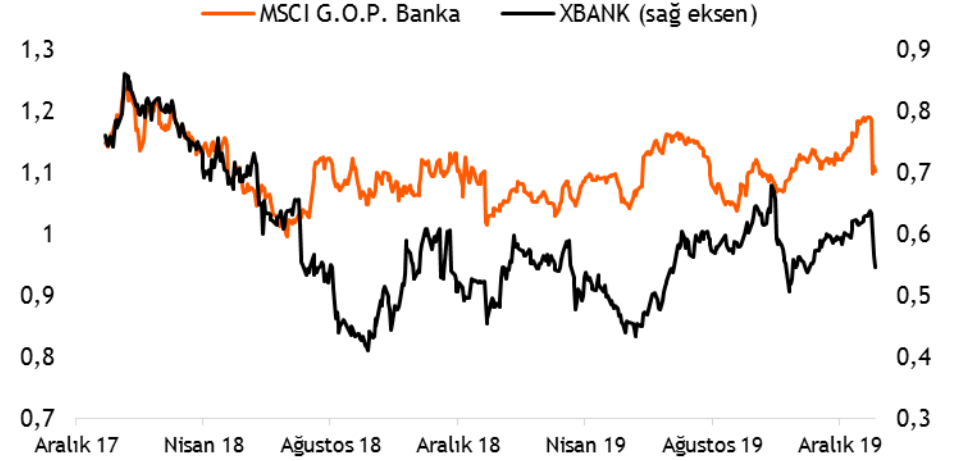


Kaynak: Bloomberg

- 2020 yılında gelişmekte olan benzer ülkelere göre iskantomuzda daralma bekliyoruz - 2020 yılının özellikle ilk yarısında, 2019 yılının ilk yarısındaki daralmanın etkilerini de göz önüne aldığımızda düşük faiz ortamı ve kredi kanalının aktif kullanımıyla ertelenmiş talebin harekete geçerek, büyümeyi desteklemesini bekliyoruz. Enflasyonun yılın ilk yarısında mevcut seviyelere yakın seyredeceği ancak, yılın ikinci yarısında ise gerilemenin belirginleşeceğini öngörüyoruz. Benzer ülkelere göre kredi derecelendirme kuruluşları Moody's ve Fitch tarafında en düşük notlara sahip ülke konumundaki Türkiye'nin, 2020 yılında makroekonomik tarafta sergileyeceği performansa bağlı olarak, kredi notlarında olası yukarı güncellemeler görülme potansiyeli, TL varlıklar için yılın genelinde pozitif beklentiler arasında yer alacaktır. Bununla birlikte, küresel piyasalar kaynaklı risklerin dışında içeride tüketici güveninde gözlenen kararsız seyir ve yüksek seyreden işsizlik oranları, ekonomide beklenen toparlanmanın hızı üzerinde aşağı yönlü riskler olarak takip edilecektir.

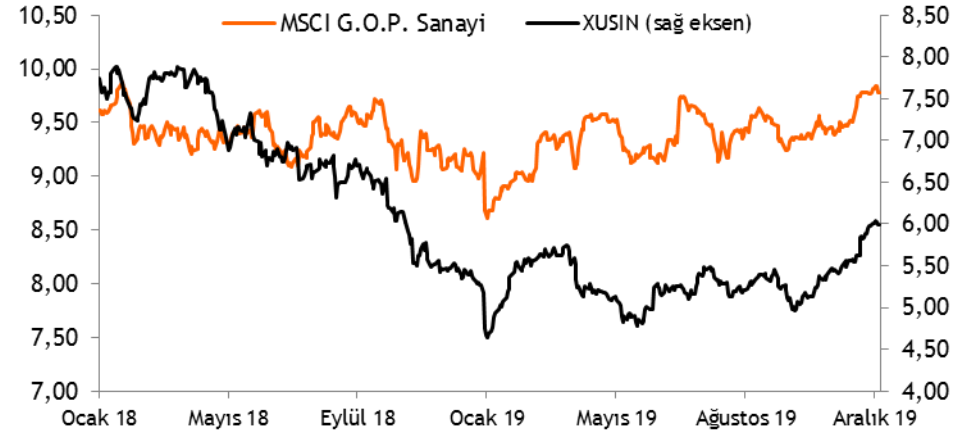
- BIST Bankacılık endeksi 0,55x ileriye dönük PD/DD çarpanı ile gelişmekte olan ülke piyasaları bankacılık endeksine göre (1,10x ileriye dönük PD/DD çarpanı ile işlem görüyor) %50 iskontolu işlem görürken, BIST Sanayi Endeksi ise, 5,98x ileriye dönük FD/FAVÖK ile MSCI sanayi endeksine göre %39 iskontolu işlem görmektedir. 2020 yılında büyüme başta olmak üzere tüm makro değişkenlerde 2019 yılına göre belirgin düzeltilmeler görme potansiyelimiz, başta bankacılık olmak üzere sanayi hisselerinin yurt dışı benzerlerine göre mevcut iskantomlarda daralmayı beraberinde getirebileceğini düşünüyoruz. Buna karşın, iç ve dış kırılganlıkların beklentilerin ötesine geçerek olumsuz bir yöne evrilmesi senaryolarında, son dönemde TL varlıklarda gözlenen yüksek iskantonun, bankacılık ve sanayi hisselerinde görülebilecek sert değer kayıplarını sınırlandırabileceği görüşündeyiz.

Türk Bankaları ve Gelişmekte Olan Ülke PD/DD İskontosu



Kaynak: Bloomberg

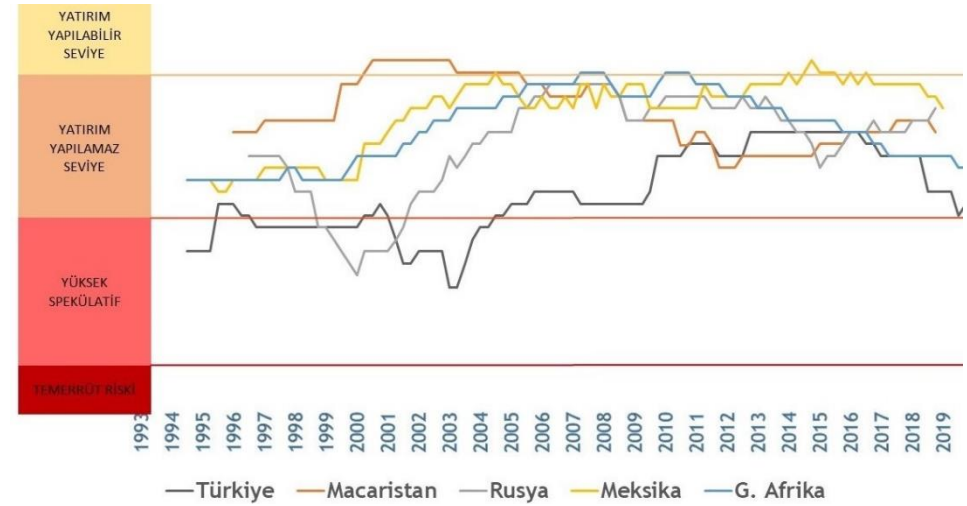
Türk Sanayi Şirketleri ve Gelişmekte Olan Ülke FD/FAVÖK İskontosu



Kaynak: Bloomberg

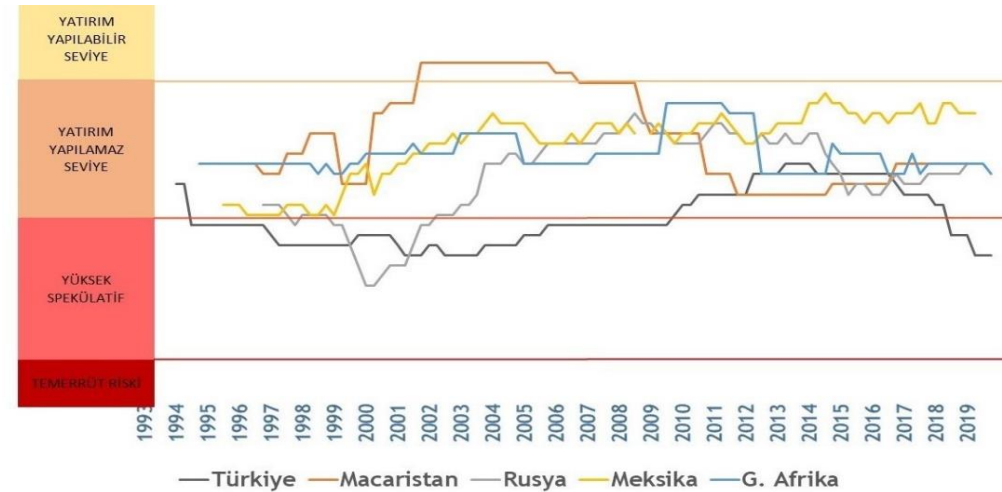
- ❑ Türkiye'nin kredi notları, mevcut bulunduğu seviyeler itibariyle gelişmekte olan benzer ülkelere göre en düşük seviyelerdedir. 2019 yılında Türkiye'nin kredi notlarına ilişkin değerlendirme yapan Fitch ve Moody's, kredi notlarını aşağı yönlü güncellerken S&P, Türkiye'nin kredi notları ile ilgili bir aksiyon almadı. Derecelendirme kuruluşlarının, 2020 yılında enflasyon başta olmak üzere makroekonomik göstergelerdeki düzelmeye eğilimini notlara yansıtma olasılığı, TL varlıklar için yukarı potansiyel barındırmaktadır.
- ❑ Fitch Ratings; 2019 Temmuz ayında Türkiye'nin notunu BB'den BB'-ye düşürürken, kredi notu görünümünü negatif olarak belirledi. Kasım ayı değerlendirmesinde ise Fitch, Türkiye'nin not görünümünü negatiften durağana yükseltti. Türkiye'nin kredi notunu ise "BB-" olarak bıraktı.
 - Türkiye'nin ekonomide dengeleme ve istikrar sağlama yönünde ilerleme kaydettiğini belirten Fitch, ekonomide zayıflama riskinin azaldığını ifade etse de dış finansman ihtiyacının yüksekliğine ve bunun da ekonomide kırılganlığı artırdığına vurgu yaptı.
 - Fitch, Türkiye için 2020 büyüme tahminini %3,1 ve 2021 için de %3,6 olarak açıkladı. 2020 yılı sonu için Fitch'in enflasyon beklentisi %12, 2021 sonu için ise %10 seviyesindedir.
 - 2020 yılı takviminde 21 Şubat ve 21 Ağustos tarihlerinde Fitch'in Türkiye için kredi değerlendirme notu yayınlaması bekleniyor.
- ❑ Moody's; 2019 Haziran ayında Türkiye'nin uzun dönem kredi notunu Ba3'ten B1'e düşürürken, kredi notu görünümünü ise "negatif" olarak değerlendirdi. Kuruluş, Aralık ayında Türkiye'nin kredi notu ve not görünümüne ilişkin güncelleme yapmadı.
 - Moody's, Haziran ayındaki not indiriminin ödemeler dengesi krizinin artmaya devam etmesini yansıttığını belirtti.
 - 2020 yılı ajandasında Moody's, Türkiye için 5 Haziran ve 4 Aralık tarihlerinde gözden geçirme yayınlayacak.

Benzer Ülkelerin Kredi Notları - Fitch Derecelendirmesi



Kaynak: Bloomberg

Benzer Ülkelerin Kredi Notları - Moody's Derecelendirmesi



Kaynak: Bloomberg

- ❑ **ABD-Türkiye ilişkileri** - 2019 yılı genelinde S-400 ve F-35 konularında ABD ile yaşanan gerginlikler, Suriye'ye düzenlenen Barış Pınarı Harekatı ardından, Türkiye ile ABD arasındaki ilişkileri yaptırım aşamasına taşımıştır. ABD Başkanı Trump'ın Türkiye'ye yaptırım çağrısını içeren savunma bütçesini onaylamasıyla birlikte, yaptırım konularının 2020 yılında da iki ülke arası ilişkilerde ana gündemi oluşturacağı görülmektedir.
 - **Temsilciler Meclisi ve Kongreye iletilen birçok yaptırım tasarısına karşılık, hem ABD hem de Türkiye tarafında iki ülke liderinin karşılıklı görüşmeleri sonrasında gözlenen sağduyulu açıklamalar, gerginlikleri sınırlı düzeyde tutarken, iki ülke arasındaki uzun vadeli stratejik ortaklık ilişkilerinin de sürdüğüne işaret etmektedir.**
 - **İki ülke arasında iletişim kanalları açık olduğu sürece, yaşanan gerginliklerin Türkiye ekonomisinin kırılganlıkları üzerinde baskı yaratmadan çözülebileceğini düşünüyoruz.**
 - **Gündemdeki yaptırımların ve bekleyen yaptırım tasarılarının onaylanarak yürürlüğe girmesi ve iki ülke ilişkilerindeki gerginliklerin aşılamadığı senaryolarda, TL varlıklarda hızlı reaksiyonlar beklenecektir.**
- ❑ **Suriye** - Türkiye'nin Ekim ayında Fıratın doğusuna yönelik başlattığı Barış Pınarı Harekatı, hem ABD hem de Rusya ile mutabakata varılarak sonlandırıldı. Mutabakatlar sonrasında kısa vadede Suriye'de yeni bir operasyon olasılığı azalırken, Suriye sınırı da terörist unsurların tehditlerinden arındırılmış oldu.
 - **Önümüzdeki süreçte ise sınırın güvenliği ve güvenli bölge inşasına yönelik Türkiye ve Rusya'nın atacağı adımlar yakından izlenecektir.**
 - **Harekatın sonlandırılmasıyla birlikte Suriye ile ilgili risklerin mevcut fiyatlamalara dahil olduğu görüşünderiz. Ancak, olası yeni harekatlara ilişkin haber akışlarının gündeme gelmesi, piyasaların olası risk ve belirsizlikleri yeniden fiyatlama eğilimine gitmesine neden olacaktır.**

- ❑ **Doğu Akdeniz ve Libya** - Doğu Akdeniz'de doğalgaz rezervlerinin çıkarılmasına yönelik Türkiye'nin KKTC'nin sondaj çalışmaları devam ediyor. Bölgede AB ülkeleri, ABD ve Rusya'nın başı çektiği aralarında Mısır, İsrail, Yunanistan ve Güney Kıbrıs Rum Yönetimi'nin (GKRY) yer aldığı ülkeler arama faaliyetlerini sürdürmektedir. Doğu Akdeniz rezervlerinin Avrupa'ya taşınmasına ilişkin sondaj çalışması yapan taraflar (GKRY, İsrail, Mısır, Yunanistan) karşılıklı adımlar atarken, Türkiye son olarak Libya Ulusal Mutabakat Hükümeti ile güvenlik ve işbirliği mutabakat muhtırası imzaladı. Aynı kapsamda Türkiye'nin Libya'ya asker göndermesi konusu görüşülerek TBMM'de onaylandı.
 - **Libya ile yapılan işbirliği ile, Doğu Akdeniz rezervlerinin, Türkiye'nin içinde yer almadığı bir proje ile Avrupa kıtasına taşınmasını imkansız kılmayı hedeflediğini ve bu anlamda dengeleri Türkiye lehine değiştiren önemli ve stratejik bir hamle olduğunu düşünüyoruz.**
 - **Akdeniz doğalgaz rezervlerinin çıkarılarak boru hatları ile Avrupa'ya taşınma aşamasına geçilmesini kısa vadede beklemesek de, orta ve uzun vadede bölgede varlığı konuşulan 700 mlr \$'lık rezervin, tarafları bir noktada uzlaşmak zorunda bırakacağına inanıyoruz. Buna karşılık piyasaların mevcut gelişmeleri kısa vadede fiyatlama eğilimi içine girmesini beklemiyoruz.**
 - **Şubat ayında Almanya'da yapılacak Libya Konferansı'nda, başta Almanya olmak üzere AB üyesi ülkelerin hem Libya özelinde hem de Doğu Akdeniz rezervlerine yönelik karşılıklı alacakları kararlar yakından izlenecektir.**

- ❑ **ABD-İran gerilimi, yukarı hareketleri sınırlandıracak** - ABD ile İran arasında yaşanan son gerginlik, piyasalara satış baskısı olarak yansıdı. İranlı askeri yetkilinin öldürülmesi öncesindeki gerginliklerde, iki ülke arasında yaşanan krizler, ABD'nin İran'a yaptırımları artırmasıyla sonuçlanıyordu. İki ülke arasındaki müzakere ihtimalini ortadan kaldıran saldırı ardından, İran da misillemede bulundu.
 - ABD'nin, İran'ın misillemesine yanıt verip vermeyeceği kısa vadede en önemli soru işareti olacaktır. Bu belirsizlik ise petrol fiyatlarında oynaklığı beraberinde getirecektir.
 - Piyasalar açısından en kötü fiyatlamaları beraberinde getirecek risk unsuru ise iki ülkenin doğrudan sıcak çatışma içine girmesi olacaktır.
- ❑ **Ticaret savaşı ve Brexit belirsizliğindeki azalma, risk iştahını desteklemeye devam edecek** - Yıl boyunca küresel piyasaları meşgul eden en önemli gündem maddesi olan ABD ile Çin arasındaki ticaret savaşı, ocak ayında Faz 1 anlaşmasını imzalanacağı açıklamaları sonrası küresel piyasalarda pozitif fiyatlandı. 2020 yılında ABD ve Çin arasında tarife artışı beklenmese de fikri mülkiyet hakları ve teknoloji kısıtları ile ilgili anlaşmazlıkların tartışmaları canlı tutması bekleniyor. Bir diğer belirsizlik konusu olan Brexit tarafında ise anlaşmalı ayrılığın ön plana çıkmasıyla, İngiltere'nin AB ve diğer ülkeler ile izleyeceği ticaret politikalarına ilişkin imzalayacağı anlaşmalar takip edilecek.
 - Faz 1 sonrası dönemde 2019 yılına paralel, zaman zaman taraflar arasında gerginlikler görebiliriz. Buna karşılık, bu kez tarafların imza ettiği somut bir metnin varlığı, oluşacak anlaşmazlıklara piyasaların daha az tepki vermesine, dolayısıyla da piyasalardaki risk iştahının yüksek kalmasına neden olabilir görüşündeyiz.
- ❑ **Azil tartışmalarının bitmesi ile birlikte başkanlık seçimleri gündeme gelecek** - ABD Başkanı Trump'ın azil sürecine ilişkin Senato yargılaması Ocak ayı içinde gerçekleştirilecek. Cumhuriyetçilerin çoğunlukta olduğu Senato yargılamasına ilişkin göstergeler, Trump'ın azil olasılığına ihtimal vermezken, başkanın azil ihtimali de piyasalarda fiyatlanmamaktadır.
 - Kasım 2020 başkanlık seçimleri öncesinde mevcut anketler, Başkan Trump'a parti içi desteğinin devam ettiğini, Demokratlar arasında ise en güçlü aday olarak eski başkan yardımcısı Joe Biden'in ön plana çıktığını göstermektedir.
 - ABD'de yıl içinde ekonomide ve dış politikada kırılma yaratacak gelişmeler görmediğimiz sürece, 2020 yılı sonrasında da, Trump'ın görevini sürdürmesi beklenmektedir. Dolayısıyla da mevcut yönetimin devamının piyasalardaki risk iştahını destekleyeceğini düşünüyoruz.

	Hisse Fiyatı (TL)	Eski Uzun Vade Öneri	Yeni Uzun Vade Öneri	Eski Kısa Vade Öneri	Yeni Kısa Vade Öneri	Eski Hedef Fiyat	Yeni Hedef Fiyat	Getiri Potansiyeli
Bankacılık								
AKBNK	7,68	AL	AL	EÜG	EÜG	8,60	9,70	26%
GARAN	10,55	AL	AL	EÜG	EÜG	11,45	13,00	23%
HALKB	6,02	AL	TUT	EPG	EPG	6,90	7,10	18%
ISCTR	6,16	TUT	TUT	EÜG	EÜG	7,20	7,45	21%
YKBNK	2,39	AL	AL	EÜG	EÜG	3,07	3,18	33%
ALBRK	1,52	TUT	TUT	EPG	EPG	1,38	1,38	-9%
TSKB	1,12	AL	AL	EÜG	EÜG	1,17	1,66	48%
Cam								
ANACM	4,05	AL	TUT	EÜG	EPG	4,29	4,88	20%
SODA	6,03	AL	AL	EÜG	EÜG	9,08	9,24	53%
TRKCM	3,36	TUT	AL	EPG	EPG	4,09	4,45	32%
Çimento								
CIMSA	8,89	TUT	TUT	EPG	EPG	7,92	9,65	9%
AKCNS	9,08	TUT	TUT	EPG	EPG	8,54	9,21	1%
BOLUC	4,32	TUT	TUT	EAG	EPG	3,87	4,33	0%
Dayanıklı Tüketim								
ARCLK	21,38	TUT	TUT	EPG	EPG	21,72	22,81	7%
VESTL	13,21	TUT	TUT	EPG	EPG	11,90	15,26	16%
Demir-Çelik								
EREGL	8,89	AL	TUT	EPG	EPG	8,61	9,38	6%
KRDM D	2,59	AL	AL	EPG	EÜG	2,90	3,48	34%

	Hisse Fiyatı (TL)	Eski Uzun Vade Öneri	Yeni Uzun Vade Öneri	Eski Kısa Vade Öneri	Yeni Kısa Vade Öneri	Eski Hedef Fiyat	Yeni Hedef Fiyat	Getiri Potansiyeli
Gayrimenkul								
TRGYO	2,52	AL	AL	EÜG	EÜG	2,35	3,13	24%
EKGYO	1,40	AL	AL	EÜG	EÜG	2,05	1,93	38%
ISGYO	1,76	TUT	TUT	EPG	EPG	1,06	1,60	-9%
Havacılık								
TAVHL	28,10	AL	AL	EÜG	EÜG	38,00	38,35	36%
THYAO	13,53	AL	AL	EÜG	EÜG	18,30	18,61	38%
PGSUS	80,20	TUT	TUT	EPG	EPG	78,70	97,04	21%
Holding								
KCHOL	20,08	TUT	AL	EÜG	EÜG	22,40	25,00	25%
SAHOL	9,42	AL	AL	EPG	EPG	10,60	12,00	27%
SISE	5,11	TUT	AL	EPG	EPG	6,02	6,45	26%
Savunma								
ASELS	22,08	AL	AL	EÜG	EÜG	30,00	30,14	37%
OTKAR	161,80	TUT	TUT	EPG	EPG	160,00	176,00	9%
Otomotiv								
FROTO	69,00	TUT	AL	EPG	EPG	62,50	85,70	24%
TOASO	26,30	TUT	AL	EPG	EÜG	20,50	33,60	28%
DOAS	8,71	TUT	TUT	EPG	EPG	5,00	10,76	24%
Perakende								
BIZIM	10,35	AL	TUT	EÜG	EPG	11,91	12,33	19%
BIMAS	47,48	TUT	TUT	EPG	EPG	54,00	54,00	14%
MGROS	23,04	AL	AL	EÜG	EÜG	28,96	31,86	38%

EPG: Endekse Paralel Getiri

EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri

EAG: Endeksin Altında Getiri

Model Portföy

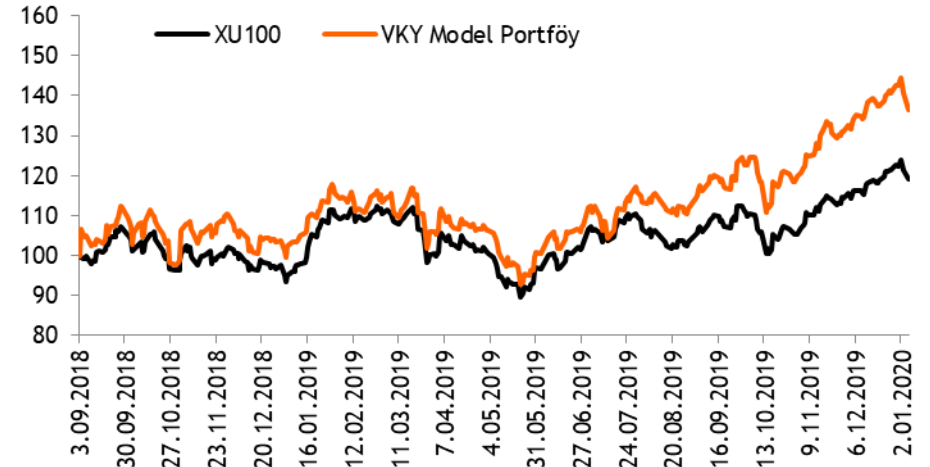
- Model Portföyümüzde iki banka yer alırken, portföyümüz içinde banka ağırlığı %29 seviyesindedir (BIST 100’de banka ağırlığı %25). Model Portföyümüzün betası ise 1,1. Küresel piyasalarda ABD-İran gerginliği kısa vadede satış baskısı yaratsa da, ticaret savaşı ve Brexit gibi piyasaları endişelendiren başlıklardaki pozitif gelişmeler, içeride ise ekonomik göstergelerin 2019 yılına göre iyileşeceği ve bankacılık sektörünün öncülüğünde toparlanmanın devam edeceği beklentimiz doğrultusunda, benzerlerine göre sermaye yeterliliği ve özkaynak karlılığı yüksek bankalar portföyümüzde yer alıyor. Sanayi tarafında ise makroekonomik toparlanmanın etkilerini yansıtacak, turizmdeki güçlü seyirden pozitif etkilenecek aynı zamanda da değerlemeler itibarıyla cazip gördüğümüz hisseler portföyümüzde yer veriyoruz.
- Akbank:** Yüksek likidite, ihtiyatlı karşılık politikası ve yüksek verimlilik rasyolarına sahip olması,
- Garanti Bankası:** Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu, benzer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığı, dengeli kredi portföyü ve ihtiyatlı karşılık ayırma politikası,
- Migros:** Operasyonel performans ve borçlulukta devam eden iyileşme,
- Türk Hava Yolları:** Olumlu talep ortamı ve daha düşük birim giderlerin operasyonel performansta yaratmasını beklediğimiz iyileşme,
- Aselsan:** Güçlü büyüme hikâyesi, döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı korunaklı operasyonel/finansal yapı ve cazip değerlendirme çarpanları,
- TAV Havalimanları Holding:** Havalimanı operasyonları ve hizmet şirketlerinin güçlü büyüme potansiyeli, İstanbul Atatürk Havalimanı ile ilgili tazminat tutarının açıklanmasıyla önemli bir belirsizliğin ortadan kalkması, Tunus operasyonunda toparlanmanın yanı sıra imtiyaz sözleşmesinin daha uygun şartlarla yeniden yapılandırılması ve cazip değerlendirme çarpanları,
- Soda Sanayi:** Soda külünde global oyuncu olan şirketin ihracatçı yapısı, güçlü finansal görünümü ve hedef değerimize göre cazip iskonto ile işlem görmesi,
- Kardemir:** Katma değerli ürünlerin satışlar içindeki payını artırma stratejisi, küresel çelik ve cevher fiyatlarında normalleşme öngörmemiz ve Filyos Limanı Projesi’ne ilişkin beklentiler,

Model Portföy Önerilerimiz

	Piyasa değeri (mn TL)	BIST-100 ağırlık	Model Portföy ağırlık	12A Hedef fiyat (TL)	Mevcut fiyat (TL)	12Aylık Potansiyel	Beta
AKBNK	39.936	8,1%	14%	9,70	7,68	26%	1,48
GARAN	44.310	8,3%	15%	13,00	10,55	23%	1,57
MGROS	4.171	0,6%	13%	31,86	23,04	38%	1,31
THYAO	18.671	3,7%	13%	18,61	13,53	38%	1,05
ASELS	25.171	2,4%	13%	30,14	22,08	37%	0,99
TAVHL	10.208	1,6%	11%	38,35	28,10	36%	0,57
SODA	6.030	0,9%	11%	9,24	6,03	53%	0,62
KRDMD	2.021	0,7%	11%	3,48	2,59	34%	1,26

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

Model Portföy Performansı



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

❑ Neden Beğeniyoruz?

Bankacılık hisseleri arasında yüksek likidite, ihtiyatlı karşılık politikası ve yüksek verimlilik rasyolarına sahip olması nedeniyle Akbank'ı beğeniyor ve yatırım için cazip buluyoruz. Hali hazırda benzerleri arasında en düşük gider/gelir oranına sahip olan bankanın önümüzdeki yıllarda da stratejik adımlarla birlikte verimlilik artışında sektörde pozitif ayrışma göstermeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bu gelişmenin bankanın karlılığına olumlu yansıtacağını değerlendiriyoruz. 3Ç19 itibarıyla %90 ile sektörde en düşük kredi-mevduat oranına sahip olan bankanın 2020 yılında kredi büyümesinde daha atak olacağını tahmin ediyoruz. 2020 yılında kredi-mevduat makasındaki yukarı yönlü trendin olumlu katkısının yanı sıra aktif kalitesine ilişkin riskin azalması sonucu risk maliyetindeki gerileme ile bankanın özkaynak karlılığının %14,3 düzeyine ulaşacağını öngörüyoruz (2019T: %11,7)

❑ Değerleme

Akbank için değerlemeye esas aldığımız sermaye maliyetini %19,7, düzeltilmiş maddi özkaynak karlılık oranını ise %19,8 olarak hesaplıyoruz. Akbank için karlılık göstergelerinde iyileşme ve sermaye maliyetinde aşağı yönlü revizyon sonucu hedef fiyatımızı 8,60 TL'den 9,70 TL'ye yükseltiyoruz.

❑ Riskler ve Katalistler

- Otoriteler tarafından regülasyonlarda yapılan değişiklikler banka karlılıkları için hem risk hem de fırsat potansiyeli sunmaktadır.
- Aktif kalitesine yönelik bozulmanın artması bankanın karlılığını ve sermaye yeterliliğini olumsuz etkileyebilecek riskler arasındadır. Ayrıca kur ve faizlerde dalgalanmalar bankaların sermaye yeterlilikleri üzerinde risk yaratmaktadır.
- Diğer yandan, ekonomik göstergelerdeki hızlı iyileşme sonucunda bankaların risk maliyetlerine beklentimizin üzerinde düşüş getirmesi karlılık için yukarı yönlü potansiyel taşımaktadır.
- Otaş kredisi için sağlanan anlaşma çerçevesinde kurulan özel amaçlı şirkette %35,6 ile en yüksek paya sahip olan Akbank için Türk Telekom'un satışının gerçekleşmesinin katalizör olabileceğini düşünüyoruz.

Akbank - AKBNK

Piyasa değeri (mn TL)	40.560
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	263
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	9,70
Hisse fiyatı (TL)	7,80
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	5,49 - 8,28
Halka açıklık oranı	52,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	0,4%	1,0%	30,7%
BIST-100'e göreceli performans	-2,9%	-7,6%	4,4%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	14.125	18.666	19.342	22.147
Net faiz geliri	10.545	14.566	15.241	17.329
Net kar	6.039	5.690	5.585	7.789

Mevduat	184.904	188.391	216.933	236.447
Defter Değeri	40.425	43.809	51.703	56.874
Toplam Aktifler	316.031	327.642	366.781	401.083

Net faiz marjı (%)	3,6	4,3	4,4	4,3
Kredi/Mevduat oranı (%)	103	96	94	95
Takipteki kredi oranı (%)	2,3	4,2	6,7	6,5
Sermaye yeterlilik (%)	17,0	18,2	19,3	19,0

F/K (x)	6,5	4,8	7,3	5,2
PD/DD (x)	1,0	0,6	0,8	0,7
Özsermaye karlılığı	16,5%	13,5%	11,7%	14,3%
Temettü verimi	2,2%	3,5%	0,0%	0,0%

❑ Neden Beğeniyoruz?

Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu, benzer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığı, dengeli kredi portföyü ve ihtiyatlı karşılık ayırma politikası nedeniyle Garanti Bankası en çok beğendiğimiz bankalar arasındadır. Sektörde %17,4 ile en yüksek çekirdek sermaye yeterliliğine sahip olan Banka'nın, konsolide bazda 18 mlr TL sermaye fazlası ve 2,35 mlr TL serbest karşılığı ile risklere karşı güçlü konumda olduğunu düşünüyoruz. 2020 yılında TL tarafta sektör ortalamasının üzerinde kredi büyümesi elde etmesini beklediğimiz Garanti Bankası'nın risk maliyetinin 200-220 bp aralığına gerileyeceğini ve bunun da özkaynak karlılık oranına iyileşme getireceğini düşünüyoruz. Banka için 2020 yılı özkaynak karlılık oranı tahminimiz %16,2 düzeyindedir (2019T: %13,9) Banka yönetimi orta vadede bu oranı %16-19 aralığında hedeflemektedir.

❑ Değerleme

Garanti Bankası için değerlemeye esas aldığımız sermaye maliyeti %19,9, düzeltilmiş maddi özkaynak karlılık oranını ise %21,1 olarak hesaplıyoruz. Garanti Bankası için karlılık göstergelerinde iyileşme ve sermaye maliyetinde aşağı yönlü revizyon sonucu hedef fiyatımızı 11,45 TL'den 13,00 TL'ye yükseltiyoruz.

Riskler ve Katalistler

- Otoriteler tarafından regülasyonlarda yapılan değişiklikler banka karlılıkları için hem risk hem de fırsat potansiyeli sunmaktadır.
- Aktif kalitesine yönelik bozulmanın artması bankanın karlılığını ve sermaye yeterliliğini olumsuz etkileyebilecek riskler arasındadır. Ayrıca kur ve faizlerde dalgalanmalar bankaların sermaye yeterlilikleri üzerinde risk yaratmaktadır.
- Diğer yandan, ekonomik göstergelerdeki hızlı iyileşme sonucunda bankaların risk maliyetlerine beklentimizin üzerinde düşüş getirmesi karlılık için yukarı yönlü potansiyel taşımaktadır.
- Otaş kredisi için sağlanan anlaşma çerçevesinde kurulan özel amaçlı şirkette %22,1 oranında paya sahip olan Garanti Bankası için Türk Telekom'un satışının gerçekleşmesinin katalizör olabileceğini düşünüyoruz.

Garanti Bankası - GARAN

Piyasa değeri (mn TL)	44.646
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	494
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	13,00
Hisse fiyatı (TL)	10,63
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	7,07 - 11,27
Halka açıklık oranı	48,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	2,6%	8,6%	30,3%
BIST-100'e göreceli performans	-0,8%	-0,7%	4,1%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	17.214	25.046	25.266	28.164
Net faiz geliri	14.468	19.110	19.071	23.179
Net kar	6.344	6.638	6.971	9.389

Mevduat	181.116	218.058	243.962	267.586
Defter Değeri	41.331	46.688	53.442	62.831
Toplam Aktifler	325.232	359.477	387.080	428.071

Net faiz marjı (%)	4,8	5,5	5,2	5,8
Kredi/Mevduat oranı (%)	116	102	105	106
Takipteki kredi oranı (%)	2,5	4,9	6,9	7,4
Sermaye yeterlilik (%)	18,7	18,3	19,5	19,2

F/K (x)	7,1	5,0	6,4	4,8
PD/DD (x)	1,1	0,7	0,8	0,7
Özsermaye karlılığı	16,6%	15,1%	13,9%	16,2%
Temettü verimi	2,6%	3,5%	0,0%	0,0%

❑ Neden Beğeniyoruz?

Migros, sahip olduğu çoklu format yapısı ve her segmentten gelir grubuna hitap edebilen ürün portföyü ile organik tarafta kaydettiği büyümeyi, inorganik büyüme hamleleriyle destekleyerek son yıllarda güçlü operasyonel performans sergiledi. 2020 yılında ise, tüm sektörde olduğu gibi enflasyondaki düşüş ve yüksek baz etkisiyle ciro büyümesinde yavaşlama öngörsek de, mağaza trafiğindeki güçlü seyrin devam ederek ciro performansını desteklemesini bekliyoruz. Enflasyondaki düşüş nedeniyle operasyonel kâr marjlarında beklediğimiz baskının, Kipa mağazalarında artan verimlilik ve giderlerdeki kontrollü seyrin desteğiyle telafi edileceğini tahmin ediyoruz. Şirketin, güçlü operasyonel performansının ve toplamda 616 mn TL'ye ulaşan varlık satışlarının da (2019'da 406 mn TL) desteğiyle borç profilinde kaydettiği iyileşmeyi olumlu buluyoruz. TL borçlanma stratejisinin devamı ve operasyonel performansta kaydettiği iyileşmeye ek olarak gündeme gelebilecek potansiyel varlık satışlarıyla, borçluluktaki iyileşmeyi sürdüreceğini tahmin ediyoruz. BC Partners&İlgili fonların Kasım/2019'da gerçekleştirdiği toplam 20 mn TL nominal değerli hisse satışı (ödenmiş sermayenin %11'i) sonucu fiili dolaşım oranında yaşanan artışın (%28'den %39'a), hisse performansına yönelik likidite riskini azaltarak daha sağlıklı fiyat hareketlerine imkan sağladığını düşünüyoruz.

❑ Değerleme

Tahminlerimizde yaptığımız revizyon sonucu Şirket hisseleri için hedef fiyatımızı 28,96 TL'den 31,86 TL'ye yükseltiyoruz. Hedef fiyatımızın sunduğu %34 getiri potansiyelini de göz önünde bulundurarak tavsiyelerimizi koruyor (KVÖ: Endeksin Üzerinde Getiri, UVÖ: AL) ve Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Şirket hisseleri 2020T 3,6x FD/FAVÖK çarpanı ile benzer şirketlere göre %57 iskontolu işlem görüyor.

❑ Riskler ve Katalistler

Mağaza trafiğinde düşüş ve TL'nin Avro karşısında değer kaybetmesi tahminlerimize yönelik önemli risk unsurları olup, Avro/TL'de düşüş, olası varlık satışları ve yeni şirket/mağaza satın alımlarının gündeme gelmesi gerek tahminlerimiz gerekse de hisse performansı açısından önemli katalistlerdir.

Migros - MGROS

Piyasa değeri (mn TL)	4.305
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	44
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	31,86
Hisse fiyatı (TL)	23,78
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	11,33 - 24,74
Halka açıklık oranı	36,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	7,0%	14,0%	71,3%
BIST-100'e göreceli performans	0,5%	3,1%	31,7%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	15.344	18.717	23.105	27.297
FAVÖK	798	1.144	2.235	2.640
Net kar	513	-836	-253	18

FAVÖK marjı (%)	5,2	6,1	9,7	9,7
Net kar marjı (%)	3,3	a.d.	a.d.	0,1

Net borç / (nakit)	2.295	2.820	5.394	5.115
Defter Değeri	1.527	635	469	483
Toplam Aktifler	10.303	10.885	14.341	15.799

F/K (x)	9,6	-3,2	a.d.	244,0
PD/DD (x)	3,3	4,3	9,2	8,9
FD/FAVÖK (x)	9,0	4,8	4,3	3,6
FD/Satışlar (x)	0,5	0,3	0,4	0,3
Özsermaye karlılığı	59,6%	-77,3%	-45,9%	3,7%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Not: TFRS-16 etkisi dahildir.

❑ Neden Beğeniyoruz?

İstanbul Havalimanı'na taşınma, zayıf iç talep, artan yakıt dışı birim giderler, Boeing 737 MAX krizi ve Airbus uçak teslimatında yaşanan gecikmeler nedeniyle operasyonel olarak zor bir yıl geçiren THY için 2020 yılının, gerek operasyonel gerekse de hisse performansı açısından pozitif bir görünüme işaret ettiğini düşünüyoruz. 2020 yılında dış talepte devamını öngördüğümüz olumlu seyrin, iç taleple desteklenmesini bekliyoruz. İyileşen talep ve fiyatlamaya ile yurt içi birim gelirlerde olumlu seyir beklerken, başta Avrupa olmak üzere artan rekabetin yurt dışı birim gelirlerde yarattığı riskleri göz ardı etmiyoruz. Ancak bu risklerin, birim giderler tarafında öngördüğümüz iyileşme ile fazlasıyla telafi edileceğini tahmin ediyoruz. Şirket Yönetimi, personel, satış-pazarlama, bakım, komisyon ve havalimanı giderleri dahil pek çok alanda maliyetleri azaltmaya yönelik Eylül/2019'da başlattığı program sayesinde 4Ç19'da 100 mn ABD Doları tutarında tasarruf etmeyi planlıyor. 2020 yılında pozitif etkilerini sürdürmesini beklediğimiz bu önlemlerin, filoya eklenen/eklenecek enerji verimliliği yüksek yeni nesil uçakların da katkısıyla toplam birim giderlerde iyileşmeyi desteklemesini bekliyoruz. İstanbul Havalimanı'nda ağırlıklı olarak iç hat uçuşları için kullanılması planlanan 3. pistin 2020 yılı ortalarına kadar tamamlanarak, yüksek sezonda (Temmuz-Ağustos) aktif hale geleceğini ve böylece taksit sürelerinde düşüş başta olmak üzere operasyonel verimliliği artıracaklarını öngörüyoruz. 2020 yılında filosuna 30 adet uçak (16'sı dar, 14'ü geniş gövde) ekleyecek olan THY'nin, uçuş yasağının devam etmesi halinde Boeing 737 MAX'lerden dolayı kapasitede oluşan boşluğu ek kiralama ile telafi edeceğini düşünüyoruz.

❑ Değerleme

Hedef çarpan modeline göre değerlediğimiz THY hisseleri için 2020T 5,5x FD/FAVÖK çarpanına göre hedef fiyatımız 18,61 TL olup (önceki: 18,30 TL), mevcut fiyata göre %31 getiri potansiyeli sunuyor. THY hisseleri 2019 yılında endekse göre %36, Pegasus'a (PGSUS) göre ise %287 negatif ayrıştı.

❑ Riskler ve Katalistler

İstanbul Havalimanı'nda 3.pistin yüksek sezona yetişememesi, uçak teslimatlarında yaşanacak olası gecikmeler, küresel ekonomideki zayıflık ve ticaret savaşları nedeniyle kargo operasyonlarında zayıflama, tahminlerimize yönelik önemli risk unsurlarıdır.

Türk Hava Yolları - THYAO

Piyasa değeri (mn TL)	19.679
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	1.386
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	18,61
Hisse fiyatı (TL)	14,26
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	10,74 - 15,81
Halka açıklık oranı	50,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	4,8%	21,4%	-5,8%
BIST-100'e göreceli performans	-1,6%	9,7%	-27,6%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	39.779	62.853	75.107	88.109
FAVÖK	6.626	11.400	11.814	15.526
Net kar	639	4.045	3.486	4.774

FAVÖK marjı (%)	16,7	18,1	15,7	17,6
Net kar marjı (%)	1,6	6,4	4,6	5,4

Net borç / (nakit)	27.066	47.196	63.906	66.313
Defter Değeri	20.171	31.284	39.335	41.233
Toplam Aktifler	68.647	109.076	138.532	142.726

F/K (x)	33,9	5,5	5,6	4,1
PD/DD (x)	1,1	0,7	0,5	0,5
FD/FAVÖK (x)	7,3	5,9	6,8	5,2
FD/Satışlar (x)	1,2	1,1	1,1	0,9
Özsermaye karlılığı	3,4%	15,7%	9,9%	11,9%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

❑ Neden Beğeniyoruz?

İkincil halka arzdan sağlanan gelirlerin etkisiyle 2Ç18 sonunda 2,9 mlr TL olan net nakit pozisyonu, tahsilatlardaki gecikmelere bağlı olarak artan işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle, 3Ç19 sonu itibarıyla 412 mn TL net borç pozisyonuna dönüşen Aselsan'da bu sürecin piyasa tarafından aşırı olumsuz fiyatlandırıldığını ve 2019 yılında endekse göre %38 negatif ayrıştığını gördük. Üretilen güçlü operasyonel sonuçlara ve tarihsel olarak rekor bakiye siparişlere rağmen Şirket hisselerindeki olumsuz performansın arkasında, Türkiye'ye yönelik ambargo tehditlerinin ve Şirketin bozulan işletme sermayesinden çok süregelen iş yapış tarzının devam edip etmeyeceğine yönelik endişelerin de olduğu inancındayız. Bu noktada, stratejik öncelikli bir sektörün önemli bir oyuncusu olan Aselsan'ın bugünkü duruma gelmesinde mevcut iş modelinin önemli bir katkı sunduğunu düşünüyor ve bu modelin devamlılığı konusundaki soru işaretlerini yersiz bulduğumuzu belirtmek istiyoruz. Şirketin, 1Ç13'den 3Ç15 sonuna kadar uzunca bir süre üst üste net borç pozisyonu ile operasyonlarını sürdürdüğünü göz önünde bulundurarak, hali hazırdaki düşük kaldıraç kullanımı nedeniyle ek finansal borçlanmaya gitmek için yeterli alanının olduğunu düşünüyoruz. Gerek Türkiye'nin öncelikleri, gerekse Aselsan'ın savunma sanayiindeki yeri dikkate alındığında Şirketin güçlü büyüme hikayesinde herhangi bir bozulma görmüyoruz.

❑ Değerleme

Şirket hisseleri için hedef fiyatımız 30,14 TL olup, mevcut fiyata göre sunduğu %38 getiri potansiyelinin ve 2020T 8,2x FD/FAVÖK ve 7,6x F/K ile son 3 yıllık tarihsel ortalamalara göre sırasıyla %55 ve %48 ıskontoya işaret eden çarpanların, cazip giriş fırsatı sunduğunu düşünüyoruz.

❑ Riskler ve Katalistler

Üzerindeki yüklü taahhütleri zamanında yerine getirememesi, hızlı büyüyen bakiye siparişlerin alt yüklenicilerle etkin bir şekilde yönetilememesi, yurt dışından hammadde tedarikine yönelik olası yaptırımların gündeme gelmesi tahminlerimize ve tavsiyemize yönelik önemli risk unsurlarıdır. Diğer yandan, işletme sermayesinde iyileşmenin beklentimizden daha erken başlaması, yurt içinde ve ihracat pazarlarında olası şirket satın alımları/ortaklıklar/işbirlikleri ise gerek tahminlerimize gerekse de hisse performansına yönelik önemli katalistlerdir.

Aselsan - ASELS

Piyasa değeri (mn TL)	24.829
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	427
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	30,14
Hisse fiyatı (TL)	21,78
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	16,46 - 26,15
Halka açıklık oranı	26,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	16,1%	15,1%	-2,9%
BIST-100'e göreceli performans	9,1%	4,0%	-25,4%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	5.412	9.009	13.040	15.638
FAVÖK	1.159	1.896	2.608	3.096
Net kar	1.376	2.318	2.803	3.251
FAVÖK marjı (%)	21,4	21,0	20,0	19,8
Net kar marjı (%)	25,4	25,7	21,5	20,8
Net borç / (nakit)	-729	-2.330	-546	-532
Defter Değeri	4.768	10.177	12.878	16.010
Toplam Aktifler	11.639	19.474	24.478	30.327
F/K (x)	23,1	11,8	8,9	7,6
PD/DD (x)	6,7	2,7	1,9	1,6
FD/FAVÖK (x)	26,8	13,3	9,7	8,2
FD/Satışlar (x)	5,7	2,8	1,9	1,6
Özsermaye karlılığı	32,5%	31,0%	24,3%	22,5%
Temettü verimi	0,2%	0,3%	0,7%	0,8%

❑ Neden Beğeniyoruz?

Atatürk Havalimanı'nın kira sözleşmesinin bitiminden önce ticari uçuşlara kapanması nedeniyle DHMİ tarafından Şirkete ödenecek tazminatın beklentimizle uyumlu gerçekleşerek, sürece ilişkin önemli bir belirsizliğin ortadan kalktığını düşünüyoruz. Açıklanan tazminat tutarı 389 mn Avro olup (vergi hariç 303 mn Avro), beklentimiz olan 397 mn Avro'ya (vergi hariç 310 mn Avro) paraleldir. Tazminat ödemesinin ne şekilde (nakit ya da nakit dışı) ve ne zaman gerçekleşeceği henüz açıklanmamakla birlikte önümüzdeki aylarda netleşerek bu konudaki diğer belirsizliğin de ortadan kalkacağını düşünüyoruz. Şirketin, Tunus operasyonunda (Monastır ve Enfidha Havalimanları) son dönemde yaşanan toparlanmayı ve imtiyaz sözleşmesinin (kira ödemeleri ve dış hat yolcu ücretleri) daha uygun şartlarla yeniden yapılandırılmasını olumlu buluyoruz. Atatürk Havalimanı'ndaki operasyonların sona ermesiyle portföyünde oluşan boşluğu doldurma konusunda bir süredir önemli adımlar atan Şirket, yurt içinde ve yurt dışında bazı önemli havalimanı projeleriyle ilgileniyor. Karadağ'da Podgorica ve Tivat şehirlerindeki uluslararası havalimanlarıyla ilgilenen Şirket, VPE Capital ile birlikte Kazakistan Almatı Uluslararası Havalimanı'nı satın almaya yönelik görüşmeler yürütüyor. Yurt içinde ise Antalya Havalimanı için işletme hakkının kiralınmasına yönelik ihale (kapasite artırımına yönelik ilave yatırımlar dahil) 31.01.2020'de yapılacak olup, 2024'ün sonuna kadar işletme imtiyaz hakkına sahip olan mevcut işletmeci TAV-Fraport ortaklığını söz konusu ihalede en güçlü aday olarak görüyoruz.

❑ Değerleme

İştirakleri için İNA yöntemiyle bulduğumuz değerleri baz alarak Parçaların Toplamı Yöntemine göre değerlediğimiz Şirket için hedef fiyatımız 38,35 TL olup (önceki: 38 TL), mevcut fiyata göre %32 getiri potansiyeli sunuyor. Şirket hisseleri 2020T 5,4x FD/FAVÖK ile benzerlerine göre %46 iskontolu işlem görüyor.

❑ Riskler ve Katalistler

Yolcu trafiği, yolcu başına duty-free/yiyecek&içecek harcamalarında düşüş ve mevcut imtiyaz haklarının yenilenmemesi öne çıkan risklerdir. TAV Tunus'un değerlemesine dahil ettiğimiz borcun (3Ç19 sonu itibarıyla 343 mn Avro net borç) yeniden yapılandırma sürecine yönelik olumlu gelişmeler, Rusya'nın Gürcistan'a Temmuz/2019'da başlayan direkt uçuş yasağını kaldırması ve daha yüksek temettü dağıtımı ise önemli katalistlerdir.

Tav Havalimanları - TAVHL

Piyasa değeri (mn TL)	10.521
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	51
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	38,35
Hisse fiyatı (TL)	28,96
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	20,63 - 29,74
Halka açıklık oranı	40,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	5,2%	18,2%	37,6%
BIST-100'e göreceli performans	-1,2%	6,9%	5,8%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	4.686	6.663	5.005	5.640
FAVÖK	2.671	3.834	2.217	2.509
Net kar	718	1.455	999	1.137

FAVÖK marjı (%)	57,0	57,5	44,3	44,5
Net kar marjı (%)	15,3	21,8	20,0	20,2

Net borç / (nakit)	3.497	3.457	3.899	3.984
Defter Değeri	4.016	6.220	6.690	6.817
Toplam Aktifler	13.641	20.804	23.478	23.941

F/K (x)	11,4	6,0	10,5	9,3
PD/DD (x)	2,0	1,4	1,6	1,5
FD/FAVÖK (x)	4,0	3,1	6,2	5,4
FD/Satışlar (x)	2,3	1,8	2,7	2,4
Özsermaye karlılığı	20,5%	28,4%	15,5%	16,8%
Temettü verimi	3,8%	3,8%	6,9%	4,7%

Not: 2019 yılı net kâr tahmini, Atatürk Havalimanı ile ilgili tazminatı içermemektedir.

❑ Neden Beğeniyoruz?

Soda külü pazarında global bir oyuncu olan Soda Sanayi, 75 üzerinde ülkeye ihracat yaparken, şirketin gelirlerinin (9A19 itibarıyla %53'ü \$, %41'i €) önemli bir bölümü yabancı para bazlı, maliyetler tarafında ise yerel ve yabancı para oranları dengelidir i) 2018 yılında kur tarafında yaşanan hareketliliğin finansallar üzerinde yarattığı yüksek baz etkisi ii) Bosna fabrikası buhar kazanındaki planlı bakım çalışması ve Kromsan fabrikasındaki planlı ekipman yenileme yatırımı sebebiyle hacim tarafında yaşanan daralma), iii) Artan doğalgaz fiyatları, 2019 yılında şirket hisselerinin performansının endeksin %27 gerisinde kalmasında etkili oldu. 2020 yılında i) Bakım ve duruşlar olmadan soda külündeki 2,36 mn tonluk tam kapasitenin satılabilecek olması, ii) Soda külü fiyatlarında dolar bazında %2 artış görüleceği öngörümüz, iii) Şirketin cam elyaf iş kolunun ciroya katkısının artacağı beklentimiz, iv) Hedef değerimize göre cazip iskonto ile işlem görmesi nedenlerinden dolayı Soda Sanayi'yi model portföyümüze ekliyoruz. Şirketin 2020 yılında ciro ve FAVÖK'ünün sırasıyla yıllık %20 ve %23 artış göstermesini bekliyoruz. 2019 yılını %23,5 seviyelerinde FAVÖK marjı ile tamamlamasını beklediğimiz şirket için 2020 yılı ve sonrasında %24-25 bandında FAVÖK marjının sürdürülebilir olduğu görüşündeyiz.

❑ Değerleme

Şirkete ilişkin hisse başı hedef değerimiz 9,24 TL (önceki: 9,08 TL) seviyesinde olup, hedef fiyatımız mevcut fiyata göre %53 yükseliş potansiyeli taşımaktadır. Şirketin ana yatırım başlangıcı olarak 2021-2023 dönemini belirlediği ve %50 FAVÖK marjı öngördüğü ABD'deki doğal soda külü yatırımını mevcut durumda modelimize dahil etmiyoruz.

❑ Riskler ve Katalistler

Küresel büyümeye ilişkin riskler, solda külü fiyatlarında gerilemeler ve enerji maliyetindeki artışlar şirket için riskler olarak ön plana çıkabilir. Küresel soda pazarında yıllık %2 seviyelerinde büyüyen talebin, ABD ile Çin arasında imzalanan Faz-1 anlaşması sonrasında global ticaret hacmi üzerindeki negatifliği azaltarak, soda talebindeki büyümeyi destekleyebileceği görüşündeyiz.

Soda Sanayii - SODA

Piyasa değeri (mn TL)	6.030
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	101
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	9,24
Hisse fiyatı (TL)	6,03
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	5,26 - 7,73
Halka açıklık oranı	39,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	1,7%	4,5%	-13,9%
BIST-100'e göreceli performans	-0,6%	-3,0%	-31,4%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	2.451	3.430	4.125	4.937
FAVÖK	616	958	969	1.194
Net kar	661	1.556	1.044	1.033
FAVÖK marjı (%)	25,1	27,9	23,5	24,2
Net kar marjı (%)	27,0	45,4	25,3	20,9

Net borç / (nakit)	-515	-651	296	-115
Defter Değeri	3.188	4.863	5.653	6.446
Toplam Aktifler	3.880	6.369	8.727	10.011
F/K (x)	6,9	4,6	5,8	5,8
PD/DD (x)	1,4	1,5	1,1	0,9
FD/FAVÖK (x)	6,6	6,7	5,8	4,7
FD/Satışlar (x)	1,6	1,9	1,4	1,1
Özsermaye karlılığı	22,8%	38,7%	19,9%	17,1%
Temettü verimi	3,6%	3,9%	4,0%	5,7%

❑ Neden Beğeniyoruz?

Küresel çelik ve hammadde fiyatlarının seyri ile yüksek baz yıl etkisine bağlı olarak 9A19'da Kardemir'in FAVÖK'ü ve net karı sırasıyla yıllık %58 ve %57 gerileme gösterdi. Ton başı FAVÖK ise 9A19'da yıllık %75 gerileyerek 47 \$/ton seviyesinde gerçekleşti. Katma değerli ürünlerin satış karması içinde payını artırma stratejisi doğrultusunda yatırımlarını kademe kademe tamamlayan şirket, savunma sanayi, otomotiv ve makine imalat sektörlerine yönelik vasıflı çelik ürünleri yanı sıra 2019 yılında demiryolu tekeri üretimine de başladı. 2019 yılını 2,23 mn ton satış hacmi ile tamamlamasını beklediğimiz şirketin, 2020 yılında i) İç talepte toparlanma ile 2,40 mn ton satış hacmine ulaşacağı, ii) Maliyet tarafında kömür ve cevher fiyatlarında dengeli bir seyir göreceğimiz, ve iii) Katma değerli ürünlerin satışlar içindeki payının artacağı öngörülerimizle birlikte model portföye ekliyoruz.

❑ Değerleme

Kardemir (KRDMD) için hisse başı hedef fiyatımız 3,48 TL (önceki: 2,90 TL) seviyesinde olup, hedef piyasa değerimiz mevcut piyasa değerine göre %34 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. 2019 yılında endekse paralel bir performans sergileyen şirket hisselerine ilişkin kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri" önerimizi, Endeksin Üzerinde Getiri'ye yükseltiyoruz.

❑ Riskler ve Katalistler

Küresel çelik, demir cevheri ve kömür fiyatlarında gözlenecek dalgalanmalar ile 2020 yılında ekonomide yeniden büyüme trendine dönüşmesinde yaşanacak gecikmeler şirket için risk faktörleri olarak ön plana çıkabilir. Şirketin 3,5 mn tonluk üretime ulaşma hedefine yönelik olarak, lojistik maliyetlerinin %30 azaltılmasına aracılık edecek Filyos Limanı Projesi'nin altyapı çalışmalarının 2020 yılının ilk yarısında tamamlanmasına ilişkin haber akışları, şirket hisselerinin performansına pozitif yansiyabilir görüşündeyiz.

Kardemir (D) - KRDMD

Piyasa değeri (mn TL)	2.021
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	288
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	3,48
Hisse fiyatı (TL)	2,59
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	1,81 - 2,74
Halka açıklık oranı	89,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	7,5%	26,7%	35,0%
BIST-100'e göreceli performans	5,0%	17,6%	7,6%

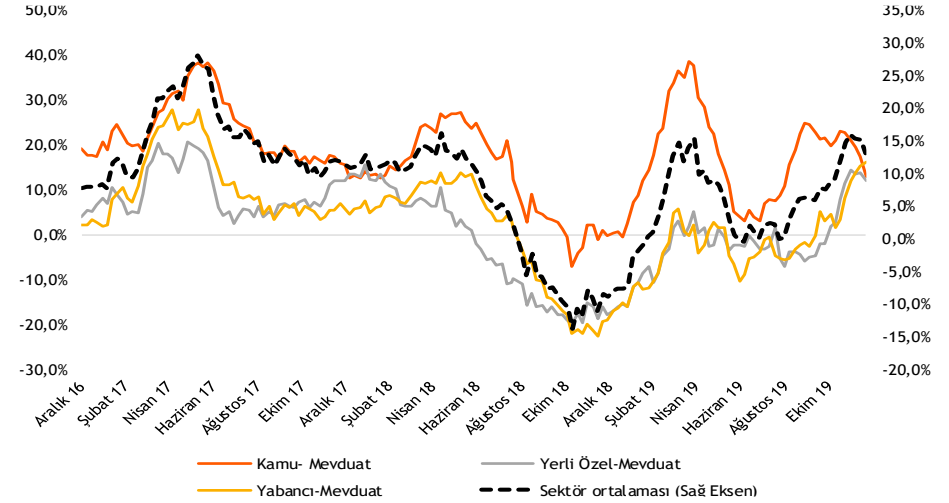
mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	3.973	5.583	5.905	6.561
FAVÖK	734	1.765	690	910
Net kar	252	815	263	436
FAVÖK marjı (%)	18,5	31,6	11,7	13,9
Net kar marjı (%)	6,3	14,6	4,5	6,6
Net borç / (nakit)	921	1.715	1.794	1.348
Defter Değeri	2.447	4.087	4.172	4.815
Toplam Aktifler	6.928	8.233	8.159	9.174
F/K (x)	14,5	3,1	7,7	4,6
PD/DD (x)	1,5	0,6	0,5	0,4
FD/FAVÖK (x)	6,2	2,4	4,4	3,3
FD/Satışlar (x)	1,2	0,8	0,5	0,5
Özsermaye karlılığı	10,7%	24,9%	6,4%	9,7%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	10,1%	0,0%

Sektörel Değerlendirmeler

- ☐ Bankacılık Sektörü
- ☐ Cam Sektörü
- ☐ Çimento Sektörü
- ☐ Dayanıklı Tüketim Sektörü
- ☐ Demir Çelik Sektörü
- ☐ Gıda Perakendeciliği Sektörü
- ☐ GYO Sektörü
- ☐ Havacılık Sektörü
- ☐ Otomotiv Sektörü
- ☐ Savunma Sektörü

- ❑ **TL kredilerde tüketici ve ticari segmenti öncülüğünde büyüme olacak** - 2019 yılında bankaların toplam kredi hacmi %10,8 (kurdan arındırılmış: +%0,4) büyüme gösterdi. 2020 yılında kredi kompozisyonunda önemli bir değişiklik olmayacağını düşünürken, tüketici ve ticari segmentinin büyümede itici güç olacağını tahmin ediyoruz. Sektör için 2020 yılı kredi büyüme beklentimiz %14,5 düzeyindedir.
- ❑ **Güçlü likiditeye sahip özel bankalar arasında rekabet artacak** - 2018 üçüncü çeyrekte yeniden bankaların toplam kredi hacmi artan özel sermayeli bankaların düşen faizlerle beraber 4Ç19'dan itibaren kredi hacimlerinin yükselmeye başladığı görülmektedir. 2020 yılında özel bankaların kredi verme konusunda daha iştahlı olacağını ve pazar payı kazanacaklarını düşünüyoruz. Ancak bu durumun, pazar payı kazanmak isteyen bankalar için yılın ikinci yarısında kredi getiri oranlarına rekabetçi bir ortam getireceğini ve kredi-mevduat makasında bir miktar kötüleşmeye neden olabileceğini değerlendiriyoruz.
- ❑ **ZK uygulaması büyümeyi desteleyecek**- TCMB, 2019 yılında TL zorunlu karşılık (ZK) uygulamasına "kredi büyümesi" kriteri getirdi. Uygulamaya göre, referans değerler (%10-20) arasında kredi büyümesi elde eden bankalar için TL ZK oranı tüm dilimlerde %2'ye gerilerken, bu ZK'lar için uygulanan faiz oranı ise %15'e yükseltildi. Diğer yandan, bu hedef aralığı ulaşamayan bankalar için TL ZK oranı %7 düzeyinde uygulanırken, ZK'lara ödenecek faiz oranı ise %13'den %5'e indirildi. TCMB aralık ayında yaptığı güncelleme ile yıllık reel kredi büyüme oranını referans alacağını ve bu oran hesaplanırken bazı kredileri hariç değerlendireceğini açıkladı. Özellikle bu düzenleme ile üretim ve yatırımla ilişkisi güçlü olan uzun vadeli ticari krediler ile ithalatla ilişkisi zayıf olan uzun vadeli konut kredilerinin teşvik edilmesi amaçlanıyor. Bu düzenlemenin, son zamanlarda kredilerde büyüme atakına geçmeye başlayan özel sermayeli bankaların 2020 finansalları üzerinde olumlu etkisini görebileceğimizi düşünüyoruz.
- ❑ **YP kredilerin yatay seyretmesini bekliyoruz**- Son yıllarda zayıf yatırım iştahı nedeniyle bankaların döviz kredi hacimleri daralma eğilimi gösterdi. 2020 yılında zayıf seyretmesini beklediğimiz talep nedeniyle bankaların döviz kredilerinin yatay seyredeceğini öngörüyoruz.

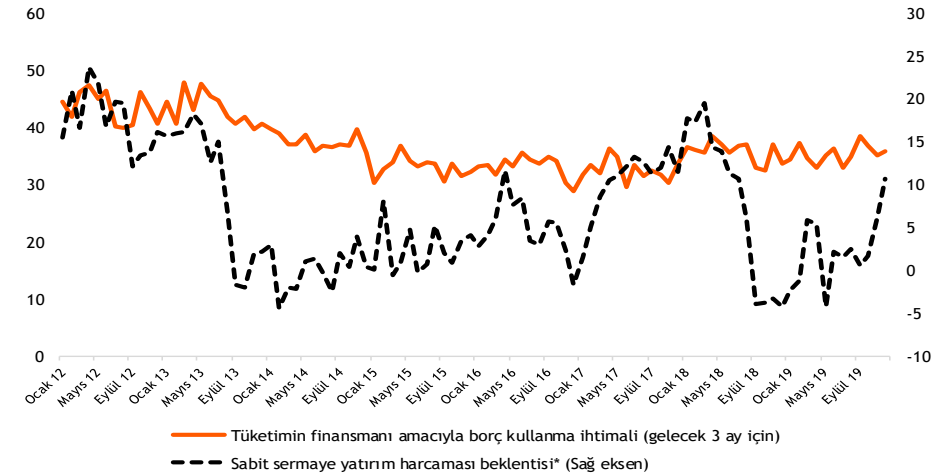
Kur Etkisinden Arındırılmış Kredi Büyümesi (%), 2017-2019



Kaynak: BDDK

*13 haftalık hareketli ortalama ve yıllıklandırılmış veriler üzerinden hesaplanmıştır

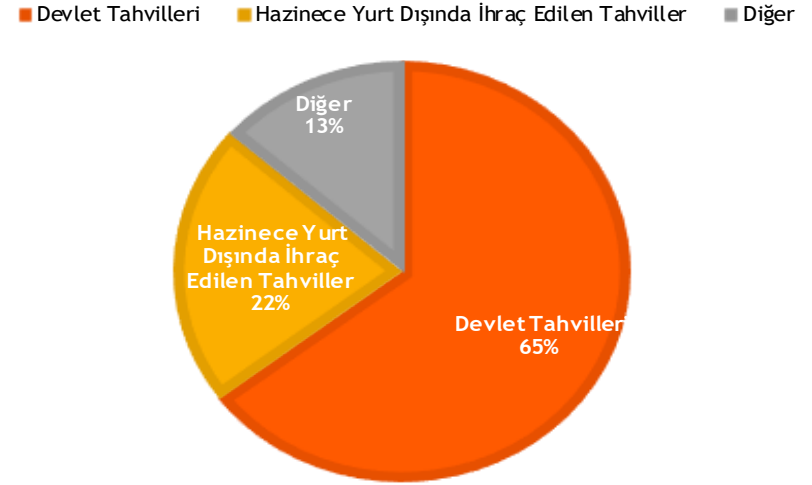
Tüketici ve Reel Kesim Güven İstatistikleri, 2012-2019



Kaynak: TÜİK, TCMB

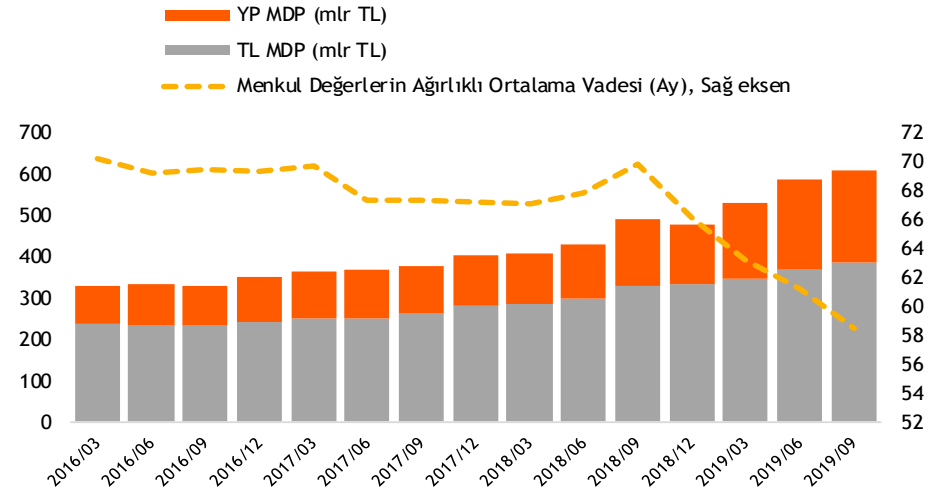
- ❑ **Menkul kıymet portföy dağılımında değişim beklemiyoruz** - 2018 sonunda MDP'nin toplam aktifler içindeki payı %12,3 iken, Kasım 2019 itibarıyla bu oran zayıf kredi talebi ve bankaların aktif kalitesine ilişkin endişeler nedeniyle %14,4'e yükseldi. 2019 yılı Kasım ayı itibarıyla bankaların toplam menkul kıymet portföyünün %65'ini devlet tahvilleri, %22'sini ise Hazine tarafından yurt dışında ihraç edilen tahviller oluşturuyor. Bankalar için 2020 yılında kredilerdeki büyüme iştahına bağlı olarak MDP'nin aktif tabanındaki payında azalma, MDP dağılımında ise TÜFE'ye endeksli devlet tahvillerinin cazip olmaya devam edeceğini ancak toplam portföy içerisindeki payın değişim göstermeyeceğini öngörüyoruz.
- ❑ **MDP TL getirilerinin yatay seyretmesini öngörüyoruz** - 2019 yılında gerileyen enflasyon ile birlikte bankaların TÜFE'ye endeksli tahvillerden elde ettiği gelirlerin azalması getiri oranlarını olumsuz etkiledi. Özellikle 2019 son çeyrekte finansallar üzerindeki etkisinin belirginleşeceği TÜFEX gelirlerinin, 2020 yılında yatay seyretmesini bekliyoruz. Diğer yandan, 2020'nin ilk yarısında düşük seyreden faiz ortamında sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan bankaların daha avantajlı olacağını düşünüyoruz.
- ❑ **Hazine ihaleleri yakından izlenecek** - Hazine ve Maliye Bakanlığı 2020 yılında toplam 299,6 mlr TL'lik iç borçlanma yapılmasını planlıyor. 2019 Kasım ayı itibarıyla, 845,2 mlr TL düzeyinde olan iç borç stokunun %57,3'ü (kamu bankaları %25,4, özel bankalar %18,4) bankacılık kesiminde bulunuyor. Bankaların 2020 yılında fazla likiditelerini devlet tahvillerinde değerlendirmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

Menkul Kıymetlerin Dağılımı (%), 2019 Kasım



Kaynak: BDDK

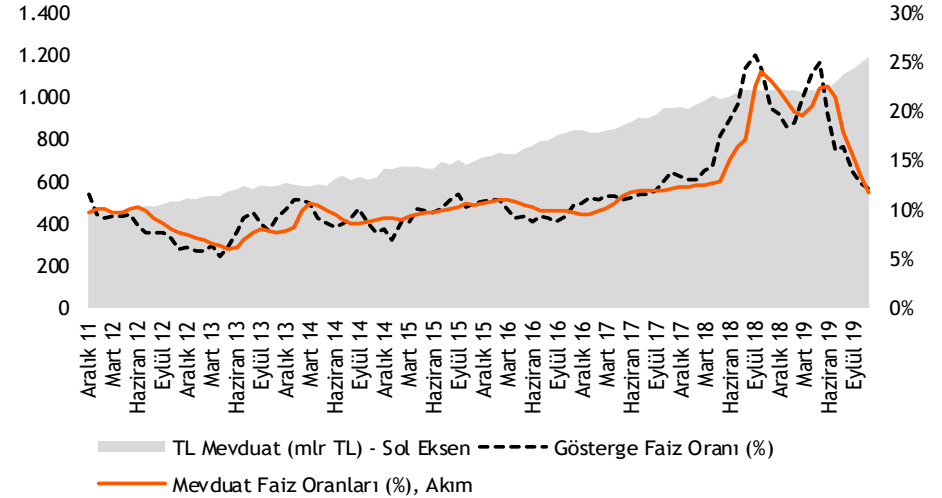
Menkul Değerler Portföyü (mlr TL) ve MDP Getiri (%)



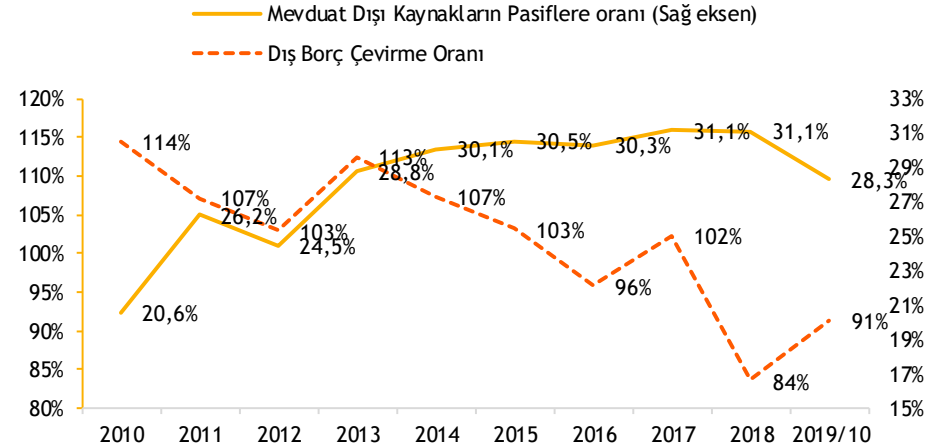
Kaynak: TBB

- TCMB önlemleri ile dolarizasyonun azaltılması planlıyor - 2019 yılında dolarizasyonun artması ve TL faiz oranlarındaki yüksek seyrin etkisi ile bankaların toplam mevduat hacmi bir önceki yıla göre %25,7 oranında artış gösterdi. Mevduat faiz oranlarındaki gerileme sonucunda tasarruf sahipleri alternatif yatırım ürünlerine yönelebileceği için 2020 yılında temel olarak TL mevduatlarda %16,4 büyümeye öngörüyoruz. Diğer yandan, TCMB'nin YP zorunlu karşılıklar için komisyon oranı uygulama kararının sektörde YP mevduat hacmine bir miktar daralma getireceğini değerlendiriyoruz. 2020 yılında sektörün kredi - mevduat oranında hafif kötüleşme öngörümüz ile birlikte mevduat büyümeye beklentimiz %13,8 seviyesindedir.
- Yurt dışı borçlanmalarda artış bekliyoruz - 2018 yılında bankaların %84,0 düzeyine gerileyen dış borç çevirme oranları 2019 Ekim ayı itibariyle %91 düzeyine ulaştı. İç talepte beklediğimiz artışın yanı sıra ülke risk algısında yaşanan iyileşmenin maliyetlere olumlu yansımaları sonucunda bankaların yurt dışı borçlanma maliyetlerinde düşüş olabileceğini değerlendiriyoruz. 2020 yılında bankaların sendikasyon çevrim oranlarında önemli bir değişim beklememekle birlikte, euobond ihraçlarının daha cazip olacağını düşünüyoruz.
- Sermaye benzeri ihraçlar devam edecek - Bankaların 2020 yılında artan iç talebe yanıt verebilmek için fonlama tarafında sermaye benzeri borçlanma ihraçları yapmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz. Diğer yandan, sektörün sermaye yeterlilik rasyosu Kasım 2019 itibariyle %18,6 düzeyinde olup, BDDK tarafından hedeflenen %12 düzeyinin oldukça üzerindedir. Buna karşın, 2020 yılında da bankaların, BDDK'nın tavsiyeleri doğrultusunda, SYR'leri desteklemek üzere temettü dağıtmayacağını tahmin ediyoruz.
- Fonlamada çeşitlendirme sağlayan avantajlı olacak - Bankaların fonlama tarafında maliyetlerini yönetebilmek için çeşitlendirme yapmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Özellikle yurt içinde mevduatta rekabetin arttığı ortamda bankaların borçlanma aracı ihraçlarında artış öngörmekle birlikte, sektörün VDMK ve benzeri varlığa dayalı ürünler ihraç etmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bunun da orta-uzun vadede bankalara karlılık açısından olumlu yansıtacağını değerlendiriyoruz.

TL Mevduat Hacmi ve Gösterge Faiz(%)

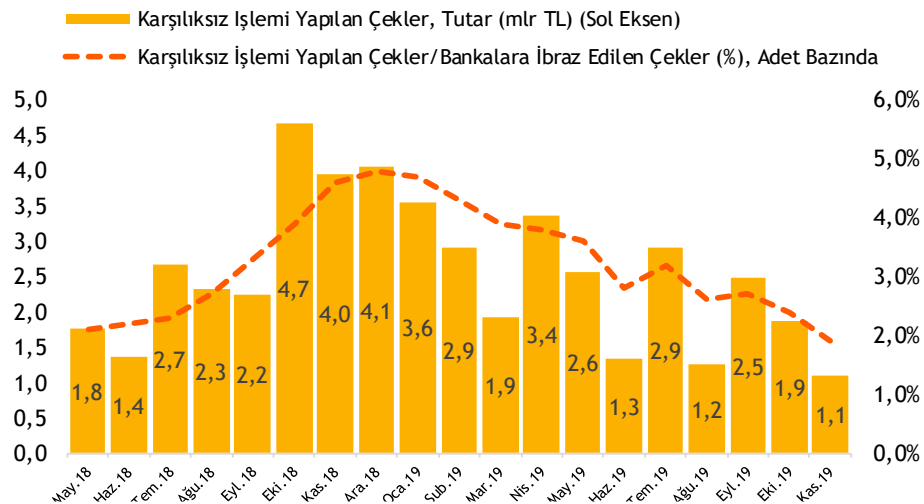


Dış Borç Çevirme Oranları (%) ve Mevduat Dışı Kaynaklar



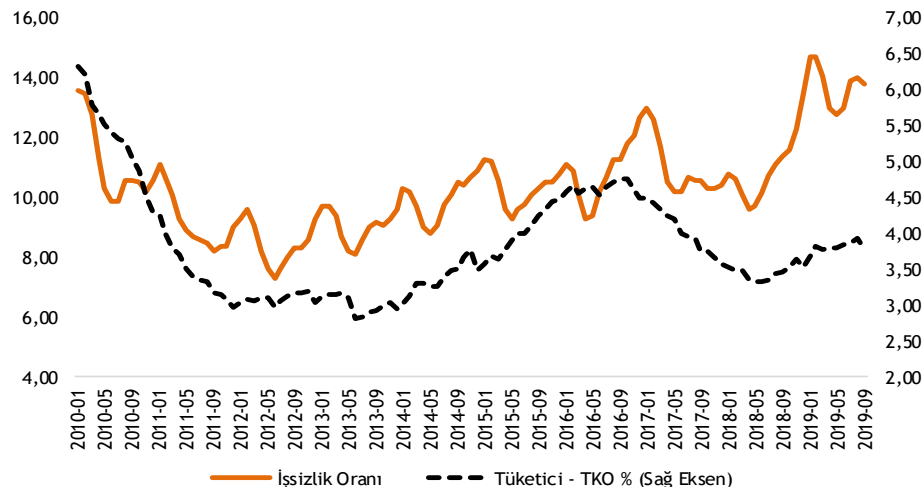
- ❑ **Ticari ve KOBİ segmentinde intikaller 2020’de normalleşecek** - Aktif kalitesi açısından karşılıksız çek istatistiklerinin özellikle ticari kredilerde öncü gösterge niteliğinde olduğunu düşünüyoruz. TBB verilerine göre, bankalara ibraz edilen karşılıksız işlem yapılan çekler oranı 2018 Aralık ayında %4,8 ile son zamanların en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra, 2019 yılının başından itibaren gerileme eğilimine girmesini olumlu karşılamakla birlikte, 2020 yılında ticari ve KOBİ segmentinde artış baskısının azalacağını değerlendiriyoruz.
- ❑ **Tüketici segmentinde bozulma beklenenden geç olacak** - İşsizlik oranı ve tüketici güveni gibi göstergelerde kötüleşme yaşanması, özellikle tüketici segmenti TKO için yukarı yönlü risklere işaret etmektedir. 2019 Eylül ayı itibariyle işsizlik oranındaki kademeli yükselişe karşın, tüketici segmenti takipteki krediler oranında ise artışın nispeten zayıf kalarak tarihsel verilere göre farklılık arz ettiğini görüyoruz. Bankaların 2019 yılında tüketici tarafında yapılandırma olanaklarını arttırılması, bu segmentte aktif kalitesinde bozulmanın beklediğimizden daha geç gerçekleşme potansiyeline işaret etmektedir.

Karşılıksız Çek İstatistikleri, 1Ç19



Kaynak: TBB

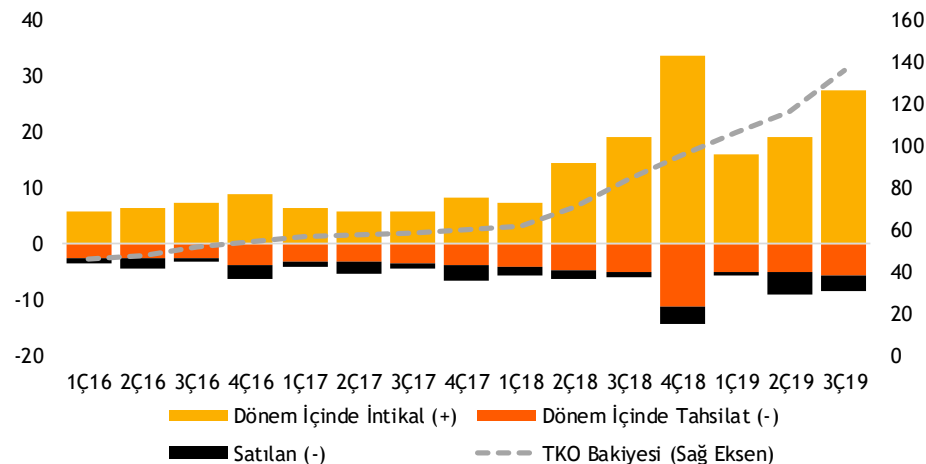
İşsizlik Oranı (%) ve Tüketici Segmenti Takipteki Krediler Oranı (%)



Kaynak: Tükik, BDDK

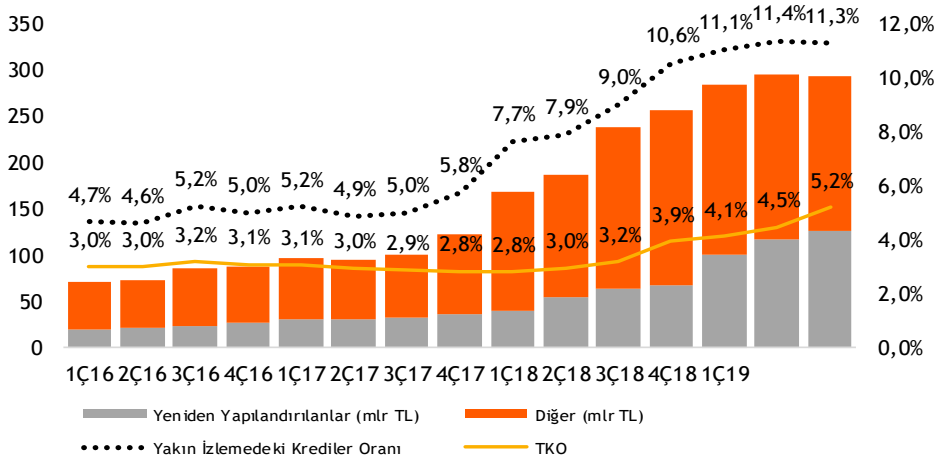
- Aktif kalitesinde bozulmanın yavaşlamasını bekliyoruz** - BDDK'nın ağırlıklı olarak inşaat ve enerji sektörlerine kullanılmış, toplam 46 mlr TL büyüklüğündeki kredileri takibe alınması önerisi ile birlikte bankacılık sektörünün Takipteki Krediler Oranı (TKO) 2019 yılında %5,6 düzeyine ulaştı. 2020 yılında bankaların aktif kalitesindeki bozulmanın yavaşlamasını beklemekte birlikte, normalleşmenin 2021'de başlayacağını öngörüyoruz. Böylece TKO'nun, artmasını beklediğimiz kredi büyümesi ve azalacağını öngördüğümüz intikallerin etkisi ile 2020 yılında %5,9-6,5 aralığında gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Ayrıca grup 5'teki bir takım sorunlu kredilerin kayıttan düşülmesi imkanının getirilmesi ile sektörde TKO'nun 2020'de düşüş gösterebileceğini değerlendiriyoruz.
- Enerji ve inşaat segmentinde riskler devam ediyor** - 2019 yılında bankaların enerji ve inşaat sektöründe riskli görülen krediler için gerekli adımları attıklarını düşünmekle birlikte, bu sektörler için bankaların, devam eden kırılganlıklar nedeniyle ihtiyatlı kalarak bu sektörlerle ilişkin karşılık oranlarını arttırmayı sürdüreceklerini tahmin ediyoruz.
- Yapılandırmalar büyük ölçüde tamamlandı** - 2018 yılından itibaren bankaların artan yeniden yapılandırmaları ile birlikte yakın izlemedeki krediler oranı 2019 3Ç itibarıyla %11,3 düzeyine ulaştı. Büyük ölçekli firmaların yeniden yapılandırma süreçlerinin tamamlandığı varsayımı altında 2020 yılında bankaların yakın izlemedeki krediler oranında önemli bir değişiklik beklemiyoruz. Diğer yandan, 2020 yılında bankaların yakın izlemedeki kredilerinden takipteki kredilere geçişlerin olabileceğini düşünüyoruz.
- Türk Telekom satışının gerçekleşmesi katalizör olabilir** - 2019 yılında Levent Yapılandırma Yönetimi'nde pay sahibi bankalar Türk Telekom paylarının satışı için yetkilendirme yaptıklarını duyurmuşlardı. Türk Telekom satışı için orta vadede bir gelişme olmasını beklememekle birlikte, satışın önümüzdeki dönemde gerçekleşmesinin bankalar için katalizör olabileceğini değerlendiriyoruz. LYY'de, Akbank'ın (AKBNK) %35,6, Garanti Bankası'nın (GARAN) %22,1 ve İş Bankası'nın (ISCTR) % 11,6 payı bulunuyor.

TKO Bakiyesi ve Bileşenleri (mlr TL), 3Ç19



Kaynak: TBB

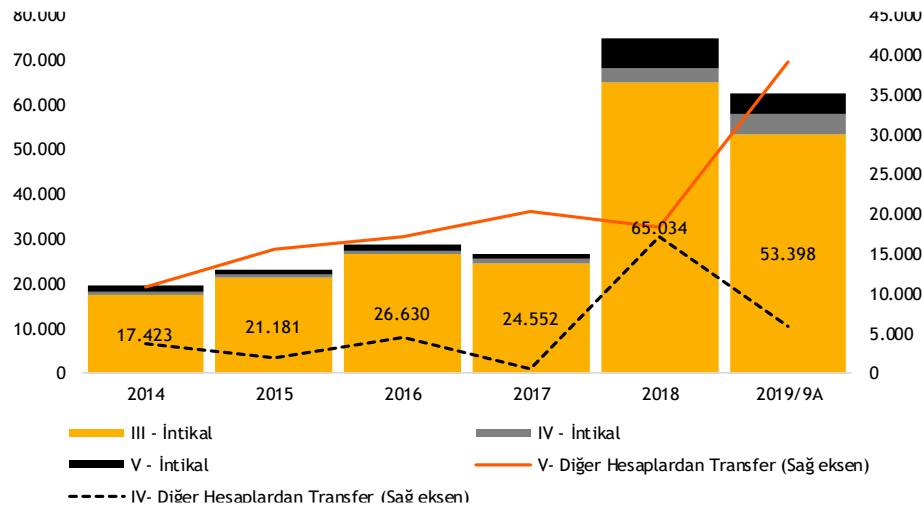
Yakın İzlemedeki Krediler Oranı (%), 3Ç19



Kaynak: TBB

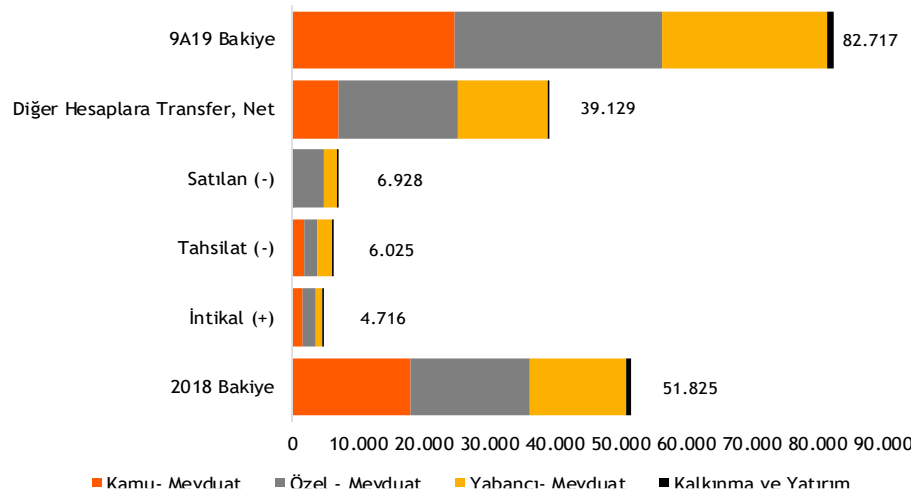
- ❑ **BDDK düzenlemelerinin TKO'ya düşüş getirebileceğini düşünüyoruz** - BDDK yaptığı düzenlemede; 5.Grup-Zarar Niteliğindeki Krediler” altında sınıflandırılan ve borçlunun temerrüdü nedeniyle ömür boyu beklenen kredi zararı karşılığı veya özel karşılık ayrılan kredilerin geri kazanılmasına ilişkin makul beklentiler bulunmayan kısmın kayıtlardan düşülebileceğini açıkladı. TBB verilerine göre, sektörde 5. grupta yer alan sorunlu kredi büyüklüğü 2019 Eylül itibariyle 82,7 mlr TL olup, toplam donuk alacaklar bakiyesinin %60,8’ini oluşturmaktadır. Diğer yandan, bu tutarın %38,2 ile en yüksek kısmı özel sermayeli mevduat bankalarında bulunurken, bunu %30,6 ile yabancı sermayeli mevduat bankaları takip etmektedir. Düzenlemede yer alan “makul beklentiler” kriterine yönelik veri seti bulunmadığı için ve kurum politikalarına göre farklılık gösterebilecek bir konu olmasından dolayı, bu aşamada bankaların TKO’ları için aşağı yönlü oluşabilecek rakamsal etkiyi hesaplamamanın mümkün olmadığını değerlendiriyoruz.
- ❑ **Düzenlemeden en çok özel mevduat bankaları etkilenecek** - Araştırma kapsamımızda bulunan bankalar arasında 2019 Eylül itibariyle, takipteki krediler içerisinde en yüksek 5. grup bakiyesine sahip olan bankalar, 10,9 mlr TL ile Yapı Kredi Bankası (YKBNK), 9,9 mlr TL ile Garanti Bankası (GARAN) ve 8,8 mlr TL ile İş Bankası (ISCTR) olup, düzenlemeden en çok faydalanan bankalar olduklarını düşünüyoruz.
- ❑ **Kayıttan düşülmesi gelir tablosunu olumsuz etkileyebilir** - Yukarıda bahsettiğimiz düzenlemenin bankaların sermaye yeterliliğine herhangi bir etkisi olmasını beklememekle birlikte, “makul beklentiler” kriterini karşılayabilen ve otoritelerin izin vermesi sonucunda sorunlu kredilerin kayıttan düşülmesi için karşılık oranının %100’e tamamlanması gerektiği için bankalara ilave karşılık ayırma yükü getirebileceğinden, bu gelişmenin karlılık üzerinde baskı yaratma potansiyeli olduğunu değerlendiriyoruz. 2019 Eylül itibariyle, bankaların 5. gruptaki krediler için karşılık oranı ortalama %69,9 olup, bu oran %77,2 ile en yüksek kamu sermayeli mevduat bankalarında bulunmaktadır.

V. Grup Krediler (mn TL), 2014-2019



Kaynak: TBB

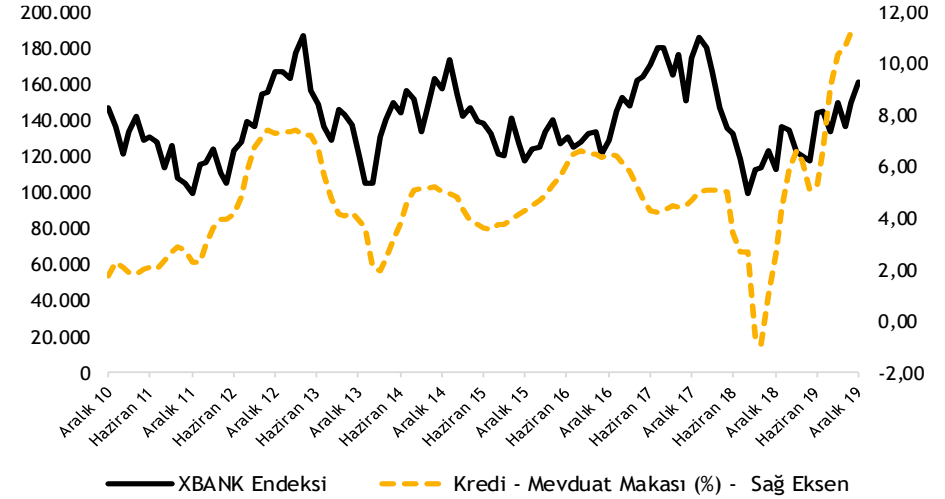
V. Grup Kredi Hareketler (mn TL), 2019 Eylül



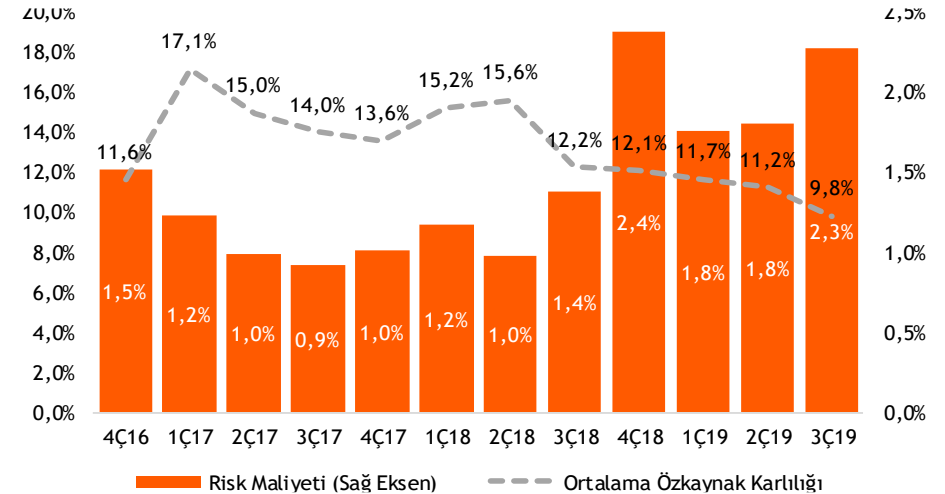
Kaynak: TBB

- ❑ **İkinci yarıda kredi-mevduat makasında gerileme bekliyoruz** - Kredi-mevduat makasında 2019 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren başlayan iyileşmenin 4Ç'de en yüksek seviyeye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Ayrıca 2020 yılının ilk yarısında yatay seyretmesini beklediğimiz kredi-mevduat makasında, bankalar arasında artan rekabet sonucunda kredi getiri oranlarındaki gerileme ve mevduat faizlerindeki düşüşün yavaşlaması neticesinde, bir miktar düşüş öngörüyoruz. Böylece, 2020 yılı genelinde bankaların net faiz marjında 2019'a göre 30-50 bp aralığında iyileşme yaşanacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **Risk maliyetinde kademeli gerileme, net karlılığı destekleyecek** - 2019 yılının üçüncü çeyreğinde BDDK'nın 46 mlr TL'lik krediyi takibe alma tavsiyesi ile birlikte sektörde çekirdek gelirlerde görülen iyileşmeye karşın, artan karşılık giderleri sonucunda özkaynak karlılığı son yılların en düşük seviyesine geriledi. 2020 yılında aktif kalitesine yönelik azalan risklerle beraber risk maliyetinde düşüş öngörüyoruz. Bununla birlikte, gerileyen enflasyonun katkısı ile bankaların 2020'de gider/gelir oranında iyileşme bekliyoruz. Bunların sonucunda bankaların özkaynak karlılığında yaklaşık 150-200 bp artış olacağını değerlendiriyoruz.
- ❑ **Rezervlerden elde edilen gelirlerin etkisi sınırlı olacak** - 2020 yılında kredi-mevduat makasındaki iyileşmenin katkısı ile ZK kararının ardından büyüme hedefine ulaşamayan bankalar için rezervlerden faiz geliri elde edememesinin gelir tablosuna etkisinin sınırlı kalacağını düşünüyoruz.
- ❑ **Komisyon gelirlerinde sınırlı büyüme bekliyoruz** - 2019 yılında bankaların net ücret & komisyon gelirlerinde çift haneli büyüme elde etmeleri çekirdek gelirlerini destekledi. TCMB tarafından 1 Kasım 2019 itibariyle işletmelerin bankalara ödeyeceği komisyon oranına sınır getirildi. Hem regülasyon değişikliği ile komisyon gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturan ödemeler sistemine sınır getirilmesi hem de gerileyen faiz oranları neticesinde 2020 yılında bankaların komisyon gelirlerinde sınırlı büyüme potansiyeli öngörüyoruz.

Kredi-Mevduat Makası (%) ve Bankacılık endeksi, 2010-2019

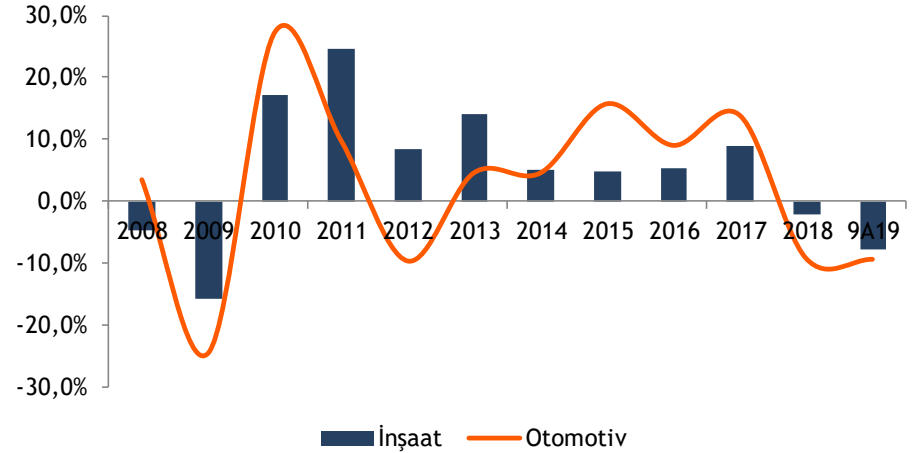


Özkaynak Karlılığı ve Risk Maliyeti (%), 3Ç19



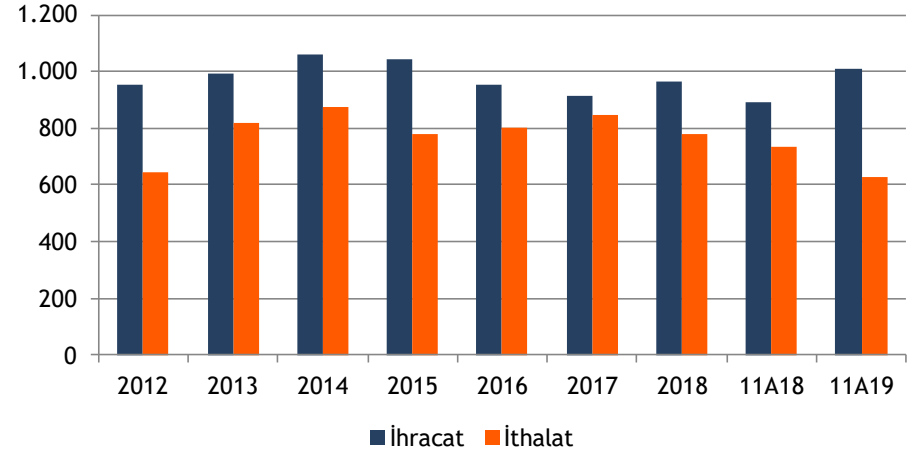
- ❑ **Düz cam talebinin 2020 yılında da daralmasını bekliyoruz** - Ekonomide yaşanan talep değişimlerine duyarlı sektörler konumundaki inşaat ve otomotiv sektörüne girdi veren cam sektörü, 2019 yılını iç pazarda gözlenen zayıflıkla tamamlıyor. 2019 yılı üçüncü çeyrek büyüme verisi, inşaat sektöründe %8 daralmaya işaret ederkem, otomotiv sektörü üretimi de aynı dönemde %9 geriledi. Sektörün girdi verdiği ana sektörlerdeki zayıflığa bağlı olarak yurt içi düz cam satışlarının 2019 yılını %20 yakın gerileme ile tamamlamasını bekliyoruz.
- ❑ 2020 yılında düşük faiz ortamının devamı ile birlikte her iki sektörde de ertelenen talebin devreye girmesini beklesek de, düz cam talebinde belirleyici konumda olan inşaat sektöründe, mevcut konut stoku nedeniyle beklediğimiz canlanmanın daha zayıf gerçekleşebileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla da 2020 yılında da düz cam pazarında %10 daralma görüleceğini öngörüyoruz. Cam sektörünün zayıf iç pazar nedeniyle başta Avrupa ve Rusya olmak üzere ihracat pazarlarına odaklanmaya 2020 yılında da devam etmesini ve sektörün net ihracatçı konumunu sürdürmesini bekliyoruz.
- ❑ **Cam ambalaj tarafındaki talep gelişimi daha istikrarlı seyrediyor** - Gıda ve içecek sektörlerine girdi veren cam ambalaj sektörü, dolayısıyla zorunlu tüketim ürünlerine yönelik üretim yapmaktadır. Ekonomide yaşanan dalgalanma dönemlerinde ise sektör ürünlerine talep, düz cama göre daha dengeli bir seyir izlemektedir. Cam ambalaj pazarının 2019 yılını tek haneli daralma ile tamamlamasını beklerken, 2020 yılında talepte ise yatay seyir öngörüyoruz. Orta vadede ise hacim bazında ortalama yıllık %4 büyüme beklentimiz devam etmektedir. 2019 yılında turizm sektöründe gözlenen güçlü seyrin 2020 yılında da devam edeceği beklentisi, cam ambalaj talebine 2020 yılında da katkı vermeye devam edecektir.

İnşaat Sektörü Büyümesi ve Otomotiv Sektörü Üretimi (yıllık % değişim)



Kaynak: TÜİK, OSD

Türkiye Cam Dış Ticareti, mn \$

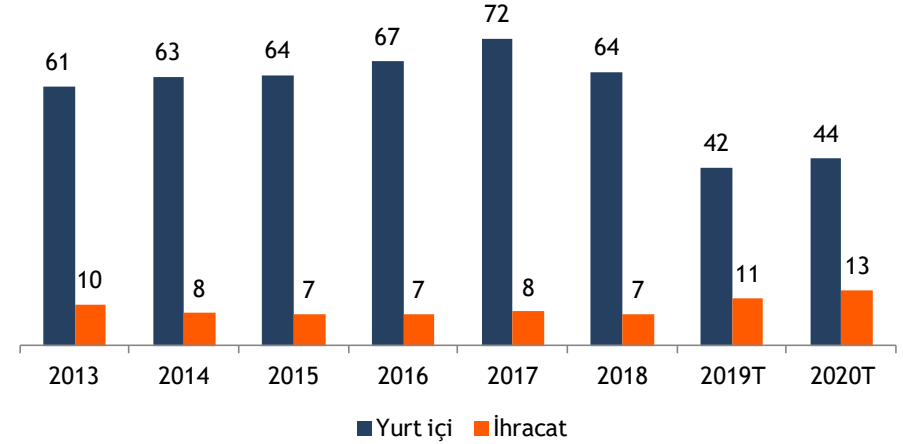


Kaynak: Ticaret Bakanlığı

❑ **2020'nin sektör için dengelenme yılı olacağı görüşündeyiz** - Hem ekonomik büyüme hem de inşaat sektöründeki zayıflığın bir sonucu olarak çimento sektörü, 2018 yılının ikinci yarısından itibaren içine girdiği daralma eğiliminin etkisinden 2019 yılında da kurtulamadı. 2019 yılının ilk dokuz ayında iç satışlarda yıllık %35'i aşan gerileme yaşanırken, iç pazardaki daralmayı aşmaya çalışan üreticilerin ihracata yönelmesiyle, çimento ihracatı ton bazında %45'in üzerinde artış kaydetti. Sektörün 2019 yılını 40-45 mn ton seviyelerinde iç tüketim ve 10-11 mn ton seviyelerinde ihracat performansı ile tamamlamasını bekliyoruz. Ekonominin yeniden büyüme trendine girecek olması, düşük faiz ortamının inşaat sektöründe yaratacağı toparlanma ve kamunun alt yapı ve yatırım harcamaları desteğinde, sektörün 2020 yılında dengelenme arayışında olmasını bekliyoruz. Mevcut konut stoğunun eritilme hızı ise bu aşamada sektörün toparlanma hızı üzerinde belirleyici olacaktır. ABD ve Afrika ise ana ihracat pazarları olarak ön planda olmaya devam edecektir. Orta ve uzun vadede ise Kanal İstanbul Projesi, Suriye'nin kuzeyinde oluşturulması planlanan güvenli bölgeye yapılması planlanan konut projeleri ile mevcut konutların depreme dayanıklı hale getirilmesine yönelik projelerin, çimento sektöründe büyümeye yönelik beklentilerini desteklemesini bekliyoruz.

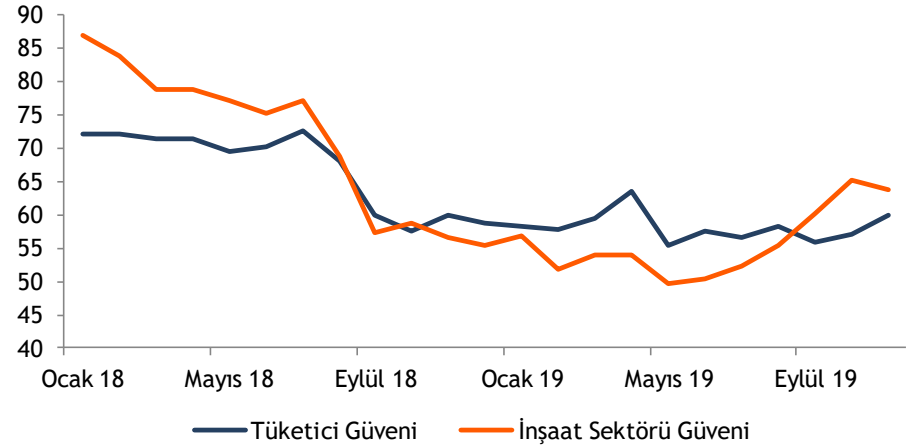
❑ **Sektörde yeni satın alma ve birleşmeler görmeyi bekliyoruz** - Artan yakıt ve enerji maliyetlerinin, kapasite fazlalığı ve zayıf talep nedeniyle fiyatlara yansıtılamaması, halka açık çimento şirketlerinin 2019 yılının ilk dokuz ayında brüt karlılıklarında %34 daralma, FAVÖK ve net kar tarafında ise sırasıyla %38 ve %52 gerilemeye neden oldu. İhracat potansiyeli olmayan üreticilerde ise bu gerilemeler daha sert yaşandı. 2020 yılında ürün fiyatlarında, nispeten iyileşmesini beklediğimiz talep ortamına bağlı ertelenmiş ayarlamalar öngörsek de, sektör oyuncular arasında, başta ihracat potansiyeli kısıtlı olan şirketlere yönelik yeni satın alma ve birleşme arayışlarının artmasını bekliyoruz.

Çimento Sektörü İç Satış ve İhracat (TÇMB Üyeleri), mn ton



Kaynak: TCMA, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri

Güven Endeksleri



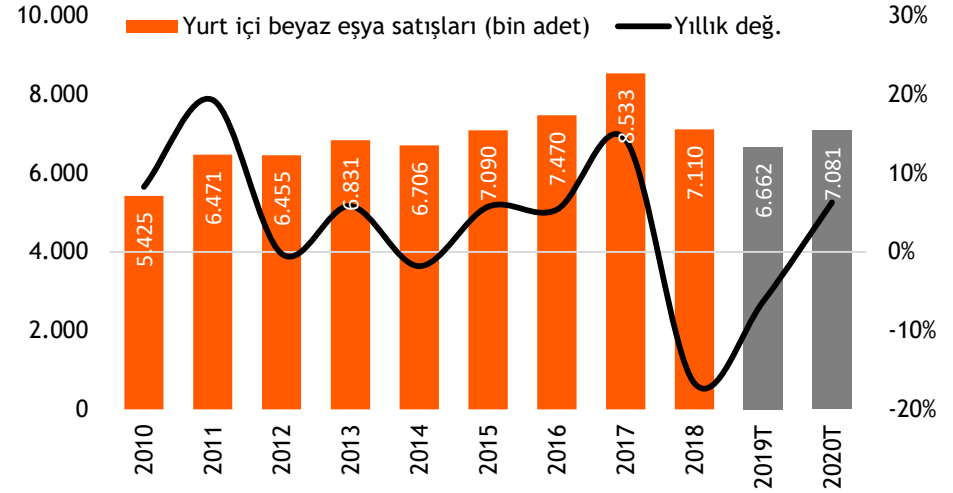
Kaynak: TÜİK

❑ **Beyaz eşya iç talebinde toparlanma öngörüyoruz** - Ekonomik aktivitedeki zayıflık, kur ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar ve zayıf tüketici güveninin etkisiyle 2018 yılında %17 daralan Türkiye beyaz eşya sektörü iç satışları (6 ana üründen oluşan), 2019 yılının Ocak-Kasım döneminde ise yıllık bazda %6,6 geriledi. Beyaz eşya ürünlerinden alınan %6,7'lik ÖTV oranının Ekim/2018'den Haziran/2019 sonuna kadar sıfırlanması iç satışlardaki daralmanın hızını keserken, 2019 yılının ikinci yarısında etkili olan düşük faiz ortamının eylül ayından itibaren iç talepte canlanmayı desteklediğini görüyoruz. 2019 yılının tamamında %6,3 gerilemesini beklediğimiz beyaz eşya iç satışlarının, 2020 yılında ise, i) iyileşen tüketici güveni, ii) TL'de dengelenme, iii) daha uygun finansman koşulları ve iv) konut satışlarındaki artışın desteğiyle yıllık bazda %6,3 oranında büyüyeceğini öngörüyoruz. Ekonomik aktivitedeki iyileşmenin hızlanacağı beklentisiyle beyaz eşya iç satışlarının 2021 yılında ise yıllık bazda %7,1 büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

❑ **Avrupa kaynaklı riskler ihracat üzerinde baskı yaratıyor** - TÜRKBESE verilerine göre, beyaz eşya sektöründe ihracat 2019 yılının Ocak-Kasım döneminde adetsel bazda geçen yılın aynı dönemine göre neredeyse yatay seyretti. Toplam üretimin ağırlıklı kısmının (%70-80 aralığında) ihraç edildiği sektörde, iç talepteki daralmaya karşı tampon görevi üstlenen ihracatın, Avro Bölgesi ekonomisindeki zayıflık ve Brexit sürecinin yarattığı belirsizlik nedeniyle son dönemde baskı altında kaldığını görüyoruz. Avrupa ekonomisindeki yavaşlamanın devam edeceği beklentisi ve Brexit kaynaklı belirsizliklerin İngiltere'de yaratacağı talep baskısı nedeniyle, 2020 yılında beyaz eşya sektörü ihracatının adetsel bazda %1 gerileyerek yataya yakın seviyelerde kalmasını bekliyoruz.

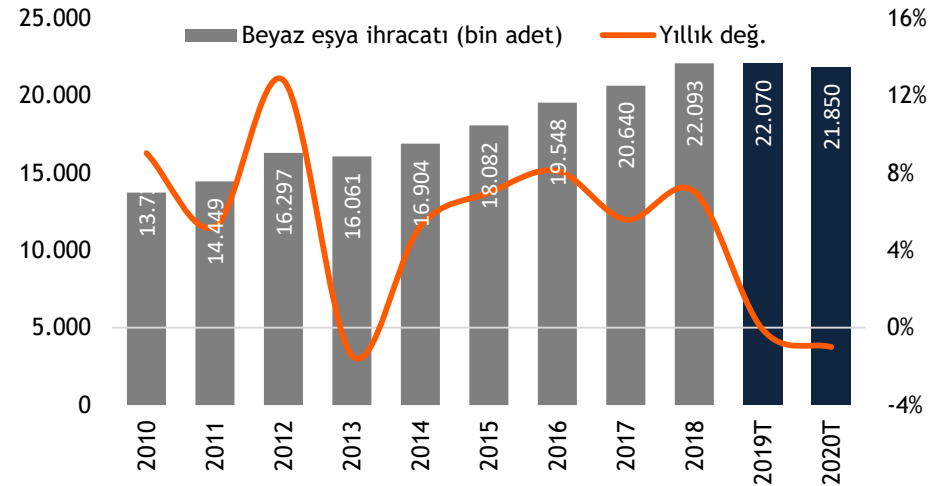
❑ **Avrupa Futbol Şampiyonası TV talebini destekleyecek** - Beyaz eşya sektörüne nazaran makroekonomik gelişmelere hassasiyeti görece yüksek olan ve bu anlamda dalgalanmaların yüksek olduğu TV pazarında iç satışlar 2018 yılının ikinci yarısından bu yana daralırken, ihracat tarafında ise görece dirençli bir seyir yaşandı.

Beyaz eşya iç talebinde toparlanma yılı olacak



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, BESD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri

İhracatta Avrupa kaynaklı zayıf görünüm

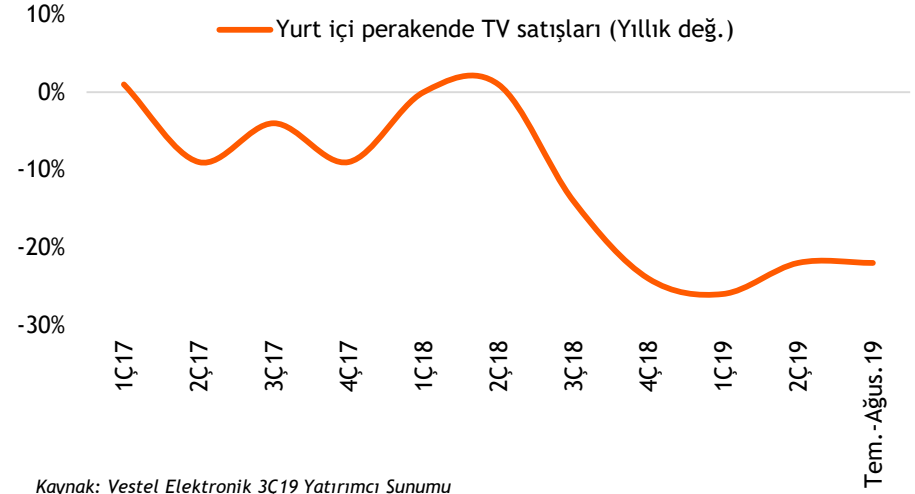


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, BESD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri

Geçen yıla göre iyileşen iç talep ortamının, beyaz eşya sektöründe olduğu gibi yurt içi TV pazarına da olumlu yansıtacağını tahmin ediyoruz. Avrupa’da ise ekonomik aktivitedeki aşağı yönlü risklere karşın, 12 Haziran-12 Temmuz 2020 döneminde gerçekleşecek Avrupa Futbol Şampiyonasının TV talebinde canlanma yaratmasını bekliyoruz.

- **Hammadde maliyetlerinin destekleyici etkisine karşılık, ihracat pazarlarında artan rekabet risk yaratıyor** - Üretimde kullanılan önemli hammadde (beyaz eşyada çelik ve plastik, TV’de panel) fiyatları 2019 yılında sektörün operasyonel performansı açısından destekleyici bir seyir izledi. Küresel ekonomideki kırılmalıkların ve ticaret savaşlarına ilişkin belirsizliklerin sürmesi nedeniyle, hammadde fiyatlarında sert yükselişler öngörmüyoruz. Bu doğrultuda, TL’nin ABD Doları’na karşı dengeli seyrini devam ettireceği varsayımı altında, 2020 yılında hammadde maliyetlerinin sektör operasyonları açısından risk yaratmayacağını tahmin ediyoruz. Öte yandan, hammadde ve diğer üretim maliyetlerinde (enerji, lojistik, personel vb.) öngörülerimizin aksine yükseliş yaşanması halinde, özellikle de ihracat pazarlarındaki zayıf talep ve artan rekabet ortamında sektör kârlılığının baskı altında kalabileceğini düşünüyoruz.

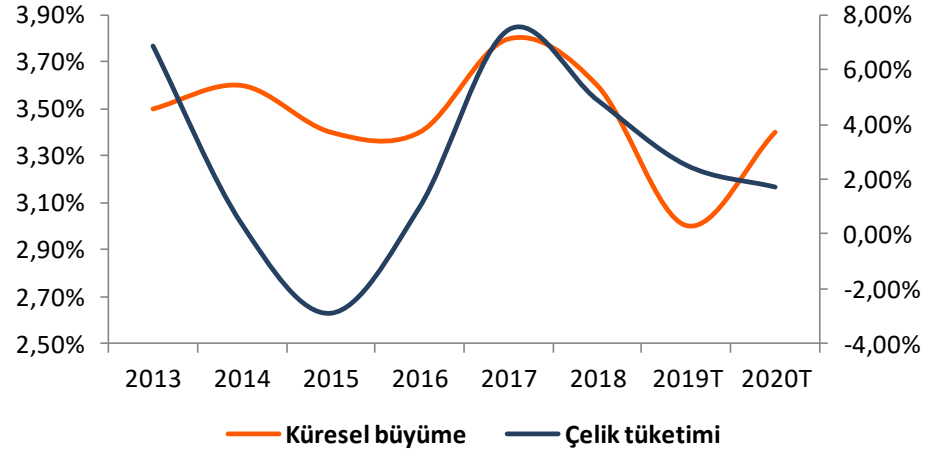
Yurt içi TV satışlarında sert daralma



❑ Çin'in çelik talebinde 2019 yılında gayrimenkul yatırımlarına bağlı artış gözlemlendi - Çin'de çelik talebinin önemli bölümünü kullanan inşaat sektöründe teşviklere bağlı olarak gözlenen canlanma, çelik talebinde de yükselişi beraberinde getirmiştir. Bu yaşanan yükseliş ise küresel çelik pazarının 2019 yılını %2 büyümeye ile kapatacağına işaret etmektedir. Ancak, Faz-1 anlaşması imzalanmak üzere olsa da ticaret anlaşmasına ilişkin yakın gelecekteki belirsizlikler, küresel büyümeye yönelik kırılganlıklar ve Çin'de ekonomiyi canlandırma adına uygulanan teşviklerin içeriğinin değişme riskini içeren senaryolarda, Dünya Çelik Birliği (WSA) öngörülleri, 2020 yılında Çin'in çelik talebinin %1, küresel çelik talebinin ise %2 artacağına işaret etmektedir. Çin'de talep tarafında 2019'a göre yavaşlama beklense de gelişen ve gelişmekte olan ekonomilerde büyümeye yönelik veri akışları, çelik fiyatlarında yıl içinde yukarı hareketleri destekleyecektir.

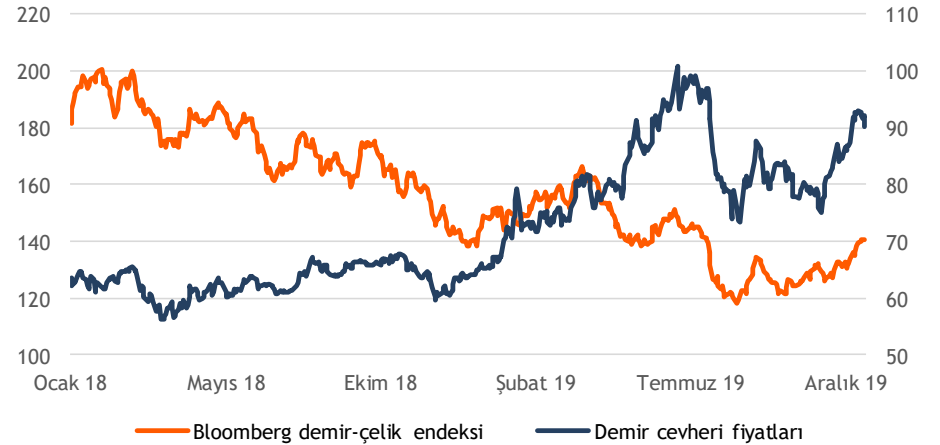
❑ Demir cevheri fiyatlarında normalleşme, çelik şirketlerinin marjlarına 2020'de pozitif yansiyabilir - 2019 yılında, dünyanın en önemli demir cevheri tedarikçileri konumundaki Brezilya ve Avustralya'da ilk çeyrekte yaşanan kaza ve kasırgaların etkisiyle cevher fiyatlarında yıl içinde sert artışlar gözlemlendi. Mevcut durumda ton başı fiyatlar ise 93 \$ seviyelerinde yer almaktadır. 2020 yılında ise kapasitelerin yeniden normale dönmesiyle birlikte, ton başına fiyatların 70-85 \$ bandında dengelenmesi beklenebilir. Cevher fiyatlarındaki bu dengelenme ise çelik sektörü oyuncularının kar marjlarında 2020 yılı içerisinde iyileşmeler beklenebileceğini bize göstermektedir. Buna karşın, çelik fiyatlarında da bu gerilemelere paralel hareketler izlememiz halinde, sektör şirketlerinin marjlarında ve karlılığında daha sınırlı artışlar görülebileceği göz ardı edilmemelidir.

Küresel Büyüme ve Çelik Talebi



Kaynak: Worldsteel - IMF

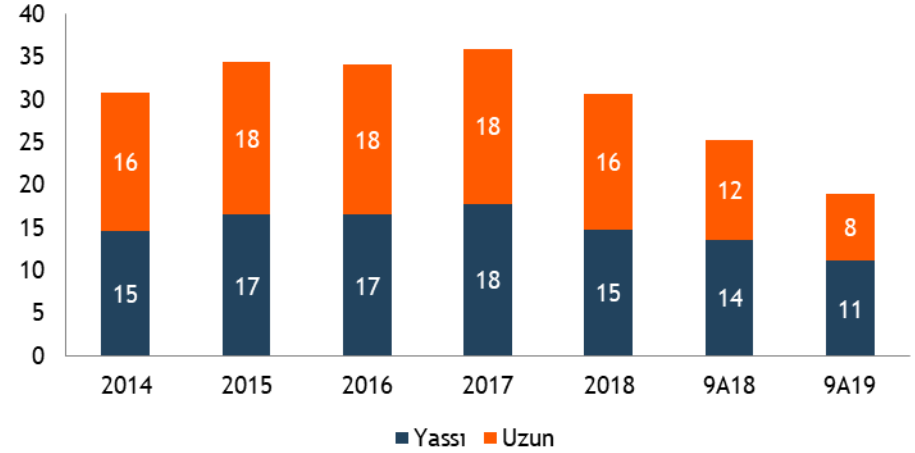
Bloomberg Demir-Çelik Endeksi ve Demir Cevheri Fiyatları



Kaynak: Bloomberg

- ❑ **Nihai mamül tüketimi 9A19'da %25,8 geriledi** - 2019 Ocak-Eylül döneminde Türkiye'nin nihai ürün tüketimi yıllık %25,8 gerileyerek 18,9 mn ton seviyesinde gerçekleşti. Uzun ürün tüketimi, %39,4 düşüşle 7,8 mn tona gerilerken, yassı ürün tüketimi %12 oranında azalışla 11,1 mn ton seviyesinde gerçekleşti. ABD'ye çelik ihracatında gümrük vergisinin 2018 yılı Ağustos ayında %50'ye çıkması ardından Mayıs 2019'da yeniden %25 seviyesine gerileme görülse de, sektörün ABD'ye yaptığı ihracat sert daraldı, iç pazardaki talebin azalmasına da bağlı olarak ham çelik üretimi de %10 geriledi.
- ❑ 2020 yılında düşük faiz ortamıyla birlikte başta otomotiv ve inşaat sektörü olmak üzere ekonomide yeniden büyüme trendine girecek olmamız sektörün iç satışlarını destekleyici olacaktır. Ancak, çelik ve cevher fiyatlarında yaşanabilecek dalgalanmalar, ABD'nin uyguladığı ek gümrük vergisinin devam ediyor olması, Avrupa tarafındaki kotalar göz önüne alındığında, sektör için 2020 yılının da belirsizliklere açık olduğu görüşündeyiz.

Nihai Ürün Tüketiminin Dağılımı , mn ton



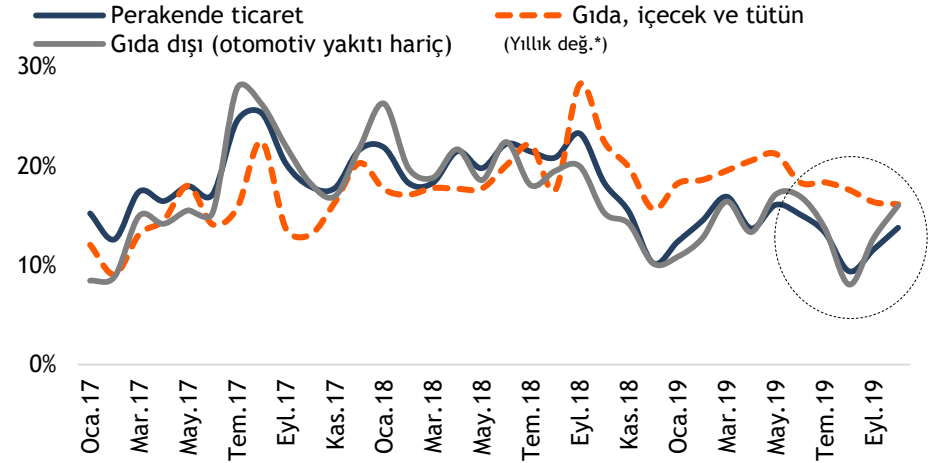
Kaynak: TÇÜD

- Enflasyonda düşüş ve yüksek baz etkisi nedeniyle ciro büyümesi yavaşlayacak - Araştırma kapsamımızda bulunan gıda perakende şirketlerinin (Bim, Migros, Bizim Toptan) net satış gelirleri toplamı, yüksek enflasyonun ağırlıklı etkisiyle 2019 yılının Ocak-Eylül döneminde yıllık bazda %26,4 artış gösterdi. 2020 yılında enflasyonda öngördüğümüz düşüşün, gıda perakende şirketlerinin sepet büyümesini baskılamasını bekliyoruz. Öte yandan, TL'de yaşanan dengelenme ve iyileşen talep ortamında şirketlerin yeni mağaza açma iştahının canlı kalarak, düşük enflasyon kaynaklı ciro büyümesinde beklediğimiz baskının mağaza genişlemesiyle kısmen telafi edileceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, Araştırma kapsamımızda yer alan gıda perakende şirketlerinin 2020 yılında net satış gelirleri toplamının yıllık bazda yaklaşık %20 artmasını bekliyoruz (2019T +%25).

Enflasyondaki geri çekilmenin daha düşük stok kârına yol açarak, brüt kâr marjlarında yaratmasını beklediğimiz aşağı yönlü baskının, etkili gider yönetimi ile dengeleneceğini ve böylece operasyonel kâr marjlarında geçen yıla göre sınırlı geri çekilme yaşanacağını tahmin ediyoruz.

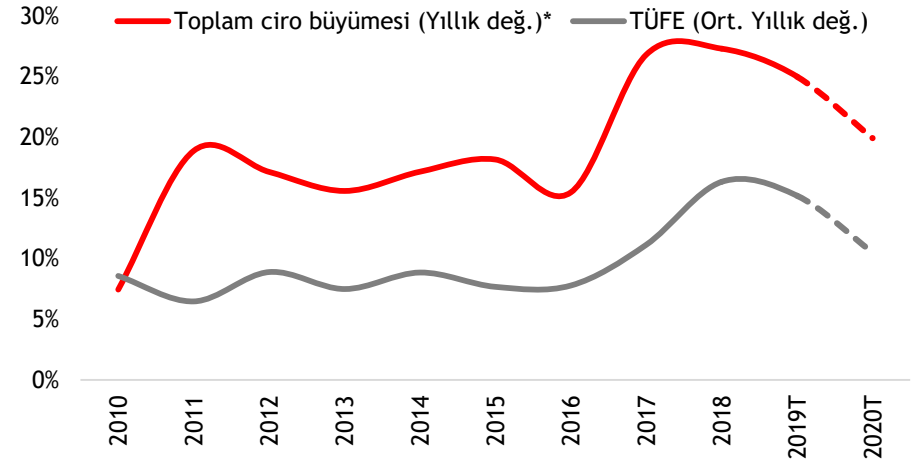
- Yoğun rekabet nedeniyle online kanal ve inorganik büyüme yatırımları artabilir - Son yıllarda sektör genelinde geleneksel kanaldan organize perakendeciliğe geçme eğilimi devam etse de, organize perakende payının halen Avrupa ortalamasının oldukça altında seyrettiğini görüyoruz. İndirimli perakendecilerin (A101, Bim, Şok) ağırlıklı etkisiyle organize perakende payındaki artışın önümüzdeki dönemde devamını öngörüyoruz. Diğer yandan, sektörde yaşanan hızlı büyümeyle birlikte artan rekabetin, başta trafik ve kârlılık olmak üzere mağazaların performans göstergeleri açısından risk yarattığını düşünüyoruz. Bu noktada, fiziksel mağaza genişlemesini online satış kanalıyla destekleyen perakendecilerin, kısa vadede olmasa da orta-uzun vadede yoğun rekabet ortamında avantajlı konuma geleceğini düşünüyoruz.

Gıda ve gıda dışı perakende cirolarında ayrışma



Kaynak: TULK, *Takvim etkilerinden arındırılmış perakende ciro endeksleri

Enflasyonda düşüşle birlikte ciro büyümesi yavaşlayacak

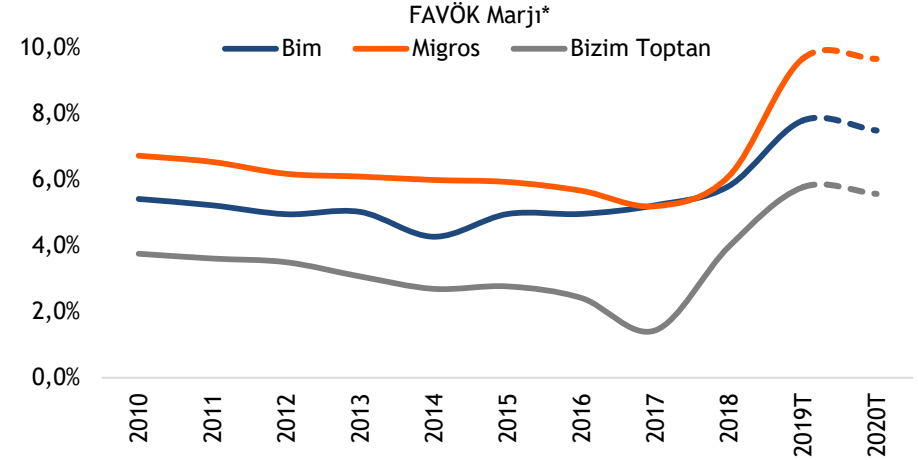


Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri, *Araştırma kapsamımızda yer alan Bim, Migros ve Bizim Toptan'a ait net satış gelirleri toplamı baz alınmıştır.

Diğer yandan, sektördeki yoğun rekabetin, büyük zincir marketler öncülüğünde inorganik büyüme (birleşme, satın-alma) girişimlerini gündemde tutmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

- ❑ **Perakende yasasıyla ilgili düzenlemeler, sektörün geleceği açısından kritik** - Son dönemde basına yansıyan haberlerde, perakende yasasında yapılacak yeni düzenlemelerle, marketlerin özel markalı (private label) ürün satışlarına kısıtlama getirileceği ve yeni mağaza açılışlarının belirli kriterlere bağlanacağı belirtiliyor. Henüz net bir gelişme olmamakla birlikte, özel markalı ürün satışlarına getirilecek olası kısıtlamalar, söz konusu ürün satışlarının ağırlıkta olduğu indirimli perakendeciler açısından risk yaratabilir. Mağaza açılışlarının belirli kriterlere bağlanması da, hızlı mağaza büyümeleri nedeniyle indirimli perakendecileri olumsuz etkileyebilir.

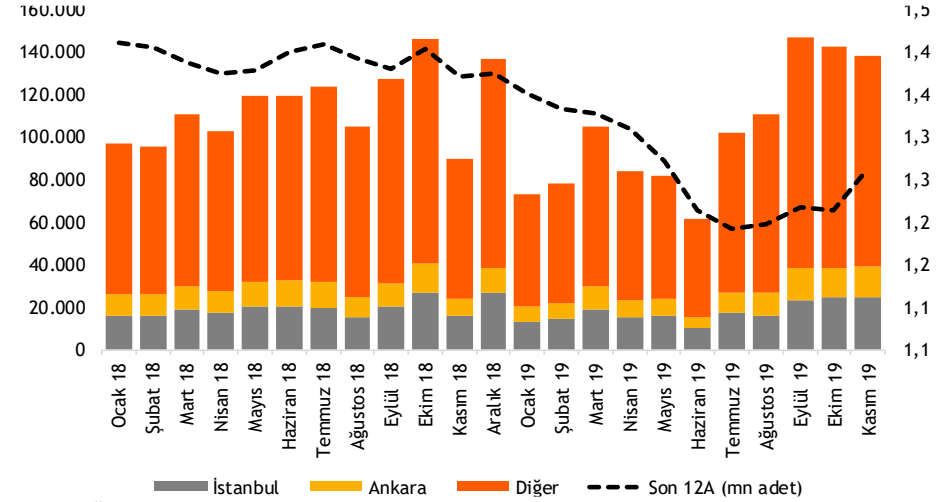
Operasyonel kâr marjlarında hafif geri çekilme bekliyoruz



Kaynak: Rasyonet, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri, *TFRS16 etkisi dahil.

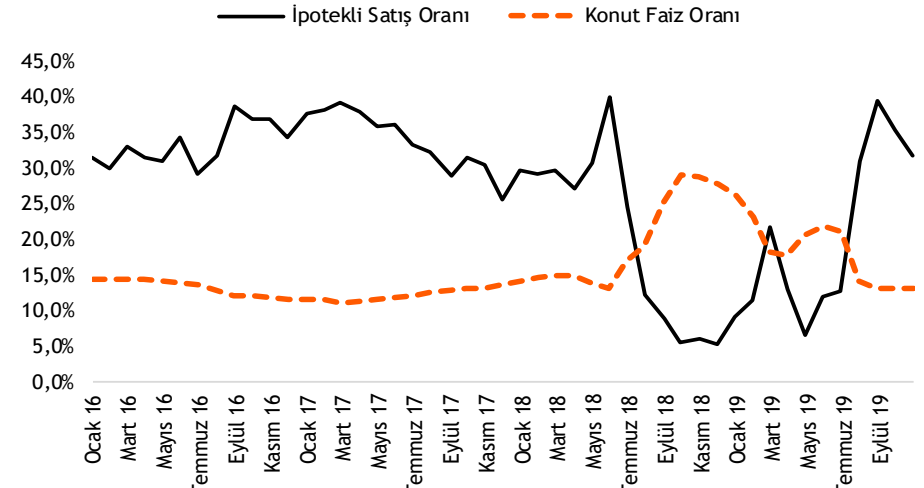
- ❑ **Faiz indirimleri konut sektörünü desteklemeye devam edecek** - Temmuz 2019'dan itibaren TCMB'nin faiz indirimleri desteğinde konut faiz oranlarında gerileme yaşanması, konut satışlarına pozitif yansıdı. Eylül 2019'da ipotekli satışlar 57,8 bin adet ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşırken, toplam satışlar içerisindeki payı yıl içerisinde gözlenen %6,4 seviyesinden %39,4'e çıktı. 2020 yılında konut satışlarının aylık 90 bin - 150 bin aralığında dalgalanma göstereceğini tahmin ediyoruz. Kamu bankaları öncülüğünde konut sektörüne sağlanan krediler için faiz indirimlerinin devam etmesinin gayrimenkul sektörü için pozitif değerlendiriyoruz. Son olarak, 1 Ocak itibarıyla kamu bankaları tarafından sıfır konutlara sağlanan kredilerde faiz oranı %0,99'dan %0,79'a indirildi. Bu adımın konutta arz fazlasının azaltılmasında yardımcı olacağını değerlendiriyoruz.
- ❑ **Yabancılar konut satışları artarak sürecek** - 2019 yılı Ocak - Kasım döneminde toplam 1,12 mn adet konut satışı gerçekleşmiş olup, bunun %3,6'sı yabancı ülke vatandaşlara yapılmıştır. 2020 yılında da yabancıya satış oranında artış olacağını ve bundan en çok orta-üst gelir grubuna konut üreten geliştiricilerin olumlu etkileneceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Düşük yatırım iştahının devam etmesini bekliyoruz** - 2020 yılında gayrimenkul sektörünün ana odak noktasında mevcut konut stokunun eritilmesi olacaktır. Buna bağlı olarak da yeni konut yatırımlarının ikinci planda kalmasını bekliyoruz.
- ❑ **Değerli konut vergisi yeniden düzenlenecek** - Değerli konut vergisi düzenlemesi ile mesken nitelikli taşınmazlardan değeri 5 mn TL-7,5 mn TL arasında olanlara binde 3, 7,5-10,0 mn TL arasında olanlara binde 6, 10 mn TL'nin üzerinde binde 10 oranında vergi getirildi. İlgili düzenlemenin, taşınmaz sahiplerinin gelir düzeyi göz önünde bulundurularak yeniden düzenlenmesi bekleniyor. Bu düzenlemenin özellikle üst gelir grubuna konut yapan geliştiriciler için bir miktar olumsuz olabileceğini değerlendiriyoruz.

Konut Satışları (adet), 2019 Kasım



Kaynak: TÜİK

Konut Kredi Faiz Oranları ve İpotekli Konut Satış Oranı (%), 2019 Kasım

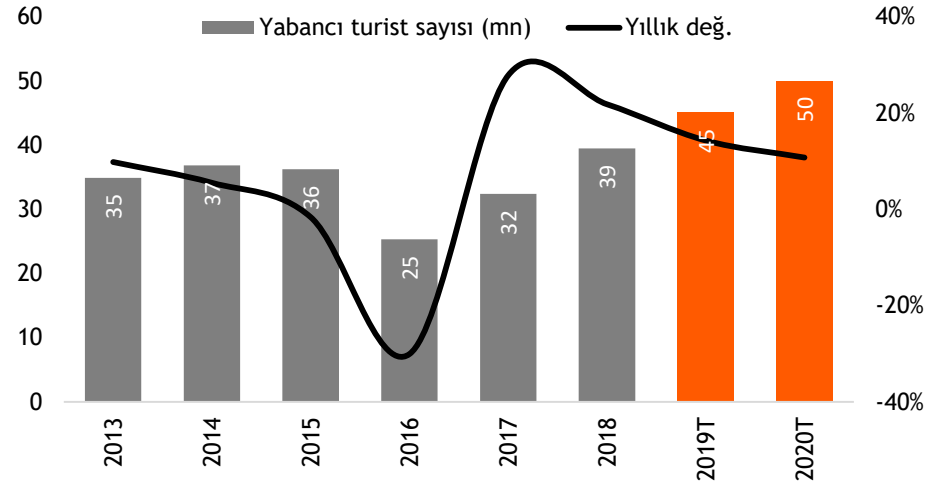


Kaynak: TÜİK, TCMB

- ❑ **Turizmdeki güçlü seyir, sektörü desteklemeye devam edecek** - Türkiye'yi ziyaret eden yabancı turist sayısında 2016 yılında yaşanan sert daralmanın ardından başlayan çift haneli büyüme trendi 2019 yılında da devam etti. Kültür ve Turizm Bakanlığı verilerine göre, ülkemize gelen yabancı ziyaretçi sayısı 2019 yılının Ocak-Kasım döneminde yüksek baz etkisine rağmen yıllık bazda %14,3 artış gösterdi. Bu dönemde, ana pazarlarımız olarak öne çıkan Avrupa kaynaklı yabancı turist sayısında %16,3 artış yaşanarak toplam içindeki payı %45'e yükselirken (11A18: %44), Rus turist sayısında da %17,4 oranında artış yaşanarak toplamdaki payı %16'ya ulaştı (11A18: %15,6). Türkiye'yi ziyaret eden yabancı turist sayısındaki artış, havayolu talebini olumlu etkilemeye devam etti. DHMİ verilerine göre, Türkiye geneli havalimanlarında dış hat yolcu trafiği 2019'da yıllık %11,4 artış kaydetti. Güvenlik algısında ve politik ilişkilerde bir bozulma olmadığı müddetçe, rakiplerine göre daha düşük konaklama maliyetleri, cazip kur seviyesi ve coğrafi konumu ile Türkiye'nin, Avrupa ve Rusya başta olmak üzere yabancı turistlerin ilgi odağında olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2020 yılında Türkiye'ye gelen yabancı ziyaretçi sayısının yıllık bazda %10,8 artışla 50 mn kişi ile yeni rekor seviyeye ulaşacağını tahmin ediyoruz (2019T y/y +%14,3 ile 45,1 mn).

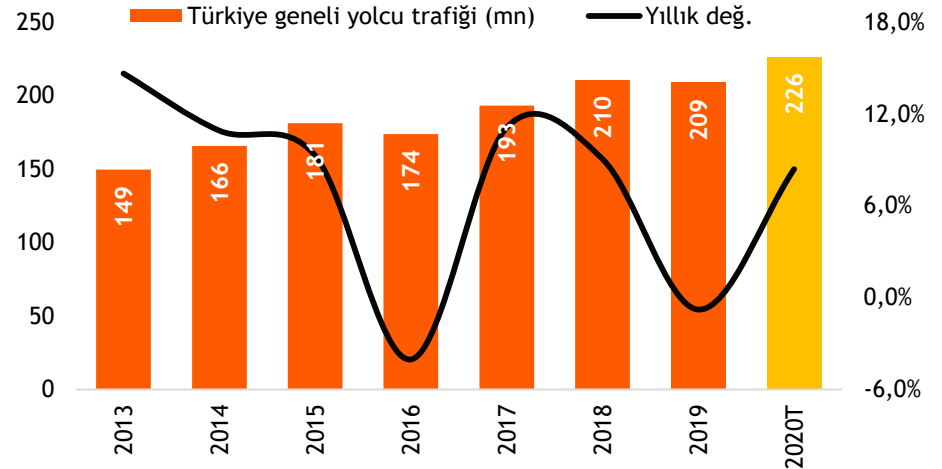
- ❑ **İç talepte toparlanma yılı olacak** - Havacılık sektörü, dış talepteki güçlü seyre karşılık alım gücündeki zayıflamanın da etkisiyle iç talep açısından zor bir yıl geçirdi. Yurt dışına seyahat talebindeki azalmanın yanı sıra iç hat trafiğinde yaşanan çift haneli daralma dikkat çekti. DHMİ verilerine göre, Türkiye geneli havalimanlarında iç hat yolcu trafiği 2019'da yıllık %11,3 geriledi. 2020 yılında ise, düşük baz kaynaklı olumlu etkiyi göz ardı etmemekle birlikte, TL'de dengelenmenin devamı, tüketici güveni ve alım gücünde iyileşmenin desteğiyle iç talepte toparlanma bekliyoruz. Sonuç olarak, Türkiye geneli havalimanları toplam yolcu trafiğinin 2020 yılında dış hattaki büyümenin devamı ve iç hattaki toparlanmanın katkısıyla yıllık bazda %8,4 artacağını tahmin ediyoruz (dış hat +%9,7, iç hat +%7).

Yabancı turist sayısında yeni rekor kaçınılmaz



Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri

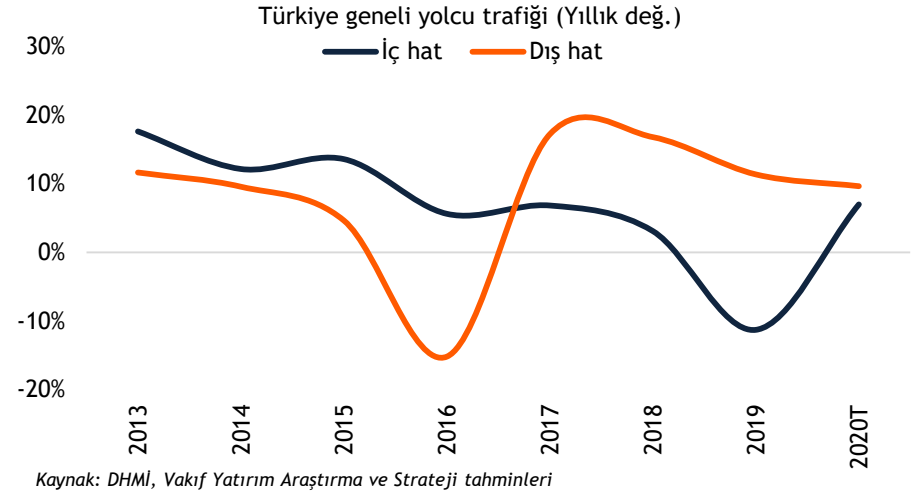
Toplam yolcu trafiğinde artış bekliyoruz



Kaynak: DHMİ, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri

- **Havalimanlarının artan kapasiteleri, sektörün büyümesini destekleyecek** - Mevcut durumda iki pistin aktif olduğu İstanbul Havalimanı'nda yapımı devam eden 3.pistin 2020 yılının ortalarında hizmete girmesini bekliyoruz. Sabiha Gökçen Havalimanı'nda ise 2. pistin 2020 yılının sonunda tamamlanması beklenirken, ek terminal binasının inşasına Nisan/2020'de başlanarak 1,5 yılda tamamlanması öngörülüyor. Turizm açısından önemli bir bölgede yer alan Antalya Havalimanı için işletme imtiyaz hakkının yeniden kiralınmasına yönelik 31.01.2020'de ihale yapılacak olup, söz konusu ihale kapasite artırımını da içeriyor. Bahsi geçen havalimanlarında artan kapasitelerin, havacılık sektörünün gelecek dönemde sergileyeceği büyüme hikayesinde destekleyici rol oynayacağını düşünüyoruz.

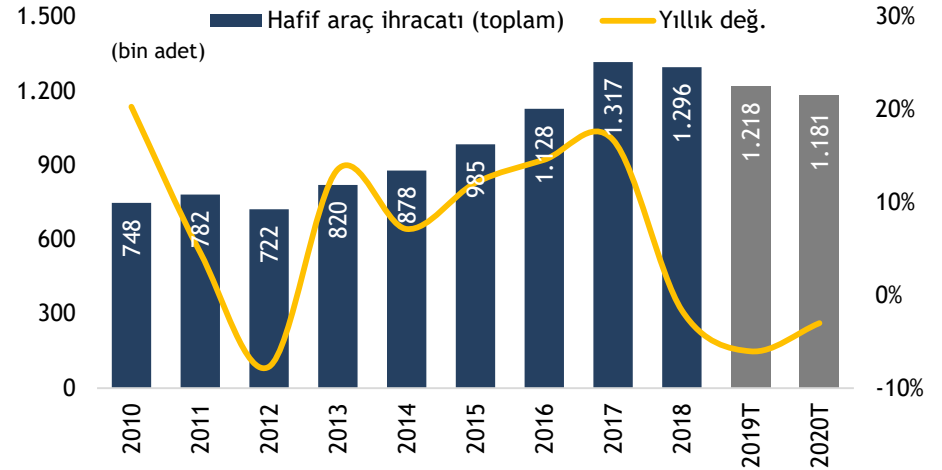
Hem dış hem de iç hat yolcu trafiğinde artış öngörüyoruz



- ❑ **Avrupa'daki durgunluk ihracat için risk yaratıyor** - Türkiye otomotiv sektöründe hafif araç ihracatı 2018 yılında adetsel bazda %1,6 gerilerken, 2019 yılının Ocak-Kasım döneminde yıllık bazda %6,3 daraldı. Söz konusu daralmada, sektörün en önemli ihracat pazarı olan Avrupa'da, hafif ticari araç talebindeki dirençli seyre rağmen otomobil talebindeki durgunluk etkili oldu. Avrupa Otomobil Üreticileri Birliği (ACEA) verilerine göre, Avrupa'da yeni otomobil talebi 2019 yılı Ocak-Kasım döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %0,3 düşüş kaydetti. Eylül-Kasım döneminde düşük bazın ağırlıklı etkisiyle yaşanan büyümeye rağmen binek araç talebinde devam eden durgunlukta, bölgedeki en önemli pazarlardan İspanya, İngiltere, İtalya ve Fransa'daki zayıf talep ortamı etkili olurken, Almanya ise bu dönemde olumlu ayrılarak dikkat çekti. IMF'nin tahminlerine göre 2019 yılında %1,2 büyümesi (2018: %1,9 büyüme) beklenen Avro Bölgesi ekonomisinin 2020 yılında ise %1,4 büyümesi öngörülmüyor. Bölge ekonomisinde sürmesi beklenen zayıflamanın, otomobil talebindeki durgunluğun devamına neden olarak Türkiye otomotiv sektöründe hafif araç ihracat performansını olumsuz etkilemeye devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, 2019 yılını adetsel bazda %6 düşüşle tamamlamasını beklediğimiz Türkiye otomotiv sektörü hafif araç ihracatının, 2020 yılında %3 gerileyeceğini öngörüyoruz.

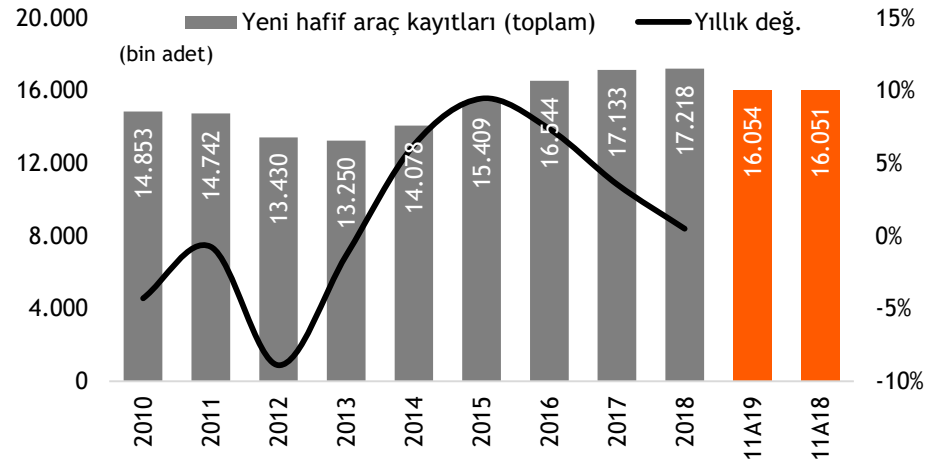
- ❑ **İç talepte toparlanmanın gücü, faiz ve kur seviyelerine bağlı** - Faiz ve kur seviyelerinde yaşanan dalgalanmalar nedeniyle 2018 yılında %35'lik sert daralmanın yaşandığı yurt içi toplam hafif araç satışları 2019'da yıllık %23 düşüşle 479.060 adet oldu (otomobil y/y - %20, hafif ticari araç - %32). Ancak, i) kredi faizlerinde düşüş, ii) TL'de dengelenme, iii) kamu bankalarının yerli üretimi desteklemek amacıyla Türkiye'de üretim yapan otomotiv şirketleriyle işbirliğine giderek başlattıkları uygun finansman imkanları ve iv) otomotiv şirketleri tarafından uygulanan kampanyaların desteğiyle Eylül/2019'dan itibaren iç talepte iyileşme yaşandığını görüyoruz.

İhracatta zayıf seyrin devamını öngörüyoruz



Kaynak: OSD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri

AB otomotiv pazarındaki durgunluk risk yaratıyor

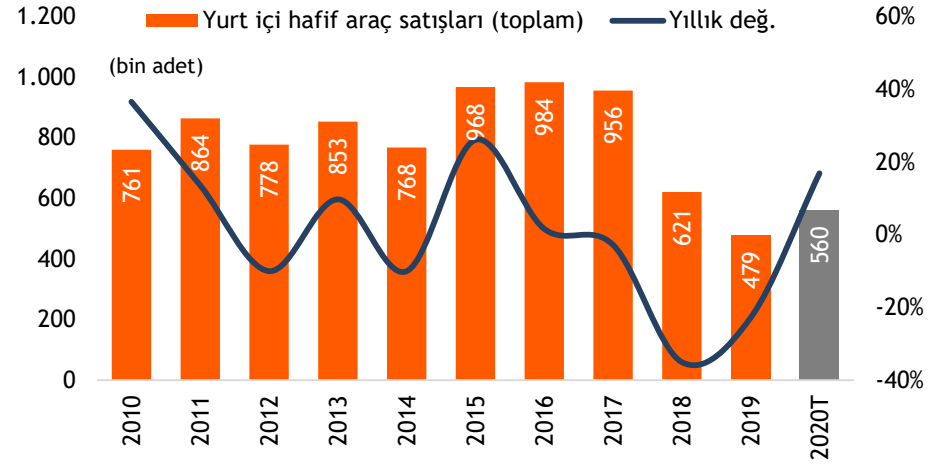


Kaynak: ACEA

Eylül ayında başlayan bu canlanmanın, baz etkisinin dışında düşük faiz ve dengeli kur ortamının desteğiyle 2020 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda 2020 yılında yurt içi toplam hafif araç satışlarının yıllık bazda %17 artışla 560 bin adet seviyesine ulaşarak, ihracattaki zayıflığı kısmen telafi edeceğini tahmin ediyoruz. Faiz oranlarındaki düşüşün ve kurdaki dengeli seyrin, iç talepteki toparlanmanın gücünü belirleyecek en önemli unsur olduğunu düşünüyoruz.

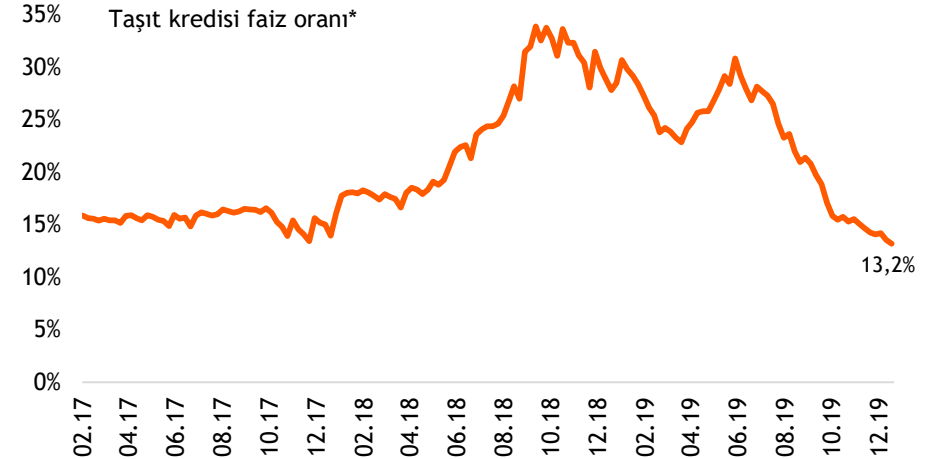
- ❑ **Sektördeki dönüşüm sürecinin Türkiye'ye yansımaları takip edilecek** - Dünyada artan çevre bilinci ve teknolojik gelişmelerin tüketici algısında yarattığı değişimin en belirgin yansımalarını otomotiv sektöründe görüyoruz. Nitekim bu gelişmeler nedeniyle küresel otomotiv sektöründe bir süredir önemli bir dönüşüm süreci yaşanıyor. Bu dönüşüm sürecinde başta elektrikli araçlara yönelik artan ilgi ve rekabetin beraberinde getirdiği yüksek maliyetli yatırımlar nedeniyle, önemli otomotiv şirketlerinin farklı arayışlara yöneldiklerine tanıklık ediyoruz. Bunun en büyük örneği de FCA ve PSA'nın yakın zamanda birleşmeye yönelik attıkları adım oldu. Küresel otomotiv sektöründe yaşanan dönüşüm süreci ve bunun sonucunda ortaya çıkan şirket birleşmeleri/işbirlikleri ile yeni yatırım kararları, Türkiye otomotiv sektörünün geleceği açısından da kritik öneme sahip. Demografik yapısı, coğrafi konumu, düşük işçilik maliyetleri ve dünya çapında bilinirliği artarak daha rekabetçi hale gelen otomotiv şirketleriyle Türkiye'nin, yeni yatırım çekme konusunda öne çıkan ülkeler arasında olacağını düşünüyoruz. Ayrıca, Türkiye'nin Otomobili Girişim Grubu tarafından Bursa'da yapılacak olan yıllık 175 bin toplam kapasiteye sahip elektrikli otomobil üretim tesisi yatırımı ile Türkiye'nin, otomotiv endüstrisindeki yerini sağlamlaştırarak orta-uzun vadede yurt dışı pazarlarda daha rekabetçi bir yapıya kavuşacağını düşünüyoruz.

İç talepte toparlanma bekliyoruz



Kaynak: ODD, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji tahminleri

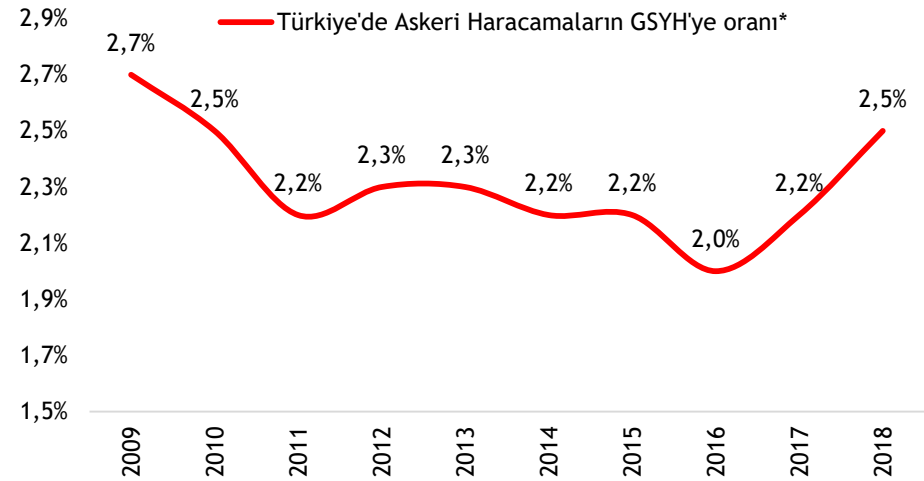
Düşük faiz ortamının devamı iç talebi destekleyecek



Kaynak: TCMB, *TL üzerinden bankalarca açılan kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranı

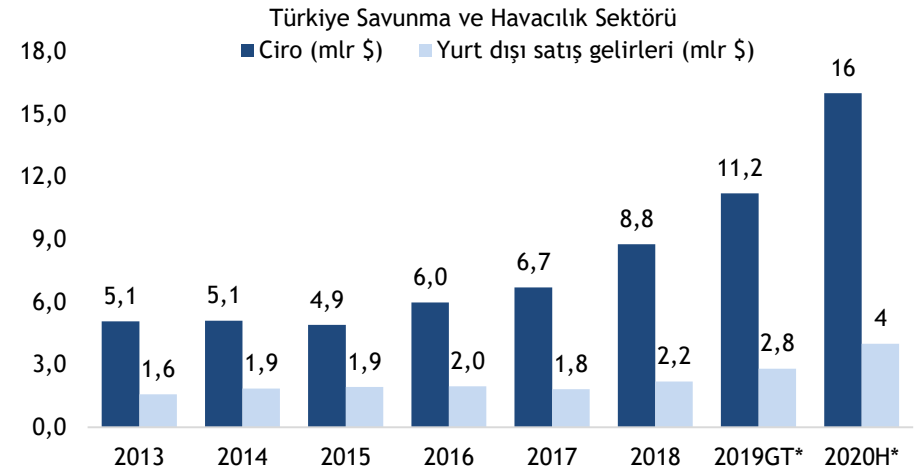
- ❑ **Küresel ölçekte belirginleşen jeopolitik riskler, savunmanın önemini artırıyor** - Stockholm Barış Araştırmaları Enstitüsü'ne (SIPRI) göre, 2018 yılında %2,6 artışla 1,8 trilyon ABD Doları'na yükselen küresel savunma harcamaları, toplam GSYH büyüklüğünün %2,1'ini oluşturdu. Söz konusu artışta, savunmaya en fazla bütçe ayıran ilk iki ülke olarak ABD (y/y +%4,6 ile 649 mlr \$) ve Çin'in (y/y %5 ile 250 mlr \$) etkisi büyük. Küresel ekonomideki zayıf seyir savunma harcamaları üzerinde risk oluşturmaya devam etse de, artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel savunma harcamalarının yükseliş eğiliminde olmaya devam etmesini bekliyoruz.
- ❑ **Türkiye, savunma sanayii yatırımları ile öne çıkıyor** - SIPRI verilerine göre Türkiye, 2018 yılında 19 mlr ABD Doları'na ulaşan askeri harcamalarıyla (GSYH'nin %2,5'i) yıllık bazda en yüksek artışı (+%24) kaydeden ülke oldu. Savunma ve Havacılık Sanayii İmalatçılar Derneği (SASAD) verilerine göre, Türkiye'de savunma ve havacılık sektörü cirosu 2018 yılında %31 artışla 8,8 mlr ABD Doları'na (son 5 yılda ortalama yıllık büyüme %12) ve ihracat gelirleri %20 artışla 2,2 mlr ABD Doları'na (son 5 yılda ortalama yıllık büyüme %7) yükseldi. SIPRI verilerine göre, dünyada silah ve askeri teçhizat üretimi yapan en yüksek cirolu 100 şirketin toplam satışları ise 2018 yılında %4,6 artışla 420 mlr ABD Doları oldu.
- ❑ **Sektördeki büyümenin yerli kaynaklarla devamını bekliyoruz** - Türkiye'de savunma sanayiini milli teknolojiler ve yerli imkanlarla geliştirme hedefi doğrultusunda atılan adımların etkisiyle 2018 yılı itibarıyla %65'e ulaşan savunma sanayii yerlilik oranının (2002: %20), sektörü destekleyici politikaların devam ederek önümüzdeki dönemde de yükseliş eğilimini sürdürmesini bekliyoruz. 2020 yılı Cumhurbaşkanlığı yıllık programına göre, savunma sanayii yerlilik oranının 2020 yılında %69'a yükselmesi (2019 gerçekleşme tahmini: %67), savunma ve havacılık sanayii cirosunun 16 mlr ABD Doları (2019 gerçekleşme tahmini: 11,2 mlr ABD Doları), savunma ve havacılık ihracatının ise 4 mlr ABD Doları (2019 gerçekleşme tahmini: 2,8 mlr ABD Doları) olması hedefleniyor.

Türkiye'de askeri harcamaların GSYH içindeki payı artış eğiliminde



Kaynak: SIPRI, TUIK, Aselsan Kasım/2019 Yatırımcı Sunumu, * GSYH (Mlr \$-Cari fiyatlarla)

Sektörde ciro ve ihracat büyümesinin devamı bekleniyor



Kaynak: T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, SASAD

*2020 Yılı Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı'na göre hedefler, GT: Gerçekleşme Tahmini

BIST Şirketlerinin 2019 Yılı Finansal Raporlarının Son İlan Tarihleri			
Şirket Tipi	Dönem Bilgisi	Konsolide Olmayan	Konsolide
Borsa Şirketleri		02 Mart 2020	10 Mart 2020
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 12 Aylık	02 Mart 2020	10 Mart 2020
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		02 Mart 2020	10 Mart 2020

BIST Şirketlerinin 2020 Yılı Finansal Raporlarının Son İlan Tarihleri			
Şirket Tipi	Dönem Bilgisi	Konsolide Olmayan	Konsolide
Borsa Şirketleri		30 Nisan 2020	11 Mayıs 2020
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 3 Aylık	11 Mayıs 2020	20 Mayıs 2020
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		30 Nisan 2020	11 Mayıs 2020
Borsa Şirketleri		10 Ağustos 2020	19 Ağustos 2020
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 6 Aylık	10 Ağustos 2020	19 Ağustos 2020
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		10 Ağustos 2020	19 Ağustos 2020
Borsa Şirketleri		30 Ekim 2020	09 Kasım 2020
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 9 Aylık	09 Kasım 2020	19 Kasım 2020
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		30 Ekim 2020	09 Kasım 2020
Borsa Şirketleri		01 Mart 2021	11 Mart 2021
Borsa'da İşlem Gören Bankalar ve Katılım Bankaları	2019- 12 Aylık	01 Mart 2021	11 Mart 2021
Borsa'da İşlem Gören Sigorta Şirketleri		01 Mart 2021	11 Mart 2021

2020	Merkez Bankaları Toplantı Tarihleri					Derecelendirme Kuruluşları		
	TCMB	FED	ECB	BOJ	BOE	Moody's	Fitch	S&P
Ocak	16	29	23	21	30			31
Şubat	19						21	
Mart	19	18	12	19	26			
Nisan	22	29	30	28				
Mayıs	21				7			
Haziran	25	10	4	16	18	5		
Temmuz	23	29	16	15				24
Ağustos	20				6		21	
Eylül	24	16	10	17	17			
Ekim	22	5	29	29				
Kasım	19	16			5			
Aralık	24		10	18	17	4		

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi - 1

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Vakıf Yatırım”) araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için “**Gelecek 12 aya yönelik**” ve “**Kısa Vadeli Öneri**” olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

Gelecek 12 aya yönelik öneri: Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan getiri potansiyeli dikkate alınarak ve hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri veriyoruz.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme öngörüyoruz. Buna göre;

TUT (T) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” kadar (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.

AL (A) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” den fazla (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi

SAT (S) - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre “Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi” den fazla (en yakın %5’lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır.

Hisse Senedi Öneri Metodolojisi - 2

Kısa Vadeli Öneri: Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrışacağı düşünüüyorsa bu görüşümüzü kısa vadeli öneriler vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

Endekse Paralel Getiri (EPG) : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi

Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG): Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi

Endeksin Altında Getiri (EAG) : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

Kapsam Dışı (KD) - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.

Öneri Yok (OY) - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder.

Revize Ediliyor (RE) - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.

Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

OLUMLU - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi

OLUMSUZ - 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi

NÖTR - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması

Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

AĞIRLIĞI ARTIR - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder

AĞIRLIĞI AZALT - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder

NÖTR - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması amacıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

Selahattin AYDIN
SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Cam, Çimento, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

Mehtap İLBİ
MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon

Tuğba SAYGIN AKCA
TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

Nazlıcan ŞAHAN ŞAVUR
NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

Ekin Cem EKE
EKINCEM.EKE@vakifyatirim.com.tr

Analist

Kantitatif Analiz

Hakan ŞAHİNDAL
HAKAN.SAHINDAL@vakifyatirim.com.tr

Analist

Veri Tabanı

Yatırım Danışmanlığı ve Bireysel Portföy Yönetimi

Altan AYDIN
ALTAN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Umut Deniz PAK
UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

Analist