

STRATEJİ 2019

Güncelleme

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](#)

MAKRO GÖRÜNÜM

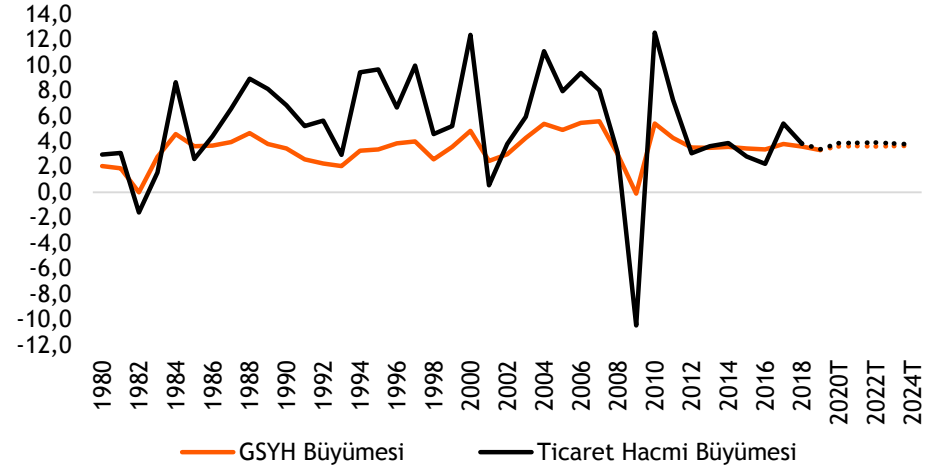
- ❑ Küresel Görünüm
 - ❑ Küresel Görünüm – Çin, Brexit
 - ❑ Gelişmiş Ülke Merkez Bankaları
- ❑ Türkiye Ekonomisi
 - ❑ Kredi Derecelendirme Kuruluşları
 - ❑ TCMB
 - ❑ Büyüme
 - ❑ Enflasyon
 - ❑ Cari Denge
 - ❑ Bütçe Dengesi
 - ❑ Kamu Finansmanı

❑ 2019'un ilk yarısında küresel büyümeye ilişkin endişeler ve gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikaları başta olmak üzere oldukça hareketli ve çok sık değişen gündem konularını takip ettik. ABD ile Çin başta olmak üzere ticaret savaşlarının etkisiyle dünyada artan korumacı politikalar küresel ticaret hacmini ve büyüme beklentilerini düşürürken, artan belirsizlikler, küresel yatırım iştahını da olumsuz etkiledi. Ticari endişelere ek olarak;

- Avro Bölgesi'nde Almanya ve İtalya gibi büyük ekonomiler başta olmak üzere, açıklanan verilerin ekonomide yavaşlamaya işaret etmesi,
- Çin ekonomik büyümesine ilişkin beklentilerdeki zayıflama,
- ABD'de ekonomik verilerin karışık sinyaller vermesi ve resesyon endişelerinin artması,
- 2018'de finansal piyasalar ve ekonomilerinde dalgalanma yaşayan gelişmekte olan ülkelerde (GOÜ) kırılganlıkların devam ediyor olması,
- ABD'nin İran ve Kuzey Kore ile olan gerginliği, Irak ve Suriye'deki askeri hareketlilikler, Doğu Akdeniz'de doğalgaz aramalarına bağlı yer yer tırmanan gerginlikler, Avrupa Birliği'nde Brexit süreci ve üye ülkelerde yaklaşan seçimlere bağlı politik belirsizlikler, küresel ekonomik büyüme beklentileri üzerinde baskı kuran diğer unsurlar oldu.

❑ Haziran ayındaki G-20 zirvesinde ABD-Çin müzakerelerinin yeniden başlaması, iki ülkenin bu süreçte ek gümrük vergilerini devreye koymayacağını açıklaması ve serbest ticarete yapılan vurgu ticaret savaşlarına ilişkin endişeleri bir miktar yatıştırdı. Ek olarak, enflasyon ve küresel büyüme endişelerinin artması nedeniyle gelişmiş ülke merkez bankalarının destekleyici para politikası duruşlarını koruyacağı beklentisiyle, GOÜ'lere yönelik risk iştahında artışlar görüldü. GOÜ'lere yönelik gözlenen portföy girişleri sonucu, borçlanma maliyetlerinde düşüş ve yerel para birimlerinde \$'a karşı değer kazandı.

Küresel büyümede ivme kaybı



2019 ve sonrası IMF tahminleridir.

Kaynak: IMF WEO Database

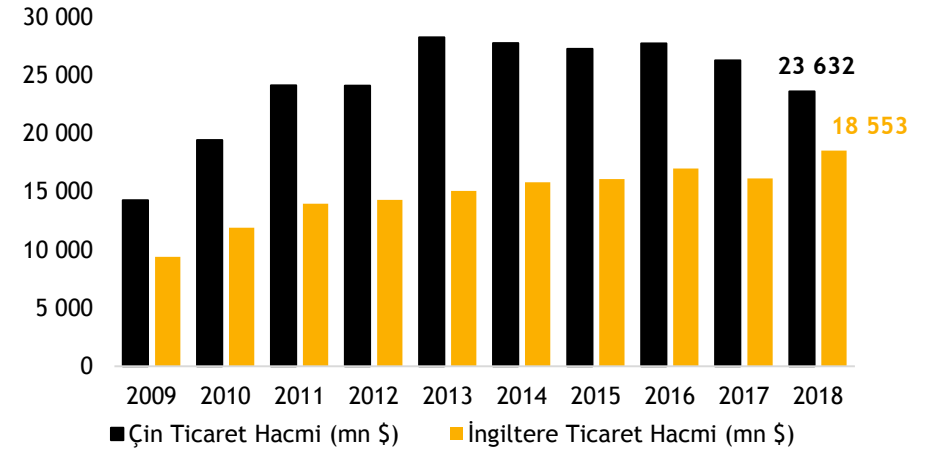
Büyüme beklentileri aşağı yönde revize edildi

	Dünya Bankası		IMF	
Yıllık % büyüme oranı	2019 Ocak	2019 Haziran	2018 Ekim	2019 Nisan
Dünya	2,9	▼ 2,6	3,7	▼ 3,3
Gelişmiş Ülkeler	2,0	▼ 1,7	2,4	▼ 1,8
ABD	2,5	↔ 2,5	2,9	▼ 2,3
Avro Bölgesi	1,6	▼ 1,2	2,00	▼ 1,3
Japonya	0,9	▼ 0,8	1,1	▼ 1,0
Gelişmekte olan Ülkeler	4,3	▼ 4,0	4,7	▼ 4,4
Çin	6,6	↔ 6,6	6,6	▼ 6,3
Türkiye	1,6	▼ -1,0	0,4	▼ -2,5
Dünya Ticaret Hacmi	3,6	▼ 2,6	4,2	▼ 3,6

Kaynak: IMF WEO Database, Dünya Bankası Global Economic Prospects

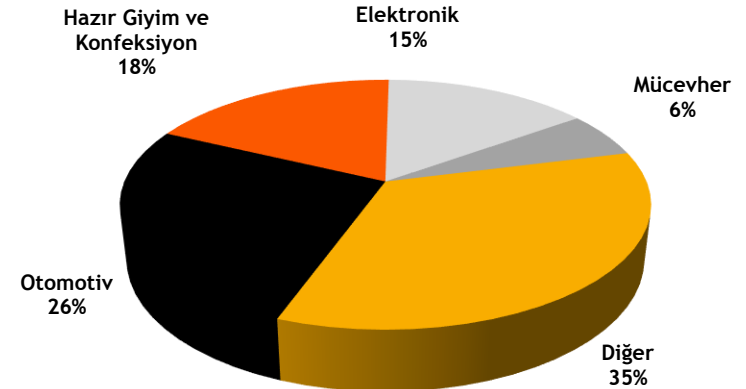
- ❑ **Çin ekonomisine yönelik endişeler, küresel büyüme beklentilerini olumsuz etkiliyor.** 2018'de %6,6 ile son 28 yılın en düşük büyümesini gerçekleştiren Çin ekonomisinde, zayıf iç talep, özel sektörün yüksek borçluluk oranı, kayıt-dışı ekonomi ile mücadele için alınan önlemler, sıkılaşan para politikası ve ABD ile artan ticari gerginlikler büyüme performansını olumsuz etkiledi. PMI verileri ve yeni ihracat siparişlerinin imalat sektöründe yavaşlamaya işaret etmesine bağlı olarak bazı önlemler alındı. Buna göre ekonomideki yavaşlamayı sınırlamak, kredi talebi ve iç talebi canlandırmak adına; para politikası tarafında Çin Merkez Bankası bankaların zorunlu karşılık oranlarını indirerek piyasadaki likiditeyi artırırken, mali politikalar tarafında ise gelir vergisinde, sosyal güvenlik katkı oranları ve KOBİ'ler için KDV oranlarında indirimde gidildi.
- ❑ **Türkiye-Çin:** Türkiye'nin ithalatında ikinci sırada yer alan Çin, önemli ticaret ortaklarımızdan birisi. Her iki ülkede zayıf seyreden iç talep ve büyüme dinamiklerinin iki ülkenin ticaret hacmi üzerinde olumsuz etkileri olabileceğini, bununla birlikte özellikle "Kuşak ve Yol" projesi kapsamında iki ülke arasında yatırım ve finansman konularındaki işbirliklerinin devamı açısından Çin'de yaşanacak gelişmelerin takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- ❑ **Brexit'e ilişkin belirsizlik sürüyor.** İngiltere'nin AB'den ayrılık süreci ve ayrılık sonrası döneme ilişkin kuracağı ticari ve ekonomik ilişkiler konusundaki belirsizlikler, küresel ticarete ilişkin endişeleri artırıyor. İngiltere için 31 Ekim 2019'a ertelenen AB'den çıkış tarihi yaklaşırken, anlaşmalı/anlaşmasız çıkış, ayrı bir gümrük birliği seçeneği, çıkış sonrası üçüncü taraf ülkelerle yapılması muhtemel ticari ortaklıklar gibi konular, küresel ekonomiye yönelik beklentilere yön veren unsurlar arasında yer almaya devam edecektir.
- ❑ **Türkiye-İngiltere:** Anlaşmasız Brexit ihtimali İngiltere ve AB arasında gümrük birliğinin sona ermesi ve İngiltere'nin AB için üçüncü ülke olması anlamına geliyor. Bu senaryonun gerçekleşmesi durumunda gümrük birliğine üye olan Türkiye AB'nin İngiltere'ye uygulayacağı ticari kuralları uygulamak zorunda kalacakken, İngiltere de Türkiye ile ithalatında kendi kurallarını belirleyebilecek. Türkiye'nin İngiltere'ye ihracatı 2018 yılı toplam ihracatının %6,6'sını oluşturuyor. Anlaşmasız Brexit'in, AB için olduğu kadar Türkiye için de önemli bir risk faktörü olduğunu, İngiltere ile Türkiye arasında yapılacak yeni anlaşmaların yeni fırsatlar da doğurabileceğini düşünüyoruz.

Türkiye'nin İngiltere ve Çin ile ticaret hacmi



Kaynak: TÜİK

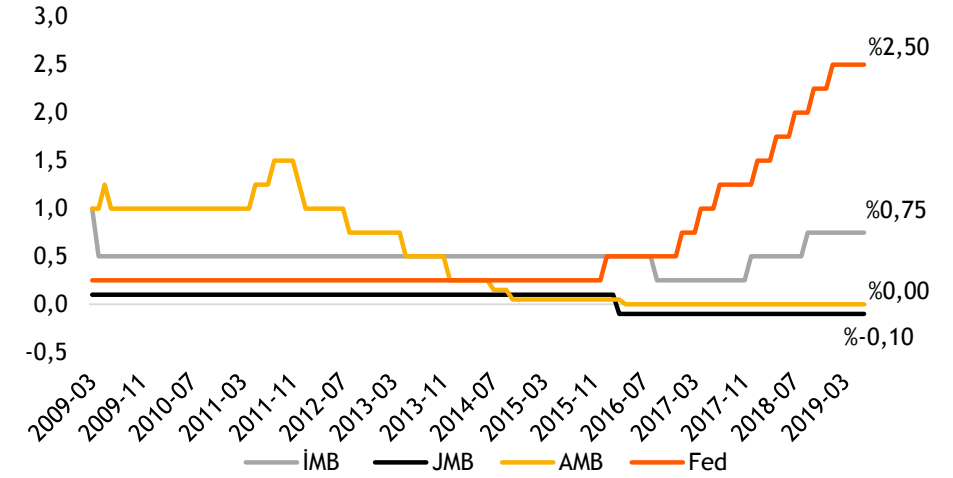
İngiltere'ye ihraç edilen ürünlerin toplam ihracat içindeki payı - 2018



Kaynak: TİM

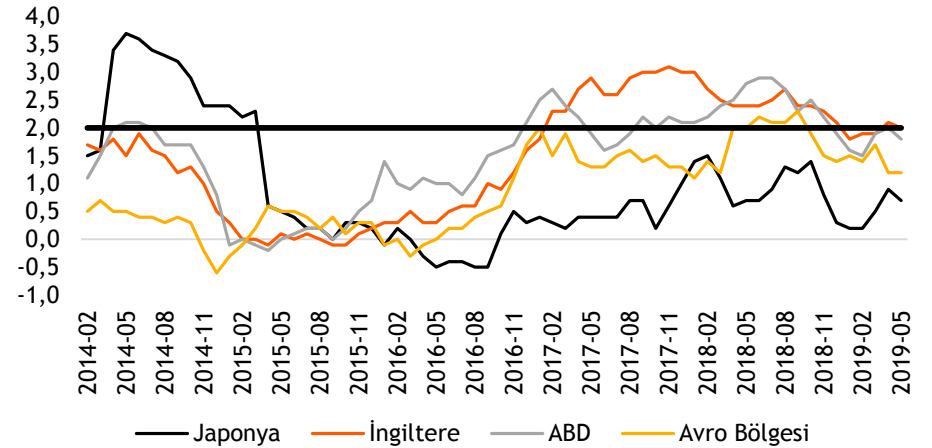
- ❑ **Fed'e yönelik beklentiler tersine döndü.** 2019 yılına başlarken toplamda iki kez faiz artırımı yapması beklenen Fed, ekonomik aktiviteye ilişkin alınan karışık sinyallere bağlı olarak faiz artırımlarında "sabırlı duruş" kararı aldı ve bilanço küçültme işlemini eylül ayında sonlandıracağını duyurdu. Her ne kadar piyasalarda küresel büyümeye ilişkin endişelerin ve ABD Başkanı Trump'ın faiz indirimi baskılarının da etkili olduğu algısı oluşsa da, işsizlik oranını %3,7 ile kriz öncesi seviyelere gerilemesine karşın %2'lik enflasyon hedefine yaklaşılamamış olması Fed'in faiz kararlarında belirleyici oluyor. **Fed, 2019 yıl sonunda enflasyonun %1,5 seviyesinde oluşacağını ekonominin ise %2,1 büyüyeceğini tahmin ediyor.**
- ❑ Fed'e yönelik artan faiz indirimi beklentileri, risk iştahında artış sağlayarak GOÜ'ler için pozitif algılansa da söz konusu beklentilerin küresel ekonomi ve ABD ekonomisinde beklenen yavaşlama ile şekillendiğine dikkat çekmek istiyoruz. Dış kaynak ihtiyacı olan gelişmekte olan ülkeler için bol likidite ve düşük faiz ortamının devam etmesini olumlu bulmakla birlikte, global ölçekteki büyüme endişelerinin bu olumlu etkiyi sınırlayabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Avrupa Merkez Bankası (AMB):** 2018 Aralık ayında varlık alım programını sonlandıran ve 2019 yaz aylarında faiz artırımı planlayan AMB, bu planlarını 2020 ortalarına kadar ertelemiş görünüyor. Hedeflenen %2 seviyesine kalıcı olarak ulaşamayan enflasyon ve ekonomide yavaşlama AMB'yi destekleyici politikasını sürdürmesi için zorluyor. **AMB, 2019'un sonunda enflasyonun %1,1 artış göstermesini, ekonominin ise %1,1 büyümesini bekliyor.**
- ❑ AMB mart ayında çok düşük faiz oranlarının zorladığı bankaları yeni uzun vadeli kredi programları ile desteklemek için iki yeni TLTRO programı açıkladı. AMB Başkanı Draghi banka karlılıkları üzerindeki olumsuz etkileri engellemek için yeni destekler açıklayabileceklerini belirtti. Piyasa beklentileri, AMB'nin yıl sonuna kadar 0,10 puan faiz indirimi gerçekleştireceği yönünde şekilleniyor.
- ❑ **Japonya Merkez Bankası (JMB)** hedeflenen seviyeden uzak enflasyon ve ekonomide devam eden durgunluk sebebiyle genişlemeci politikasına devam ediyor. 2019'da para politikasında değişiklik yapmayan İngiltere Merkez Bankası (İMB) için ise anlaşmalı/anlaşmasız Brexit ve küresel finansal koşullar belirleyici olacak.

Gelişmiş ülke merkez bankaları politika faiz oranları



Kaynak: Bloomberg

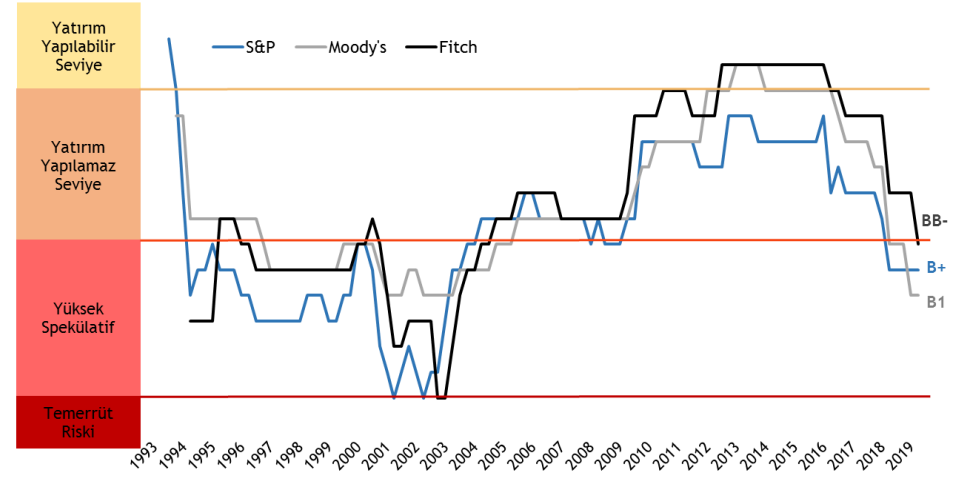
Gelişmiş ülke merkez bankaları enflasyonda %2 seviyesini hedefliyor



Kaynak: Bloomberg

- ❑ **Fitch Ratings:** Temmuz ayındaki değerlendirmesinde Türkiye'nin kredi notunu bir kademe indirdi ve görünümü "negatif" olarak teyit etti. Karar ardından Fitch'in Türkiye'ye ilişkin kredi notu, yatırım yapılabilir seviyenin üç kademe altında belirlendi. Alınan kararda;
 - Merkez Bankası politikasındaki belirsizlikler,
 - Rusya'dan alınan S-400 hava savunma sistemlerinin teslimatının ABD yaptırım riski taşıması,
 - Zayıflayan büyüme ve seçim öncesi harcamalar ile kamu finansmanında görülen bozulmanın etkili olduğu belirtildi.
- ❑ Yıl sonu politika faizi beklentisini %20'den %18'e indiren kurum beklentinin üzerinde gerçekleşecek faiz indirimlerinin ve risk algısındaki bozulmanın global yatırımcı iştahında düşüşe neden olabileceğine dikkat çekti. **Fitch, 2019'da ekonominin %1,1 daralmasını, 2020 yılında ise %3,1 büyümesini bekliyor.**
- ❑ **Standard and Poors (S&P):** Şubat ayındaki değerlendirmesinde Türkiye'nin kredini notunu yatırım yapılabilir seviyenin dört kademe altında, yüksek spekülasyon seviyede tutarken, not görünümünü de "durağan" olarak belirledi. Değerlendirmede;
 - Bankacılık sektöründe takipteki kredilerinin,
 - Dış finansman çevirme oranlarının,
 - Sıkı finansman koşullarının,
 - Yüksek enflasyon oranının izlendiği belirtildi.
- ❑ Kurum, bunlarla birlikte düşük kamu borcunun mali tarafta hareket alanı yarattığını ifade etti. **S&P, 2019'da ekonominin %0,5 küçülmesini, 2020'de ise %3,4 büyümesini bekliyor.**
- ❑ **Moody's:** Haziran ayındaki değerlendirmesinde Türkiye'nin kredi notunu bir kademe düşürerek görünümü "negatif" olarak sabit bıraktı. Bu kararla Moody's Türkiye'nin kredi notunu yatırım yapılabilir seviyenin dört kademe altında "yüksek spekülasyon" alanında belirlendi. Not indiriminde, **olası bir ödemeler dengesi krizi** ön plana çıkarılırken, dış kaynak bağımlılığı ve zayıf rezervlerin ekonomide kırılganlıkları artırdığına dikkat çekildi.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye notları



Kaynak: Bloomberg

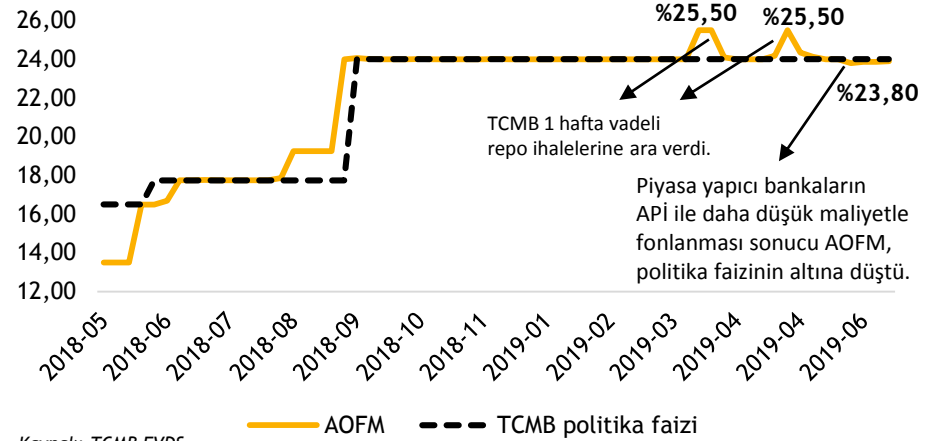
TCMB, yılın ilk yarısında bankaların fonlama imkanlarını kolaylaştırmak adına zorunlu karşılıklarda düzenlemeler yaptı:

- 18.01.2019 - Kamu bankalarının likiditelerini artırmak amacıyla resmi kuruluşlar mevduatının/katılım fonunun zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerden hariç tutulmasına karar verildi.
- 16.02.2019 - TL zorunlu karşılıkların bir yıla kadar vadeli mevduat/katılım fonları ile üç yıla kadar (üç yıl dahil) vadeli diğer yükümlülüklerde 100 baz puan, diğer vade gruplarında 50 baz puan indirilmesine karar verilmiştir.
- 17.06.2019 - Piyasa yapıcı bankalara açık piyasa işlemleri çerçevesinde likidite imkanı kullanılmasına karar verildi. Söz konusu likidite imkanına uygulanacak faiz oranı, TCMB politika faizi olan %24,00 oranının 100 bps altında olacak şekilde belirlendi. Bu uygulama ile ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti, TCMB politika faizinin altına geriledi.

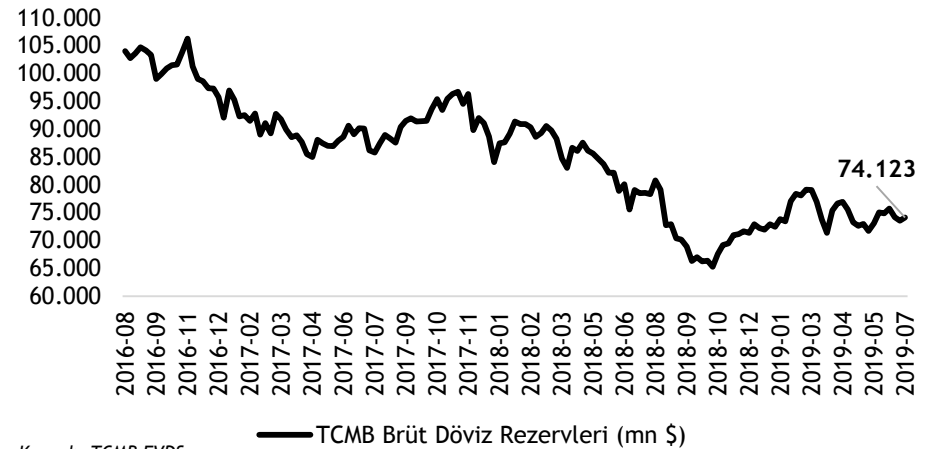
TL zorunlu karşılıklara ek olarak, likiditeyi kontrol etme ve TCMB rezervlerini artırma adına mayıs ayında yabancı para zorunlu karşılıklarda 300 baz puan artırımı yapıldı:

- 09.05.2019 - TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilebilmesi imkânı azami oranı %40'tan %30'a indirildi, Yabancı para zorunlu karşılık oranlarının tüm vade dilimlerinde 100 baz puan artırılmasına karar verildi.
- 27.05.2019 - Finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla yabancı para mevduata/katılım fonlarına uygulanan zorunlu karşılık oranlarının tüm vade dilimlerinde 200 baz puan artırılmasına karar verildi.
- Mayıs ayında yapılan iki değişiklik ile piyasadan 4,4 mlr \$ ve 7,2 mlr TL likidite çekildi.

Finansal piyasalardaki oynaklıklar ve TL'deki sağlıksız fiyat oluşumlarına karşı TCMB yılın ilk yarısında kısa süreliğine fonlamasını %25,50'den sağladı

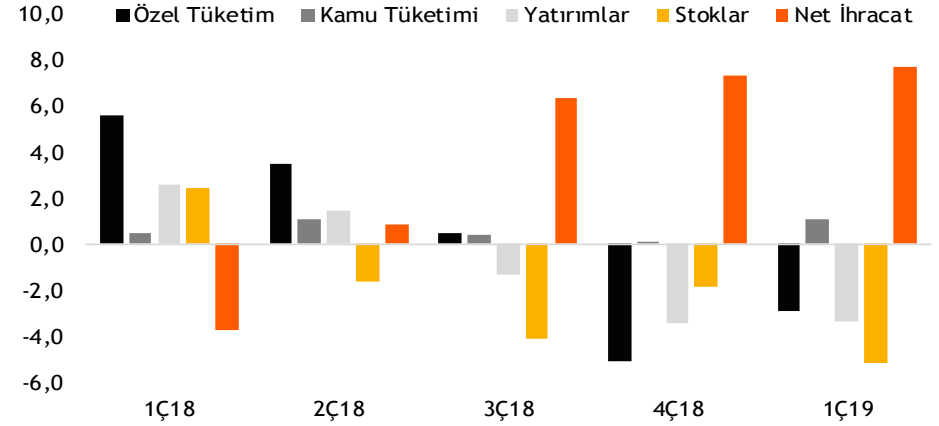


Brüt rezervlerde yeniden toparlanma gözleniyor



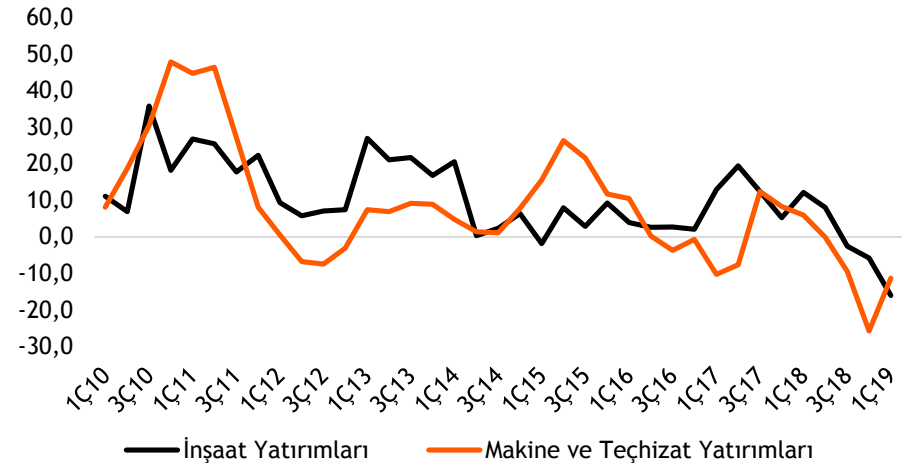
- ❑ Mart ayında açıklanan verilere göre 2018'in son çeyreğinde %3 daralan Türkiye ekonomisi, 2018 yılının tamamında %2,6 büyüme kaydetti. İç talepteki zayıflık ile sert gerileyen ithalat ve TL'deki değer kaybının da katkısıyla artan ihracat hacmi sayesinde net ihracat, ekonomik büyümeye tarihin en güçlü katkısını yaparken, tüketim harcamalarındaki ve yatırımlardaki gerileme nedeniyle çeyreklik bazda daralan ekonomi teknik resesyona girmiş oldu.
- ❑ 2019'un ilk çeyreğinde ise ekonomi yıllık bazda %2,6 daralırken, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış veriler bir önceki çeyreğe göre %1,3 büyümeye işaret etti. Harcama yöntemiyle hesaplanan bileşenler incelendiğinde, yıllık bazda net ihracatın olumlu katkısı devam ederken, **kamu harcamalarındaki %7,2 artış ekonomideki daralmayı sınırladı**. Hane halkı tüketim harcamaları ise çeyreklik bazda bir miktar toparlanmaya rağmen yıllık bazda gerilemeye devam etti.
- ❑ 2018'in ikinci yarısından itibaren zayıf seyreden ekonomik aktivite, sıkılaştan finansal koşullar ve yerel seçimlerin yarattığı belirsizlik ile yatırım iştahındaki zayıf seyir, 1Ç19'da yatırım harcamalarını olumsuz etkilemeye devam etti. İnşaat yatırımları yıllık bazda %16 daralırken, makine ve teçhizat yatırımları %11,3 düşüş kaydetti.
- ❑ 2Ç18'den bu yana stok değişiminin büyümeye katkısı negatif gerçekleşiyor. İç talepteki zayıf seyir ve yatırımlardaki düşüş firma satışlarının stoklardan yapılan kısmının artmasına neden oldu. Stoklardaki daralmanın 4Ç18'de bir miktar toparlansa da 1Ç19'da tekrar belirginleşen stoklardaki daralma, üreticilerin talepteki zayıflığın devam etmesini beklediğini gösteriyor. Stok erimesindeki artışa karşın, üretim göstergelerinin de belirgin bir toparlanmaya işaret etmemesi önümüzdeki döneme ilişkin riskleri artırıyor.

Net ihracatın büyümeye güçlü katkısı devam ediyor



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

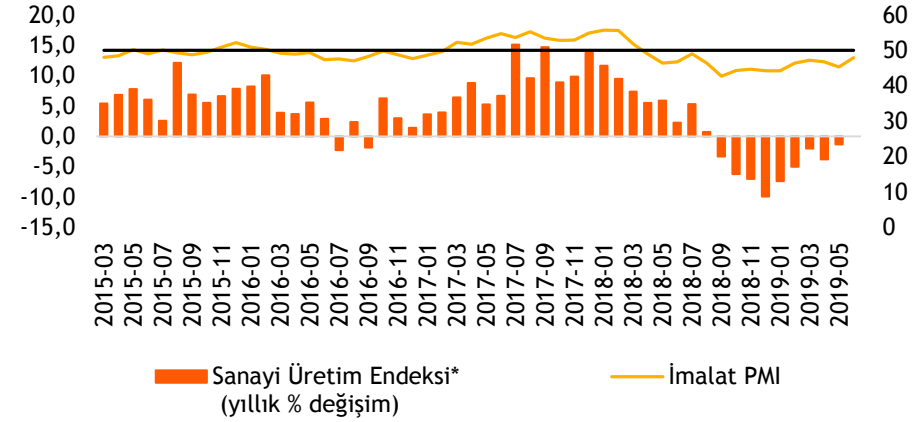
İnşaat yatırımlarındaki daralma derinleşiyor



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

- Büyümenin öncü göstergelerinden olan sanayi üretiminde yılın ilk çeyreğindeki düşüş hız kesmiş ve arındırılmış veriler aylık bazda birikimli olarak %4,6 büyüme kaydetmişti. Yılın ikinci çeyreğine başlarken, sanayi üretimindeki gerilemenin tekrar hızlanması ve PMI verilerinin nisan ve mayıs aylarında sektörde zorlu koşulların devamına işaret etmesi üretim dinamiklerine ilişkin endişeleri artırdı. Buna ek olarak **ikinci çeyrekte 2018'den gelen yüksek baz etkisinin devamı ile birlikte sanayi üretiminde yıllık bazda gerilemenin sürmesini bekliyoruz.** Ana sanayi grupları arasında daralmanın özellikle yoğunlaştığı ara malı ve sermaye malı üretiminde büyüme için yılın ikinci yarısında finansal koşullardaki gevşeme, üretici maliyetlerindeki düşüş ve üretici güveninin yeniden tesis edilmesinin önemli olduğunu düşünüyoruz.
- Yüksek seyrini sürdüren enflasyon, finansal koşullardaki sıkılık ve tüketici güvenindeki zayıflık yılın ilk yarısında hane halkı tüketim göstergelerindeki zayıflığın devam etmesine neden oldu. Beyaz eşya, mobilya ve otomotivde 2018 Kasım ayında başlayan ve 2019 Haziran sonunda biten vergi indirimlerine rağmen, **yüksek seyreden kredi faizleri ve beklentilerdeki bozulma iç talebi baskıladı.** İç tüketimin önemli göstergelerinden olan perakende satış endeksinde yılın başından bu yana görülen gerilemenin nisan ayında hız kazanması da tüketim dinamiklerinin yılın ilk yarısında zayıf kalmaya devam ettiğini teyit etti. Yılın ikinci yarısında enflasyondaki düşüşün etkisiyle finansal koşullarda beklediğimiz gevşeme ile kredi faizlerinin de kademeli olarak gerileyeceğini ve tüketici talebinde bir miktar toparlanma yaşanacağını düşünüyoruz.
- Yılın ikinci yarısında; finansal koşullardaki gevşemenin hem üretim hem de tüketimi desteklemesini beklemekle birlikte, ekonomideki toparlanmanın ılımlı gerçekleşmesini bekliyoruz. 2019 yılının başında, ikinci çeyrekten başlayarak ekonominin yeniden ivme kazanması beklentimiz ile %1,5 olan büyüme tahminimizi, yılın ikinci çeyreğinde öncü göstergelerin aktivitedeki yavaşlığın devamına işaret etmesi ve toparlanmanın daha ılımlı gerçekleşeceği beklentimiz ile %0,5 olarak güncelliyoruz.

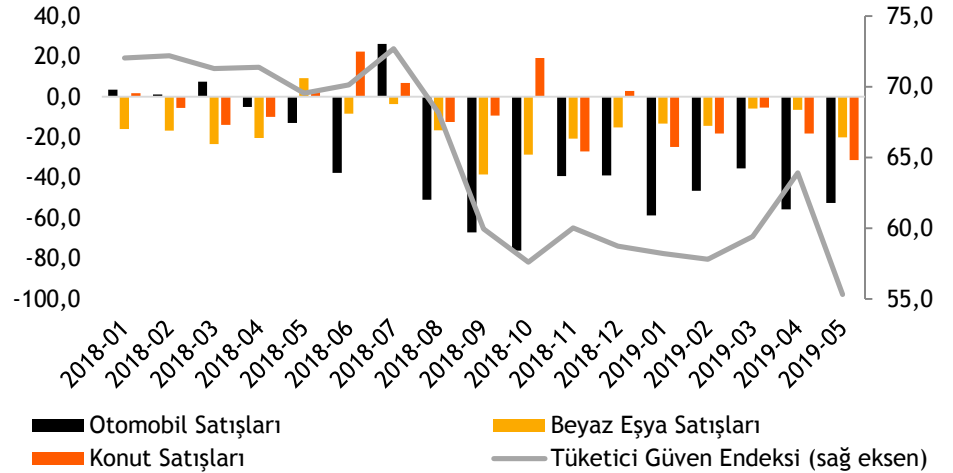
İmalat sanayide dipten dönüş nisan ayında kesintiye uğradı



*Sanayi Üretim Endeksi verileri takvim etkisinden arındırılmıştır.

Kaynak: TÜİK, ISO

Vergi teşviklerine rağmen satışlardaki daralma yılın ilk yarısında sürdü

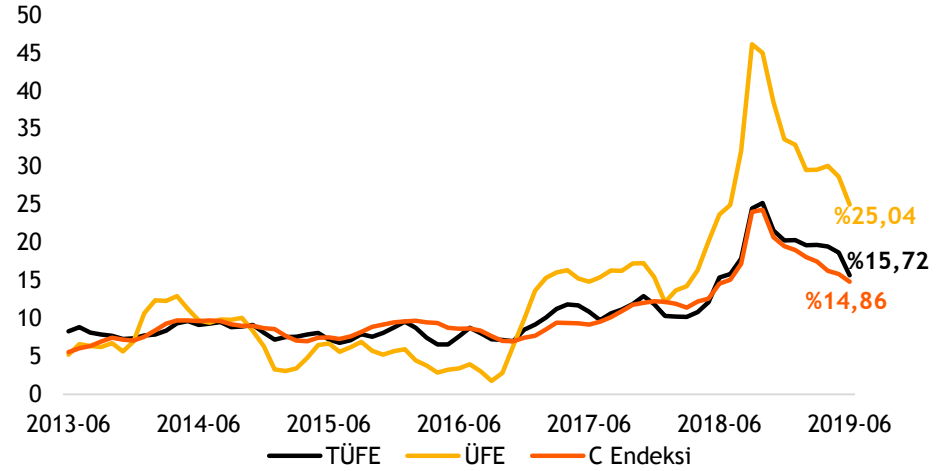


*Veriler yıllık % değişimi göstermektedir.

Kaynak: SBB, TÜİK

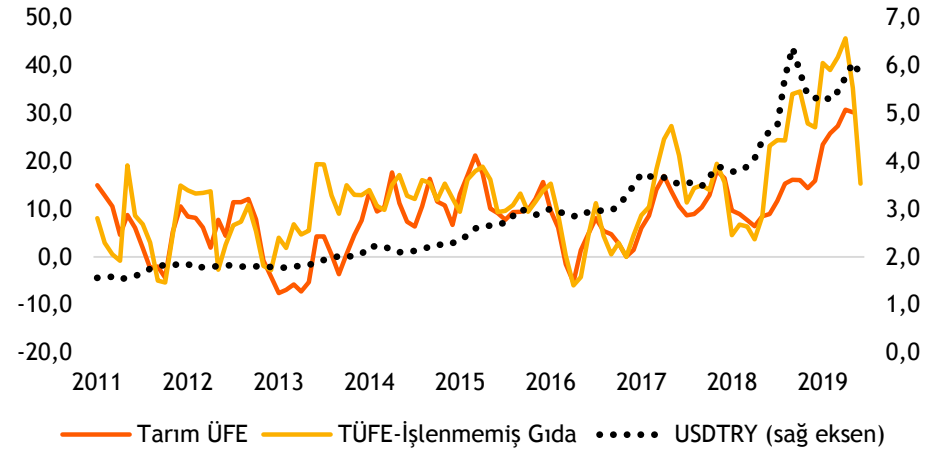
- 2019'un ilk çeyreğinde tüketici enflasyonunda yatay bir seyir izlerken, maliyetlerdeki birikimli artışın da etkisiyle gıda grubunda fiyat artışlarının etkili olduğunu gördük. İkinci çeyrekte itibaren ise, mevsimsel koşulların etkisiyle gıda ve giyim grubundaki düşüş ve talep koşullarındaki zayıflıktan kaynaklanan etkilerin belirginleşmesi ile enflasyon oranındaki düşüş hızlandı. Haziran ayı itibarıyla yıllık enflasyon %15,71'e gerileyerek son 1 yılın en düşük verisini kaydetti.
- 2019'un ilk yarısında maliyet baskılarının görece azalması üretici fiyatlarında düşüş eğilimini desteklerken, emtia ve gıda fiyatlarındaki dalgalı seyir ÜFE üzerinde belirleyici oldu. Haziran ayı itibarıyla %25,04 olarak gerçekleşen üretici fiyat enflasyonu yıl içindeki gerilemeye rağmen endeks tarihinin en yüksek seviyelerinde bulunuyor. Yılın kalanında TL'deki dengeli seyrin maliyetlerdeki düşüşü destekleyeceğini ve olumlu mevsimsel koşullar ile gıda fiyatları tarafındaki baskının da azalacağını düşünüyoruz.
- Gıda fiyatları ile mücadele:** Gıda ve alkolsüz içecekler grubu TÜFE'de %23,29 ağırlığa sahipken, gıda ürünleri grubunun ÜFE'deki ağırlığı %19,33 oranında bulunuyor. Bu nedenle gıda fiyatlarındaki dalgalanmalar hem üretici hem tüketici fiyatları üzerinde önemli rol oynuyor. İşlenmemiş gıda fiyatları nisan ayında yıllık %45,69 ile endeks tarihinin en yüksek artışını gerçekleştirirken diğer tarafta TARIM-ÜFE de yıllık %30,75 artış ile rekor kırdı. Tarımsal üretimde gübre, tohum, mazot ve ilaçta ithale olan bağımlılık tarımsal üretimdeki kırılganlıkları artırıyor. Plansız üretim nedeniyle çeşitli ürünlerde kimi yıllarda arz fazlası/eksisi yaşanması fiyat ayarlamalarında sorun yaratırken üreticinin gelecek beklentilerini de olumsuz etkiliyor. Şubat ayında başlatılan tanzim satışlar ve enflasyon ile mücadele programı gibi fiyat ayarlamalarından ziyade yapısal düzenlemelerinin ve kalıcı çözümlerin gıda fiyatları ile mücadelede kritik önem taşıdığını düşünüyoruz.

Yıllık enflasyondaki gerileme haziran ayında belirginleşti



Kaynak: TÜİK

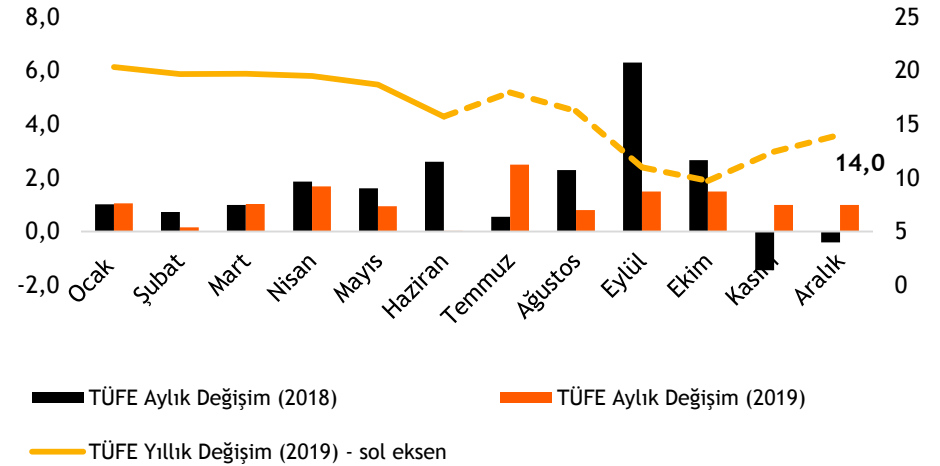
TL'nin seyri işlenmemiş gıda fiyatlarını ve tarımda maliyetleri etkiliyor



Kaynak: TÜİK

- Yıllık enflasyondaki gerilemenin yılın üçüncü çeyreğinde belirginleşmesini bekliyoruz. Ağustos, eylül ve ekim aylarında, yüksek baz etkisinin enflasyondaki düşüşte belirleyici olacağını, gıda fiyatlarındaki mevsimsel düşüşün de enflasyondaki gerilemeyi destekleyeceğini düşünüyoruz. Ancak, yılın son iki ayında baz etkisinin terse döneceği ve enflasyonu yukarı yönde etkileyeceğini de göz önünde bulundurmak gerekiyor. Bu doğrultuda; TL'deki dengeli seyrin devam edeceği ve petrol fiyatlarında anormal fiyatlamalar yaşanmayacağına yönelik beklentilerimiz doğrultusunda **2019 yıl sonu enflasyon tahminimizi %15,0'dan %14,0'a revize ediyor, önümüzdeki dönemde enflasyona ilişkin aşağı yönlü risklerin daha belirgin olduğunu düşünüyoruz.**
- Yılın ikinci yarısında enflasyonda beklediğimiz düşüşün en büyük tetikleyicisinin 2018 yılının baz etkisi olduğunu göz önünde bulundurarak, enflasyonda baz etkileri haricinde kalıcı iyileşme hedefleyen TCMB'nin temmuz ayında başlamasını beklediğimiz faiz indirimlerinde agresif davranmayarak manşet enflasyon ve çekirdek göstergelerin ana eğilimlerini izleyeceğini düşünüyoruz. Bu beklentilerimize ek olarak, son dönemde küresel konjonktürün TCMB için faiz indirimlerinde daha geniş bir alan yaratmış olması nedeniyle yıl sonuna kadar 400 baz puan olan indirim beklentimizi 500 baz puana yükseltiyoruz. **Politika faizinin yıl sonunda %19 seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz.** Yılın ikinci yarısında enflasyondaki gerilemenin beklentilerden yüksek olması durumunda TCMB'nin faiz indirimlerinde daha hızlı davranabileceğini düşünüyoruz.
- TCMB'nin enflasyon beklentileri:** 2019 yılının ilk yarısında sıkı parasal duruşunu koruyan TCMB, yılın ikinci enflasyon raporunda yıl sonu enflasyon beklentisini %14,6'da sabit tuttu. Enflasyon beklentilerinde etkili olan petrol fiyatları, ithalat fiyatları ve yıl sonu gıda enflasyonu beklentilerini yukarı yönde güncellemesine rağmen TCMB, ana eğilimde bir önceki rapor dönemine göre görülen iyileşme ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarının enflasyonu sınırlayıcı etkisi nedeniyle enflasyon beklentilerinde değişikliğe gitmedi.

Enflasyonda gerileme baz etkisi ile belirginleşecek



* TÜFE aylık ve yıllık değişiminde 2019 Haziran ayı sonrası veriler VKY tahminleridir.

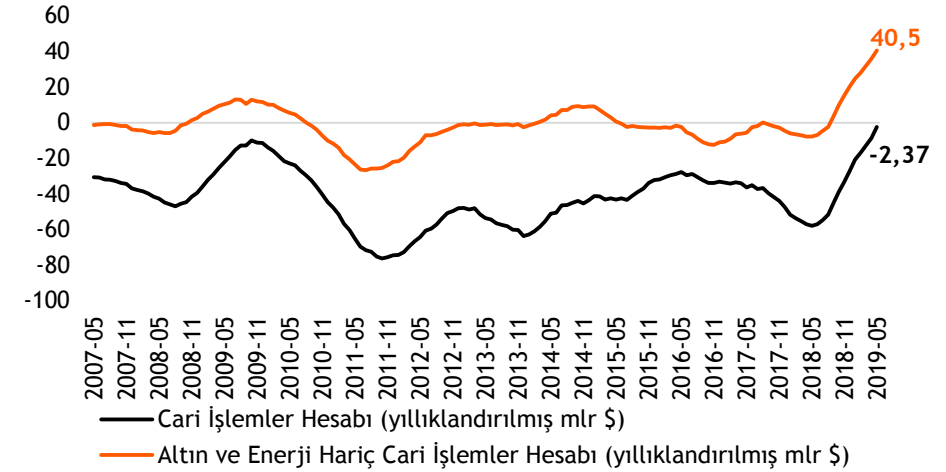
Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

TCMB Enflasyon Raporu Tahminleri	Ocak 2019		Nisan 2019	
	2019	2020	2019	2020
Petrol Fiyatları (₺ Ortalama \$)	63,1	63,8	▲ 67,2	▲ 66,2
İthalat Fiyatları (₺ Yıllık ortalama % değişim)	-2,2	1,5	▲ 0,0	▼ 0,8
Gıda Enflasyonu (₺Yıl sonu % değişim)	13,0	10,0	▲ 16,0	▲ 11,0
Enflasyon Oranı (₺Yıl sonu)	14,6	8,2	↔ 14,6	↔ 8,2

Kaynak: TCMB Enflasyon Raporu 2019-I/2019-II

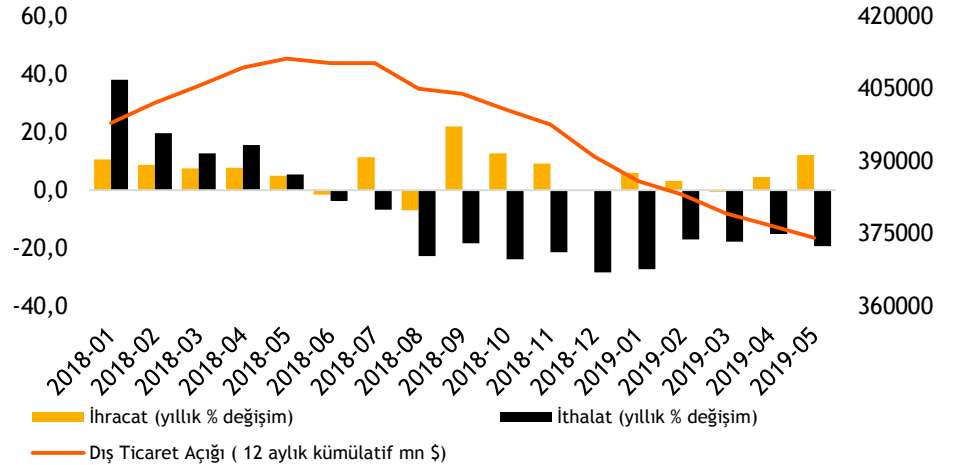
- Ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın etkisiyle cari işlemler açığında 2018 Haziran ayında başlayan iyileşme eğilimi 2019'un ilk beş ayında da devam etti. Böylece 12 aylık cari işlemler açığı 2,37 mlr \$'a gerileyerek 2002 Kasım ayından bu yana en düşük seviyede gerçekleşmiş oldu. Cari dengedeki temel eğilimi gösteren altın ve enerji dışı cari fazlanın 40,5 mlr \$'a yükselmesi de cari açığı iyileştirmeyi teyit etti.
- İthalat, iç talep ve yatırımlardaki zayıf seyir nedeniyle 2018 Haziran ayından bu yana yıllık bazda düşüş gösteriyor. 2019'un ilk beş ayında yatırım malları ithalatında %24,4, ara malı ithalatında %16,2, tüketim malları ithalatında ise %35,5 düşüş yaşanırken, ithalattaki bu daralmaya karşılık ihracat oranındaki artış ile 2019 Mayıs ayı itibarıyla 12 aylık dış ticaret açığı 31,5 mlr \$'a gerileyerek 2004 Ağustos ayından bu yana en düşük seviyede gerçekleşti. Önümüzdeki dönemde; ithalat için talepteki toparlanmanın hızı, ihracat için ise en büyük ticaret ortağımız olan AB ekonomisindeki gelişmelerin önemli olduğunu düşünüyoruz.
- Dış ticaretteki olumlu seyrin yanında artan turizm gelirleri ile hizmetler dengesi kaynaklı gelirlerin artışı da cari dengeyi destekliyor. Yaz aylarında turizm gelirlerindeki artışın belirginleşmesini ve üçüncü çeyrekte cari dengeye katkısının artmasını bekliyoruz. Böylece yıl sonunda cari açık/GSYH oranının %1,5-2 aralığında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Cari dengedeki iyileşmenin seyrinde ekonomik aktivitedeki toparlanmanın hızının etkili olacağını düşünüyoruz.
- TL'nin seyri dış ticarete belirleyici oluyor: Ağustos 2018'de yaşanan kur hareketi ardından TL'nin dalgalı seyri, iç talep azalmasıyla birlikte ithalattaki düşüşe destek veriyor. Ancak, kurlardaki dalgalı seyir ve değer kaybı ihracatçıları satış kanalından olumsuz etkiliyor. İhraç edilen mallardan kazanılan birim miktarı gösteren ihracat birim değer endeksi 2018 Ağustos ayından bu yana geriliyor. Artan ihracat oranına rağmen birim değer endeksinin gerilemesi, daha çok ürünün daha ucuza satıldığını gösteriyor.

Cari dengedeki iyileşme sürüyor



Kaynak: TCMB EVDS

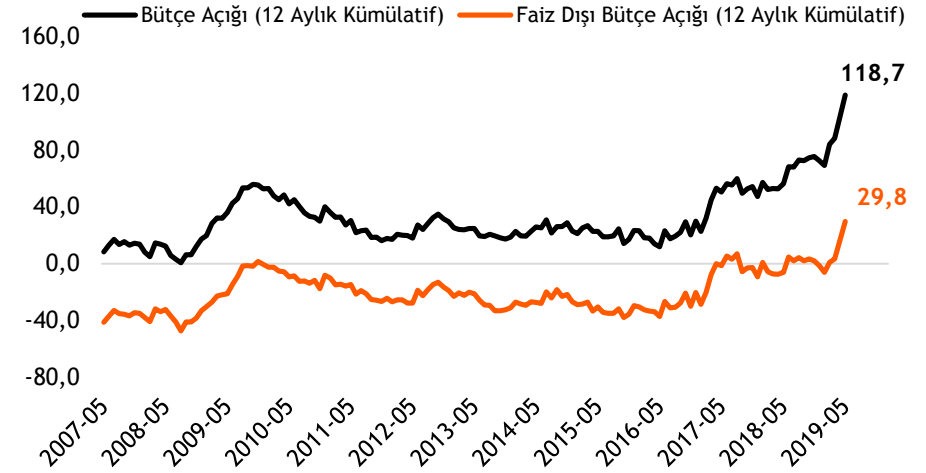
Dış ticaret açığındaki daralma cari dengedeki düşüşü destekliyor



Kaynak: TCMB EVDS

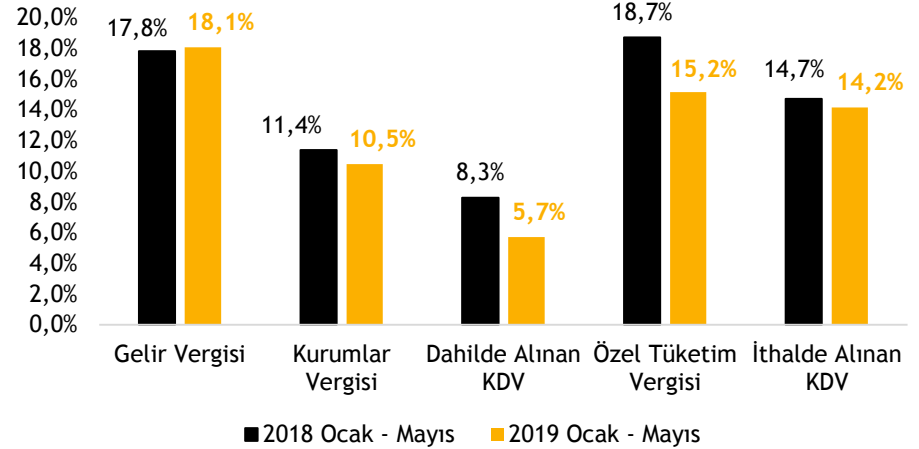
- ❑ Bir Maastricht kriteri olan “Bütçe Açığı/GSYH” oranı Türkiye ekonomisinin en güçlü çıpalarından birisi ve uzun yıllardan beri hem birçok Avrupa ülkesinden daha iyi hem de Maastricht kriterinde belirlenen %3 sınırın altında bir seviyededir. Bununla birlikte, son dönemlerde bütçe dengesinde görülen bozulma işaretleri Türkiye’nin önemli bir çıpasını kaybetmesi yönündeki endişeleri artırmaktadır.
- ❑ 2018 yılında yavaşlayan ekonomik aktivite ve zayıf talep koşulları ile azalan bütçe gelirleri ve artan kamu harcamalarına bağlı olarak genişleme eğilimine giren bütçe açığına rağmen; bedelli askerlik, vergi yapılandırması ve imar barışı gibi tek seferlik gelir yaratan uygulamalarla yılsonu bütçe hedefi tutturulmuş ve Bütçe Açığı/GSYH oranı %2 seviyesinde gerçekleşmişti.
- ❑ Yılın ilk yarısında da genişleme eğilimini devam ettiren bütçe açığı TCMB’nin ocak ve mart aylarında Hazineye aktardığı toplam 37,4 mlr TL karın yanında, vergi yapılandırması ve imar barışının uzatılması gibi uygulamalarla sağlanan 6,7 mlr TL’lik tek seferlik ek gelire rağmen ilk beş ayda 66,5 mlr TL olarak gerçekleşti. Böylece 2019 yılının tamamı için hedeflenen 80,6 mlr TL’nin %82,5’ine ulaşılmış oldu.
- ❑ 12 aylık dönemde ise bütçe açığı 118,7 mlr TL’ye ulaşarak tarihi rekor seviyesine yükselirken, faiz dışı dengenin de rekor seviyelere ulaşması bütçe dengesindeki bozulmayı teyit etmektedir. Yılın kalanında, haziran ayı ile sona eren ÖTV ve KDV indirimlerinin ve ekonomide beklenen ılımlı toparlanmanın vergi gelirleri üzerinde olumlu etkisi olabileceğini düşünüyoruz. Bütçe disiplininin önümüzdeki dönemde yakından izleneceğini düşünmekle birlikte yılın ilk beş ayında %3,1 olarak hesapladığımız **Bütçe Açığı/GSYH’nin** yılın sonunda da %3 seviyesine yakın gerçekleşmesini bekliyoruz.

Faiz dışı açığı artışı hazinenin borçlanma yükünü artırıyor



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Vergi gelirlerinin toplam gelirlere oranı



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

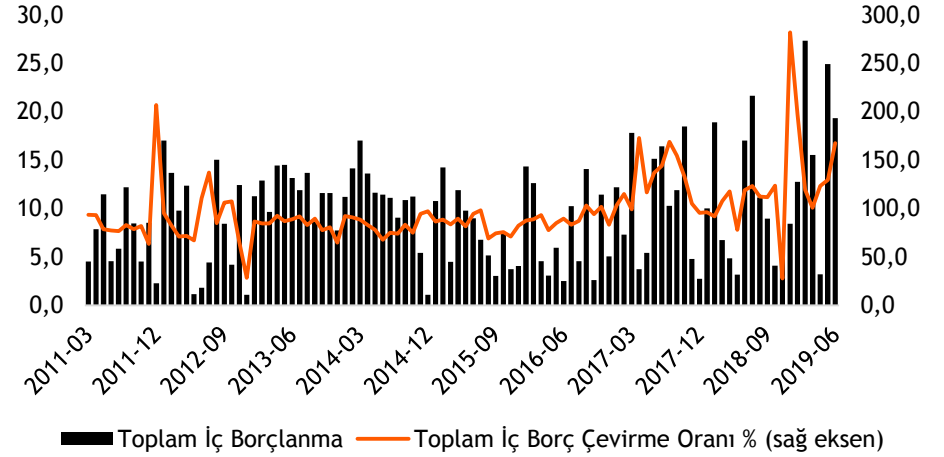
Hazine Nakit Gerçekleşmeleri (mn TL)	2018 Ocak-Haziran	2019 Ocak-Haziran
Gelirler	363.509	417.735
Giderler	405.477	497.960
Faiz Dışı Denge	-9.653	-30.106
Nakit Dengesi	-38.307	-77.863
İç Borçlanma (Net)	-3.145	15.818
Dış Borçlanma (Net)	24.408	62.378

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

- 2019'un ilk yarısında hazine giderleri 2018'in aynı dönemine göre %23 artış gösterdi. Özellikle faiz dışı giderlerin artışı ile faiz dışı açığın genişlemesi kamu borçlanma ihtiyacını artırdı. Öte yandan maliyetlerdeki artış ile birlikte, 2019'un başından bu yana %100'ün üzerinde seyreden iç borç çevirme oranı haziran ayında %168'e yükseldi. **Hazine'nin piyasaya ödediği borçtan daha fazla tutarda borçlanması, özel sektör borçlanma kaynaklarını azaltırken, faizler üzerinde de yukarı yönlü baskı oluşturmuyor.**
- 2019 yılında toplam borçlanma limiti 81,7 mlr TL seviyesinde bulunuyor. Yılın ilk beş ayında 67,9 mlr TL net borçlanma ile bu limitin %83'üne ulaşılmış oldu. 2019 yılında toplam 8 mlr \$ olarak planlanan dış borçlanma yılın ilk yarısında 8,7 mlr \$ olarak gerçekleşti.
- 2019'un ilk yarısında bütçe açığı ve finansmanına yönelik endişelerin arttığını ve verilerin bu endişeleri teyit ettiğini görüyoruz. Bununla birlikte, mart ayı sonunda %31,8 olan AB tanımlı genel yönetim Borç Stoku/GSYH oranı, beş yıllık ortalamalarının (%29) üzerinde olsa da halen birçok Avrupa ülkesindeki oranlardan iyi durumda. Yılın ikinci yarısında, bütçe açığındaki genişlemenin ve faiz dışı ödemelerdeki artış ile borçlanma kalitesinde görülen bozulmanın düzeltilmesine yönelik maliye politikalarının yakından izleneceğini düşünüyoruz.

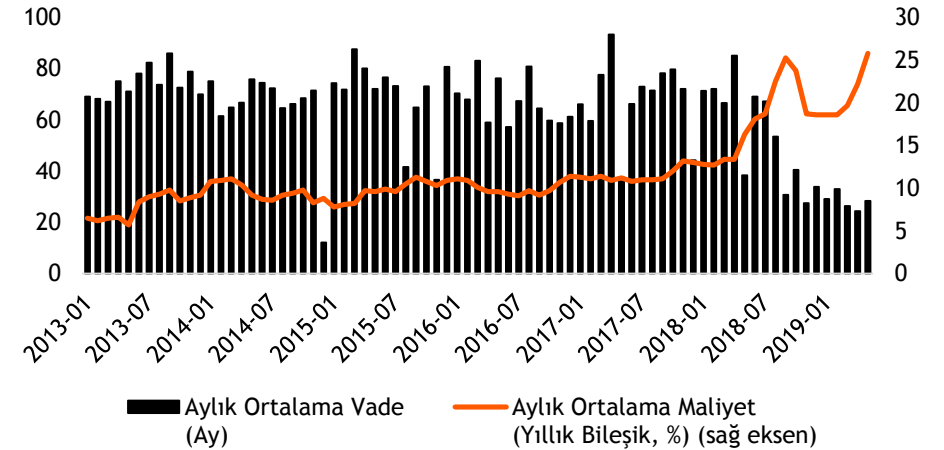
*Borçlanma limiti, Hazine'nin ihtiyaçları dahilinde yıl içinde borçlanma tutarının %10'u kadar, yani 2019 yılı hesaplamalarına göre 8,1 mlr TL artırılabilir.

İç borç çevirme oranı %168'e yükseldi



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Hazine iç borçlanmasında vade azalırken, maliyetler yükseliyor



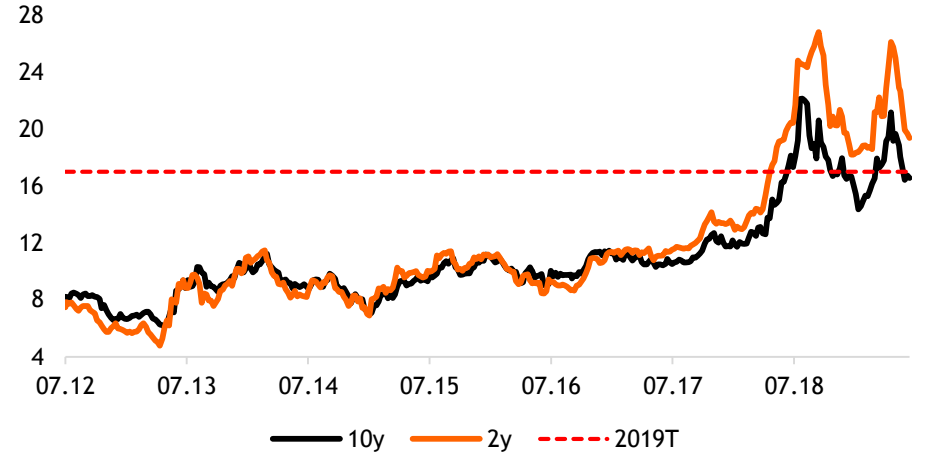
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

Sabit Getirili Piyasalar

- ❑ Tahvil
 - ❑ Tahvil faizlerinde gerileme sürecektir...
 - ❑ İkinci yarıda 500bp faiz indirimi bekliyoruz...
- ❑ Mevduat & Eurobond
- ❑ Döviz & Altın – 2019 altın yılı olmaya aday...
- ❑ Bilgi Kutusu – İlk yarıda en çok konuştuğumuz iki kavram “CDS ve Swap”

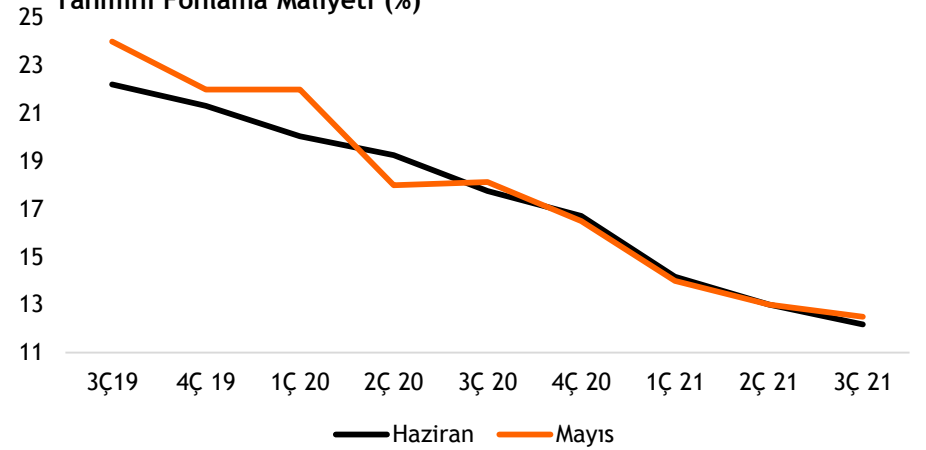
- Yılın ikinci yarısında tahvil faizlerinde düşüş öngörüyoruz - Tahvil faizleri, 2019 yılına düşüşle başlasa da özellikle Mart ayından itibaren TL'nin değer kaybetmesi ve risk iştahının azalmasıyla birlikte yeniden yükseliş trendine girdi. Haziran ayıyla beraber enflasyonda gerileme süreci ve G20 zirvesi ardından piyasalarda risk iştahındaki artışla birlikte yeniden yılbaşındaki seviyelerine gerileyen faizler, yılbaşından bugüne yaklaşık 800 baz puanlık dalgalanmayla %17-25 bandında seyretti.
- Temmuz ayından itibaren, i) Hazine'nin iç borç ödeme yükü azalacağından iç borç çevirme oranının %90'lara gerileyecek olması, ii) enflasyondaki gerileme eğiliminin baz etkisiyle de olsa belirginleşmesi, iii) küresel merkez bankalarının genişlemeci para politikası adımlarını artırmaları, etkisiyle yılın ikinci yarısında tahvil faizlerinde aşağı yönlü eğilim yaşanmasını bekliyoruz. Özellikle de kısa vadeli tahvil faizlerinin düşük kalarak getiri eğrisinin yataylaşacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda %14 seviyesindeki yılsonu enflasyon öngörümüzü de göz önünde bulundurarak gösterge tahvil faizinin yıl sonunda %17'ye gerilemesini bekliyoruz.

Tahvil Faizleri (%)



Kaynak: Bloomberg

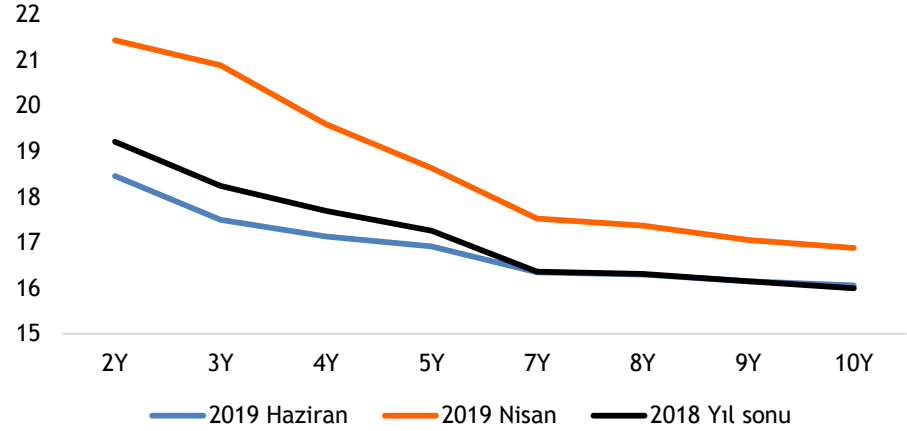
Tahmini Fonlama Maliyeti (%)



Kaynak: Bloomberg

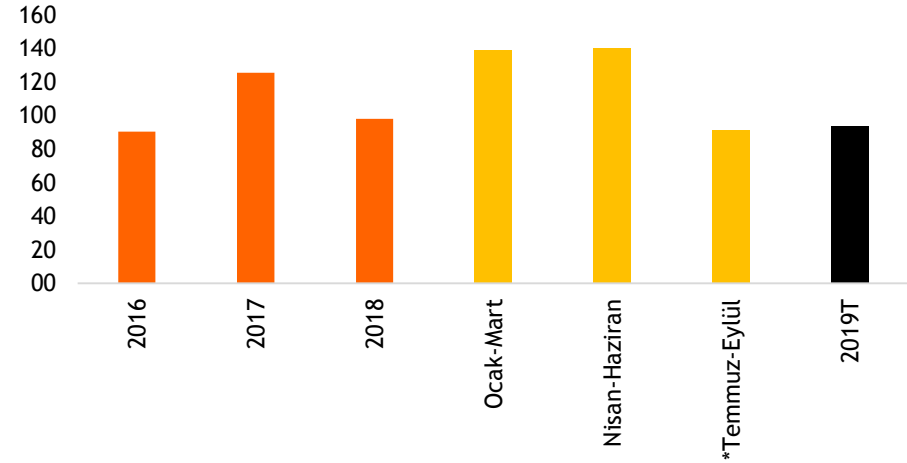
- Yılın ilk yarısında kur ve faiz tarafında yaşanan dalgalanmalara karşı, TCMB'nin proaktif adımlar atmaya çalıştığını izledik. İlk yarıda sıkı para politikasını koruyan TCMB aynı zamanda kurdaki oynaklığı önleyebilmek amacıyla iki kez haftalık repo ihalelerini iptal ederek piyasayı %25,50 seviyesinden fonladı. Bu ek sıkılaştırmalar sonrasında ise kurda gerileme eğiliminin gözlenmesiyle birlikte TCMB, bu kez de piyasa yapıcı bankalara açık piyasa işlemleri çerçevesinde likidite imkanı kullanılmaya yönünde adım atarken, likidite imkânında uygulanacak faiz oranının politika faiz oranının 100 baz puan altında olacak şekilde belirledi. TCMB yılın ilk yarısında ayrıca, TL zorunlu karşılıkların döviz tesis imkânında indirim, yabancı para zorunlu karşılıkları ise artırım yönünde aldığı kararlarla dolarizasyon sürecine de müdahale etti. Geçen sene başlayan ve yılın ilk yarısında da devam eden dolarizasyon sürecinde DTH'ların oranı %58 seviyelerine geldi. Hane halkı nezdinde görülen bu dolarizasyon sürecinin yılın ikinci yarısında devam edip etmeyeceğinin ve enflasyonun seyrinin TCMB politikaları için baz oluşturmasını bekliyoruz.
- Yıl başında yayınladığımız Strateji raporumuzda TCMB'nin yılın ikinci yarısında faiz indirimlerine başlayacağı beklentimizi paylaşmıştık. Yılın ilk yarısında enflasyon beklentimize paralel seyrederken, Haziran ayından itibaren baz etkisinin de desteğiyle düşüş sürecine girdi. Son gelişmeler ile beraber TCMB'nin Temmuz toplantısıyla birlikte faiz indirimlerine başlamasını bekliyoruz. **Bu doğrultuda politika faizinde yıl sonuna kadar 500 baz puan indirim gerçekleşerek politika faizinin %19 seviyesinde oluşacağını tahmin ediyoruz.**

Getiri Eğrisi Farkları



Kaynak: Bloomberg

İç Borç Çevirme Oranı (%)

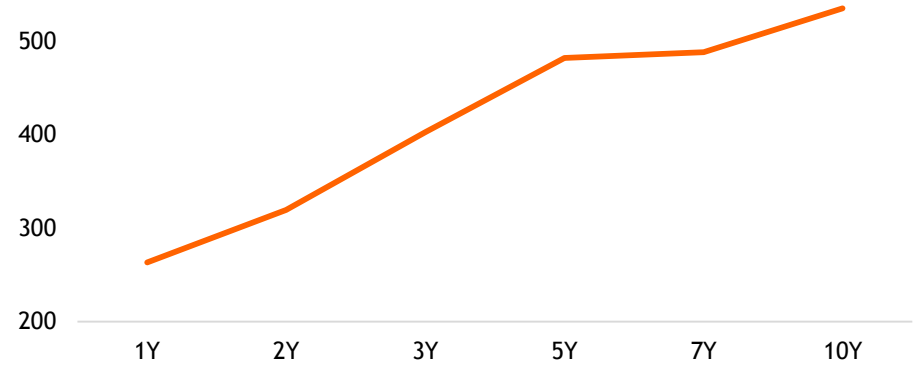


*Planlanan

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

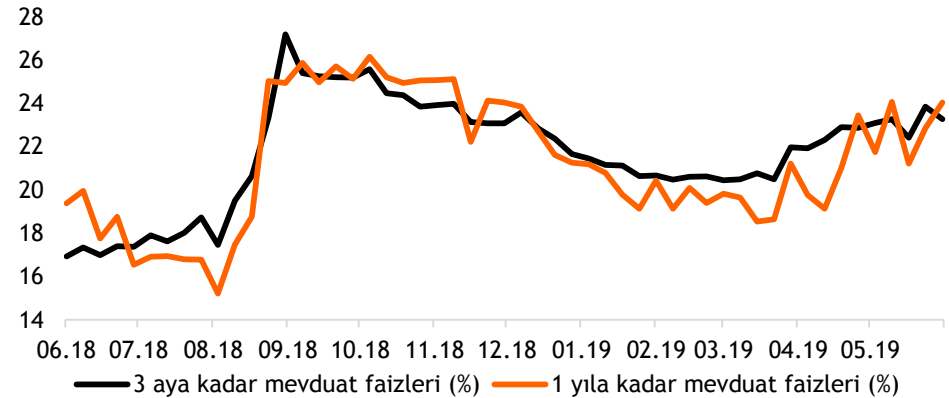
- Eurobond piyasası cazip getiri sunuyor - Ticaret savaşlarının yarattığı endişelerin ağırlıklı etkisiyle küresel ekonomiye yönelik aşağı yönlü risklerin arttığı ve büyüme tahminlerinin aşağı yönde revize edildiği bir dönemden geçiyoruz. Yılın ikinci yarısında, ABD ekonomisinde resesyon öngörmesek de yüksek büyüme döneminin duraksayacağını düşünüyoruz. ABD’de enflasyonun %2 hedefine ulaşamaması, Başkan Trump’ın FED’e faiz indirimi yönünde baskı yapması ve global ekonomik görünüme ilişkin belirsizlik nedeniyle yılsonuna kadar FED’in minimum bir kez faiz indirimi yapmasını bekliyoruz. Bu nedenle getiri eğrisinin kısa vadeli tarafında daha belirgin olmak üzere aşağı yönlü baskı oluşmasını bekliyoruz. FED’in genişleyici para politikasına devam edeceği beklentisiyle küresel risk iştahının da artmasıyla birlikte getiri eğrisinin dikleştiğini görebiliriz. **ABD tahvil eğrisine yönelik beklentimize istinaden Türkiye’nin uzun vadeli \$ cinsi tahvillerini cazip buluyor, %7-8 civarında getiri oranlarına sahip 2030-2041 vadeli Eurobond’ların cazip olduğunu düşünüyoruz.**
- **Mevduat faizinde %20'lere doğru gevşeme bekliyoruz -** 2018 yılının ikinci yarısından itibaren TL’deki değer kaybı nedeniyle TCMB’nin uyguladığı sıkı para politikası, kısa vadeli tahvil faizleriyle beraber mevduat faizlerinin de yükselmesine yol açtı. Yılın ilk yarısında %20,50 seviyelerine gelen üç ay vadeli mevduat faizleri, kurdaki yukarı eğilim ve enflasyonun gecikmeli etkisiyle %23,80'lere kadar yükseldi. Yılın ikinci yarısında kurda ılımlı seyrin ve enflasyondaki düşüşün belirginleşmesiyle beraber fonlama maliyetinin de gevşemesini bekliyoruz. Dolayısıyla gecikmeli de olsa sene sonuna kadar mevduat faizlerinde yeniden %20 seviyelerine gerileme öngörüyoruz. Diğer yandan, bankalar açısından kredi/mevduat rasyosu hala yüksek seyretse de yılın kalanında kredi iştahındaki temkinli seyrile birlikte, mevduat tarafında enflasyona endeksli ürünler ve YP mevduatı daha az cazip kılan düzenlemelerin desteğiyle, bu rasyo da normalleşme olasılığını yüksek görüyoruz. Buna karşılık, mevduat rekabetinin artmasına neden olacak ölçüde kredi talebinin oluşması, mevduat faizlerinin tahvil faizlerinden yüksek seyretmeye devam etmesini beraberinde getirebilir. Önümüzdeki dönemde tahvil piyasasında risk almak istemeyen yatırımcılar da bu ortamda TL mevduatına yönelebilir görüşündeyiz.

Türkiye USD Eurobond-ABD Tahvil Farkı (baz puan)



Kaynak: Bloomberg

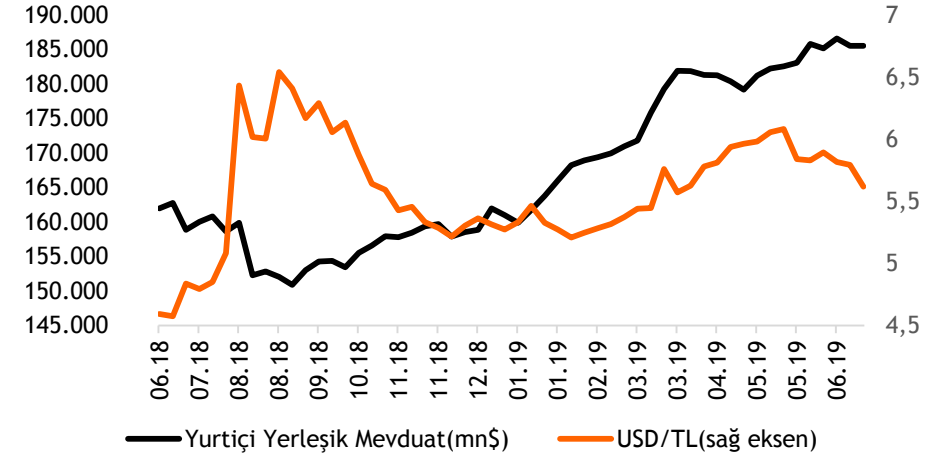
Mevduat Faizleri



Kaynak: Bloomberg

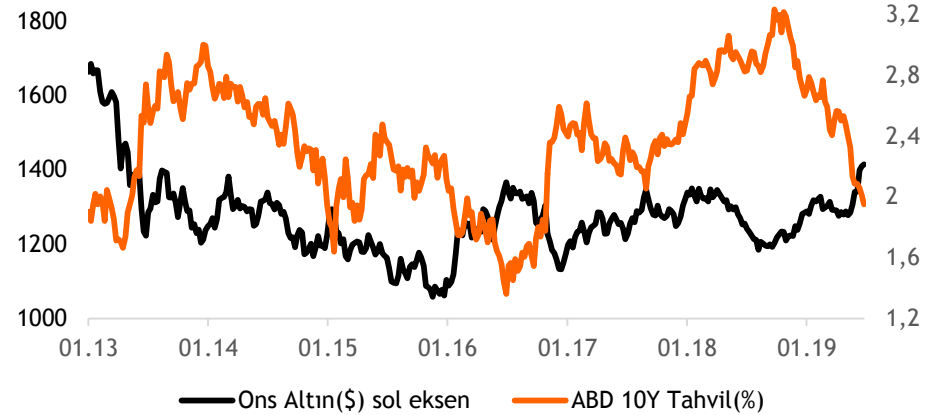
- 2018 Ağustos ayında dramatik şekilde yükselen USD/TL, 2019 yılına 5,30 seviyelerinden başladı. Yılın başında gelişmekte olan ülke rallisinden faydalanan TL, sonrasında yerel seçimler, merkez bankası döviz rezervi tartışmaları ve enflasyon beklentilerinde yükselişle birlikte değer kaybederek 6,20 seviyelerini test etti. TCMB'nin sıkı para politikası, swap piyasası, zorunlu karşılıklar başta olmak üzere aldığı bir dizi önlemler ardından ise 5,60 seviyeleri üzerinde dengelenen bir USD/TL izliyoruz. Diğer taraftan ise hem enflasyondaki yüksek seyir hem de iç ve dış siyasi gündemin yoğunluğu sebebiyle artan DTH'lar 186 mlr \$ seviyelerine ulaştı ve mevduata oranı %58 seviyelerine geldi.
- Yılın ilk yarısında enflasyon ve siyasi belirsizlik sebebiyle yurt içi yerleşiklerin artan döviz mevduatlarında, ikinci yarıda çözülme bekliyoruz. ABD'de ilk çeyrekte güçlü büyümenin ardından sonraki çeyreklere ilişkin düşük büyüme beklentileri, ABD-Çin ticaret görüşmeleri ve global büyüme endişeleriyle tüm merkez bankaları gibi FED'in gevşek para politikasına devam ederek yılsonuna kadar minimum 25 baz puan faiz indirimine gitmesini bekliyoruz. TCMB'nin de Temmuz ayında faiz indirimlerine başlayacağı beklentimiz doğrultusunda USD/TL'de yılın ikinci yarısında daha sakin bir seyir bekliyoruz ve faiz indirimlerine karşın "carry" avantajını koruyabileceğini düşünüyoruz. Sonuç olarak, TCMB'nin gevşek para politikası adımları nedeniyle zaman zaman yükselişler yaşanması riskine rağmen, enflasyonun düşüş trendine girmesi ve iç siyasi gündemin de sakinleşmesiyle beraber USD/TL'nin yılı 6,00 seviyesinin altında kapatmasını bekliyoruz.
- 2019 "Altın" yılı olmaya aday - ABD-Çin arasındaki görüşmelerin halen netleşmemesi, ABD-İran gerginliği başta olmak üzere artan jeopolitik riskler, ekonomik büyüme endişeleri ve merkez bankalarının düşük faiz politikalarına devam edecek olmalarının, Altın talebini canlı tutmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Özellikle FED'in faiz indirimlerine başlaması halinde altın fiyatlarında 2013 yılında başlayan yatay sürecin yerini yükselişe bırakarak 1.500\$/ons üzeri fiyatlamaların mümkün olduğu görüşündeyiz.

Yurtiçi Yerleşiklerin YP Mevduatı



Kaynak: Bloomberg

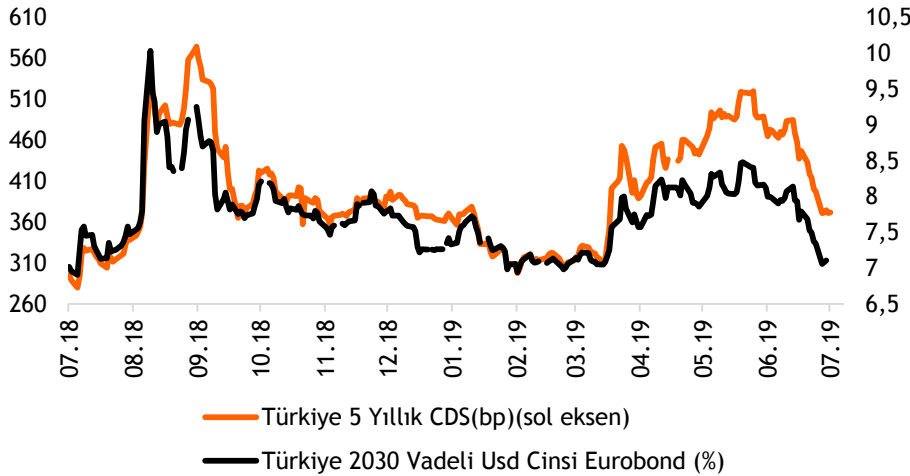
Ons Altın - ABD Tahvili



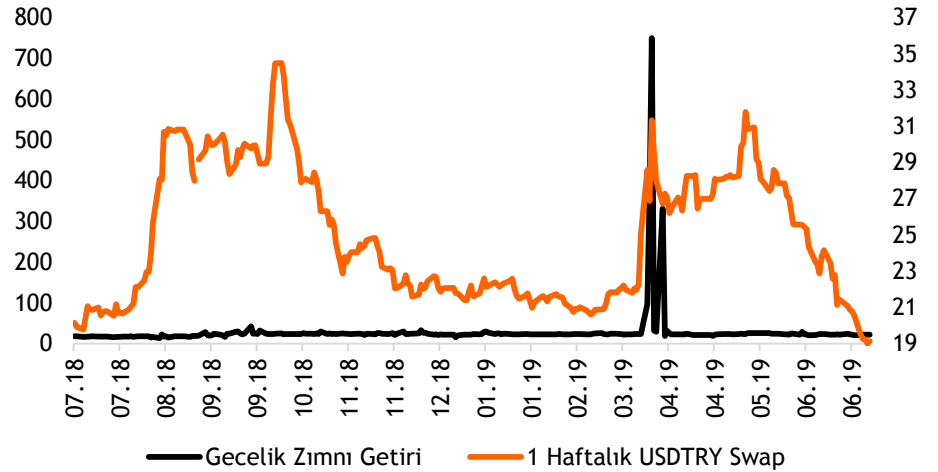
Kaynak: Bloomberg, Matrics

- 2019 yılının ilk yarısında Türkiye sermaye piyasalarında “CDS ve Swap” olmak üzere iki unsur ön plana çıktı. İlk olarak 2008 krizinde dünya çapında çokça takip edilen CDS’ler (Credit Default Swap) diğer deyişle Kredi Temerrüt Takası piyasaların yeniden odağına yerleşti. CDS , tanım olarak, daha çok tahvil ve benzeri sermaye piyasası aracı bulunduran bir yatırımcının, belli bir bedel karşılığı, vade sonundaki alacağının ödenmeme riskine karşı koruma sağlayan bir enstrümandır. Bir başka deyişle bir varlığın risk göstergesi olarak değerlendirilebilir. Günümüzde CDS primleri borçlanma maliyetleri açısından da önemli bir gösterge olarak takip edilmektedir. Aşağıdaki grafikte Türkiye 5 yıllık CDS’leri ile Türkiye USD cinsi Eurobond’ların birlikte seyri gösterilmiştir.
- Yılın ilk yarısında, özellikle Mart ayında sıkça takip edilen bir diğer sermaye piyasası aracı da ”Swap” oldu. “Swap” kelimesi; tanım olarak, değiştirmek, takas etmek anlamına gelmekle birlikte sermaye piyasaları açısından, iki aracın birbiriyle takas edildiği sözleşme olarak özetlenebilir. Döviz ve faiz swap işlemleri, piyasada karşılaşılan en yaygın swap türleridir. Swap faizi ise, bir varlığı diğer varlıkla takas ederken, katlanılan faiz oranıdır.
- Peki, biz neden takip ettik? Mart ayında USD/TL kurunda yaşanan oynaklığın ardından TCMB, döviz karşılığı TL swap piyasası ile ilgili olarak vadesi gelmemiş toplam swap satışı sınırını %10’dan %20’ye yükseltti. TCMB’nin, yabancıların spekülasyon amaçla TL’ye erişerek kısa pozisyon açmasını engellemesine dönük olduğunu düşündüğümüz bu hamlesi ise gecelik swap faizlerinin ciddi şekilde yükselerek, yabancıların TL’ye erişim maliyetinin artmasına, bu faize katlanmak istemeyen yatırımcıların ise hisse ve tahvil pozisyonlarını azaltmasına sebep oldu. TL borçlanarak kısa pozisyon alanlar, pozisyonlarını kapatmakta güçlük çekerken, TL’deki değer kazancıyla birlikte USD/TL 5,30’lara kadar geriledi.

CDS ve Yurtdışı Borçlanma Maliyeti



Gecelik Swap Faizleri



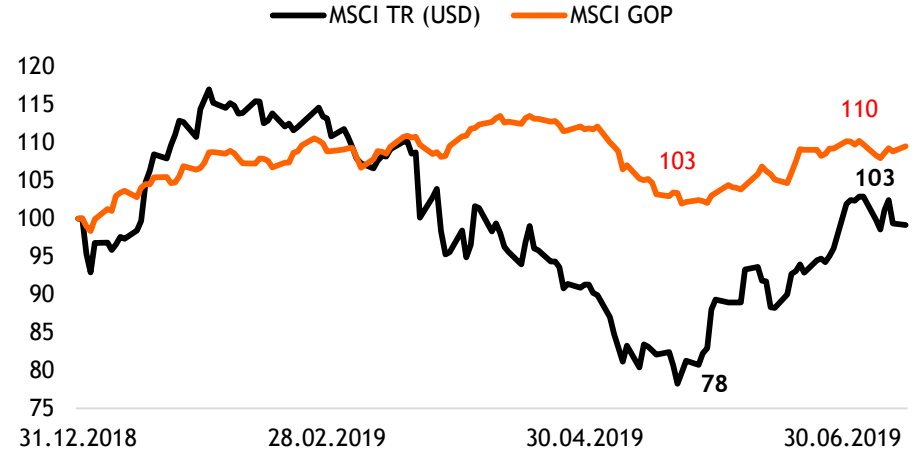
Kaynak: Bloomberg

Hisse Strateji

- ❑ Hisse Strateji Özet
 - ❑ Riskler, pozitif fiyatlamalara engel değil
 - ❑ Makro Beklentilerimiz
 - ❑ Endeks Hedefimiz
 - ❑ Hisse Model Portföy Önerilerimiz
 - ❑ Portföy Dağılımı Önerilerimiz
- ❑ 2019 ilk yarısına hızlı bir bakış...
- ❑ Ticaret savaşları ve önemli merkez bankalarının politikaları izlenecek
- ❑ ABD ile ilişkiler ve jeopolitik gelişmelerin yansımaları önemli...
- ❑ Seçimlerin Ardından...
- ❑ Bankacılık Sektörü ve MSCI Performansları
- ❑ Sanayi Şirketleri ve MSCI Performansları
- ❑ Yabancı yatırımcıların pozisyonları
- ❑ Döviz kurlarındaki değişimin şirketlere etkisi
- ❑ Hedef fiyat ve öneri değişikliklerimiz

- ❑ **Riskler, pozitif fiyatlamalara engel değil** - ABD ile Türkiye arasındaki ilişkiler, S-400 ve F-35 arasına sıkışmış görüntüsü verse de, başta Suriye, Doğu Akdeniz, FETÖ ve ticaret uygulamaları olmak üzere birçok konuda fikir ayrılıkları olduğu görülmektedir. Tüm bu sorunlara karşılık G20 zirvesi ardından Cumhurbaşkanı Erdoğan ile Başkan Trump tarafından verilen ılımlı mesajlar, MSCI Türkiye Endeksinde hızlı bir toparlanmayı beraberinde getirmiş ve MSCI Gelişmekte Olan Ülke Endeksi ile aradaki farkın kapanmasını sağlamıştır. Aynı zamanda, G20 sonrasında ABD ile Çin arasındaki ticaret görüşmelerinin devam edeceği ve önemli merkez bankalarının büyümeye yönelik riskler nedeniyle genişlemeci adımlar atacağı yönünde artan beklentiler, piyasalardaki yukarı hareketleri desteklemiştir.
- ❑ Her ne kadar, yumuşamalar görsek de önemini koruyan iç ve dış risklere rağmen, i) dünyada bol likidite ve düşük faiz ortamının devam ediyor olması, ii) içerde ekonomide yaşanan daralmaya bağlı cari açığımızın önemli ölçüde azalması, iii) enflasyondaki düşüşün yılın ikinci yarısında belirginleşecek olması iv) benzer ülkelere göre yüksek reel getiri sunmamız, v) yurt dışı benzerlerine göre Türk bankalarının %51, sanayi şirketlerinin %45 iskontolu işlem görmesi, vi) önümüzde seçimsiz dört yıllık bir dönemin olması ve bu dönemin yapısal reformlar konusunda adım atmak için bir fırsat penceresi açması, gibi nedenlerden dolayı, zaman zaman kur, faiz ve CDS'de farklı fiyatlamalar görmemize karşın Türkiye'ye yatırımcı ilgisinin devam edeceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Makro Beklentilerimiz** - Ekonominin ikinci çeyrekte yeniden ivme kazanacağı beklentisiyle yılbaşında %1,5 olan 2019 büyüme tahminimizi, öncü göstergelerin ikinci çeyrekte de ekonomideki yavaşlığın devamına işaret etmesi nedeniyle %0,5'e revize ediyoruz. TL'nin dengeli seyri, mevsimsel etkilerle gıda fiyatlarındaki aşağı eğilimin devam edeceği ve petrol fiyatlarında anormal fiyatlamalar yaşanmayacağı beklentisiyle yılsonu enflasyon tahminimizi %15,0'dan %14,0'a revize ediyoruz. Önümüzdeki dönemde enflasyona ilişkin risklerin daha çok aşağı yönlü olması ve küresel konjonktürün TCMB'ye alan yaratması nedeniyle, yılsonuna kadar 400 baz puan olan indirim beklentimizi 500 baz puana yükseltiyor ve böylece politika faizinin yılsonunda %19 seviyesinde olmasını bekliyoruz.

MSCI GOP ve MSCI Türkiye YBB Performansları (USD)



Kaynak: Bloomberg

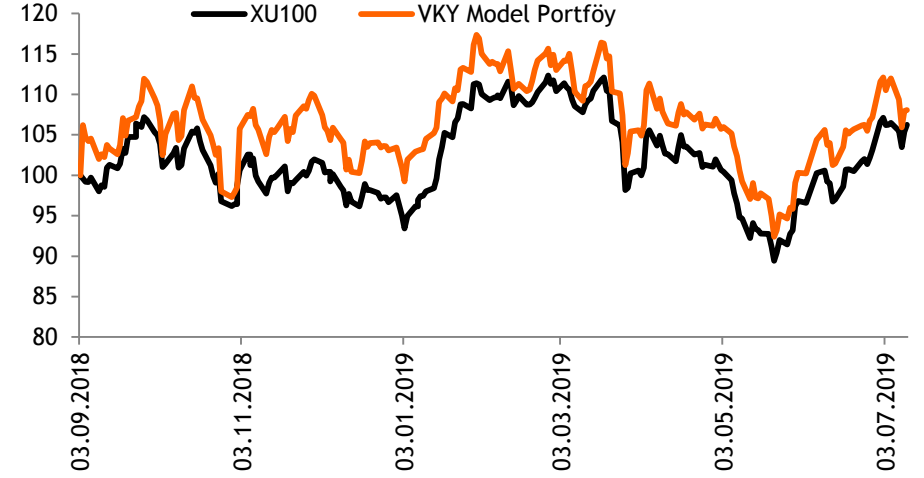
Ülke Karşılaştırması F/K ve F/DD

	F/K		F/DD	
	2019E	2020E	2019E	2020E
Hindistan	19,64	16,52	2,82	2,48
Meksika	13,20	12,60	1,85	1,71
G.Afrika	13,16	11,81	1,32	1,21
Brezilya	12,85	11,41	1,99	1,82
Çin	12,39	10,86	1,63	1,47
Macaristan	9,99	8,84	1,22	1,12
Arjantin	9,39	7,01	1,65	1,51
Rusya	5,95	5,57	0,86	0,79
Ortalama	12,07	10,58	1,67	1,51
Türkiye	6,89	5,25	0,90	0,79
İskonto/Prim	-42,89%	-50,41%	-44,23%	-46,74%

Kaynak: Bloomberg

- ❑ **Endeks Hedefimiz** - Araştırma kapsamımızda bulunan şirketler için TL bazlı değerlemelerde 10 yıllık projeksiyon dönemi için ortalama %14 risksiz faiz oranı (2019 için %18 olup, kademeli olarak azaltıyoruz) ve %6 hisse senedi risk primi kullanarak, BIST 100 endeksi için daha önce 124.000 olan 12 Aylık endeks hedefimizi değiştirmiyoruz. Piyasaya yönelik olumlu beklentilerimizin devamına bağlı olarak hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılması önerimizi yineliyoruz.
- ❑ **Hisse Model Portföy önerilerimiz** - Hisse Model portföyümüz ilk oluşturduğumuz 2018 Eylül ayından itibaren endekse göre %1,1 pozitif ayrışırken, son güncelleme tarihimiz olan 2019 Şubat ayından bu yana %2,5 negatif ayrışmıştır. Döviz kurları ve faizlerde beklediğimiz aşağı yönlü seyirden olumlu etkileneceğini tahmin ettiğimiz, aynı zamanda değerlendirme olarak cazip getiri potansiyeli sunan hisseler Model Portföyümüzde yer veriyoruz. Buna göre Hisse Model Portföyümüzü Akbank, Garanti Bankası, Migros, Türk Hava Yolları, Bizim Toptan, Aselsan, Koç Holding, Anadolu Cam ve Otokar hisselerinden oluşturuyoruz.
- ❑ **Portföy Dağılımı Önerilerimiz** - Yılın ikinci yarısına, global düşük faiz ortamının devam edeceği ve TCMB'nin de faiz indirim döngüsüne katılacağı yönündeki baz senaryomuz doğrultusunda, TL varlıklara yönelik risk iştahının artacağını tahmin etmekle birlikte, risk algısına göre üç ayrı portföy dağılımı belirledik. Baz senaryomuza göre «İlmlı Portföy»ün uygulanmasını makul görmekteyiz.

Model Portföy Performansı

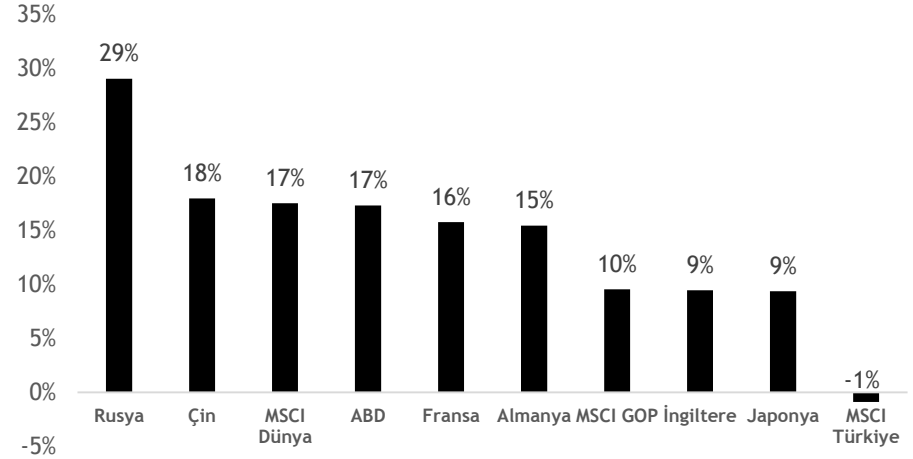


Portföy Dağılımı Önerilerimiz

Varlık	Defansif Portföy	Varlık	İlmlı Portföy	Varlık	Agresif Portföy
Tahvil-Bono	20%	Hisse Senedi	25%	Hisse Senedi	45%
Altın	20%	Altın	25%	Altın	30%
Mevduat	20%	Tahvil-Bono	15%	Tahvil-Bono	10%
Eurobond	15%	Mevduat	15%	Eurobond	5%
Döviz	15%	Eurobond	10%	Döviz	5%
Hisse Senedi	10%	Döviz	10%	Mevduat	5%

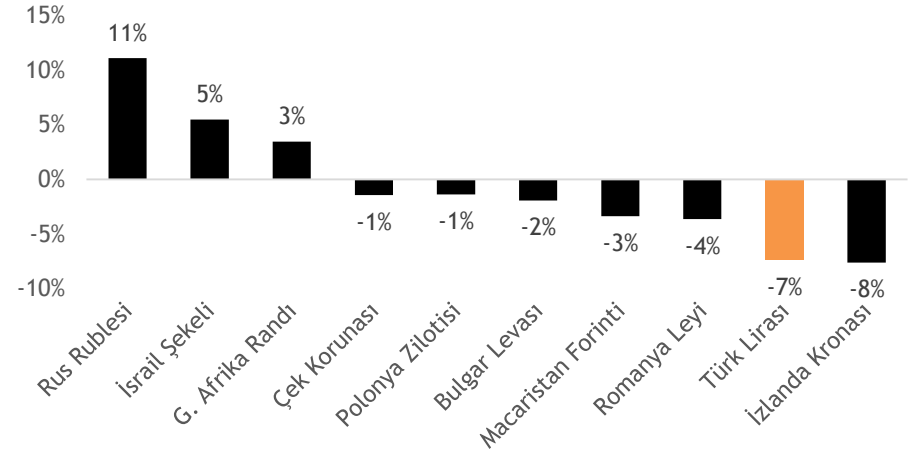
- ❑ İlk yarıda küresel piyasalardan negatif ayrıştık - 2019 yılının ilk yarısı ülkemiz sermaye piyasalarında i) ticaret savaşlarının, ii) Suriye, Kuzey Irak ve Doğu Akdeniz'de yaşanan gelişmelere bağlı olarak gündeme oturan jeopolitik risklerin, iii) Rusya'dan S400 hava savunma sistemlerinin alımına bağlı olarak F-35 başta olmak üzere ABD ile ilişkilerde yaşanan gelişmelerin, iv) yenilenen İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanlığı seçimi ile gündemi uzun süre meşgul eden yerel seçimlerin ve v) ekonomik büyüme ile ilgili kaygılara bağlı olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının genişlemeci para politikası adımlarına devam edeceği yönünde artan beklentilerinin, fiyatlandığı bir dönem oldu.
- ❑ Ticaret savaşlarına yönelik endişelerin azalması ve gelişmiş ülke merkez bankalarının genişlemeci para politikası hamlelerini artırmaya yönelik sinyallerine bağlı olarak küresel hisse senedi piyasalarında olumlu fiyatlamalar gözlenirken, söz konusu olumlu havanın yukarıda bahsettiğimiz olumsuz gelişmelerin etkisiyle yurt içi piyasalara yansımaları sınırlı kaldı. Bu dönemde, örneğin Londra swap piyasasında yatırımcıların TL likiditesine sıkışmalarına bağlı olarak swap faizleri %1300 seviyelerine kadar yükselirken, BIST tarafında son iki yılın en düşüğü olan 83.000 seviyelerinin test edildiğini gördük. Söz konusu gelişmelere rağmen BIST 100 endeksi Haziran sonu itibarıyla yıl başına göre %6 yükseldi (sanayi endeksi +%7, bankacılık endeksi +%15). TL bazında gösterilen bu performansa karşılık, TL'deki değer kaybı nedeniyle dolar bazında BIST100 getirileri küresel endekslerin gerisinde kaldı.
- ❑ Benzer ülke para birimlerine göre TL'nin değer kaybı sürdü - Yıla 5,29 seviyelerinde başlayan TL, 2 yıllık gösterge tahvil faizinin %26 seviyelerini test ettiği Ocak-Haziran döneminde benzer ülke para birimleri arasında \$'na karşı en hızlı değer kaybı yaşayan para birimi oldu. İlk yarıda \$ karşısında en yüksek 6,19 seviyelerini test eden TL, G20'deki iyimser havanın desteğiyle hızla değer kazansa da bu dönemi yaklaşık %9 değer kaybıyla tamamladı.

BİST 100 ve Global Endekslerin YBB Performansları (USD)



Kaynak: Bloomberg

TL ve Benzer Ülke Para Birimlerinin YBB Performansları



Kaynak: Bloomberg

❑ **Ticaret savaşları** - 2019'un ilk yarısında dünya gündemini en çok meşgul eden unsurlardan birisi olan ticaret savaşları konusunda G20 zirvesi öncesinde, ABD ile Çin arasındaki görüşmelerden net bir sonuç alınamayacağı beklentisi, global piyasalarda kararsız hareketleri beraberinde getirmişti. Zirvenin kapanış bildirgesinde serbest ve adil bir küresel ticaret politikası ihtiyacı vurgulanırken, ABD Başkanı Trump ve Çin Devlet Başkanı Şi'nin, iki ülke arasında ticaret görüşmelerini yeniden başlatma konusunda uzlaşmaya vardığını gördük. Görüşmeler süresince ABD'nin Çin'e ek gümrük vergisi getirmeyeceğini belirtmesi ise global piyasalar tarafından olumlu algılandı. Her ne kadar bu konuda zaman zaman gerginlik yaratması muhtemel açıklamalar yapıldığını ve bazı adımlar atıldığını görsek de global büyüme konusundaki endişeler nedeniyle ticaret savaşları konusunda daha ılımlı bir döneme girdiğimizi ve piyasalar üzerinde yarattığı baskının azaldığını düşünüyoruz. Bununla birlikte, ABD'nin Çin ile görüşmelerin ardından AB ve Japonya ile de ticaret görüşmeleri yapacağına yönelik işaretler, uzun vadede haber akışlarına bağlı olarak riskleri canlı tutmaya devam edecektir.

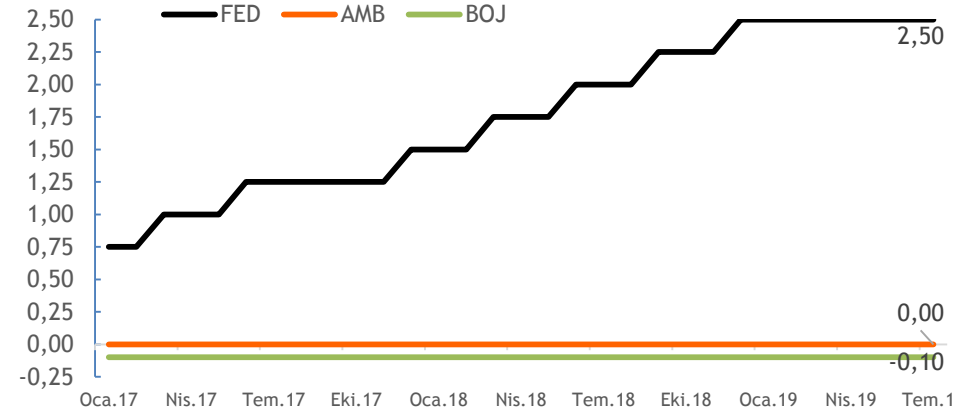
❑ **Global merkez bankalarının para politikaları** - Yıla başlarken Fed başta olmak üzere büyük merkez bankalarının genişlemeci politikaları terk ederek faizlerde artırım sürecine gireceği beklentileri ağırlıktaydı. Ancak, küresel ekonomideki zayıflığın yarattığı endişelere bağlı olarak bir süre daha düşük faiz ve bol likidite ortamının süreceğine yönelik beklentilerin arttığını görüyoruz. Hali hazırda genişlemeci politikalarını sürdüren Japonya Merkez Bankası'nın (BOJ) yanında Avrupa Merkez Bankası'nın faizleri 2020 yılı ortasına kadar düşük tutacağı açıklanırken, Fed'in Temmuz ayında 25 baz puan faiz indirimine gideceği, yılsonuna kadar da iki kez faiz indirimi yapacağı beklentileri piyasalarca fiyatlanmakta. Faiz indirimlerinin, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke borsalarını yılın kalanında destekleyecek en önemli katalizörlerden birisi olacağını düşünüyoruz. Ayrıca, Fed'in mevcut durumda bilançonu küçültme kapsamında sürdürdüğü aylık 50 mlr \$'lık sıkılaştırma politikasını sonlandırması da küresel piyasaları pozitif etkileyecektir.

Fed Faizlerine İlişkin Piyasa Fiyatlamaları

Tarih	1-1,25	1,25-1,50	1,5-1,75	1,75-2	2-2,25	Fiyatlanan
31.Tem	0,0%	0,0%	0,0%	25,5%	74,5%	2,08
18.Eyl	0,0%	0,0%	16,8%	57,8%	25,5%	1,91
30.Eki	0,0%	7,1%	34,1%	44,1%	14,7%	1,81
11.Ara	2,7%	17,3%	37,9%	33,0%	9,2%	1,71
29.Oca	6,5%	22,7%	36,6%	26,8%	6,8%	1,65
18.Mar	9,8%	25,5%	34,6%	22,7%	5,4%	1,60
29.Nis	11,6%	26,6%	33,2%	20,7%	4,8%	1,57
10.Haz	14,5%	27,8%	30,8%	17,6%	3,8%	1,52
29.Tem	15,9%	28,2%	29,4%	16,1%	3,4%	1,49

Kaynak: Bloomberg

Önemli Merkez Bankalarının Faiz Görünümü



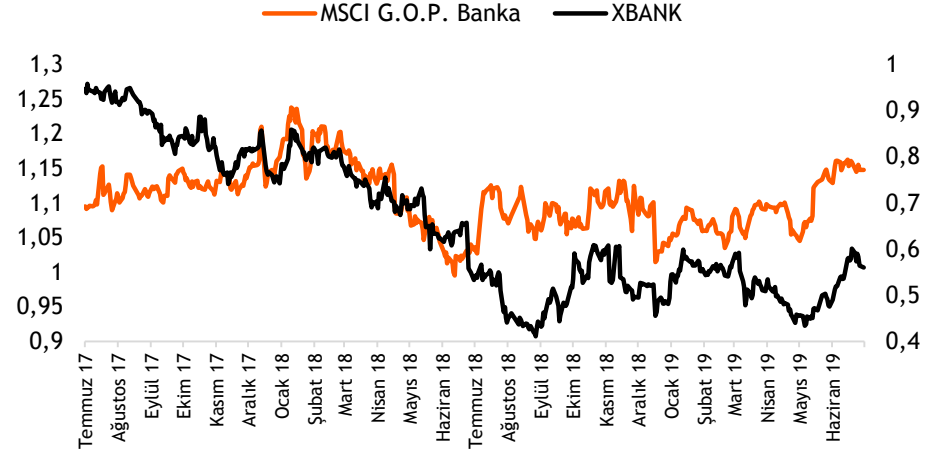
Kaynak: Bloomberg

- ❑ **ABD-Türkiye ilişkileri** -ABD ile Türkiye ilişkileri, son dönemde S-400 ve F-35 konularına sıkışmış bir görüntü çiziyor. ABD'nin Türkiye'yi S-400 füze savunma sistemi alması halinde F-35 programından çıkaracağını ve bununla ilgili olarak Temsilciler Meclisi Tahsisat Komisyonu ve Dışişleri Komisyonu'nda kararlar aldığını gördük. ABD'nin Türkiye'ye yaptırım uygulayacağı algısı, Borsa İstanbul'da yılın ilk yarısında aşağı yönlü baskıyı artıran en önemli unsur oldu. G20 zirvesinde Cumhurbaşkanı Erdoğan ve Başkan Trump görüşmesi sonrasında gelen karşılıklı açıklamalarda, tarafların birbirlerini anladığına ilişkin ılımlı yaklaşımın etkisiyle piyasalardaki baskının görece hafiflediğini, ardından da TL varlıklarda pozitif fiyatlamaların etkili olduğunu izledik. Önümüzdeki süreçte iki ülke arasında karşılıklı iş birliği ve çalışmaların süreceğini, taraflardan farklı tonda açıklamalar görsek de, diplomatik yollardan çözüm için çaba harcanacağı görüşündeyiz. Öte yandan, **ABD'nin yaptırım kararı alması halinde, söz konusu yaptırımların kapsamına göre, TL varlıklarda G20 sonrası gözlenen kazanımlara oranla daha sert olmak üzere aşağı yönlü fiyatlamaların gerçekleşme riskinin göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.**
- ❑ **ABD-İran** - Umman körfezinde petrol tankerlerine yapılan sabotajlar için ABD'nin İran'ı suçlamasıyla birlikte artan gerginlik, gözlerin yeniden bölgeye dönmesine neden oldu. İran'ın ABD'ye ait insansız hava aracını vurması ve zenginleştirilmiş uranyum limitlerini aştığı açıklamaları ise gerginliği bir kademe daha yukarı çekti. Ancak, her iki tarafın da net olarak sıcak çatışma istememesi, başta petrol fiyatları olmak üzere riskleri şimdilik sınırlamış gözüküyor. **Kısa vadeli görünümde, ABD ile İran arasındaki gerginliğin, ABD'nin İran'a uyguladığı yaptırımların daha da sertleştirilmesinin ötesine geçmeyeceğini düşünüyor ve bölgede bir sıcak çatışma ihtimalini öngörmüyoruz. Ayrıca, Temsilciler Meclisi'nde alınan son karar ile Başkan Trump'ın, İran'a karşı herhangi bir askeri müdahaleden önce Kongre onayı almasını öngören yasal düzenlemenin oy birliğiyle kabul etmesi de piyasalar açısından pozitif algılanabilir görüşündeyiz.**
- ❑ **Suriye** - Rusya ve İran'ın katılımıyla Ağustos ayında Türkiye'de gerçekleştirilecek olan ve ana gündem maddesinin Suriye olduğu, üçlü zirvede, başta idlib olmak üzere Suriye'de siyasi geçiş ve anayasa süreci ile mültecilerin geri dönmesi konularının çözüme kavuşturulması planlanıyor. Bu görüşmenin ardından da Rusya, Türkiye, Fransa ve Almanya liderlerinin katılımıyla Suriye ve bölge güvenliği konularında görüşmeler gerçekleşecek. Mevcut durumda piyasa fiyatlamaları içerisinde yer alan Suriye kaynaklı risklerin, yeniden ön plana çıkıp çıkmayacağının bu görüşmelerin sonucuna göre şekilleneceği görüşündeyiz. Bu diplomatik süreçlerin olumlu sonuçlanması ise kısa vadede Suriye kaynaklı risklerin azalmasını da beraberinde getirerek piyasalarda pozitif algının ön plana çıkmasını destekleyecektir.
- ❑ **Doğu Akdeniz** - Güney Kıbrıs Rum Yönetimi'nin (GKRY), Doğu Akdeniz'de tek taraflı olarak sondaj çalışmalarına girişmesi, bölgede yeni bir gerginlik yarattı. ABD Senato Dışişleri Komitesi ise, ABD, İsrail, Yunanistan ve GKRY arasında enerji işbirliğini koordine edecek bir ABD-Doğu Akdeniz Enerji Merkezi kurulması yönünde tasarıya onay verdi. Türkiye ise Doğu Akdeniz'deki faaliyetlere ve gelişmelere ilişkin AB ve BM nezdinde gerekli bilgilendirmeyi yaparken, KKTC'nin ruhsat verdiği alanlarda sondaj çalışmalarını, uluslararası hukuk kuralları içerisinde yürütmektedir. Mevcut durumda tarafların Doğu Akdeniz'de olası bir çatışma ortamından tarafların kaçındığını görmekle birlikte, Doğu Akdeniz kaynaklı riskler, S-400 ve F-35 gölgesinde kalarak piyasa fiyatlamalarına tam olarak yansımamıştı. Son durumda ise GKRY'nin AB üyesi olması nedeniyle, konunun AB kanalına taşınması ile bir dizi yaptırım gündeme geldi. Türkiye'nin en büyük ticari partneriyle sorunlar yaşaması ve olası yaptırımların gündeme gelmesi, piyasalarda risk algısının kötüleşmesinde etkili olabilir. **Kısa vadede yeni bir belirsizlik kaynağı olarak, piyasalar üzerinde negatif fiyatlamaları beraberinde getirse de uzun vadede Türkiye'nin ve KKTC'nin içinde olmadığı bir çözümün mümkün olmayacağını ve sürecin Türkiye'nin kazançlı çıktığı bir düzleme evrileceğini düşünüyoruz.**

- ❑ **Seimsiz dönemde atılacak adımlar piyasalar için katalist olabilir -** İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanlığı seçiminin 24 Haziran'da sonuçlanması sonrasında Türkiye'nin mevcut ekonomik sorunlarını yapısal reformları hayata geçirerek çözmesi için önünde seçimsiz dört yılı bulunuyor. Ekonomide yaşanan daralma nedeniyle olsa da cari açığın önemli ölçüde azalması, enflasyondaki düşüşün ikinci yarıda belirginleşecek olması ve benzer ülkelere göre yüksek reel getiri sunmamız, gelişmiş ülke merkez bankaları kanalıyla devam edecek olan bol likidite ortamından Türkiye'nin faydalanması konusunda fırsat penceresi açabilir. Dünyadaki mevcut konjonktürden yararlanılarak dengelenme sürecinin fırsata çevrilmesi adına ülkeye çekilebilecek kaynakların, ekonominin cari açık vermeden büyüyebileceği bir yapıya dönüştürülmesinde, yerli ürünlerin kullanımının teşvikinde ve katma değerli üretimin artırılmasında kullanılmasını önemli görüyoruz.
- ❑ **Erken seçim gündeme gelir mi ? -** Her ne kadar dört yıllık bir seçimsiz dönemden bahsediyor olsak da, yerel seçimlerde özellikle büyük illerde oluşan sonuçlar ve son dönemlerde iyice su yüzüne çıkan yeni siyasi parti oluşumları, yatırım camiasında bir erken seçim riskini canlı tutacağı ancak bu yönde bir fiyatlama için somut gelişmeler görmeyi bekleyeceği düşüncesindeyiz. Diğer yandan yeni bir siyasi partinin seçime girebilmesi için gereken teşkilat yapılanmasını tamamlama ve katılım şartlarını göz önüne aldığımızda, kısa vadede yeni bir seçim riski bulunmadığı görüşündeyiz.

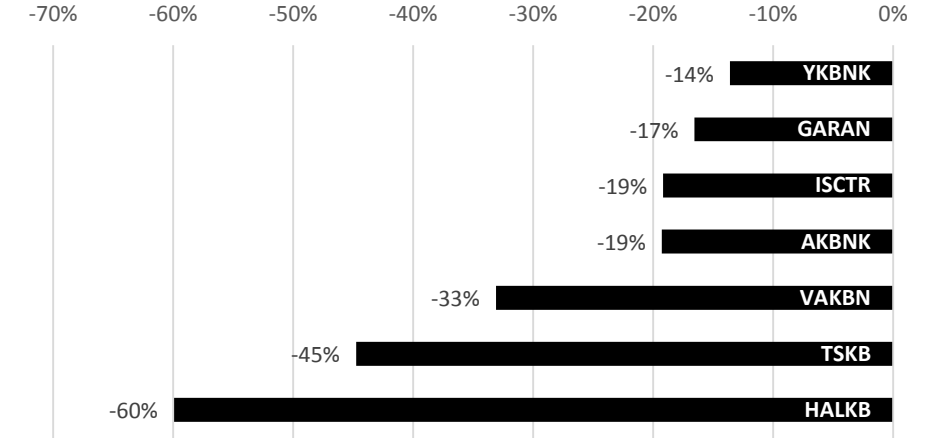
- ❑ **Türk bankaları benzerlerine göre %51 iskontolu işlem görüyor** - BIST Bankacılık endeksi 0,56x ileriye dönük F/DD çarpanı ile gelişmekte olan ülke piyasaları bankacılık endeksine göre (1,15x ileriye dönük F/DD çarpanı ile işlem görüyor) %51 iskontolu işlem görüyor. Kronik tasarruf açığı, dış finansmana bağımlılık ve döviz kurlarındaki hareketlilik gibi nedenlerden dolayı, bankaların bu iskontoyu kapatması için uzun vadede yapısal dönüşüm gerekli olsa da, kısa vadede ülke risk algısında yaşanacak pozitif değişimlerde hızlı fiyatlamalarla bu iskontoda daralmalar yaşanabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **En yüksek iskonto ile işlem gören banka Halkbankası** - Bankaların mevcut F/DD çarpanlarını son beş yıllık ortalamalarına göre değerlendirdiğimizde, Halkbank'ın (HALKB), önceki yıllara nazaran daha zayıf seyretmesi beklenen karlılık performansına bağlı olarak kendi ortalamasına göre de %57 gibi oldukça yüksek bir iskonto ile işlem gördüğü dikkat çekmektedir. TSKB (TSKB) ise, ekonomideki geçiş sürecinde yatırım iştahının olmamasına bağlı olarak kendi çarpan ortalamasına göre %45 iskonto ile işlem görmektedir.
- ❑ Son beş yıllık ortalamasına en yakın iskonto ile işlem gören bankalar ise Yapı Kredi Bankası (YKBNK), Garanti Bankası (GARAN), İş Bankası (ISCTR), Akbank (AKBNK) ve Vakıfbank (VAKBN) olarak sıralanmaktadır.

Türk Bankaları ve Gelişmekte Olan Ülke F/DD İskontosu



Kaynak: Bloomberg

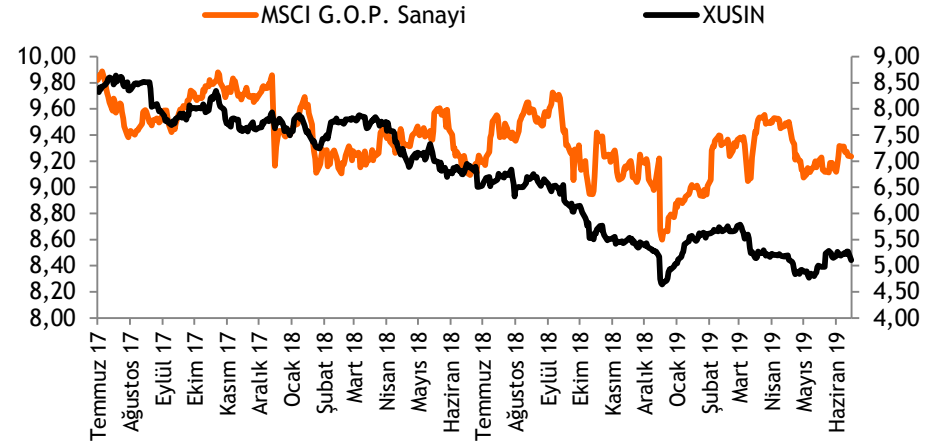
Bankaların F/DD ve 5 Yıllık Ort. İskontosu



Kaynak: Bloomberg

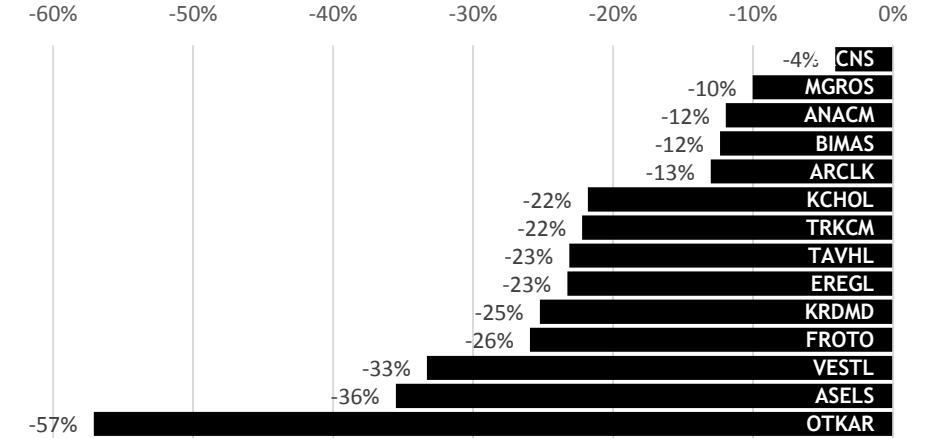
- ❑ Türk sanayi şirketlerinin, MSCI benzerlerine göre iskontosu %45 seviyesindedir - BIST Sanayi Endeksi, 5,01x ileriye dönük FD/FAVÖK ile MSCI sanayi endeksine göre %45 iskontolu işlem görüyor. Mevcut durumda ekonomide gözlenen geçiş sürecinde, iç talepteki daralma ve buna bağlı olarak maliyetlerin fiyatlara yansıtılamaması, kur ve faiz tarafındaki dalgalanmalar azalsa da görece yüksek seviyelerde yer alması gibi nedenlerden dolayı kısa vadede bu iskontonun kapanma ihtimalini düşük görüyoruz. Diğer yandan 2020 yılına ilişkin başta büyüme, enflasyon ve faiz olmak üzere 2019 yılına kıyasla beklentilerin daha pozitif olması nedeniyle sanayi hisselerinde gerçekleşecek olası alımlar, yurt dışı benzerlerine göre iskontoda daralmayı beraberinde getirebilir.
- ❑ 5 yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanına göre en fazla iskonto ile işlem gören şirket Otokar - Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin mevcut FD/FAVÖK çarpanları ile son 5 yıllık ortalama FD/FAVÖK çarpanlarını değerlendirdiğimizde Otokar (OTKAR), %57 ile en fazla iskontolu işlem gören şirket konumundadır. Otokar'ı, %36 iskonto ile Aselsan (ASELS) ve %33 iskonto ile Vestel Elektronik (VESTL) takip etmektedir.

Sanayi Şirketleri ve Gelişmekte Olan Ülke FD/FAVÖK



Kaynak: Bloomberg

Takibimizdeki Şirket FD/FAVÖK ve 5 Yıllık Ort. İskonto

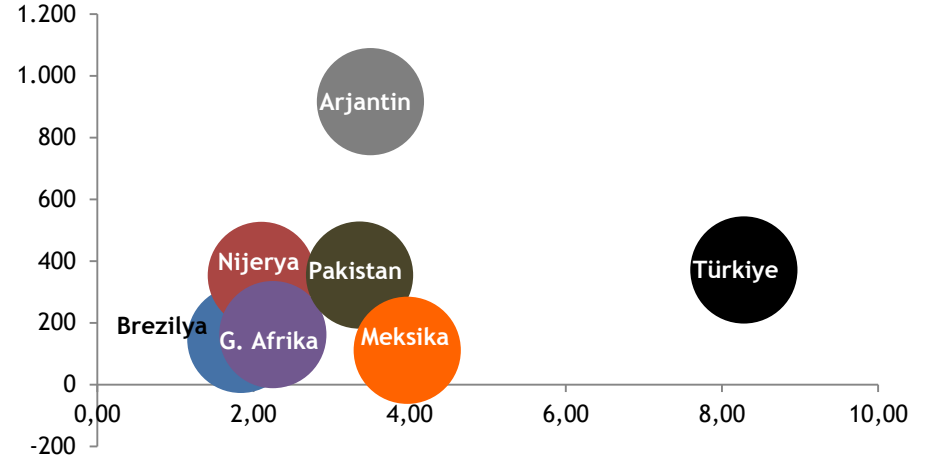


Kaynak: Bloomberg

- ❑ **Yüksek reel faiz Türkiye'yi cazip kılıyor** - Türkiye'de mevcut durumda politika faizi %24 seviyesinde yer alırken, Haziran itibarıyla yıllık TÜFE %15,72 seviyesindedir. Mevcut oranlar üzerinden bakıldığında Türkiye'nin sunduğu reel faiz yaklaşık 800 baz puan seviyesindedir. Benzer ülke grubunda yer alan Arjantin, Brezilya, Pakistan, Meksika, G. Afrika ve Nijerya'nın vermiş olduğu reel faiz oranlarının ortalaması ise 280 baz puan seviyelerinde yer almaktadır. Türkiye'nin ardından en yüksek reel faizi 400 baz puan ile Meksika vermektedir. Türkiye'nin sunmuş olduğu yüksek reel faiz, yurt dışında devam etmesi beklenen düşük faiz döneminde Türkiye'yi benzerlerine göre cazip kılarken, TL'deki dalgalanmaları azaltma alanını da genişletmektedir. Ancak, Temmuz ayından itibaren politika faizinde gerçekleşmesi beklenen kademeli indirimler ve enflasyonda düşüşün etkisiyle reel faizlerde kademeli olarak gerileme göreceğiz. TCMB'den yılsonuna kadar toplamda 500 baz puanlık bir indirimle politika faizinde %19 seviyelerinin görüleceğini, enflasyonda ise yılın %14 seviyesinde bir enflasyon ile tamamlanacağını öngörüyoruz. Dolayısıyla da reel faizlerde gerileme olsa da mevcut beklentilerimiz 500 baz puan ile halen benzer ülkelere göre cazip seviyeleri işaret etmektedir.

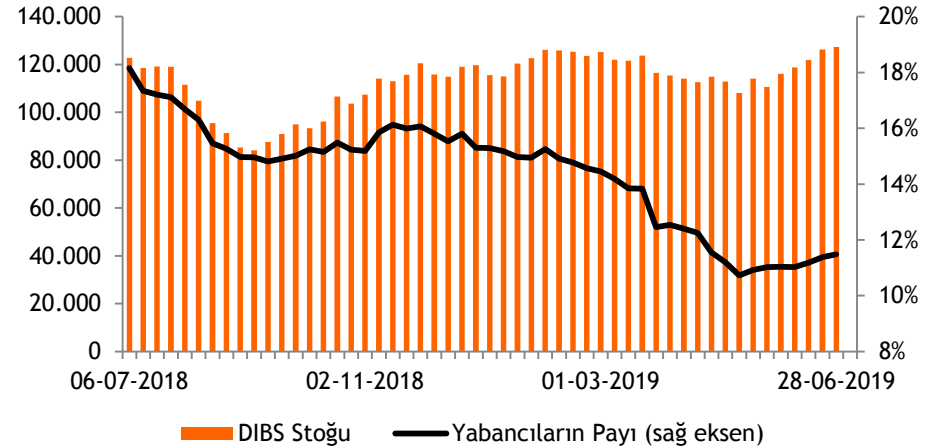
- ❑ **Yabancıların toplam DİBS stoğu içindeki payında dipten dönüş görüyoruz** - Yabancı yatırımcılar, TCMB'nin haftalık verilerine göre fiyat ve kur etkisinden arındırılmış verilerde, yılbaşından bugüne nette 983 mn \$ hisse alımı gerçekleştirirken, 2,5 mlr \$ tutarında DİBS satışı gerçekleştirmiştir. 2018 yılı Haziran ayı sonunda toplam DİBS stoğu içinde yabancıların payı %18 seviyesinde yer alırken, 2019 Mayıs ayında %10,7 seviyesine gerilemiş, son 1 ayda ise %11,5 seviyelerine yükselmiştir. Mevcut 127 mlr \$ DİBS stoğu içinde yabancıların payı 14,6 mlr \$ seviyelerinde yer almaktadır. TCMB'den gelecek faiz indirimlerine rağmen benzer ülkelere göre reel faizimizin yüksek kalmaya devam edeceği beklentimiz doğrultusunda, yabancı yatırımcıların Türkiye DİBS'lerine yatırımının piyasa faizlerinde daha dengeli bir geri çekilmeyi de beraberinde getireceğini tahmin ediyoruz.

Reel Getiri ve CDS Seviyeleri (baz puan, sol eksen)



Kaynak: Bloomberg

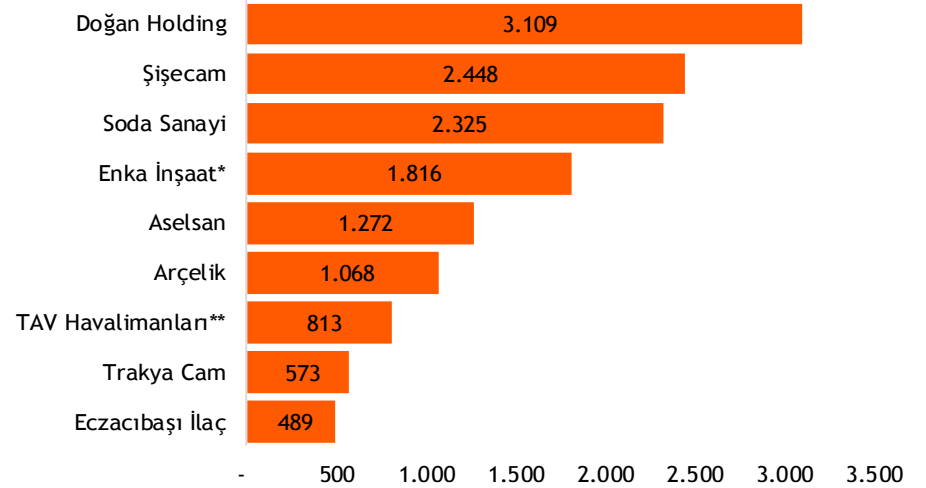
DİBS Stoğu (mn \$) ve Yabancıların Payı (%)



Kaynak: TCMB EVDS

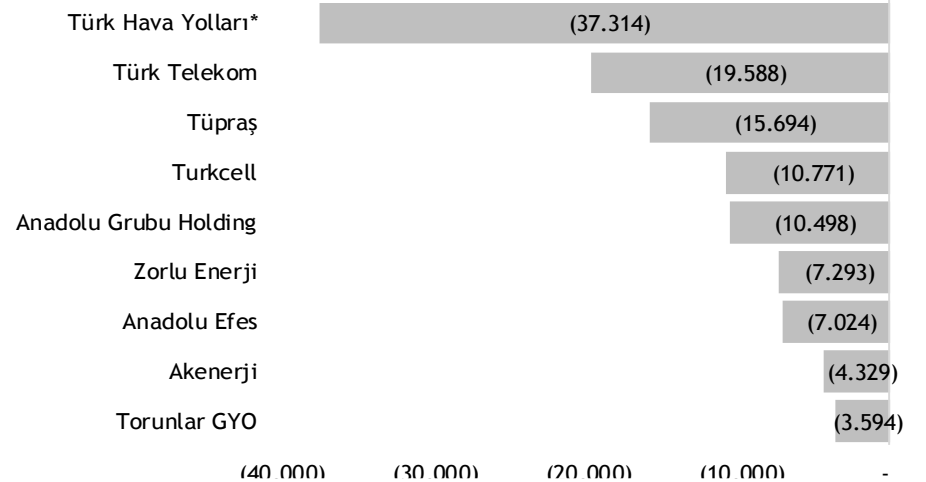
- ❑ TL'de değer kaybı 2Ç19'da da devam etti - 2019 yılının 2. çeyreğinde TL karşısında bir önceki çeyreğe göre \$ %2,3, € ise %3,7 değer kazanmıştır. Birinci çeyrek ortalama kurlar ile kıyasladığımızda ise TL karşısında \$'ın %9,5, €'nın ise %8,3 değer kazandığını görüyoruz. Böylece 2Ç19'da döviz açığı olan şirketlerin kambiyo gideri kaydetmesini ve döviz fazla pozisyonuna sahip şirketlerin kambiyo geliri elde etmesini bekliyoruz.
- ❑ İhracat veya döviz bazlı gelirleri olan şirketlerin performanslarında artış göreceğiz - 2Ç19'da ortalama döviz kurlarında bir önceki çeyreğe göre artış yaşanması, ihracat veya döviz bazlı gelirleri olan şirketlerin gelir ve kar marjlarına pozitif katkı verecektir. İzleme listemizde bulunan Şişe Cam (SISE), Soda Sanayi (SODA), Arçelik (ARCLK), Tofaş (TOASO), Ford Otosan (FROTO) ve Vestel Elektronik'in (VESTL) satış gelirlerinin 2Ç'de döviz kurlarındaki artıştan olumlu etkileneceğini bekliyoruz.
- ❑ En yüksek döviz fazlasına Doğan Holding sahip - 31.03.2019 itibarıyla fonksiyonel para birimi \$ olan Türk Hava Yolları (THYAO) en yüksek döviz açık pozisyonuna sahipken, bu şirketi Türk Telekom (TTKOM) izlemektedir. Aynı tarih itibarıyla Doğan Holding (DOHOL) ve Şişecam (SISE) ise en yüksek döviz fazlası olan şirketlerdir.

Döviz fazlası olan şirketler (mn TL), 1Ç19



Kaynak: Şirket Mali Tablo Dipnotları ** Fonksiyonel para birimi Avro, * Fonksiyonel para birimi ABD Doları

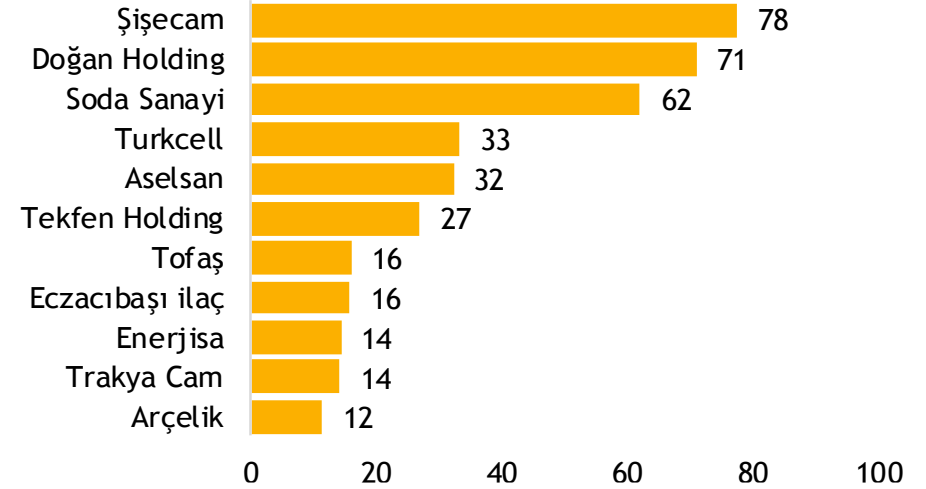
Döviz açığı olan şirketler (mn TL), 1Ç19



Kaynak: Şirket Mali Tablo Dipnotları * Fonksiyonel para birimi ABD Doları

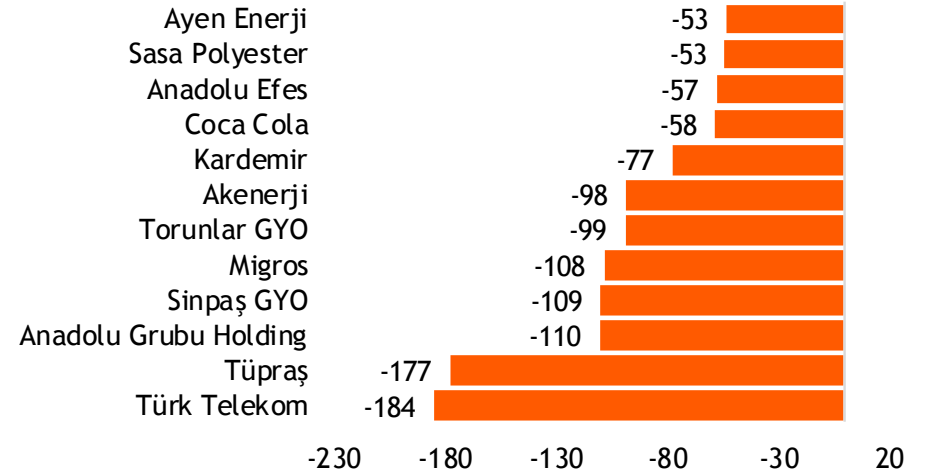
- ❑ **TL'deki değer kaybından en çok Türk Telekom olumsuz etkilenecek** - 1Ç19 dönemindeki döviz pozisyonlarının korunduğu varsayımıyla yaptığımız hesaplamalara göre; 2Ç'de TL'de yaşanan değer kaybından dolayı net karı en fazla olumsuz etkilenecek şirketler sırasıyla Türk Telekom (TTKOM), Tüpraş (TUPRS) ve Anadolu Grubu Holding (AGHOL) iken, Şişe Cam (SISE), Doğan Holding (DOHOL), Soda Sanayi (SODA) ise en fazla olumlu yönde etkilenebilecek şirketler arasında öne çıkmaktadır.
- ❑ **Ford Otosan (FROTO) ve Tofaş Oto (TOASO) yüksek döviz açık pozisyonlarına karşılık yaptıkları ihracat anlaşmaları ile TL'nin değer kaybetmesinden sınırlı etkilenirken, Tüpraş (TUPRS)'ın ise doğal-hedge nedeniyle döviz riski sınırlanmaktadır.**
- ❑ **Türk Hava Yolları'nın kambiyo zararı yazmasını bekliyoruz** - Faaliyetleri nedeyle fonksiyonel para birimi \$ veya € olan şirketler için ayrı bir değerlendirme yapmak gerekiyor. 1Ç19 dönemindeki döviz pozisyonlarının korunduğu varsayımıyla yaptığımız hesaplamalara göre, fonksiyonel para birimi \$ olan Türk Hava Yolları'nın (THYAO) Japon Yeni döviz açık pozisyonu nedeniyle bu para biriminin \$ karşısında değer kazanması sonucu ikinci çeyrekte yaklaşık 193 mn TL kur farkı gideri yazabileceğini hesaplıyoruz.
- ❑ **Fonksiyonel para birimi \$ olan Ereğli Demir Çelik'in (EREGL) TL açık pozisyonu nedeniyle yaklaşık 16 mn TL kur farkı geliri kaydedebileceğini hesaplıyoruz.** Fonksiyonel para birimi € olan TAV Havalimanları'nın (TAVHL) 15 mn TL kambiyo zararı, Pegasus'un (PGSUS) ise 26 mn TL kambiyo karı kaydetmesini bekliyoruz.

2Ç'de kur farkı geliri yazması olası şirketler, mn TL



Kaynak: Şirket Finansalları, VKY Araştırma ve Strateji Tahminleri

2Ç'de kur farkı gideri yazması olası şirketler, mn TL



Kaynak: Şirket Finansalları, VKY Araştırma ve Strateji Tahminleri

	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
Bankacılık							
AKBNK	7,15	AL	AL	EÜG	EÜG	7,60	8,60
GARAN	9,10	AL	AL	EÜG	EÜG	10,00	11,45
HALKB	6,00	AL	AL	EPG	EPG	8,50	8,50
ISCTR	6,18	AL	AL	EÜG	EÜG	6,78	7,43
YKBNK	2,52	AL	AL	EÜG	EÜG	2,51	3,13
ALBRK	1,17	TUT	TUT	EPG	EPG	1,38	1,38
TSKB	0,79	AL	AL	EÜG	EÜG	1,17	1,17
Cam							
ANACM	2,84	AL	AL	EÜG	EÜG	4,29	4,29
SODA	6,16	AL	AL	EÜG	EÜG	10,38	9,08
TRKCM	2,81	TUT	TUT	EPG	EPG	4,09	4,09
Çimento							
CIMSA	6,27	TUT	TUT	EPG	EPG	9,03	7,92
AKCNS	6,54	TUT	TUT	EPG	EPG	9,10	8,54
BOLUC	2,51	TUT	TUT	EAG	EAG	4,30	3,87
Dayanıklı Tüketim							
ARCLK	20,14	TUT	TUT	EPG	EPG	21,00	21,00
VESTL	9,70	AL	TUT	EÜG	EPG	8,95	8,95
Demir-Çelik							
EREGL	7,37	AL	AL	EÜG	EÜG	10,18	9,62
KRDMD	2,15	AL	AL	EPG	EPG	3,25	2,88

	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
Gayrimenkul							
TRGYO	1,86	AL	AL	EÜG	EÜG	2,35	2,35
EKGYO	1,18	AL	AL	EÜG	EÜG	2,87	2,05
ISGYO	1,00	TUT	TUT	EPG	EPG	1,06	1,06
Havacılık							
TAVHL	25,12	AL	AL	EÜG	EÜG	38,00	38,00
THYAO	12,41	AL	AL	EÜG	EÜG	25,40	18,30
PGSUS	48,02	AL	TUT	EÜG	EPG	33,40	52,70
Holding							
KCHOL	18,23	AL	AL	EÜG	EÜG	19,50	20,60
SAHOL	9,14	AL	AL	EPG	EPG	10,60	10,60
SISE	4,90	TUT	TUT	EPG	EPG	6,35	6,02
Savunma							
ASELS	17,04	AL	AL	EÜG	EÜG	35,70	30,00
OTKAR	117,70	TUT	AL	EPG	EÜG	110,00	160,00
Otomotiv							
FROTO	60,50	TUT	TUT	EPG	EPG	62,50	62,50
TOASO	18,92	AL	TUT	EPG	EPG	25,55	20,50
DOAS	5,34	TUT	TUT	EPG	EPG	5,00	5,00
Perakende							
BIZIM	6,60	AL	AL	EÜG	EÜG	11,20	11,20
BIMAS	88,50	TUT	TUT	EPG	EPG	98,20	98,20
MGROS	13,88	AL	AL	EÜG	EÜG	32,10	26,40

EPG: Endekse Paralel Getiri

EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri

EAG: Endeksin Altında Getiri

Model Portföy

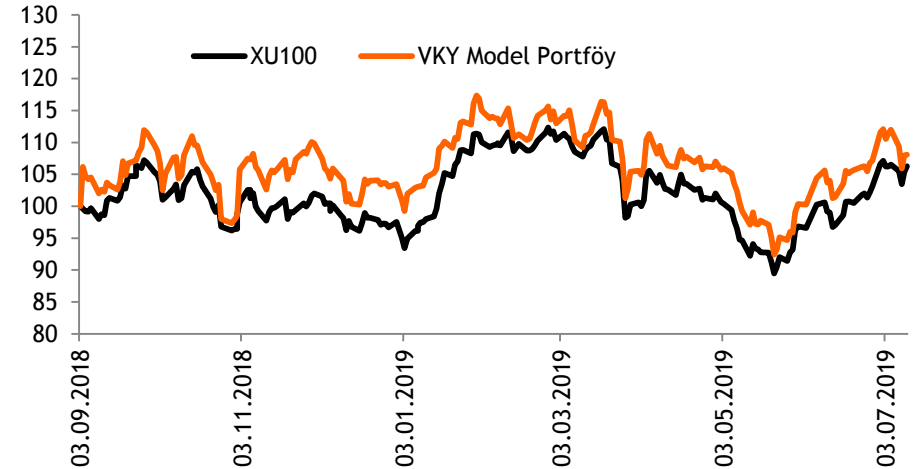
- Model Portföyümüzde iki banka yer alırken, banka ağırlığını %31 ile yüksek tutmaya devam ediyoruz (BIST 100'de banka ağırlığı %26). Model Portföyümüzün betası ise 1,1. Piyasalara dönük risk algısının kısmen iyileşmesi ve ekonomide yaşanacak toparlanmanın bankacılık sektörünün öncülüğünde devam edeceği beklentimiz doğrultusunda benzerlerine göre sermaye yeterliliği ve öz kaynak karlılığı yüksek bankaları tercih ediyoruz. Banka hisseleri dışında ise, döviz kurlarında ve faizlerde beklediğimiz aşağı yönlü seyre ek olarak değerlemeler itibarıyla cazip gördüğümüz hisseler portföyümüzde yer veriyoruz.
- Akbank:** Yüksek likidite, ihtiyatlı karşılık politikası ve yüksek verimlilik rasyoları,
- Garanti Bankası:** Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu, benzer bankalara göre yüksek öz kaynak karlılığı, dengeli kredi portföyü, ihtiyatlı karşılık ayırma politikası,
- Migros:** Kipa birleşmesi sonrası artan sinerji, gerek organik gerekse de inorganik tarafta güçlü büyüme dinamikleri, operasyonel performansta devam eden iyileşme,
- Türk Hava Yolları:** Turizm sektöründe devam eden güçlü seyrir, İstanbul Havalimanı ile artacak kapasitenin gelecek dönem büyüme hikayesinde yaratacağı potansiyel olumlu katkılar,
- Bizim Tiptan:** Satış stratejisindeki dönüşümün finansallarda yarattığı iyileşmenin devamı, makroekonomik risklere karşı defansif bilanço yapısı,
- Aselsan:** Hem savunma hem de savunma dışı alanlarda güçlü büyüme potansiyeli, döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı korunaklı operasyonel ve finansal yapı,
- Koç Holding:** Dengeli portföy yapısı, toplam gelirler içerisinde ihracatın payının ve döviz endeksli gelirlerin yüksek olması,
- Anadolu Cam:** Gıda ve içecek gibi defansif sektörlerle yoğunlaşması nedeniyle, makroekonomik risklere daha dirençli olması,
- Otokar:** Küresel ölçekte artan büyüme potansiyeli, 2Ç19 finansallarına yönelik güçlü beklentilerimiz, TL'deki zayıflamaya karşı korunaklı operasyonel yapı,

Model Portföy Önerilerimiz

	Piyasa değeri (mn TL)	BIST-100 ağırlık	Model Portföy ağırlık	12A Hedef fiyat (TL)	Mevcut fiyat (TL)	12Aylık Potansiyel	Beta
AKBNK	37.180	8,8%	16%	8,60	7,15	20%	1,45
GARAN	38.220	8,4%	16%	11,45	9,10	26%	1,52
MGROS	2.513	0,4%	12%	26,40	13,88	90%	1,27
THYAO	17.126	3,7%	11%	18,30	12,41	47%	1,01
BIZIM	396	-	11%	11,20	6,60	70%	1,07
ASELS	19.426	2,2%	10%	30,00	17,04	76%	0,98
KCHOL	46.229	4,5%	10%	20,60	18,23	13%	0,92
ANACM	2.130	0,2%	8%	4,29	2,84	51%	0,75
OTKAR	2.825	0,3%	8%	160,00	117,70	36%	1,10

Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

Model Portföy Performansı



Kaynak: VKY Araştırma ve Strateji

- ❑ **Yılın ikinci yarısında karlılık toparlanacak** - Banka'nın 1Ç19'da özkaynak karlılığı %12,2 ile beklentimize yakın gerçekleşmişti. 2Ç'de mevduat maliyetlerinde artış baskısının net faiz marjındaki iyileşmeyi durdurmasının yanı sıra artan net ticari zarar ve karşılıkların yüksek seyri sonucunda karlılık oranlarında bir miktar gerileme bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında ise kredi-mevduat makasındaki kademeli artışın desteği ile karlılık oranlarında iyileşme bekliyoruz. Banka'nın 2019 yılsonu için özsermaye karlılığının %12,5 düzeyinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.
- ❑ **Sermaye yeterliliği ve likiditesi güçlü** - Akbank'ın 1Ç19 itibariyle konsolide Sermaye Yeterlilik Rasyosu (SYR) %16,2, birinci kuşak SYR'si %13,8 düzeyindedir. Bu dönemde tamamlanan bedelli sermaye artırımının Banka'nın SYR'sine yaklaşık 89 bp yükseliş getirmesine karşın, TL'deki değer kaybı ve kredi büyümesi bankanın SYR'sini bir miktar olumsuz etkilemişti. Döviz kurlarındaki hareketlilik sektöre paralel olarak bankanın SYR'si için aşağı yönlü risklere işaret etmesine karşın, 1Ç19 itibariyle bankanın %12,57 (Basel III Min.)'ye göre hesaplanan yaklaşık 12,2 mİr TL sermaye fazlası bulunmaktadır. Ayrıca, aynı dönemde bankanın kredi-mevduat oranı %95 düzeyindedir. Bu da bankanın sermaye yeterliliğinin ve likiditesinin risklere karşı korunaklı olmasını sağlamaktadır.
- ❑ **Türk Telekom'un satışı katalizör olabilir** - Otaş kredisi için sağlanan anlaşma çerçevesinde kurulan özel amaçlı şirkette %35,6 ile en yüksek paya sahip olan Akbank, 1Ç19'da bu şirket için yapılan değerleme sonucunda yaklaşık 400 mİn TL değer düşüklüğü için karşılık gideri kaydetmiştir. Türk Telekom'un satış sürecinin orta vadede tamamlanmasını beklemekle birlikte, bu satışın Akbank hisseleri için katalizör olacağını değerlendiriyoruz. Ancak, kısa vadede ihtiyatlılık politikası çerçevesinde şirket için dönemsel yapılan değerlemelerde oluşabilecek aşağı yönlü değerlerin banka için ek karşılık ayırma potansiyeli nedeniyle karlılık üzerinde baskı yaratma riski bulunmaktadır. 650 mİn TL toplam serbest karşılığı bulunan bankanın 1Ç19 itibariyle toplam karşılık oranı %101,3 seviyesindedir. Temkinli davranan bankanın riskleri kısa - orta vadede bertaraf edebileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Akbank'ı beğeniyoruz** - Bankacılık hisseleri arasında yüksek likidite, ihtiyatlı karşılık politikası ve yüksek verimlilik rasyolarına sahip olması nedeniyle Akbank'ı beğeniyor ve yatırım için cazip buluyoruz.

Akbank - AKBNK

Piyasa değeri (mİn TL)	37.180
Günlük ort. işlem hacmi (mİn TL)	316
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	8,60
Hisse fiyatı (TL)	7,15
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	4,67 - 7,54
Halka açıklık oranı	52,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	18,0%	13,5%	28,2%
BİST-100'e göreceli performans	9,3%	12,1%	17,4%

mİn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	14.125	18.666	19.760	21.692
Net faiz geliri	10.545	14.566	15.660	16.876
Net kar	6.039	5.690	5.949	7.322

Mevduat	184.904	188.391	217.390	238.265
Defter Değeri	40.425	43.809	51.247	56.371
Toplam Aktifler	316.031	327.642	366.782	401.085

Net faiz marjı (%)	3,6	4,3	4,5	4,4
Kredi/Mevduat oranı (%)	103	96	96	98
Takipteki kredi oranı (%)	2,3	4,2	5,2	6,1
Sermaye yeterlilik (%)	17,0	18,2	17,2	17,0

F/K (x)	6,5	4,8	6,2	5,1
PD/DD (x)	1,0	0,6	0,7	0,7
Özsermaye karlılığı	16,5%	13,5%	12,5%	13,6%
Temettü verimi	2,2%	3,5%	0,0%	0,0%

- ❑ **Garanti Bankası'nı beğenmeye devam ediyoruz** - Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu, benzer bankalara göre yüksek özkaynak karlılığı, dengeli kredi portföyü, ihtiyatlı karşılık ayırma politikası nedeniyle Garanti Bankası en çok beğendiğimiz bankalar arasındadır.
- ❑ **Risklere karşı korunaklı** - Karşılıklarda ihtiyatlı ve muhafazakar bir yaklaşıma sahip olan Garanti Bankası'nın 1Ç19 itibariyle yakın izlemedeki kredilerin (grup 2) toplam kredilere oranı %15,0 (yaklaşık %80'i ödemesi bir gün bile geçmemiş kredilerden oluşuyor) iken, Takipteki Krediler Oranı ise %5,2 düzeyindedir. Yılın ikinci yarısında da perakende kredilerde intikallerin azalarak devam etmesini bekliyoruz. Garanti Bankası için yılsonu TKO tahminimizi %6,4 olarak koruyoruz. Ayrıca 1Ç19 itibariyle toplam 2,35 mlr TL tutarında serbest karşılığı bulunan bankanın oluşabilecek riskler karşısında güçlü sermaye tabanı ve yüksek karşılık oranı sayesinde bu riskleri bertaraf edebileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Güçlü sermaye yeterliliği ile ön plana çıkıyor** - Garanti Bankası'nın 2018 sonunda %18,3 düzeyinde olan Sermaye Yeterlilik Rasyosu (SYR) 2019 ilk çeyrekte TL'deki değer kaybı ve kredi büyümesine bağlı olarak %17,0'ye gerilemiştir. Sektöre paralel olarak döviz kurlarındaki hareketlilik temel olarak bankanın SYR'si üzerinde aşağı yönlü risklere işaret etmektedir. Ancak sektörde en yüksek sermaye yeterliliğine sahip olan bankanın 15 mlr TL sermaye fazlası ve 2,35 mlr TL serbest karşılığı ile risklere karşı güçlü konumda olduğunu düşünüyoruz.
- ❑ **2019 yılsonu karlılık göstergeleri için daha iyimseriz**- Banka'nın 1Ç19'da özkaynak karlılığı %14,1 düzeyinde gerçekleşirken, TKO'su ise %5,18 düzeyine ulaşmıştı. 2Ç19 için bankanın kredi büyümesinin zayıf gerçekleşmesini ve ayrıca bir önceki çeyreğe göre net ticari zarardaki artış nedeniyle özkaynak karlılık düzeyinde hafif gerileme bekliyoruz. Yılın ikinci yarısında ise bankanın kredi-mevduat makasında kademeli iyileşme ile beraber karlılık göstergelerinde toparlanma öngörüyoruz. Böylece Garanti Bankası için 2019 yılsonu net kar öngörümüzü 6,3 mlr TL'den 6,9 mlr TL'ye revize ediyoruz. Bu da %14 düzeyinde özkaynak karlılığına işaret etmektedir. Banka yönetimi 2019 yılsonu için %10-13 düzeyinde özkaynak karlılığı ve %7,0'nin altında Takipteki Krediler Oranı (TKO) öngördüğünü açıklamıştı. Ancak yılsonu için bankanın hem aktif kalitesi hem de karlılık seviyelerinin yukarı yönlü potansiyelinin olduğunu düşünüyoruz.

Garanti Bankası - GARAN

Piyasa değeri (mn TL)	38.220
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	1.012
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	11,45
Hisse fiyatı (TL)	9,10
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	5,72 - 10,15
Halka açıklık oranı	48,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	15,8%	5,9%	36,4%
BIST-100'e göreceli performans	7,2%	4,6%	24,9%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Toplam bankacılık geliri	17.214	25.046	25.266	26.505
Net faiz geliri	14.468	19.110	19.071	23.139
Net kar	6.344	6.638	6.971	7.956
Mevduat	181.116	218.058	243.962	267.586
Defter Değeri	41.331	46.688	53.442	61.397
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	6,4	7,5
Sermaye yeterlilik (%)	18,7	18,3	17,0	17,5

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

- ❑ **Güçlü operasyonel performans göz ardı edilmemeli** - Migros, ürün portföyü, tedarik zinciri ve müşteri kanalları başta olmak üzere önemli operasyonel bileşenlerini iyileştirmeye yönelik uzun süredir gerçekleştirdiği yatırımların meyvelerini toplamaya devam ediyor. Organik büyümenin yanı sıra Kipa operasyonu ile inorganik tarafta da büyümesini hızlandıran Migros'un operasyonel tarafta kaydettiği iyileşmenin, yüksek € cinsi finansal borcunun yarattığı kur riskinin gölgesinde kaldığını düşünüyoruz. Ancak, Şirket yönetiminin döviz borcunu azaltmaya yönelik girişimlerini dikkate değer buluyoruz. Şirket hisselerinin global benzerlerine göre iskontolu çarpanlarının cazip giriş fırsatı sunduğuna inanıyoruz.
- ❑ **Operasyonel kârlılıkta iyileşme devam edecek** - Son üç yılda yıllık ortalama %26 oranında güçlü ciro büyümesi kaydeden Migros'un, yılın ikinci yarısında enflasyonda öngördüğümüz düşüşe rağmen mevcut mağazaların güçlü performansının ve mağaza açılışlarının desteğiyle 2019 yılını geçen yıla paralel bir büyümeyle tamamlayacağını tahmin ediyoruz. Sektörde yoğunlaşan fiyat rekabetinin operasyonel kâr marjlarında yarattığı baskıları, etkili gider yönetimi ve Kipa birleşmesi sonrası artan sinerji kazanımının desteğiyle telafi edebileceğini öngörüyoruz.
- ❑ **€ borcu risk yaratmaya devam ediyor, ancak...** - Migros'un 1Ç19 sonu itibarıyla sahip olduğu 467 mn € cinsi açık pozisyonu nedeniyle finansal performansının kur hareketlerine karşı hassasiyeti yüksektir. Döviz borcunu önemli bir risk unsuru olarak görmekle birlikte, Şirket yönetiminin söz konusu borcu azaltmaya yönelik hedefi doğrultusunda attığı adımları (TL cinsi borçlanması ve gayrimenkul satış planı) olumlu buluyoruz. Kısa vadeli görünüm açısından ise, son dönemde €/TL'de yaşanan ılımlı seyrin gerek finansal gerekse de hisse performansı açısından destekleyici bir unsur olduğunu düşünüyoruz.
- ❑ **Benzerlerine göre iskontolu** - Şirket hisseleri, 2019 yılına ilişkin tahmini 0,4x FD/Satış ve 6,4x FD/FAVÖK ile global benzer şirketlere göre sırasıyla %12 ve %30 iskontolu işlem görmekte olup, mevcut seviyelerin yatırım için cazip olduğunu düşünüyoruz.

Migros - MGROS

Piyasa değeri (mn TL)	2.513
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	12
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	26,40
Hisse fiyatı (TL)	13,88
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	11,33 - 20,97
Halka açıklık oranı	36,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	9,4%	0,3%	-23,8%
BIST-100'e göreceli performans	1,3%	-1,0%	-30,2%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	15.344	18.717	22.768	27.201
FAVÖK	798	1.144	1.325	1.630
Net kar	513	-836	-265	67
FAVÖK marjı (%)	5,2	6,1	5,8	6,0
Net kar marjı (%)	3,3	a.d.	a.d.	0,2
Net borç / (nakit)	2.295	2.820	5.676	5.519
Defter Değeri	1.527	635	619	887
Toplam Aktifler	10.303	10.885	14.278	15.706
F/K (x)	9,6	-3,2	a.d.	37,5
PD/DD (x)	3,3	4,3	4,1	2,8
FD/FAVÖK (x)	9,0	4,8	6,4	5,2
FD/Satışlar (x)	0,5	0,3	0,4	0,3
Özsermaye karlılığı	59,6%	-77,3%	-42,3%	8,9%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

- ❑ **Büyük resme odaklanmak gerekiyor** - THY, 6 Nisan 2019 tarihi itibarıyla yeni merkez üssü İstanbul Havalimanı'na taşındı. Daha öncesinde taşınma sırasında yaşanabilecek olası aksaklıklara yönelik endişeler, taşınmanın başarılı bir şekilde tamamlanması sonrasında ise entegrasyon sürecine yönelik belirsizliklerin ağırlıklı etkisiyle yatırımcıların THY hisselerine temkinli yaklaştıklarını gözlemledik. Yeni merkez üssüne entegrasyon sürecinde yaşanabilecek olası operasyonel sıkıntıları ve bunların finansallar üzerine yaratacağı potansiyel negatif etkileri önemli bir risk unsuru olarak görüyoruz. Ancak, böylesine büyük bir dönüşümün bu tür riskler yaratmasını da doğal bir süreç olarak değerlendiriyoruz. Bu nedenle, İstanbul Havalimanı'nın THY'nin gelecek dönem büyüme potansiyelinde yaratacağı pozitif katkıları göz önünde bulundurarak, kısa vadeli risklerden ziyade büyük resme odaklanılması gerektiğini düşünüyoruz.
- ❑ **Trafik verilerinde kademeli iyileşme öngörüyoruz** - THY, konumu itibarıyla cazibesi artan Sabiha Gökçen Havalimanı'nı merkez üssü olarak kullanan PGS'ye kayan talebin de etkisiyle Ocak-Mayıs döneminde trafik verileri açısından zayıf bir dönem geçirdi. THY'nin İstanbul Havalimanı'ndaki operasyonları rayına oturdukça, Haziran ayında da görülebileceği gibi, trafik verilerinde kademeli bir şekilde toparlanma yaşanacağını ve 2019 yılının tamamında yolcu doluluk oranının %81,4 ile Şirket beklentisi olan %81-82 aralığında oluşacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **Riskleri göz ardı etmiyoruz, ancak bu iskontoğu fazla buluyoruz** - THY hisseleri BIST100 endeksine ve PGS hisselerine göre yılbaşından bu yana sırasıyla %28 ve %132 oranında negatif ayrıştı. Şirketin, İstanbul Havalimanı'nın katkısıyla önümüzdeki dönemde artacak kapasitesi sonucu i) daha fazla noktaya uçuş gerçekleştireceğini, ii) kârlı destinasyonlardan yeni slot hakkı elde edebileceğini, iii) transit yolcu ve kargo segmentinde büyümesinin hızlanacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, THY'nin gelecek dönem büyüme potansiyeline odaklanılması gerektiğine inanıyor ve Şirket hisselerinin çarpanlar itibarıyla benzerlerine göre sunduğu iskontoğu hak etmediğini düşünüyoruz.

Türk Hava Yolları - THYAO

Piyasa değeri (mn TL)	17.126
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	835
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	18,30
Hisse fiyatı (TL)	12,41
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	11,26 - 19,22
Halka açıklık oranı	50,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	-2,1%	-13,5%	-17,9%
BIST-100'e göreceli performans	-9,4%	-14,6%	-24,8%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	39.779	62.853	79.920	102.598
FAVÖK	6.626	11.400	13.823	18.411
Net kar	639	4.045	3.640	5.143
FAVÖK marjı (%)	16,7	18,1	17,3	17,9
Net kar marjı (%)	1,6	6,4	4,6	5,0
Net borç / (nakit)	27.066	47.196	62.948	66.095
Defter Değeri	20.171	31.284	49.452	57.204
Toplam Aktifler	68.647	109.076	158.375	182.951
F/K (x)	33,9	5,5	4,7	3,3
PD/DD (x)	1,1	0,7	0,3	0,3
FD/FAVÖK (x)	7,3	5,9	5,5	4,1
FD/Satışlar (x)	1,2	1,1	0,9	0,7
Özsermaye karlılığı	3,4%	15,7%	9,0%	9,6%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

- ❑ **Stratejik dönüşümün meyvelerini topluyor** - Bizim Toptan, 2017 yılı başında satış stratejisinde gerçekleştirdiği değişimin olumlu sonuçlarını topluyor. Şirketin, satışları daha kârlı müşteri kanalları lehine geliştirmeye odaklı stratejisi ile operasyonel kârlılıkta kaydettiği iyileşmenin önümüzdeki dönemde devamını öngörüyoruz. Bunun yanı sıra Şirketi, net nakit pozisyonu ve iyileşen negatif işletme sermayesi yapısı ile kur ve faiz oranlarında yaşanacak olası dalgalanmalara karşı defansif bilanço yapısı nedeniyle de beğeniyoruz.
- ❑ **Müşteri ve ürün karmasının katkısıyla kâr marjları iyileşiyor** - Bizim Toptan'ın, satış stratejisi kapsamında devreye aldığı uygulamaların etkisiyle müşteri sayısındaki artışın önümüzdeki dönemde devamını bekliyoruz. Daha da önemlisi, söz konusu artışın kârlı müşteri grupları (bireysel, kurumsal, Horeca) lehine gelişim göstermeye devam ederek, operasyonel kârlılığa pozitif katkısını sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Ayrıca, iş ortaklığı mal tedarik sisteminin (SEÇ Market), mağaza sayısında ve tedarik oranında yükselişin desteğiyle Bizim Toptan'ın finansallarına olumlu katkısının artarak devam edeceğini öngörüyoruz.
- ❑ **Kur ve faiz riskine karşı dirençli bilanço yapısı** - Şirket, 1Ç19 sonu itibarıyla TFRS 16 etkisi ve ana ortağı Yıldız Holding hesabında adetlandığı tutar dahil 202 m TL net nakit pozisyonuna sahiptir. Kredi kartı alacaklarını işlem gününün ertesi günü kırdırarak tahsil etme politikası, nakit akışını hızlandırarak işletme sermayesi ihtiyacını azaltmaktadır. Her ne kadar Şirket, kredi kartı alacaklarını kırdırmaktan kaynaklı bir maliyete katılansa da, bu maliyeti Yıldız Holding hesabında adetlandığı tutar üzerinden elde ettiği faiz geliri ile telafi ederek faiz riskini kontrol edebilmektedir.
- ❑ **Cazip giriş seviyesinde** - Bizim Toptan hisseleri, son üç ayda BIST100 endeksine göre %19 negatif ayrılmış olup, Şirketin önümüzdeki dönemde operasyonel performansında öngördüğümüz iyileşmeyi ve makroekonomik risklere karşı defansif bilanço yapısını göz önünde bulundurarak mevcut seviyelerin cazip giriş seviyesinde olduğunu düşünüyoruz.

Bizim Toptan Satış Mağazaları - BİZİM

Piyasa değeri (m TL)	396
Günlük ort. işlem hacmi (m TL)	1
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	11,20
Hisse fiyatı (TL)	6,60
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	5 - 8,45
Halka açıklık oranı	46,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	0,0%	-17,9%	27,9%
BIST-100'e göreceli performans	-7,4%	-18,9%	17,1%

m TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	2.896	3.725	4.703	5.419
FAVÖK	42	148	187	205
Net kar	-30	22	31	30
FAVÖK marjı (%)	1,4	4,0	4,0	3,8
Net kar marjı (%)	a.d.	0,6	0,7	0,5
Net borç / (nakit)	-202	-258	-317	-376
Defter Değeri	106	124	149	174
Toplam Aktifler	709	842	985	1.134
F/K (x)	-15,2	18,9	12,9	13,3
PD/DD (x)	4,4	3,3	2,7	2,3
FD/FAVÖK (x)	6,2	1,0	2,2	2,0
FD/Satışlar (x)	0,1	0,0	0,1	0,1
Özsermaye karlılığı	-24,9%	18,8%	22,5%	18,4%
Temettü verimi	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%

- ❑ **Sabır acı, meyvesi tatlıdır** - Aselsan'ı, i) devam eden güçlü büyüme hikayesi, ii) savunmanın yanı sıra savunma dışı alanlarda ve ihracat pazarlarında büyüme potansiyeli ve iii) hem operasyonel hem de finansal açıdan sahip olduğu uzun döviz pozisyonu ile TL'de yaşanan olası değer kaybına karşı korunaklı yapısı ile beğenmeye devam ediyoruz. Diğer yandan, 2018 yılından itibaren artan işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle nakit akışında yaşanan bozulmanın, mevcut konjonktürde bir süre daha devam etmesini beklessek de kalıcı olmayacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **Hisse performansı haber akışına daha duyarlı** - Hisse performansı açısından Aselsan'ın temel dinamiklerden ziyade sektörü ilgilendiren (S-400 başta olmak üzere) haber akışına hassasiyetinin daha yüksek olduğunu düşünüyoruz. Düşük ihtimal versek de, Türkiye'nin Rusya'dan S-400 alımı nedeniyle ABD'den ticari ilişkilere yönelik bir yaptırıma maruz kalması halinde, bunun Aselsan'a operasyonel açıdan etkisinin sınırlı kalacağını, hisse performansı açısından ise psikolojik olarak olumsuz etki yaratabileceğini ancak bu riskin de önemli ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Öte yandan, ABD'den ticari ilişkileri hedef alan herhangi bir yaptırımın gelmemesi senaryosunun ise, Şirket hisseleri açısından önemli bir katalist olacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **Güçlü ve kârlı büyüme hikayesi** - Son üç yılda yıllık ortalama %48'lik güçlü ciro büyümesi kaydeden Aselsan, 1Ç19 sonu itibarıyla 9,5 mlr ABD\$'a ulaşan rekor sipariş büyüklüğüne sahiptir. Hükümetin stratejik sektörlerin başında gördüğü ve desteklediği savunma sanayiinde yerli tedarik oranını artırma politikasının devamı ile Aselsan'ın güçlü büyüme hikayesinin önümüzdeki dönemde de süreceğini tahmin ediyoruz.
- ❑ **Nakit akışındaki bozulma risk yaratıyor, ancak...** - Şirketin, tahsilatlarındaki gecikmeler nedeniyle nakit akışında yaşanan bozulmanın kısa vadede devam edeceğini öngörüyoruz. Bu noktada, artan işletme sermayesi ihtiyacını ne şekilde finanse edeceğinin önemli olduğunu düşünüyoruz. Net nakit pozisyonunun 1Ç19 sonu itibarıyla 1,5 mlr TL'ye gerilemesi ve mevcut durumda düşük kaldıraç kullanımını da göz önünde bulundurarak, finansal borç kullanımına gitmesi için yeterli alanının olduğunu düşünüyoruz.

Aselsan - ASELS

Piyasa değeri (mn TL)	19.426
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	193
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	30,00
Hisse fiyatı (TL)	17,04
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	16,54 - 28,66
Halka açıklık oranı	26,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	-3,1%	-19,5%	-36,2%
BIST-100'e göreceli performans	-10,3%	-20,5%	-41,6%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	5.412	9.009	12.417	15.380
FAVÖK	1.159	1.896	2.434	2.999
Net kar	1.376	2.318	3.202	3.861
FAVÖK marjı (%)	21,4	21,0	19,6	19,5
Net kar marjı (%)	25,4	25,7	25,8	25,1
Net borç / (nakit)	-729	-2.330	-1.240	-1.167
Defter Değeri	4.768	10.177	12.270	16.020
Toplam Aktifler	11.639	19.474	24.881	31.623
F/K (x)	23,1	11,8	6,1	5,0
PD/DD (x)	6,7	2,7	1,6	1,2
FD/FAVÖK (x)	26,8	13,3	7,4	6,0
FD/Satışlar (x)	5,7	2,8	1,4	1,2
Özsermaye karlılığı	32,5%	31,0%	28,5%	27,3%
Temettü verimi	0,2%	0,3%	0,2%	0,9%

- ❑ **Dengeli portföy yapısı** - Koç Holding'in dengeli portföy yapısı sektörlere bağımlılığı azaltırken, toplam gelirler içerisinde ihracatın payının ve döviz endeksli gelirlerinin (~%55) yüksek olması ve iştiraklerinin bilançolarında döviz riskinin olmaması, finansallarda dalgalanmaları azaltarak sürdürülebilir karlılığı desteklemektedir. Bu nedenlerden dolayı düzenli temettü ödeme potansiyeli olduğu için Koç Holding'i beğeniyoruz.
- ❑ **Yatırımlarının meyvesini toplamaya devam edecek** - Grup şirketlerinin son beş yılda 35 mlr TL'nin üzerinde yatırım yaparak, özellikle enerji ve otomotiv tarafında ağırlıklı olmak üzere, yatırımların tamamlanması ile birlikte Holding'in elde ettiği temettü gelirlerinin 2019'da 2,34 mlr TL (önceki: 2,7 mlr TL), 2020'de ise 3,1 mlr TL düzeyinden gerçekleşmesini bekliyoruz.
- ❑ **Net nakit pozisyonunu koruyacak-** Holding'in 2018 sonunda 427 mn \$ olan solo net nakit pozisyonu 1Ç19 itibarıyla 418 mn \$ olarak gerçekleşmiştir. 1Ç19'da Yapı Kredi Bankası'nın AT1 ihracına 200 mn \$'lık katılım nedeniyle Holding'den nakit çıkışı gerçekleşmesine karşın, Ford Otosan ve Koç Holding'in temettü ödeme etkisi (-132 mn \$) dahil net nakit pozisyonunu korumayı başarmıştır. YKB'deki ihracın da dahil edilmesiyle birlikte net nakit pozisyonu 626 mn \$'a ulaşmaktadır. Holding'in net nakit pozisyonu ve düzenli temettü geliri elde etmesi sayesinde cazip satın-alma fırsatlarını değerlendirebileceğini veya temettü dağıtma oranını artırabileceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Sınırlı NAD iskontosuna karşın cazip olmaya devam ediyor** - Mevcut durumda Koç Holding'in net aktif değerine göre iskontosu %2,7 düzeyinde olup, son 3 yıllık ortalama iskonto düzeyinin üzerinde seyretmektedir. Sınırlı NAD iskontosuna karşın, dengeli portföy yapısı, düzenli temettü geliri elde etmesi ve güçlü nakit pozisyonu nedeniyle Holding hisselerini cazip buluyoruz.

Koç Holding - KCHOL

Piyasa değeri (mn TL)	46.229
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	75
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	20,60
Hisse fiyatı (TL)	18,23
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	12,28 - 18,23
Halka açıklık oranı	22,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	11,3%	10,8%	45,8%
BIST-100'e göreceli performans	3,1%	9,4%	33,5%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	98.273	142.470	163.168	167.791
FAVÖK	9.046	13.540	13.276	13.738
Net kar	4.909	5.537	6.705	7.506
FAVÖK marjı (%)	9,2	9,5	8,1	8,2
Net kar marjı (%)	5,0	3,9	4,1	4,5

Net borç / (nakit)	15.530	14.414	24.939	11.071
Defter Değeri	42.931	46.958	52.424	58.114
Toplam Aktifler	104.064	125.276	127.526	133.849

F/K (x)	9,5	6,5	6,9	6,2
PD/DD (x)	1,6	1,1	0,9	0,8
FD/FAVÖK (x)	6,9	4,5	5,3	5,1
FD/Satışlar (x)	0,6	0,4	0,4	0,4
Özsermaye karlılığı	12,3%	12,3%	13,5%	13,6%
Temettü verimi	1,7%	1,8%	2,1%	2,4%

- ❑ **Yüksek sezon öncesi iyimser tavrımızı koruyoruz** - Cam ambalaj tarafında Rusya ve Türkiye’de güçlü pazar payına sahip olan Anadolu Cam’ın her iki faaliyet bölgesinden gerçekleştirdiği ihracat faaliyetleri ile yurtdışı pazarlardan önemli pay almaktadır. Türkiye’de ürün portföyü içecek, gıda ve ecza ağırlıklı iken Rusya tarafında daha çok içecek odaklıdır. Yılın ilk çeyreğinde yurtiçi satış hacmi, mevsimsellik ve yıllık fiyat artışlarının uygulandığı dönem öncesine çekilmiş siparişlerin yanı sıra iç talepte görülen bir miktar yavaşlamanın etkisiyle %20 gerileyen şirketin, toplam satış hacmi ise %3 artış göstermiştir. Yüksek sezon olan 2. ve 3. çeyreklerde güçlü turizmin etkisi ve Mersin fabrikasındaki ek kapasitenin devreye alınmasının şirketin, satış hacmi ve gelir büyümesine destek vermesini bekliyoruz.
- ❑ **Rusya pazarında fiyat artışı, hacim büyümesi ve rublenin TL’ye göre güçlü seyri, finansallara pozitif katkı verecek** - Şirketin, Rusya pazarındaki ürün fiyatlarında ruble bazında %5 seviyesinde artış gerçekleştirmesini öngörüyoruz. 2017 yılında Rusya pazarında %31 pazar payı bulunan şirketin, hacim artışına bağlı olarak pazar payı 1ç19’da %39 seviyelerine yükselmiştir. Geçtiğimiz yıl Haziran-Temmuz aylarında Rusya’da düzenlenen dünya kupasının yüksek baz etkisine rağmen, satış hacmindeki güçlü seyrin bu yıl da devamını öngörüyoruz. Ortalama birim satış fiyatındaki artış ve rublenin güçlü seyri, yılın kalanında operasyonel performansı güçlendirecektir. Ancak, AB ve ABD’nin Rusya’ya yaptırımları uzatması, yılbaşında KDV’de yaşanan artış ve ekonominin kendine özgü sıkıntıları, Rusya pazarının orta vadede çözmesi gereken sorunlar olarak izlenmelidir.
- ❑ **Defansif sektörlerde yoğunlaşma ve yüksek iskontosuyla cazip giriş seviyeleri sunuyor** - Anadolu Cam, mevcut durumda, 2019 yılı tahminlerimize göre 4,7x FD/FAVÖK ile hedef fiyatımıza göre %51 iskontolu işlem görüyor. Gıda ve içecek gibi defansif sektörlerde yoğunlaşması nedeniyle makroekonomik tarafta gerçekleşebilecek risklere daha dirençli olmasını beklediğimiz Anadolu Cam için, makul giriş seviyeleri olduğu görüşündeyiz.

Anadolu Cam - ANACM

Piyasa değeri (mn TL)	2.130
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	5
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	4,29
Hisse fiyatı (TL)	2,84
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	2,35 - 3,31
Halka açıklık oranı	20,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	2,2%	-3,0%	4,5%
BIST-100'e göreceli performans	-5,4%	-4,2%	-4,3%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	2.411	3.231	4.189	4.767
FAVÖK	542	755	938	1.045
Net kar	181	451	455	576
FAVÖK marjı (%)	22,5	23,4	22,4	21,9
Net kar marjı (%)	7,5	13,9	10,9	12,1
Net borç / (nakit)	1.219	1.905	1.867	1.927
Defter Değeri	1.892	2.309	2.611	3.060
Toplam Aktifler	4.183	5.001	5.728	6.497
F/K (x)	10,9	4,5	4,7	3,7
PD/DD (x)	1,0	0,9	0,8	0,7
FD/FAVÖK (x)	5,9	5,2	4,7	4,2
FD/Satışlar (x)	1,3	1,2	1,1	0,9
Özsermaye karlılığı	9,8%	21,5%	18,5%	20,3%
Temettü verimi	2,4%	2,5%	3,7%	4,2%

- ❑ **Küresel ölçekte artan büyüme potansiyeli** - Otokar'ın, hem askeri hem de ticari segmentte son yıllarda aldığı siparişler ile yurt dışı pazarlarda daha güçlü konuma geldiğini düşünüyoruz. Şirketin, üretim maliyetleri açısından yurt dışındaki rakiplerine göre daha avantajlı konumda olmasının yanı sıra Türkiye'nin ilk elektrikli zırhlı aracı olan "AKREP ile" başta olmak üzere yeni nesil araçlarla zenginleştirdiği geniş ürün gamı sayesinde, küresel ölçekte daha rekabetçi bir yapıya kavuştuğunu düşünüyoruz. 2018 yılında tarihi yüksek seviyeye ulaşan küresel askeri harcamaların, artan jeopolitik riskler nedeniyle önümüzdeki dönemde yükseliş eğilimini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Bu varsayım ile Otokar'ın başta Afrika, Asya ve Körfez ülkeleri olmak üzere küresel savunma sanayiindeki büyümeden faydalanacağını öngörüyoruz. Savunmanın yanı sıra Şirketin, son yıllarda Avrupa pazarında belediyelerden aldığı otobüs siparişleriyle ticari segmentte de yüksek büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz.
- ❑ **TL'deki zayıflamaya karşı korunaklı operasyonel yapı** - Otokar'ın, 1Ç19 sonu itibarıyla ağırlıklı kısmı ABD\$ cinsinden olmak üzere 2,6 mlr TL karşılığı bakiye siparişi bulunmaktadır. Operasyonel olarak döviz uzun pozisyonuna sahip olan Şirket, kur hareketlerinden kaynaklanacak riskleri bertaraf etmek için de uygun finansal enstrümanları kullanmaktadır.
- ❑ **2Ç19'da güçlü sonuçlar bekliyoruz** - OSD verilerine göre, Otokar'ın 2Ç19'da toplam satış hacmi yıllık bazda %11 artışla 544 adet oldu (yurt içi +%41, ihracat +%217). Söz konusu dönemde Şirketin yurt içindeki zayıf performansına karşın, otobüs ve zırhlı araç satışlarının etkisiyle ihracatta güçlü büyüme kaydettiğini görüyoruz. Kâr marjı yüksek zırhlı araç ve otobüs ihracatının etkisiyle 2Ç19'da ciroda yıllık %219 büyüme, 192 mn TL FAVÖK (2Ç18: 32 mn TL negatif FAVÖK) ve 164 mn TL net kâr (2Ç18: 51 mn TL net zarar) açıklayacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **Pozitif ayrışmanın devamını bekliyoruz** - Yılbaşından bu yana %37 yükselerek BIST100'e göre %28 pozitif ayrışan Otokar hisselerinin, güçlü 2Ç beklentilerimiz ve genel olarak 2019 yılına ilişkin olumlu görünümün etkisiyle pozitif ayrışmaya devam edeceğini tahmin ediyoruz.

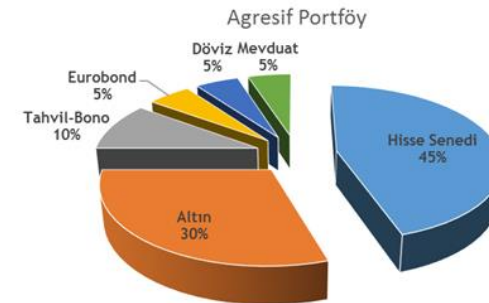
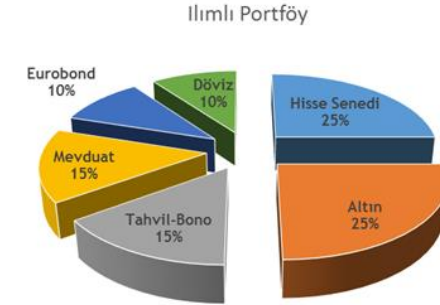
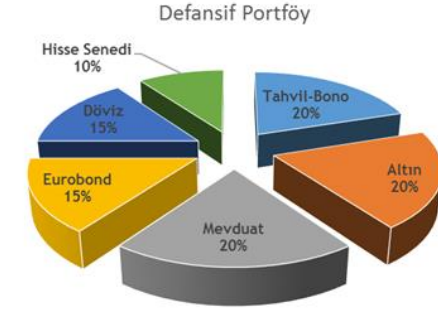
Otokar - OTKAR

Piyasa değeri (mn TL)	2.825
Günlük ort. işlem hacmi (mn TL)	4
Uzun vadeli öneri	AL
Hedef fiyat (TL)	160,00
Hisse fiyatı (TL)	117,70
52 hafta en düşük - en yüksek fiyat (TL)	60,78 - 118,6
Halka açıklık oranı	27,0%

	1 ay	3 ay	1 yıl
Hisse performansı	15,6%	8,0%	74,4%
BIST-100'e göreceli performans	7,1%	6,6%	59,6%

mn TL	2017	2018	2019 T	2020 T
Ciro	1.785	1.679	2.615	3.009
FAVÖK	186	226	418	475
Net kar	99	164	307	286
FAVÖK marjı (%)	10,4	13,5	16,0	15,8
Net kar marjı (%)	5,6	9,8	11,7	9,5
Net borç / (nakit)	475	535	716	811
Defter Değeri	284	390	566	730
Toplam Aktifler	2.010	2.303	3.189	3.709
F/K (x)	29,9	12,9	9,2	9,9
PD/DD (x)	10,5	5,4	5,0	3,9
FD/FAVÖK (x)	18,5	11,7	8,7	7,7
FD/Satışlar (x)	1,9	1,6	1,4	1,2
Özsermaye karlılığı	37,8%	48,8%	64,3%	44,2%
Temettü verimi	1,7%	2,1%	2,3%	4,6%

- Portföy Dağılımı Önerilerimiz - Yılın ikinci yarısına yönelik baz senaryomuz, global düşük faiz ortamının devam edeceği ve TCMB'nin de faiz indirim döngüsüne katılacağı beklentisine dayanmakta olup, bu açıdan değerlendirdiğimizde TL varlıklarda pozitif bir görünüm beklemekteyiz. Dolayısıyla oluşturulacak portföylerde bu görünüm baz alınmalıdır. Yine de, **risk algısına göre 3 ayrı portföy oluşturulmuştur; Defansif, İlimli ve Agresif Amaçlı Portföy.**
- Özellikle 2013 yılında FED'in çıkış stratejisiyle başlayan ve 2019 yılına kadar süren yükselen faiz ortamında negatif fiyatlanan **Altın için, 2019-2020 döneminde pozitif fiyatlamalar öngörüyoruz.** ABD'de düşük reel faiz, ABD-Çin ticaret görüşmelerinin sürmesi ve dünya büyümesine potansiyel negatif etkilerini göz önünde bulundurarak Altın'a olan talebin artmasını bekliyoruz.
- Enflasyonda düşüş beklentimiz, büyümenin halen güçlü toparlanma sinyali üretememesi, global merkez bankalarının güvercin duruşu ve siyasi gündemin de piyasalar üzerinde etkisinin azalmasıyla beraber TCMB'nin Temmuz ayında başlamak üzere yıl sonuna kadar toplamda 500 baz puanlık faiz indirimi yapacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle **kısa vadeli tahvilleri** uzun vadeli tahvillere tercih ediyoruz.
- Öte yandan halen yüksek reel getiri vadeden Türkiye'nin 1-5 yıllık **USD cinsi tahvillerine** de portföylerde yer verilebileceğini düşünüyoruz.
- Yıl sonu endeks hedefimiz - **Borsa İstanbul'un benzerlerine göre değerlendirme bazında ucuz olduğuna inanıyoruz** ve seçici davranarak portföylerde hisse senetlerine yer verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.



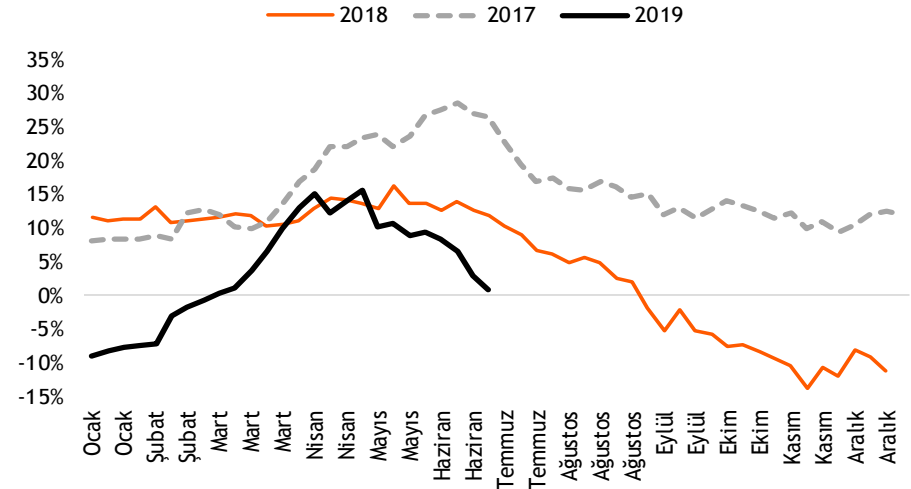
Sektörel Değerlendirmeler

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

Bankacılık Sektörü

- **Teşvik paketleri kredi büyümesini destekleyecek** - 2019 yılının ilk çeyreğinde açıklanan teşvik paketleri sayesinde bankaların kredi büyümesi TL ticari krediler öncülüğünde toparlanma göstermiştir. İlk çeyreğin ardından TL varlıklar için bozulan risk algısına bağlı olarak aktif kalitesini korumak isteyen bankaların temkinli davranması nedeniyle 2Ç’de kredi talebi zayıflamış ve kur etkisi dahil olmak üzere toplam kredi büyümesi %1,0 olmuştur. Bu zayıf kredi talebinin yılın ikinci yarısında hem faiz oranlarındaki gerileme beklentimiz hem de teşvik paketlerinin desteğinin belirginleşmesi nedeniyle artacağını değerlendiriyoruz. Bu doğrultuda 2019 yılının tamamı için toplam kredi büyüme beklentimizi ise değiştirmeyerek %10 düzeyinde tutmaya devam ediyoruz.
- **Özel bankaların ikinci yarıda daha atak davranacağını düşünüyoruz**- 2012 yılından bu yana özel sermayeli bankalar kredilerde pazar payı kaybederken, kamu bankaları ise sektör ortalamasının üzerinde büyüme performansı göstererek kredilerde pazar payı kazanmayı başardı. 2019 yılının 3 ve 4. çeyreğinde kamu sermayeli bankaların kredi büyümesinin sektör ortalamasına yakın düzeyde devam edeceğini ancak son zamanlarda likidite düzeyleri artış gösteren yerli özel ve yabancı sermayeli bankaların ise kredi büyümesinde daha rekabetçi ve atak olacağını düşünüyoruz. Ayrıca, düşük kredi-mevduat oranının bankalar için daha yüksek büyüme alanını desteklediği görüşündeyiz. 1Ç19 sonu itibarıyla, özel ve yabancı sermayeli bankalar arasında Akbank %95 kredi-mevduat oranı ile en düşük orana sahip banka olarak ön plana çıkmaktadır. Diğer taraftan yatırım iştahında belirgin bir iyileşme görmememiz nedeniyle bu yıl TSKB gibi kalkınma bankaları için kredi büyüme görünümünü negatif olarak değerlendiriyoruz.

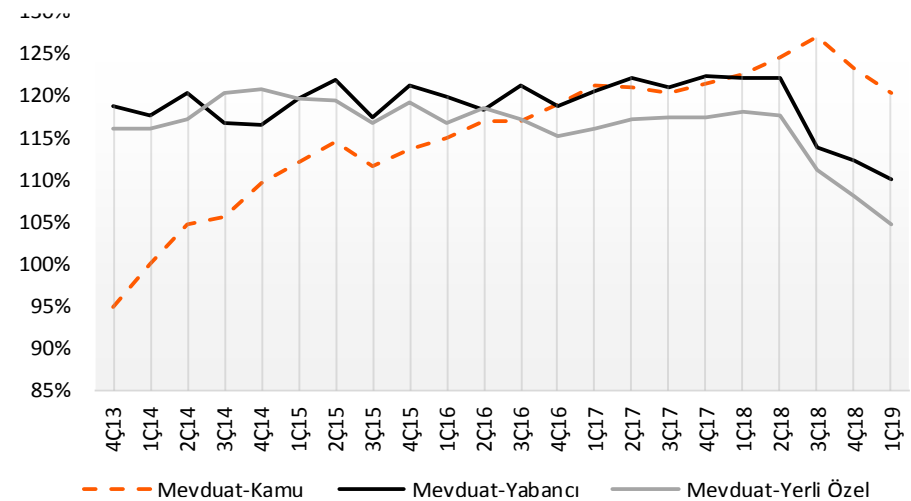
Kur Etkisinden Arındırılmış Kredi Büyümesi (%), 2019 Haziran



Kaynak: BDDK

*13 haftalık hareketli ortalama ve yıllıklandırılmış veriler üzerinden hesaplanmıştır

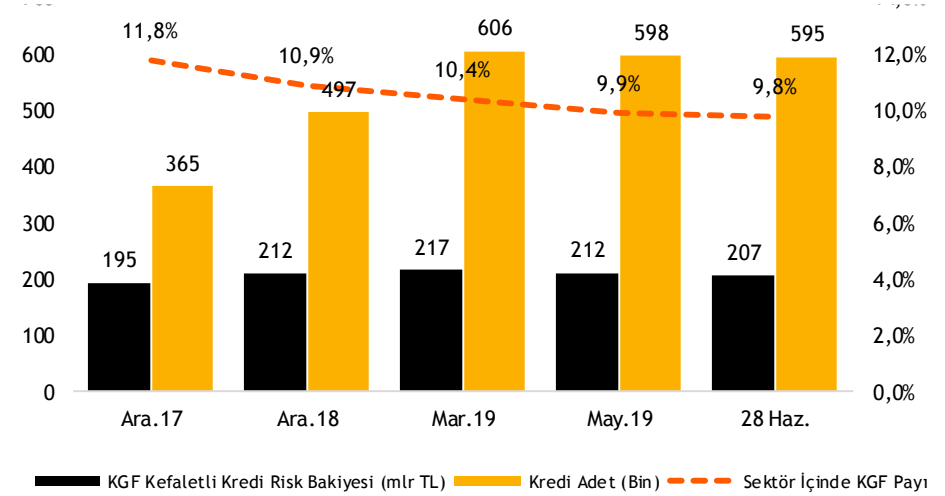
Sermaye Yapısı Bazında Bankaların Kredi - Mevduat Oranı (%), 1Ç19



Kaynak: BDDK

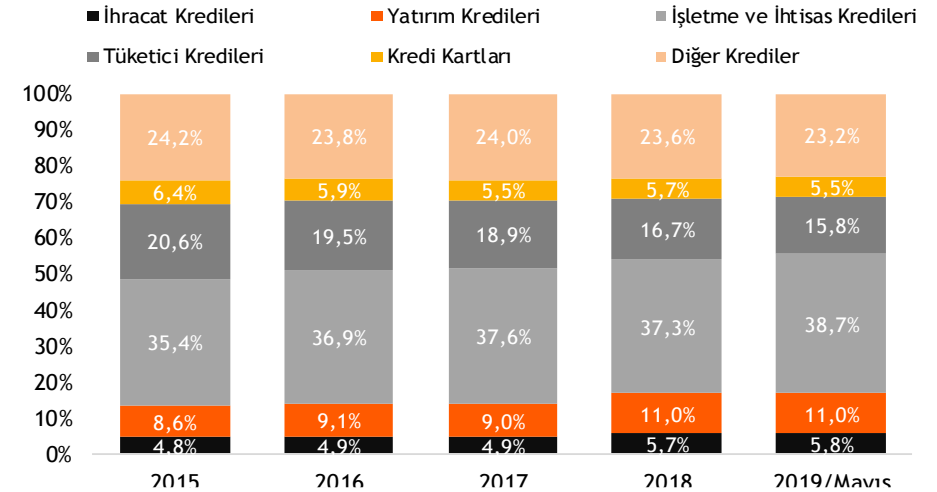
- ❑ **TL kredi iştahı yüksek olmaya devam edecek** - 2019 yılının geri kalanında da yatırım ortamının cazip olmaması nedeniyle YP kredilerde zayıf seyrin devam etmesini beklerken, yılın ilk yarısına benzer olarak kredi talebinin daha çok TL tarafta güçleneceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla bankaların ağırlıklı olarak tüketici ve KOBİ segmentinde büyümeye yöneleceklerini tahmin ediyoruz. Tüketici segmentinde pazar payında ilk sıralarda yer alan İş Bankası ve Garanti Bankası ön plana çıkarken, KOBİ tarafında ise Halk Bankası segment lideri durumundadır. Bu bankaların ilgili segmentlerde konumlarını güçlendireceklerini öngörüyoruz.
- ❑ **Teşviklerin destekleyici etkisini görmeye başlayacağız** - 2019 yılının ilk yarısında tüketici kredilerinde zayıf seyrin devam ederken, bu segmentte ihtiyaç kredileri ve kredi kartlarında bankalar büyüme gösterebilmeyi başardı. 2019 yılının ilk yarısında kredi kartlarıyla gerçekleştirilen bazı tüketim harcamalarında taksit sayısının artırılmasının ve kredi kartı asgari ödeme oranının limite bakılmaksızın %30 olarak belirlenmesinin, bireysel ve kurumsal kredi kartı hacmini olumlu etkilemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bankalar açısından fiyatlandırmaların hızlı yapılabildiği ihtiyaç kredisi segmentinin yılın geri kalanında da büyüme için daha cazip olacağını tahmin ediyoruz.
- ❑ **Otomotiv ve konutta canlanma daha geç olacak** - Otomotiv sektöründe ÖTV indirimleri ile sağlanan teşviklere karşın zayıf seyreden talebin en erken 2020'den itibaren canlanmasını bekliyoruz. Temmuz ayından itibaren beklediğimiz faiz indirimlerinin, konut kredi faiz oranlarına kademeli düşüş getireceğini düşünmekle birlikte görece yüksek seyreden faiz oranlarına bağlı olarak sektörde talebin 4Ç'den itibaren bir miktar canlanma göstereceğini düşünüyoruz. Bu nedenle de, bankaların konut ve taşıt segmentlerinde kredi hacminin 2019'un ikinci yarısında da daralmaya devam edeceğini öngörüyoruz.

Rakamlarla KGF, 2019 Haziran



Kaynak: KGF

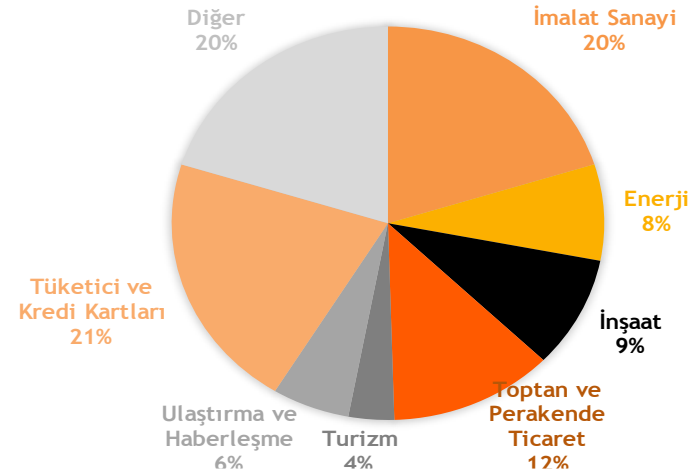
Tüketici ve Ticari Krediler (%), 2019 Mayıs



Kaynak: BDDK

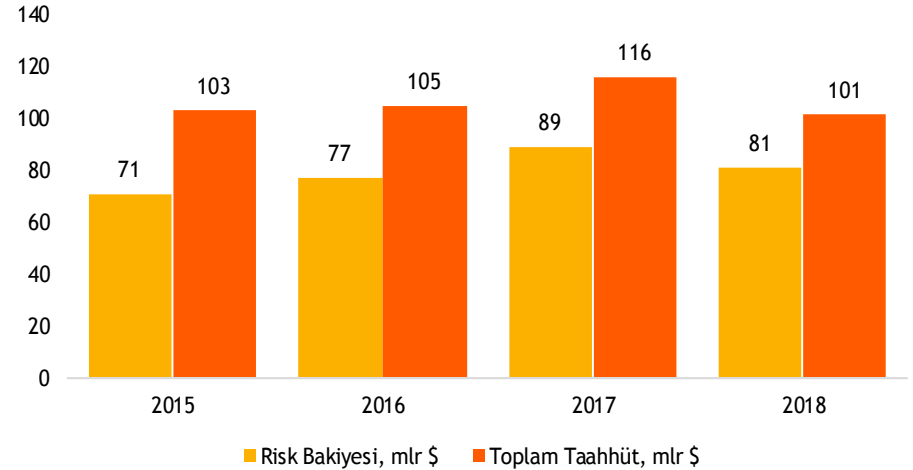
- ❑ **YP kredilerde zayıf seyrin sürmesini bekliyoruz** - YP kredilerin önemli bir kısmını yatırım kredileri oluşturmakta olup, görece yüksek seyreden faiz oranları ve kurlardaki hareketlilik nedeniyle 2019 yılının geri kalanında YP kredilerdeki zayıf seyrin yatırım ortamında belirgin bir iyileşme olana kadar devam etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte yeniden yapılandırmaya konu kredilerin önemli bir kısmının YP krediler olduğu düşünüldüğünde bu tarafta atılacak olumlu adımların bankaların YP kredi hacmindeki düşüşü yavaşlatacağını da belirtmemiz gerek.
- ❑ **Proje finansmanı kredileri azalmaya devam edecek** - Altyapı projeleri başta olmak üzere büyük ölçekli yatırım kredilerinde 2019 yılının ikinci yarısında daralmanın süreceğini tahmin ediyoruz. Buna karşın, aynı dönemde orta ölçekli kurumsal kredilerde ise talep tarafında bir miktar toparlanma görüleceğini değerlendiriyoruz.
- ❑ **YP kredi portföy ağırlığı en yüksek banka TSKB** - 2019 ilk çeyrek itibarıyla toplam kredi portföyü içerisindeki döviz kredilerinin ağırlığı en yüksek banka %86,9 ile TSKB'dir. İş modeli açısından mevduat bankalarına göre farklılık gösteren kalkınma bankaları dışında ise en yüksek orana sahip bankalar sırasıyla %43,4 ile İş Bankası ve %41,6 ile Yapı Kredi Bankası'dır. Geçtiğimiz yıldan bu yana gerçekleşen itfalar nedeniyle Garanti Bankası ve Akbank'ta bu oran sırasıyla %34,2 ve %33,3 düzeyindedir. Sektörde 2019 yılının geri kalanında da bankaların YP tarafta kredi portföy ağırlığının gerilemeye devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Kredilerin Sektör Dağılımı (%), 2019 Mayıs



Kaynak: BDDK

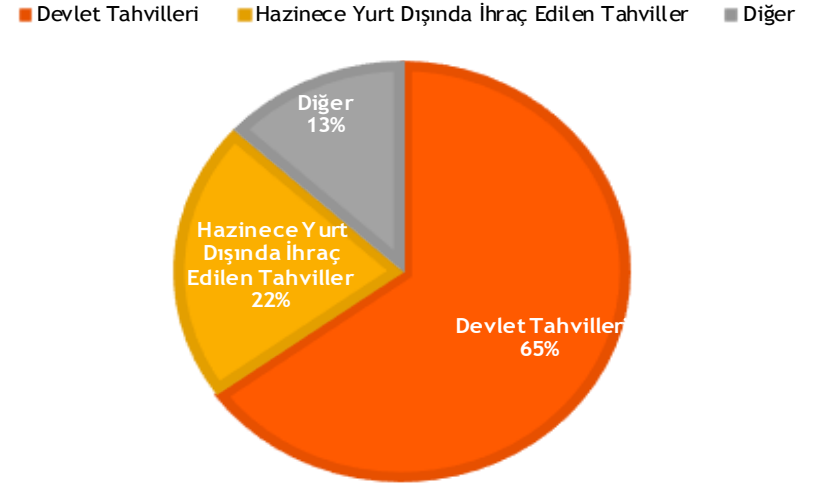
Proje Finansmanı Kredileri (mlr \$), 2015-2018



Kaynak: TBB

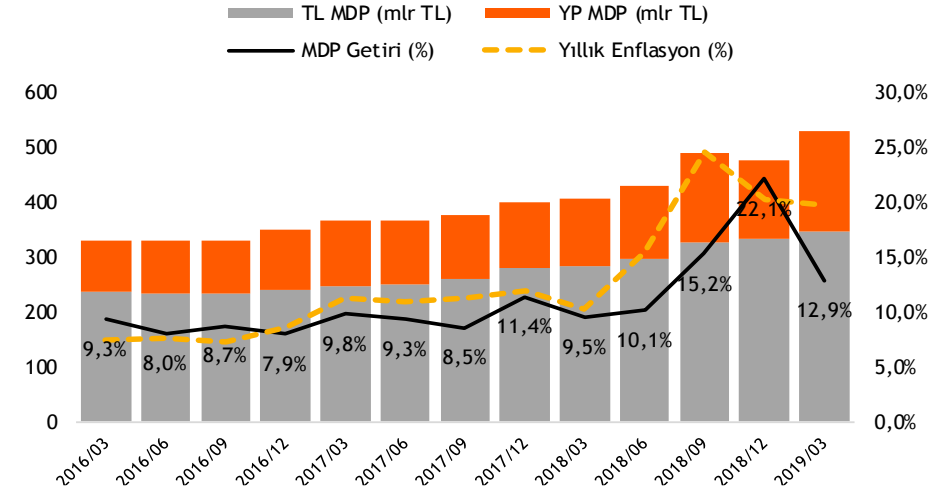
- ❑ **Bankaların menkul kıymet portföy kompozisyonlarında önemli derecede değişim beklemiyoruz** - 2019 Nisan ayı itibariyle, bankaların menkul kıymetler portföyünün %65'ini devlet tahvilleri, %23'ünü Hazine tarafından dışarıya ihraç edilen tahviller ve geriye kalan %12'sini ise diğer menkul kıymetler oluşturmaktadır. Bankaların TL finansal varlıklarının ise ortalama %53'ünü enflasyona endeksli menkul kıymetler oluşturmaktadır. Bu menkuller faiz oranlarında dalgalanmanın arttığı dönemlerde bankalara marjlarını koruma imkanı sağlamaktadır. 2019 yılının ikinci yarısında bankaların menkul kıymet portföy kompozisyonlarında önemli değişim beklemiyoruz. Ancak konjunktürle birlikte bankaların fazla YP likiditelerini döviz getirili menkul kıymetlerde değerlendireceğini ve MDP dağılımında YP ağırlığının bir miktar daha artacağını düşünüyoruz.
- ❑ **TL MDP getiri oranları stabil kalacak** - Geçtiğimiz yıl yükselen enflasyon ile birlikte bankaların sahip oldukları TÜFEX portföyü sayesinde TL menkul kıymet getirileri önemli derecede artış göstererek kredi-mevduat makasının gerilediği dönemde marjları desteklemiştir. Bankaların çoğu TÜFEX gelirlerini enflasyon beklentilerine göre muhasebelemektedir. Bundan dolayı, 2019 yılı için enflasyon beklentilerinin bir önceki yıla göre daha düşük oluşması nedeniyle 2019 yılının ilk çeyreğinden itibaren 4Ç'ye göre gerilemeye başlayan bankaların TL MDP getiri oranlarının, yılın geri kalanında bu seviyeleri korumasını ya da hafif aşağı yönlü seyretmesini bekliyoruz.
- ❑ **En yüksek TÜFEX portföy oranı Akbank'ta** - Araştırma kapsamımızda yer alan bankaların 1Ç19 itibariyle TL MDP portföyündeki enflasyona endeksli menkuller oranı şu şekildedir: Akbank (%62), Garanti Bankası (%61), Yapı Kredi Bankası (%58), İş Bankası (%47), TSKB (44) ve Halk Bankası (%31). 2019 yılının ikinci yarısında enflasyon beklentilerindeki gerileme ile beraber bankaların TÜFEX gelirlerinin toplam faiz gelirlerine katkısının bir önceki yıla göre azalmasını bekliyoruz. Ayrıca TÜFEX gelirlerinin muhasebeleştirme yönteminde değişikliğe giden Halk Bankası'nın net faiz marjında bu gelirlere bağlı dalgalanmanın önceki yıllara göre azalmasını bekliyoruz.

Menkul Kıymetlerin Dağılımı (%), 2019 Mayıs



Kaynak: BDDK

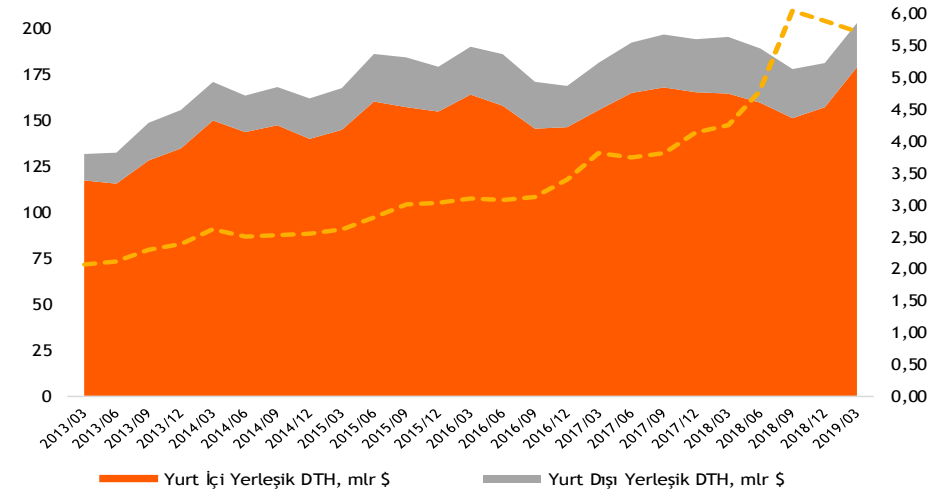
Menkul Değerler Portföyü (milyar TL) ve MDP Getiri (%)



Kaynak: TBB

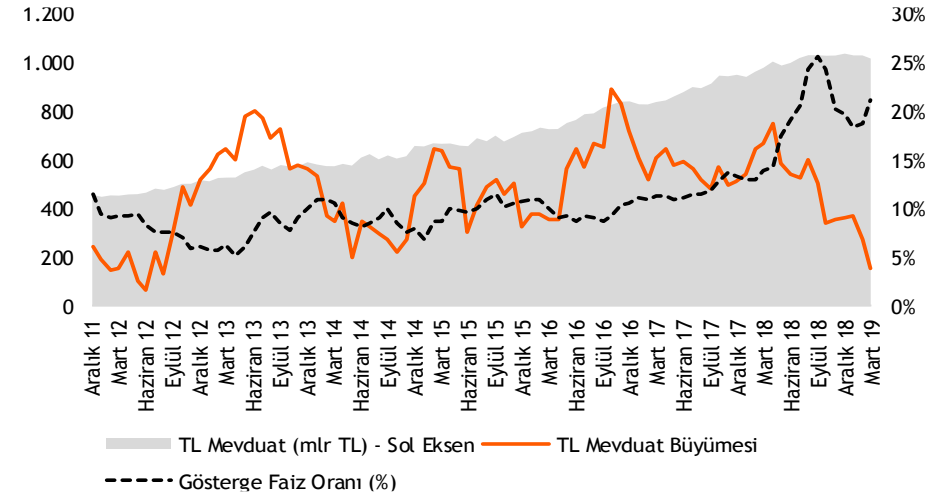
- ❑ **Dolarizasyonun azalmasını bekliyoruz** - 2019 yılının ilk çeyreğinde dolarizasyon nedeniyle bankaların YP mevduatı \$ bazında %11,8 büyüme göstermiştir ve yurt içi / yurt dışı yerleşiklerin toplam döviz tevdiat hesabı 1Ç19 itibarıyla 203 mlr \$'a ulaşmıştır. Yılın geri kalanında TL'de artan stabilite ve TL mevduatı teşvik edebilecek yeni ürünlerin çıkmasına bağlı olarak bu trendin kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Ayrıca, bireysel döviz alımlarında uygulanan BSMV'nin binde 1'den binde 2'ye çıkarılmasına yönelik basına yansıyan çalışmanın kesinleşmesi halinde, bankacılık sektöründe YP mevduat büyümesinin olumsuz etkileneceğini düşünüyoruz.
- ❑ **Yeni ürünler TL mevduat için destekleyici olacak** - Hem kamu hem de özel bankalar tarafından enflasyona endeksli mevduat ürünlerinin oluşturulmasının, TL mevduat büyümesini olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, TMSF Başkanı tarafından gündeme getirilen "mevduatta sigorta limitinin 100 bin TL'den 150 bin TL'ye çıkarılması" yönünde atılacak adımların ise bankacılık sektörünün mevduat büyümesine orta-uzun vadede olumlu katkıda bulunacağı görüşündeyiz.
- ❑ **2019 yılı mevduat büyüme beklentimizi koruyoruz** - Yılın geri kalanında da yurt içi ve yurt dışında değişen ekonomik koşullara bağlı olarak bankaların temkinli yaklaşımlarını sürdürmesi sonucunda mevduat büyüme oranının kredi büyüme oranının üzerinde seyredeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2019 yılında kredilerde öngördüğümüz %10,0'luk büyümeye karşılık toplam mevduat büyüme beklentimizi %11,9 olarak koruyoruz.

Döviz Tевdiat Hesabı ve Sepet Kur (%)



Kaynak: BDDK

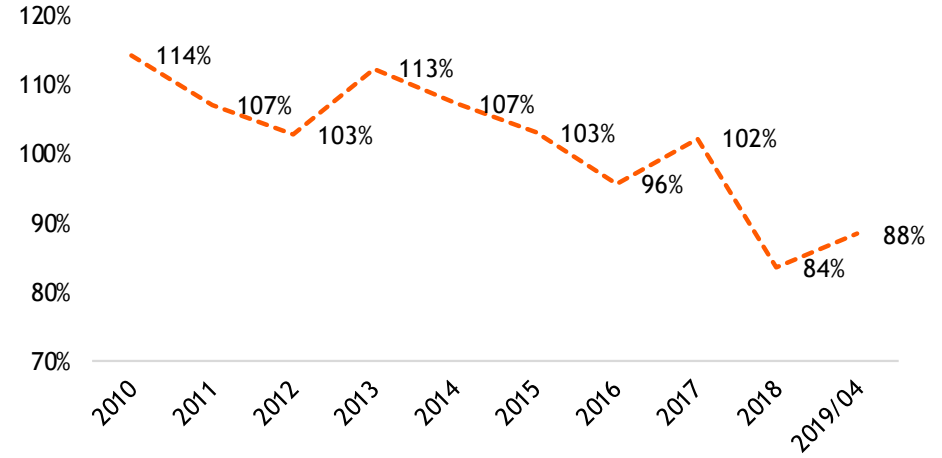
TL Mevduat Büyümesi ve Gösterge Faiz (%)



Kaynak: BDDK

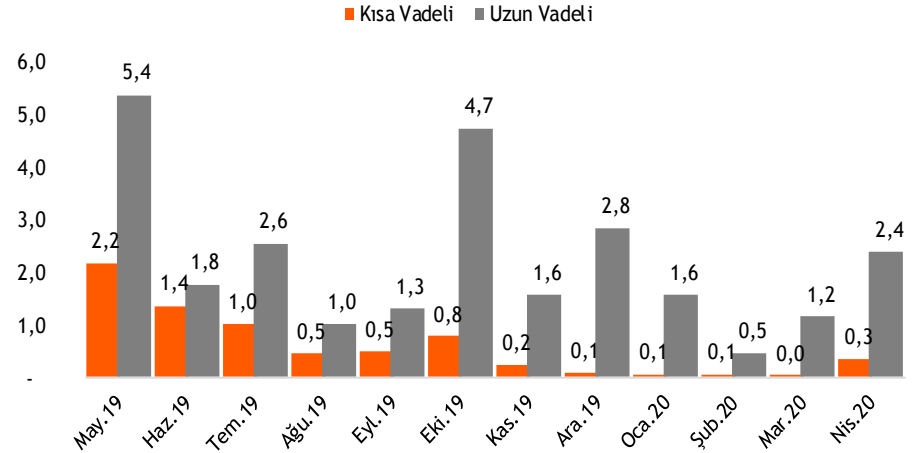
- ❑ **Zayıf talep nedeniyle sendikasyon kredilerinde çevrim oranı geriledi** - Sendikasyon kredilerinde çevrim oranları, artan maliyetler ve içerideki zayıf büyüme iştahına bağlı olarak beklentilere paralel şekilde gerileme gösterdi. Bankaların 2019 Nisan ayı itibarıyla %88 düzeyine gerileyen dış borç çevrim oranının yılın geri kalanında bu seviyeleri koruyacağını düşünüyoruz.
- ❑ **Sendikasyon yenilemede Ekim - Aralık en yoğun dönem** - Yılın ikinci yarısında Ekim ve Aralık ayları bankaların en fazla sendikasyon kredisi çevriminin gerçekleştireceği dönem olarak gözükmemektedir. Akbank (Eylül'de 980 mln \$), Yapı Kredi (Ekim'de 1,1 mln \$), Garanti (Aralık'ta 1,33 mln \$), İş Bankası (Ekim'de 1,0 mln \$). Akbank ve Garanti Bankası yılın başlangıcında açıkladıkları bütçelerinde, güçlü likidite durumlarını göz önünde bulundurarak, sendikasyon kredilerinde çevrim oranlarının %100'ün altında gerçekleşme beklentilerini paylaşmışlardı.
- ❑ **Refinansman riski öngörmüyoruz** - Artan jeopolitik riskler nedeniyle hem Avrupa hem de ABD tarafından Türkiye'nin dış fonlama kaynakları üzerine yaptırım olabileceği spekülasyonları gündemde yer almıştır. Ancak bu yaptırımların gelmesini beklememekle beraber, olası bir yaptırımın bankalar için refinansman riski doğurabileceğini düşünüyoruz. Araştırma kapsamımızda yer alan bankalar arasında, yurt dışından borçlanması en yüksek banka TSKB olup, bankanın mevcut yurt dışı kredi kaynakları uzun vadeli anlaşmalara dayandığı için likidite riski öngörmüyoruz.

Bankaların dış borç çevrim oranları, 6 aylık hareketli ortalama (%)



Kaynak: TCMB

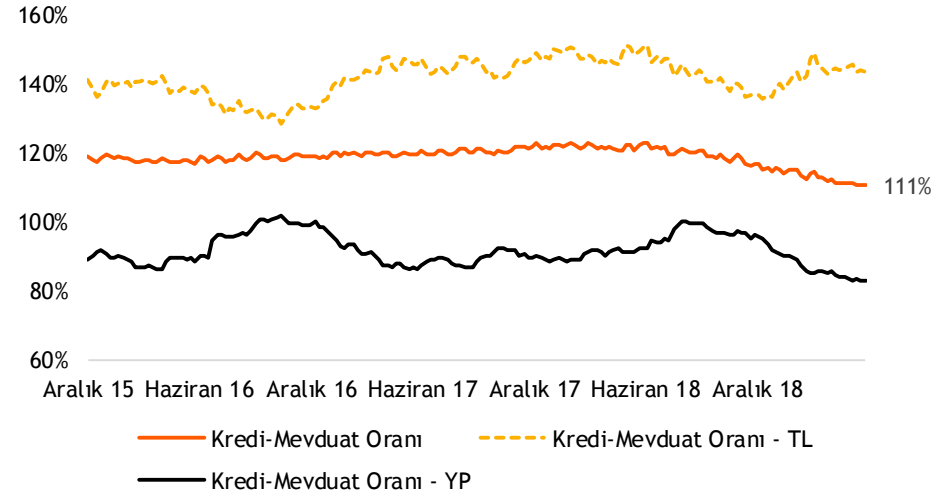
Bankaların dış borçlarının 1 Yıla Kadar Olan Vade Dağılımı (mln \$), 2019 Nisan



Kaynak: TCMB

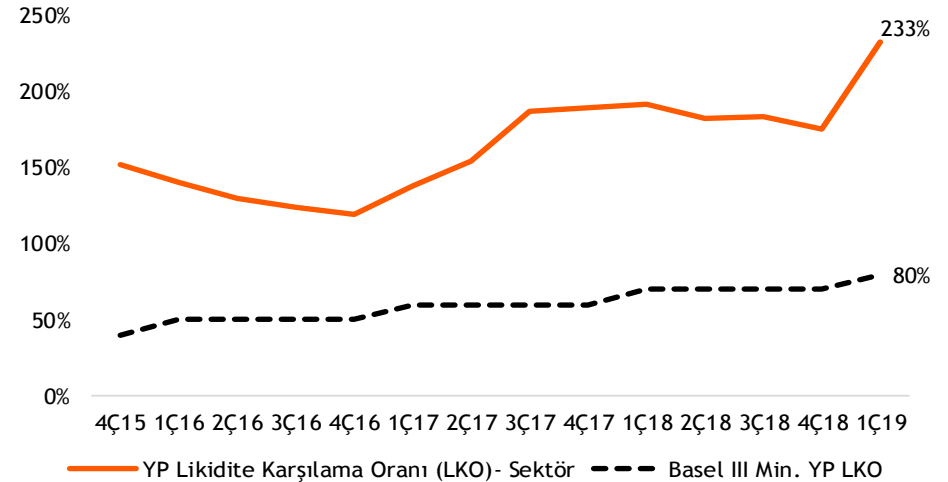
- ❑ **Bankaların likiditeleri güçlü** - Yurt içindeki zayıf talep nedeniyle kredi büyümesinde yaşanan yavaşlama, bankaların likidite oranlarında iyileşme yaratmaktadır. Bankaların 2018 sonunda %175 düzeyine gerileyen YP likidite karşılama oranı 1Ç19 itibarıyla %233'e ulaşmıştır. 2019 yılı için Basel tarafından önerilen minimum YP likidite karşılama oranı %80'dir. 2Ç19'da zayıf büyüme performansına bağlı olarak bankaların likiditelerinde iyileşmenin devam edeceğini öngörüyoruz. Ancak 2019 yılının ikinci yarısında yurt içinde talep tarafında beklediğimiz toparlanma ile birlikte likidite fazlasının normalleşmesini bekliyoruz.
- ❑ Ek olarak, Mart 2019'daki SPK kararı ile para piyasası fonlarının fon toplam değerinin asgari %50'sinin mevduat/katılma hesaplarında değerlendirilecek olması ile vadeli mevduat hesabına geçiş olması da bankaların likidite görünümüne olumlu yansımıştır. TCMB tarafından yapılan hesaplama göre, 18 mlr TL'lik geçiş olacağı tahmin edilmektedir.
- ❑ **Kredi- mevduat oranı iyileşecek** - 2019 yılında bankaların mevduat büyümesinin kredi büyümesinin üzerinde gerçekleşeceğini ve bunun da sektörün kredi-mevduat oranına iyileşme getirmeye devam edeceğini öngörüyoruz. Bu trendin uzun vadede bankaların likiditelerini olumlu etkileyeceğini tahmin ediyoruz.
- ❑ **Likiditesi en güçlü banka Akbank** - Akbank'ın 1Ç19 itibarıyla kredi-mevduat oranı %95 düzeyine gerilemiş olup, bu da sektörde en düşük orana işaret etmektedir. Kısa vadede, bu yönde bir senaryo öngörmesek de, Akbank'ın kredi büyümesinde diğer bankalara göre daha çok alana sahip olduğunu düşünüyoruz.

Kredi - Mevduat Oranı (%), 2019 Haziran



Kaynak: BDDK

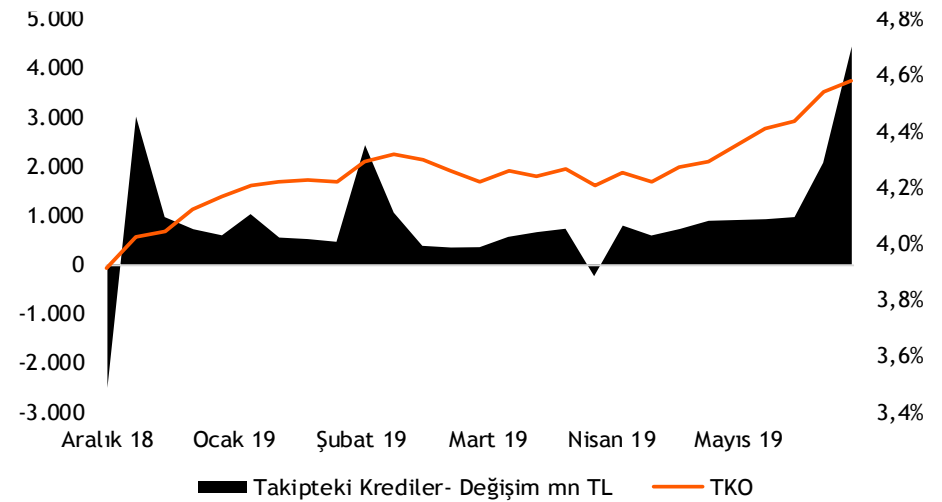
YP Likidite Karşılama Oranı (%), 1Ç19



Kaynak: TBB

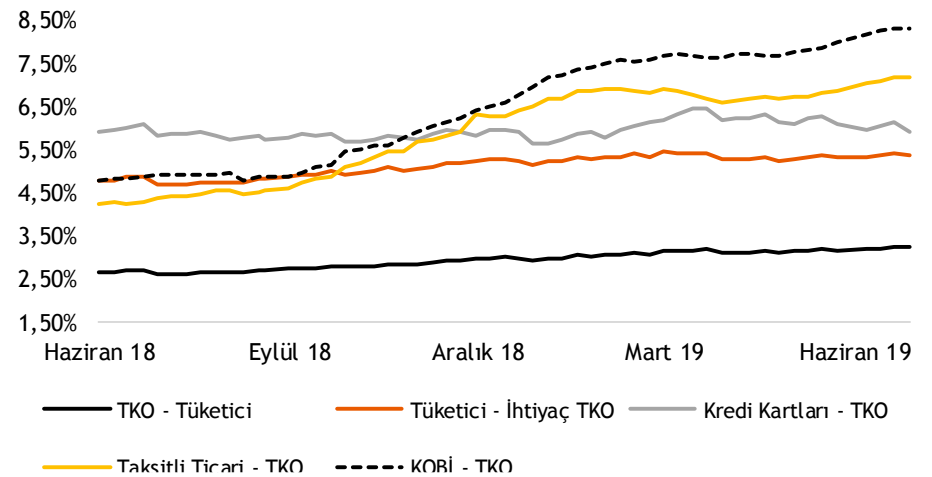
- ❑ **Aktif kalitesi bozulmaya devam edecek** - 2019 Haziran itibariyle %4,6 düzeyine ulaşan TKO'nun 2019 yıl sonunda ilk strateji raporumuzdaki beklentilerimize paralel %5,0-5,5 aralığında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Bununla birlikte, hem kredi yeniden yapılandırılmaları hem de konut ve enerji sektörü kredilerine yönelik basına yansıyan çalışmaların nihayete ermesi durumunda daha düşük TKO oranları ile yılı tamamlayabileceğimiz de göz ardı edilmemelidir.
- ❑ **KOBİ kredilerinde intikaller azalarak devam edebilir** - 2018 yılında büyük ölçekli firmaların kredilerinin takibe alınması sonucunda bankaların TKO'ları yükseliş göstermişti. 2Ç19 itibariyle ticari ve KOBİ kredileri öncülüğünde aktif kalitesinde bozulma devam etmiştir. 2019 yılının ikinci yarısında da KOBİ tarafında görülen intikal artış eğiliminin yavaşlayarak devam edeceğini tahmin ediyoruz.
- ❑ **Ticari kredilerde riskler azalma eğiliminde** - 2018 sonunda %4,8'e ulaşarak oldukça hızlı yükselen karşılıksız çek işlemleri oranının yılbaşından bu yana düşüş trendine (Mayıs: %3,6) girmesiyle ticari krediler tarafında risklerin azalmaya başladığını düşünüyoruz.
- ❑ **Tüketici segmenti yakından izlenecek** - Aktif kalitesi açısından kredi ya da kredi kartı ödemeyen kişi sayısı ve karşılıksız çek istatistikleri öncü gösterge niteliğinde olup, yakından izlenmesinin gerektiğini düşünüyoruz. TCMB verilerine göre, bireysel kredi ya da kredi kartı borcunu ödememiş kişi sayısı 2019 yılı Nisan'da yıllık bazda %16,1 artış göstermiştir. Bu nedenle bankaların tüketici tarafında aktif kalitesinde bozulmanın devam edeceğini tahmin ediyoruz. İşsizlik oranı, tüketici güveni gibi göstergelerde kötüleşme yaşanması, özellikle tüketici segmenti TKO için yukarı yönlü risklere işaret etmektedir. Ayrıca bu göstergelere ilişkin beklentilerde bozulma, bankaların karşılık yüklerini artırarak karlılıklarını azaltmaktadır.
- ❑ **Menkul kıymetleştirme öne çıkacak** - Bankacılık sektöründe aktif kalitesinde bozulmasının azalarak devam etmesini beklerken, fonlama tarafında yaşanan daralmaları aşmak için aktiflerindeki kaliteli varlıklara yönelik menkul kıymetleştirme çalışmalarının artmasını bekliyoruz. Bu durum menkul kıymetleştirme yöntemi ve kullanılan enstrümanların özelliklerine göre bankaların aktif/pasif kompozisyonlarını değiştirerek SYR ve likidite hesaplamalarına etki edecektir.

Takipteki Krediler Oranı (%), 2019 Haziran



Kaynak: BDDK

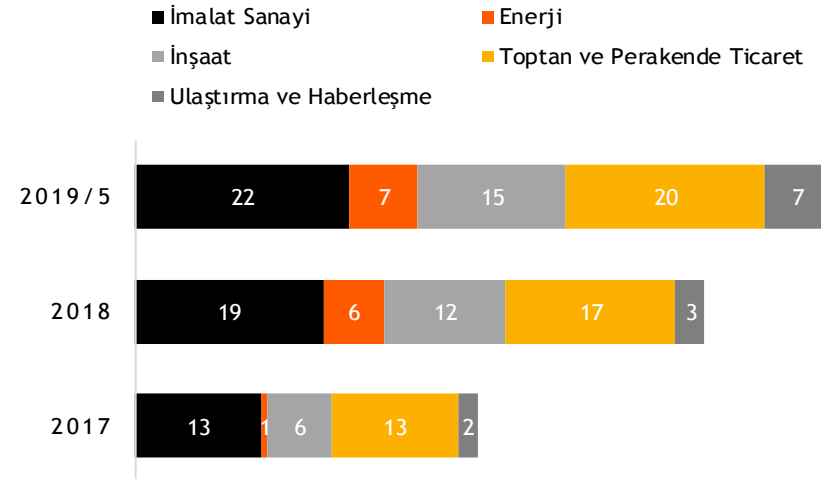
Takipteki Krediler Oranı (Kredi Türü Bazında) (%), 2019 Haziran



Kaynak: BDDK

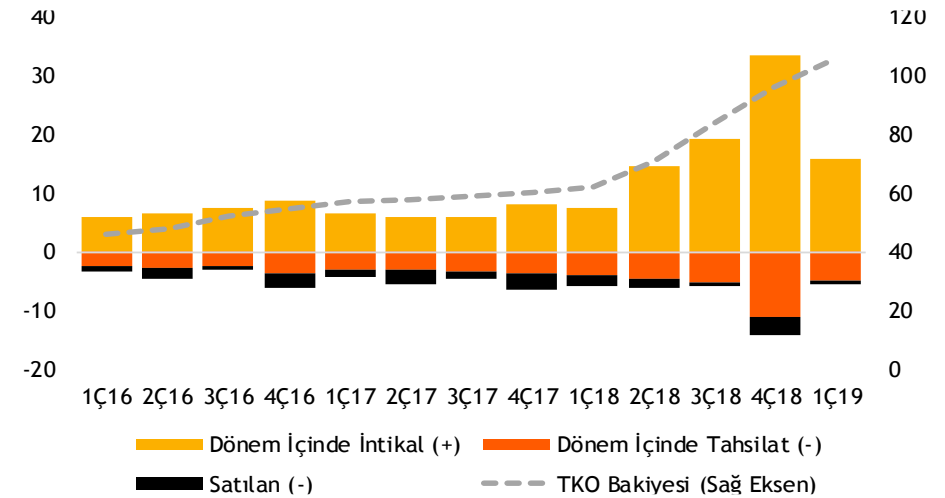
- ❑ **Enerji ve gayrimenkul riskli sektörler arasında** - Son yıllarda yatırım harcaması oldukça yüksek gerçekleşen enerji sektöründe artan riskler ön plana çıkmaktadır. Son dönemlerde arz tarafındaki daralmaya karşın yüksek seviyede stokla çalışan gayrimenkul sektörüne, zayıf talep nedeniyle bankacılık sektörü temkinli davranarak karşılık oranlarını arttırmaktadır. Benzer şekilde yoğun bir yatırım döneminin ardından yüksek döviz cinsi borçlarla son dönemlerdeki kur dalgalanmalarından olumsuz etkilenen enerji sektörü de, bankacılık sektörü için risk oluşturan bir diğer sektördür. Enerji sektörü kredi portföy ağırlığı en yüksek bankalar ise TSKB ve Yapı Kredi Bankası'dır.
- ❑ **Enerji ve gayrimenkul fonu çalışmaları** - Hükümet tarafından reform paketi kapsamında yapılan açıklamaya göre, enerji ve inşaat gibi yüksek takipteki kredi oranlarının olduğu iki sektörde, sorunlu varlıkları borç-hisse takasıyla bankaların bilançolarındaki risklerin azaltılması planlanmaktadır. Bu yıl içinde tamamlanacağını tahmin ettiğimiz söz konusu çalışmaları, bankaların hem sermaye yeterlilikleri ve likidite durumları hem de aktif kaliteleri açısından olumlu buluyoruz.
- ❑ **Enerji fonu büyüklüğü 1,5-2,0 mlr \$ olarak öngörülmüyor** - Henüz resmi olarak detayları açıklanmasa da, basına yansıyan haberlere göre, enerji sektöründe yeniden yapılandırma ihtiyacı olan kredi miktarının yaklaşık 12 mlr \$ olduğu, ilk etapta ise 1,5-2,0 mlr \$'lık kredinin fona dahil edilmesi öngörülmektedir. Yapının ise, söz konusu proje özelinde bir portföy yönetim şirketinin oluşturulup her bir şirket ve enerji projesi için ayrı fonun oluşturulması, fondan çıkışların ise belirli bir dönem sonrasında kademeli şekilde yapılması planlanmaktadır.
- ❑ **Gayrimenkul fonu çalışmaları sürüyor** - Basında yer alan haberlere göre, inşaat sektörü için kurulacak olan gayrimenkul fon büyüklüğü 5 mlr TL olarak belirtiliyor. Portföyü markalı konut ve ticari gayrimenkullerden oluşturulması planlanan fona %80 oranında bankaların, %20 oranında inşaat şirketlerinin ortak olması beklenmektedir. Fonun, bankalardaki inşaat şirketlerine ait gayrimenkulleri devralması ve gayrimenkul bedellerinin inşaat şirketlerinin bankalardaki riski karşılığı bankaya ödemesi ve böylece sektörün bankalar nezdindeki riskinin azaltılması planlanmaktadır.

Sorunlu Kredilerin Sektörel Seyri (mlr TL), 2019 Nisan



Kaynak: BDDK

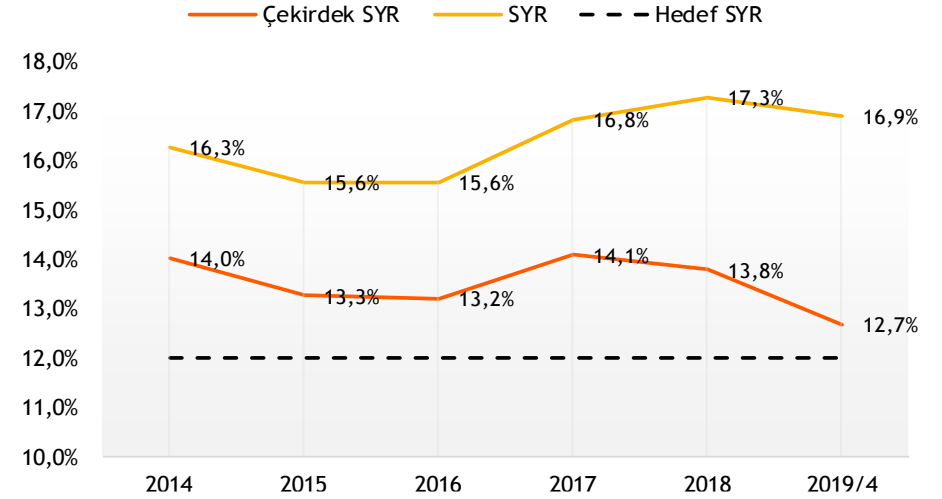
TKO Bakiyesi ve Bileşenleri (mlr TL), 1Ç19



Kaynak: TBB

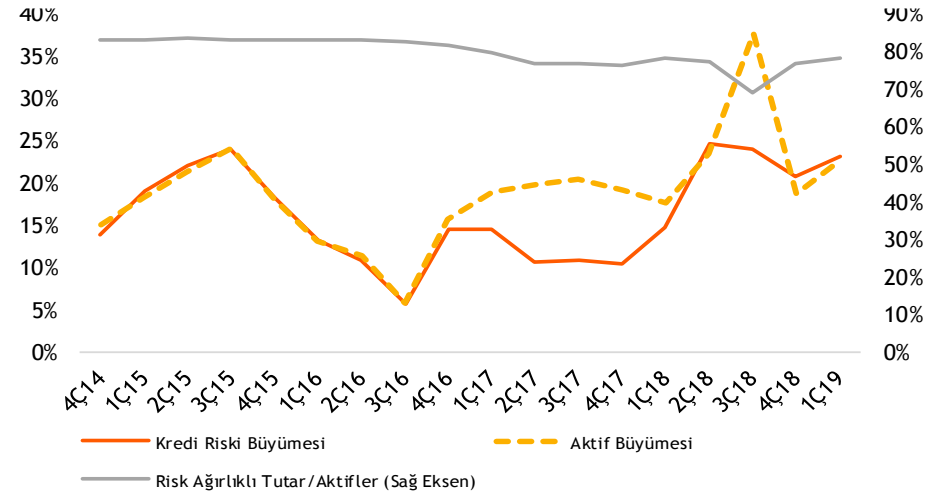
- ❑ **Bankalar SYR'lerinde ekstra bir bozulma beklemiyoruz-** Banka SYR'leri üzerinde kısa vadede kredi büyümesi kaynaklı bir baskı beklememekle birlikte, döviz kurlarındaki hareketliliğin SYR açısından aşağı yönlü risklere işaret ettiğini düşünüyoruz. Ancak genel olarak bir önceki yıla göre azalan karlılığa karşın iç sermaye yaratımının devam etmesi ve sermaye benzeri ihracı ile sektör SYR'lerinin mevcut seviyeleri koruyacağını öngörüyoruz. Ek olarak, bankaların sahip olduğu sorunlu bazı enerji ve gayrimenkul sektörü kredi portföyüne ilişkin çözüm getirilmesi ile bankaların SYR, likidite ve karlılık açısından rahatlamasını muhtemel görüyoruz.
- ❑ **Kamu bankalarını sermayesi güçlendirildi -** 2019 Nisan'da Hazine tarafından kamu bankaları için 3,7 mlr €'luk DIBS ihracı gerçekleştirildi. Bu adımın, kamu sermayeli bankaların sermaye yeterliliklerini olumlu etkilemesini ve bu kapsamda Araştırma kapsamımızda yer alan Halk Bankası'nın (900 mln €'luk Basel III uyumlu birinci kuşak sermaye benzeri ihracının) SYR'sini yaklaşık 188 bp olumlu etkilemesini bekliyoruz.
- ❑ **Bankaların kredi riski hesaplamasında standart metot yaklaşımdan IDD (İçsel Derecelendirmeye Dayalı) yaklaşımına geçilmesi, önümüzdeki dönemlerde hayata geçirilmesi beklenen regülasyonlar arasında yer almaktadır.**

Standart ve Çekirdek SYR gelişimi (%), 2019 Nisan



Kaynak: BDDK

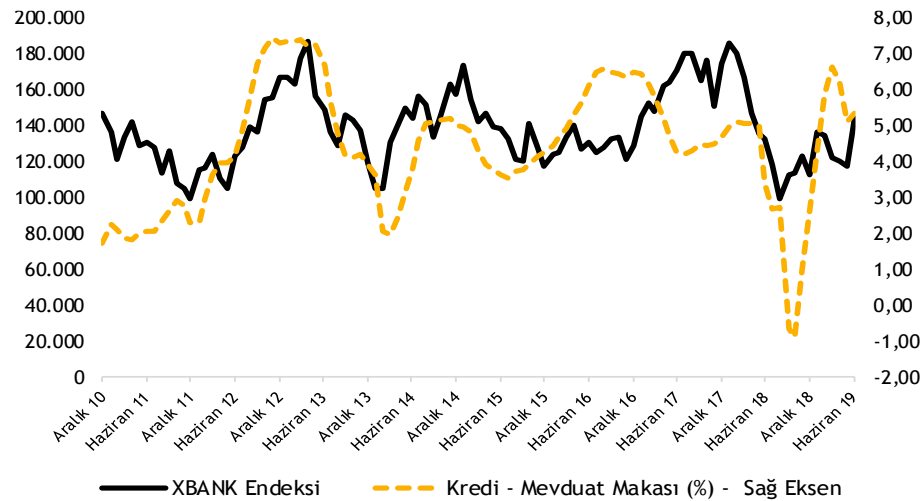
RAA/Toplam Varlıklar ve Kredi büyümesi(%), 1Ç19



Kaynak: BDDK

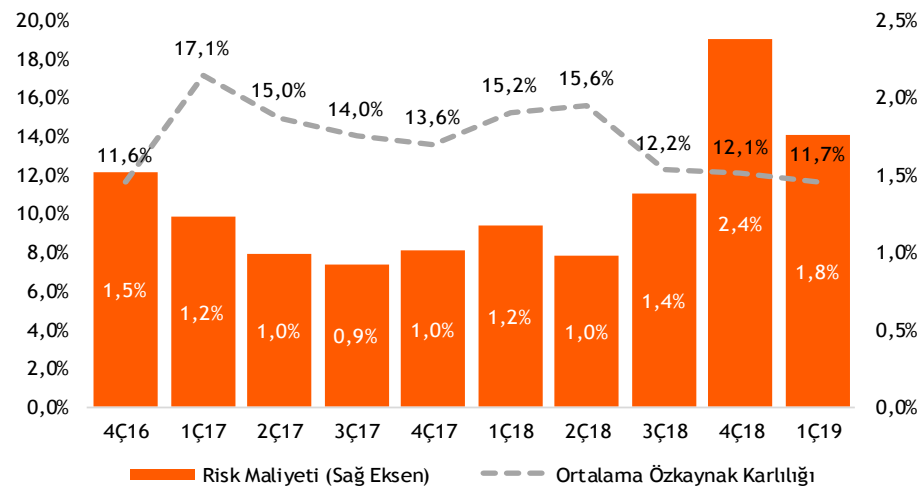
- ❑ **İkinci yarıda kredi-mevduat makasında kademeli iyileşme bekliyoruz** - 2018 yılının son çeyreğinde daralan kredi-mevduat makasında 2019'un ilk çeyreğinde toparlanma yaşandığını ve böylece bankalar tarafından karlılık için öngörülen senaryodan daha iyi bir tablonun belirdiğini gözlemledik. Ancak Nisan'dan itibaren mevduat maliyetlerinde gerilemenin yavaşlaması ve kredi büyümesinin olmaması, makastaki iyileşmenin sürdürülebilirliği üzerinde risk yaratmaktadır. Bu doğrultuda 2Ç19'da kredi-mevduat farkındaki iyileşmenin durmasını ve bunun karlılık üzerinde baskı yaratmasını bekliyoruz. Ancak, kredi stoklarının yeniden fiyatlandırılması ve beklediğimiz faiz indirimlerinin etkisi ile mevduat maliyetlerinin gerilemesi sonucunda vade uyumsuzluğu nedeniyle 4Ç19'da banka karlılıklarının yıl genelinde önceki çeyreklere göre daha iyi olacağını düşünüyoruz.
- ❑ **Risk maliyetinde kademeli gerileme öngörüyoruz** - Son üç çeyrek boyunca yüksek seyreden risk maliyeti bankaların karlılıklarını önemli derecede baskılamıştır. Önümüzdeki dönemde bankaların karlılıkları üzerinde etkisinin önemli olduğunu düşündüğümüz risk maliyeti oranının kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Ancak bu oranda normalleşmenin 2020 yılında başlayacağını düşünüyoruz.
- ❑ **Swap işlemleri nedeniyle oluşabilecek maliyet, net karı olumsuz etkilemeye devam edecek** - Bankacılık sektöründe yılın ilk yarısında YP kredi talebinin zayıf seyretmesi ve dolarizasyonun artması nedeniyle bankaların swap kullanımı artış göstermiştir. Yükselen swap kullanımı ve oluşan maliyetler, bankaların net ticari zararlarının artmasına ve dolayısıyla karlılığı olumsuz etkilemektedir. Önceki yıllarda özel sermayeli bankalarda sıklıkla gözlemlediğimiz swap kullanımı, kamu sermayeli bankalarda da 1Ç'den itibaren karlılığı etkilemeye başlamıştır. Yılın ikinci yarısında bankaların swap kullanımının devam etmesini beklemekle birlikte maliyetlerin ise kademeli olarak gerileyeceğini ve bunun bankaların karlılığına olumlu yansıtacağını tahmin ediyoruz.

Kredi-Mevduat Makası (%), 2019 Haziran



Kaynak: TCMB, Rasyonet

Özkaynak Karlılığı ve Risk Maliyeti (%), 1Ç19

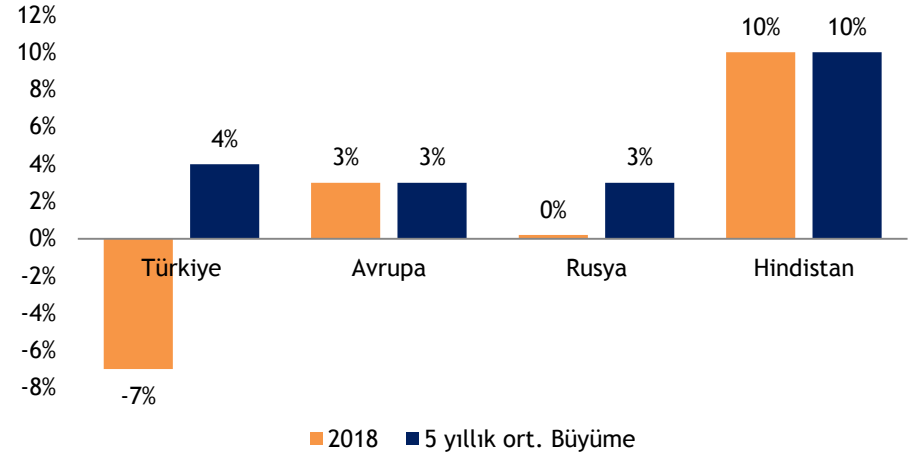


Kaynak: BDDK

Cam Sektörü

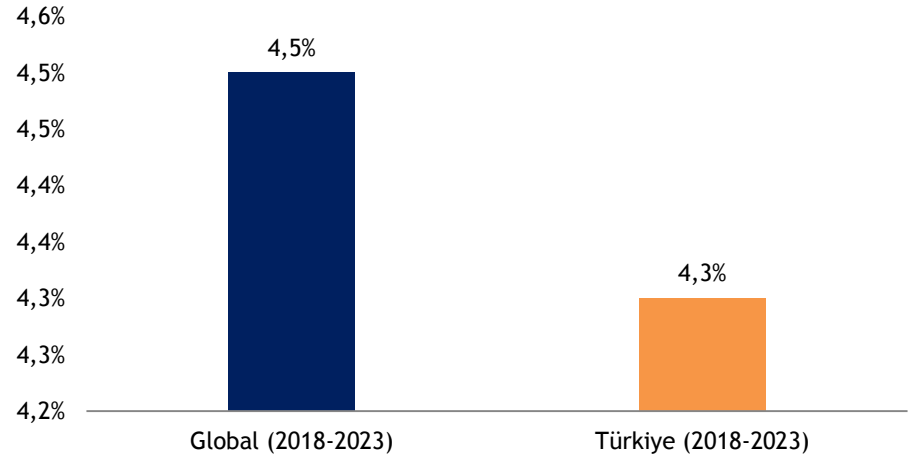
- ❑ **Girdi verilen sektörlerde zayıflık sürüyor** - Cam sektörü, ekonominin lokomotif sektörleri olan inşaat, otomotiv, beyaz eşya, gıda, içecek vb birçok sektöre girdi vermekte olup, bu sektörlerdeki talep daralmasından olumsuz etkilenmektedir. İnşaat sektöründe finansmana bağlı gözlenen durgunluk ve otomotiv sektöründe iç talep kaynaklı zayıflık, düzcam ve otocam satışlarını olumsuz etkilerken, mevsimselliğe bağlı talep daralmaları da cam ambalaj tarafında hacimlerde zayıflığa neden olmaktadır. Kur ve faiz tarafında yüksek seviyelerin devamı, hem inşaat hem de otomotiv sektöründe zayıf iç talebin yılın kalanında da sürmesine neden olacaktır. Ancak, cam ambalaj tarafında yüksek sezon olan 2. ve 3. çeyrekte, turizmin de katkısıyla iç talepte kısmi toparlanmalar görmeyi bekliyoruz.
- ❑ **Avrupa, cam sektörünün en önemli ihrac pazarlarından olmaya devam edecek** - Küresel ticaret ve Brexit gibi risklerin etkisiyle ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın önüne geçmek adına AMB'nin genişlemeci para politikası hamlelerine devam etmesi, sektör açısından kısa ve orta vadede ihracat tarafında oluşabilecek riskleri sınırlamaktadır. Bir diğer önemli pazar konumundaki Rusya tarafında ise jeopolitik riskler ön planda olup, hem AB hem de ABD tarafından uygulanmaya devam edilen yaptırımlar, pazarın büyümesini sınırlamaktadır.
- ❑ **Doğalgaz ve elektrik zamları kar marjlarına negatif yansıyor** - Cam şirketlerinin SMM'lerinin içinde doğalgazın payı %12 ile %20 arasında yer almaktadır. Hem doğalgaz hem de elektrik fiyatlarında yapılan zamlar ise sektör şirketlerinin kar marjlarına olumsuz yansımaktadır. Şirketlerin yurt içindeki fiyatlama kabiliyetleri ile birlikte bu artışları ürün fiyatlarına yansıtmaya güçleri olsa da, zamların kar marjları üzerindeki olumsuz etkilerini yılın geri kalanında da görmeye devam edeceğiz.

Düzcam Pazar Görünümü



Kaynak: Şirket Sunumları

Cam Ambalaj Talep Artışı



Kaynak: Şirket Sunumları

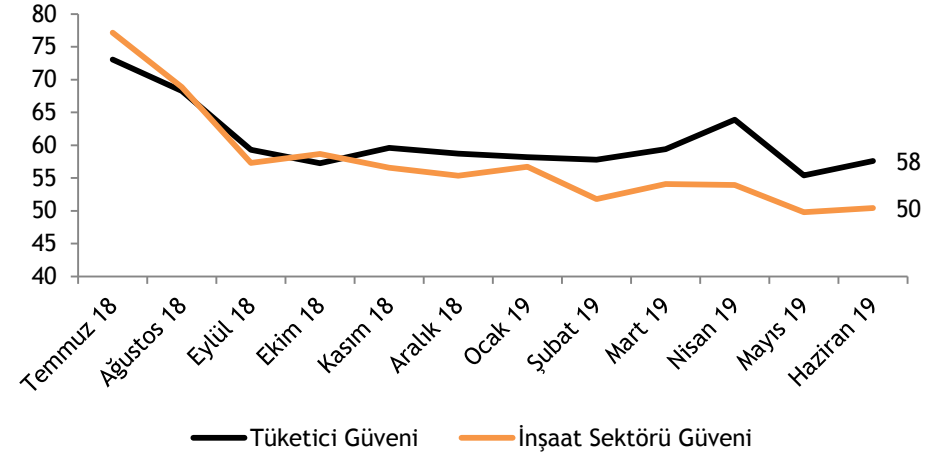
Çimento Sektörü

❑ **İhracat, sektörün can simidi olmaya devam edecek** - 2018 yılının son beş ayında iç satışlarda gözlenen küçülme, 2019 yılının ilk çeyreğinde de sürmüştür. Konut tarafında i) faiz oranlarının seyri ve ii) azalan tüketici güveni, iii) inşaat sektöründe süregelen zayıflık, sektörün iç satışlarında 1Ç19'da yıllık %41,5 azalmayı beraberinde getirirken, ihracatta aynı dönemde yıllık %41,5'lik hacim artışı gözlenmiştir. Aynı zamanda 2018 yılının ilk çeyreğinde gözlenen ılıman havanın etkisiyle gözlenen yüksek baz etkisi de, yıllık bazda bu denli yüksek iç tüketim gerilemesinde etkili olmuştur. Temmuz ayından itibaren TCMB'den gelmesini beklediğimiz faiz indirimlerini yavaşlayan inşaat aktivitesinin toparlanması adına önemli buluyoruz. Ancak, mevcut konjunktürde eldeki projelerin tamamlanması ve stok eritme çabaları nedeniyle yeni konut arzının sınırlı kalması nedeniyle, çimento sektöründeki şirketlerin ihracata yönelimlerinin devamını bekliyoruz.

❑ **Zayıf iç talep, fiyat artışlarını sınırlamaya devam edecek** - Şektör şirketleri, yılın ilk çeyreğinde artan yakıt ve enerji maliyetlerini fiyatlara yansıtmada zorlansa da Nisan ayından itibaren ürün fiyatlarında %10'un üzerinde yükseliş gerçekleşmiştir. İhracat fiyatları ise 40-45 \$ aralığında yatay seyir izlemektedir. Yılın devamında inşaat aktivitesinde hızlı bir toparlanma beklemediğimiz için ürün fiyatlarında yukarı yönlü hareket alanının da kısıtlı olduğu görüşündeyiz.

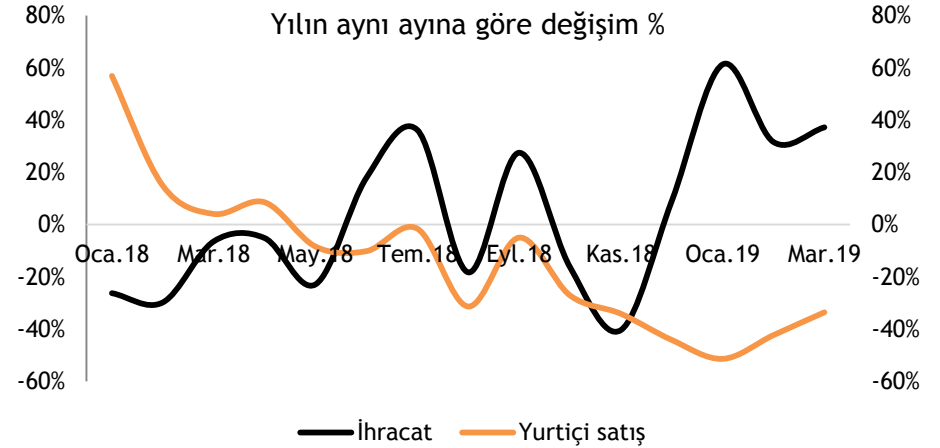
❑ **Kar marjlarındaki daralmanın sürmesini bekliyoruz** - Elektrik fiyatlarında Temmuz ayından itibaren uygulanacak %15 oranındaki zammın, iç talepte gözlenen zayıflığa bağlı olarak satış fiyatlarına yansıtılamaması halinde, sektör şirketlerinin kar marjlarındaki daralmanın devam edeceğini öngörüyoruz.

Tüketici Güveni vs İnşaat Sektörü Güveni



Kaynak: TÜİK

İhracat vs Yurtiçi Satış, Aylık Değişim %



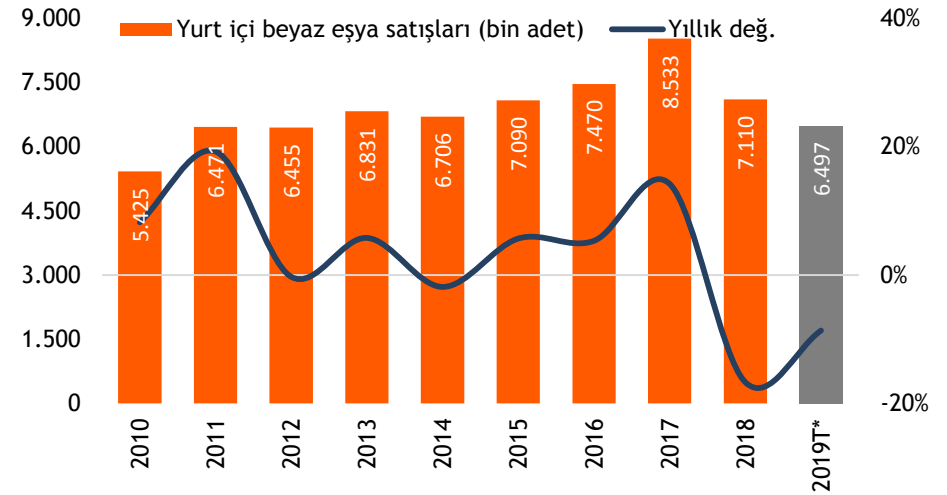
Kaynak: TCMA

Dayanıklı Tüketim Sektörü

❑ **Kısa vadede güçlü bir toparlanma zor** - İç piyasada 2018 yılındaki küçülmeyi 2019 yılının ilk dört ayında da devam ettiren Türkiye beyaz eşya sektöründe, hükümetin iç talebi canlandırmaya yönelik devreye soktuğu ÖTV ve kredi kartı taksit düzenlemesi gibi adımlar destekleyici etkiye bulundu. Ancak, ÖTV teşvikine rağmen zayıf seyreden iç talebin, söz konusu teşvikin yılsonuna kadar uzatılmamasını da göz önünde bulundurarak yılın geri kalanında kayda değer bir canlanma göstermesini beklemiyoruz. Beyaz eşya ihracatında ise, sektörün ana pazarı olan Avrupa'da genişlemeci para politikasının devam edecek olmasının da etkisiyle talep koşullarında öngördüğümüz iyileşmeyle birlikte toparlanma bekliyoruz. TV pazarında, kredi kartlı alımlarda taksit sayısının artırılmasının iç talebi destekleyeceğini düşünmekle birlikte kısa vadede güçlü bir toparlanma beklemiyor; ihracat tarafında ise canlanmanın en erken gelecek yıl gerçekleşecek Avrupa Futbol Şampiyonası ile sağlanabileceğini tahmin ediyoruz.

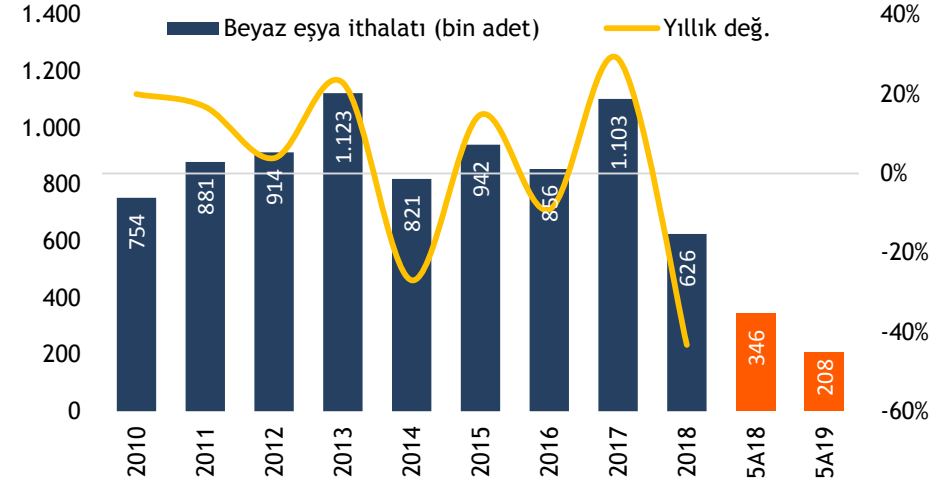
❑ **Yurt içi beyaz eşya pazarında daralmanın devamını bekliyoruz** - 2018 yılında yıllık bazda %17 daralan Türkiye beyaz eşya sektörü iç satışları, kur ve faiz seviyelerindeki dalgalanmalar ve tüketici güvenindeki gerilemenin etkisiyle 2019 yılının ilk beş aylık döneminde düşüş trendini sürdürdü. Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği (TÜRKBEŞD) verilerine göre, beyaz eşya sektöründe yurt içi satışlar Ocak-Mayıs döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %12 geriledi. Beyaz eşyada %6,7 oranında uygulanan ÖTV'nin Kasım/2018'den itibaren geçici süreyle sıfırlanmasının iç talepteki daralmayı azaltan önemli bir unsur olduğunu düşünmekle birlikte söz konusu teşvikin Haziran sonundan yılsonuna kadar uzatılmamasını sektör açısından olumsuz yönde değerlendiriyoruz. Diğer yandan, Haziran ayı içerisinde BDDK tarafından elektrikli eşya alımlarında kredi kartlarında taksitlendirme süresinin on iki aydan on sekiz aya çıkarılmasını, kısmen de olsa iç talebi destekleyecek bir unsur olarak görüyoruz. Bu doğrultuda, beyaz eşya sektörü yurt içi satışlarının 2019 yılının tamamında yıllık bazda %9 gerileyerek 6,5 mn adet seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

İç talepte daralma devam ediyor



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

Kur dalgalanmaları nedeniyle ithalatta sert düşüş



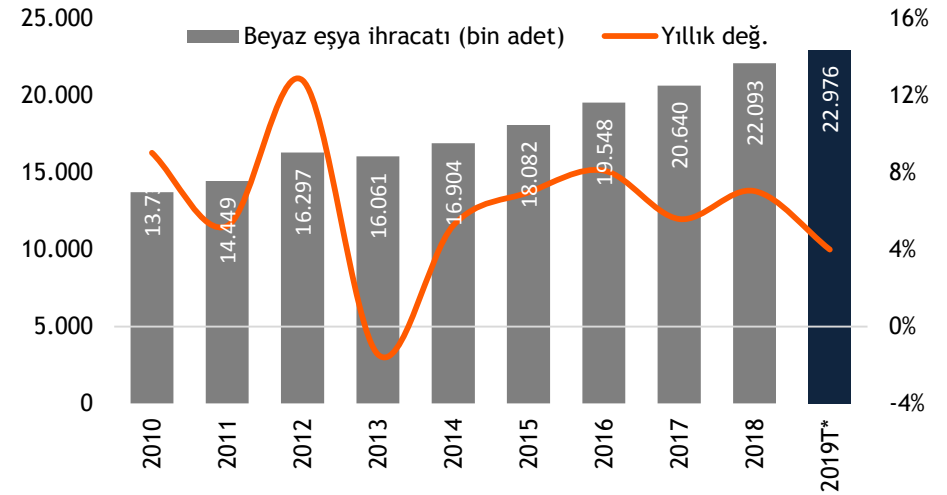
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, BESD

❑ **Beyaz eşya ihracatında Avrupa'nın katkısıyla toparlanma öngörüyoruz** - Sektörün yurt içindeki zayıf performansına karşın ihracat tarafında görece güçlü kaldığını görüyoruz. TÜRKİBESD verilerine göre, beyaz eşya sektörünün Ocak-Mayıs döneminde ihracatı, İngiltere hariç Batı Avrupa pazarındaki zayıflığa ve geçen yılın yüksek baz etkisine rağmen yatay seyrederek 8,4 mn adet oldu. Sektörün ana ihracat pazarı olan Avrupa'da, Brexit nedeniyle İngiltere'de öne çekilen talebin yılın ikinci yarısında kısmen azalmasını beklerken, Fransa başta olmak üzere diğer bölge ülkelerinde iyileşen talep koşullarıyla birlikte toparlanma öngörüyoruz. Bu doğrultuda, Türkiye beyaz eşya sektörü ihracatının 2019 yılının tamamında yıllık bazda %4 artarak 23 mn adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

❑ **TV pazarında umutlar 2020'de** - TV pazarında yurt içi satışlar (perakende) 2018 yılının ikinci çeyreğinden bu yana düşüş eğiliminde olup, satın alma gücü ve tüketici güvenindeki kötüleşmenin etkisiyle 2019 yılının ilk iki ayında satışlar yıllık bazda %30 geriledi. BDDK'nın Haziran ayı içerisinde açıkladığı kararlar kredi kartlarında taksitlendirme sürelerinin fiyatı 3.500 TL'ye kadar olan TV alımlarında dokuz aydan on iki aya ve 3.500 TL'nin üzerinde olan TV alımlarında üç aydan altı aya çıkarılmasının yılın geri kalanında iç talebi destekleyerek daralmanın hızını yavaşlatabileceğini düşünmekle birlikte kısa vadede güçlü bir toparlanma beklemiyoruz.

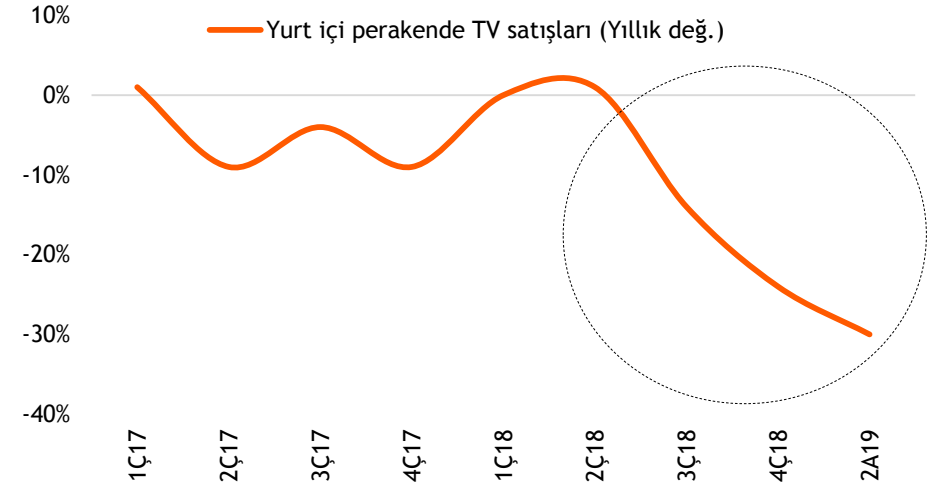
İhracat tarafında ise, geçen yılın ikinci yarısında çift haneli düşüş kaydeden TV satış hacmi, FIFA Dünya Kupası kaynaklı yüksek baz etkisine rağmen 2019 yılının ilk iki ayında yıllık bazda %4'lük sınırlı düşüş kaydetti. Yılın geri kalanında Avrupa pazarında iyileşen talep ortamının desteğiyle TV ihracatında sınırlı da olsa bir toparlanma öngörmekle birlikte asıl canlanmanın gelecek yıl gerçekleşecek (12 Haziran-12 Temmuz 2020) Avrupa Futbol Şampiyonası'nın katkısıyla yaşanmasını bekliyoruz.

İhracat performansı iç pazara kıyasla daha dirençli



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

Yurt içi TV pazarında belirginleşen bozulma



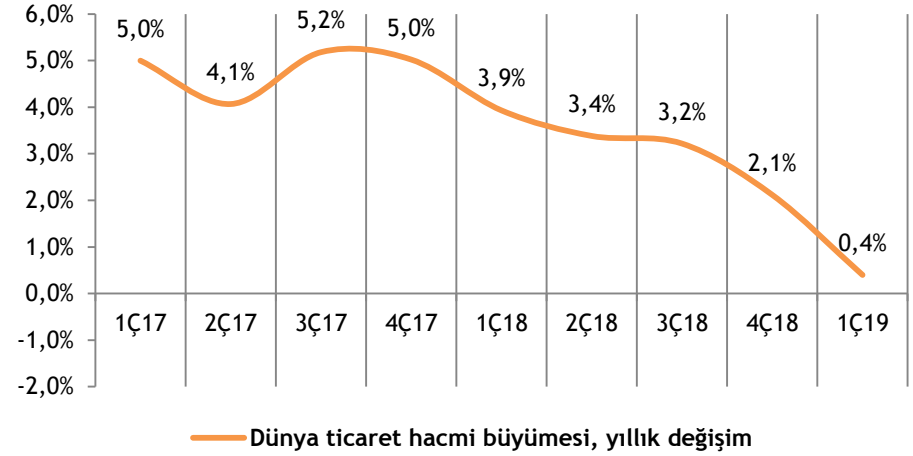
Kaynak: Vestel 1Ç19 Yatırımcı Sunumu

Demir elik Sektörü

❑ **Küresel koşullar sektör için belirleyici konumda** - 2018 yılında 1,71 mlr ton seviyesindeki dünya çelik tüketiminin %48,8'ini (835 mn ton) tek başına gerçekleştiren Çin, aynı zamanda 1,81 mlr ton seviyesindeki toplam üretimin de %51,3'ünü (928 mn ton) tek başına gerçekleştirmiştir. Çin, küresel çelik ticaretinde nette en önemli ihracatçı konumunda yer alırken, ABD ise nette en önemli ithalatçı konumundadır. ABD ile Çin arasında çelik ve alüminyum sektörüne ilişkin gümrük vergilerinin artırılması ile Mart 2018'de başlayan ticaret gerginliğinin getirdiği korumacılık akımı ve küresel büyümeye yönelik son dönemde artan endişeler, hem sektör hem de küresel ticarete olumsuz yansıdı. Dünya ticaret hacmi 1Ç18 sonrasında hızla ivme kaybederken, 2017 yılında %7,4 artan çelik tüketimi, 2018 yılında %4 seviyelerinde büyüdü.

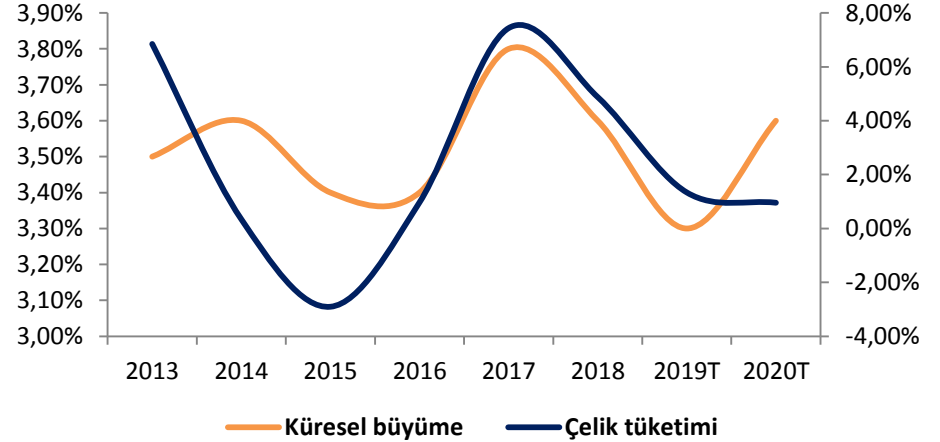
❑ **G20 sonrası olumlu beklentiler** - ABD ile Çin'in, G20 zirvesinde ticaret görüşmelerine devam ederek yeni ek vergiler getirmeme konusunda uzlaşmalarına karşılık, henüz aralarında anlaşma imzalanmaması, hem küresel ticaretin hem de tüketimin yönü konusunda belirsizliklerin devamına neden olmaktadır. Öte yandan olası bir anlaşma halinde dahi sektörün tüketim ve ticaret hacminin, Çin'de son dönemde yavaşlayan ekonomik aktivitenin teşviki için atılacak adımların belirleyeceğini düşünüyoruz. 2010 yılı sonrasında tek haneli büyüme periyoduna giren Çin ekonomisinde beklenen yavaşlama eğilimine bağlı olarak çelik tüketiminin 2019 ve 2020 yıllarında yataya dönebileceğini düşünüyoruz. Önemli merkez bankalarının aldığı faiz indirimi ya da görece düşük faiz politikalarının devamının, 2019 yılı olmasa da 2020 yılında hem global büyüme hem de dünya ticareti için destekleyici olacağı, bunun da çelik sektörü için aşağı yönlü riskleri orta vadede sınırlandıracağı görüşündeyiz.

Dünya Ticaret Hacmi Gelişiminin Seyri



Kaynak: UNCTAD

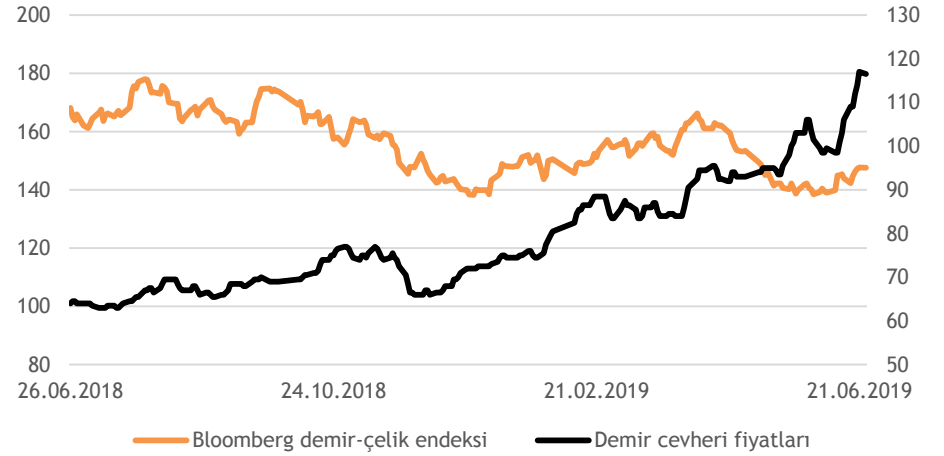
Küresel Büyüme vs Çelik Tüketimi



Kaynak: Worldsteel - IMF

- ❑ **Cevher fiyatlarındaki normalleşmenin, ürün fiyatlarını aşağı yönlü baskılamasını bekliyoruz** - 2019 yılının ilk çeyreğinde, 2018 yılsonuna göre çelik fiyatlarında gördüğümüz toparlanma, yılın ikinci çeyreğinde yerini gerilemeye bıraktı. Dünyanın en önemli demir cevheri tedarikçileri konumundaki Brezilya ve Avustralya'da ilk çeyrekte yaşanan kaza ve kasırgaların etkisiyle cevher fiyatlarında yukarı yönlü hareketler izledik. Arz tarafındaki toparlanmanın yılın kalanında zamana yayılmasıyla, cevher fiyatlarında, yükseliş ivmesine göre daha yavaş tempoda geri çekilmeler bekliyoruz. İlk yarıda cevher fiyatlarındaki ivmeyi takip edemeyen çelik fiyatlarının, cevher fiyatlarında yılın kalanında görmeyi beklediğimiz gerilemeye bağlı olarak zayıf seyrine devam etmesini bekliyoruz. Bu beklentilerimiz ise demir çelik sektörü şirketlerinin kar marjları üzerinde, mevcut durumda gördüğümüz aşağı yönlü baskının devam edeceğine işaret etmektedir.
- ❑ Küresel büyümeye yönelik endişelerin azalması ya da küresel büyümenin yeniden ivme kazanması beklenen 2020 yılında Çin'de tüketimin artması, çelik fiyatlarında da yukarı yönlü toparlanmaları beraberinde getirecektir.

Bloomberg Demir-Çelik Endeksi vs Demir Cevheri Fiyatları

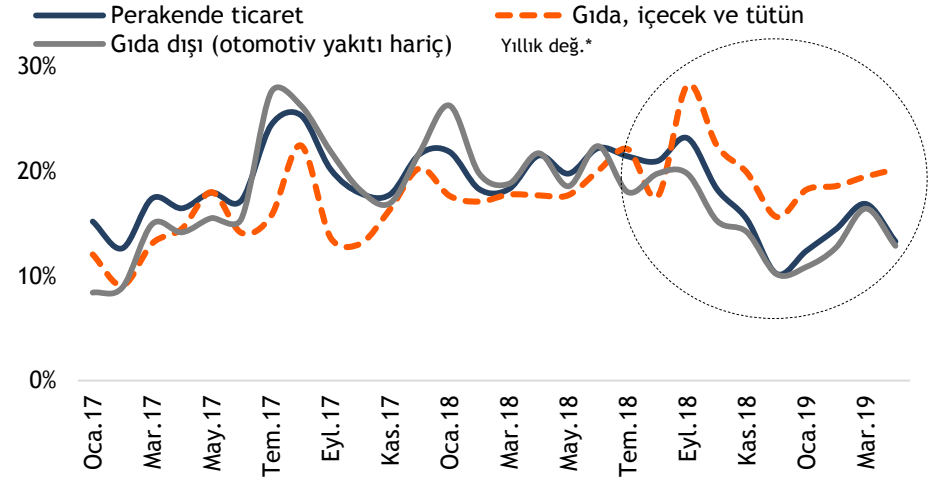


Kaynak: Bloomberg

Gıda Perakendeciliği Sektörü

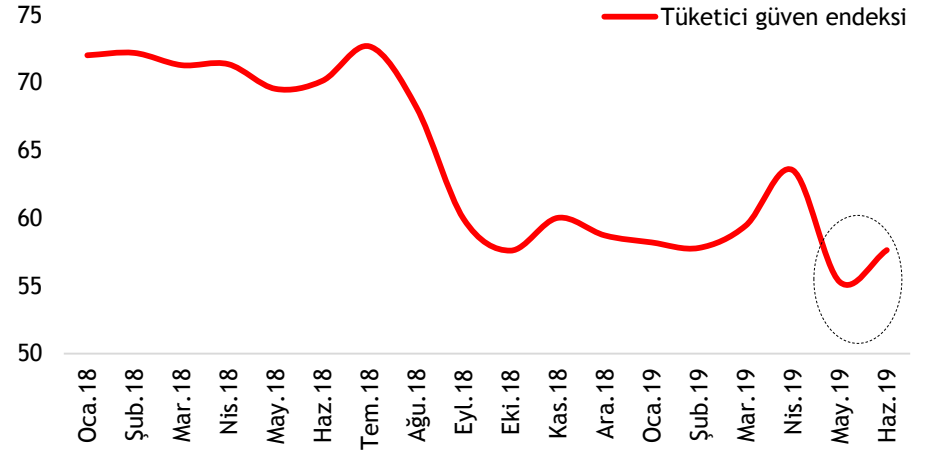
- ❑ **Defansif yönüyle ön planda olmaya devam edecek - 2019 yılının ilk dört ayında, ekonomik aktivitedeki zayıflığın yanı sıra yüksek döviz kurları ve faiz seviyeleri nedeniyle tüketici güveninde yaşanan gerilemenin harcama eğiliminde yarattığı olumsuz etkilere rağmen, yüksek enflasyon ve mağaza açılışlarının etkisiyle gıda perakendeciliği sektöründe büyüme devam etti. TUIK verilerine göre, takvim etkilerinden arındırılmış gıda, içecek ve tütün grubu perakende hacim endeksi yıllık bazda %1,8 gerilerken, ciro endeksi ise %19,2 artış gösterdi. Gıda grubunda yaşanan hacim daralmasının gıda dışı (otomotiv yakıtı hariç) perakendede yaşanan %7,4'lük daralmaya kıyasla sınırlı kalmasını, gıda perakendeciliği sektöründeki talep hassasiyetinin diğer sektörlerle nazaran daha düşük olması ve bu nedenle makroekonomik kırılganlıklara karşı daha dirençli olmasının bir sonucu olarak görüyoruz.**
- ❑ **Güçlü büyüme görünümünün devamını bekliyoruz - Tüketici güveninde Haziran'da yaşanan aylık bazdaki iyileşmenin yılın ikinci yarısında devam ederek, harcama eğilimini destekleyeceğini öngörüyoruz. Diğer yandan turizm sektöründeki olumlu seyrin, özellikle de yazlık bölgelerdeki mağazalara yönelik talebi destekleyerek gıda perakendecilerinin büyümesine katkıda bulunmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, yılın ikinci yarısında enflasyonda öngördüğümüz düşüşün sektörün ciro büyümesinde yaratacağı negatif etkinin, artan taleple dengeleneceğini tahmin ediyoruz. Böylece, Araştırma kapsamımızda yer alan şirketlerin (Bim, Bizim Toptan ve Migros) 2019 yılında geçen yıla göre ortalama %20 ciro büyümesi kaydetmesini bekliyoruz.**
- ❑ **Kâr marjlarında normalleşme öngörüyoruz - Gıda perakendeciliği sektöründe öngördüğümüz güçlü büyüme trendine karşın, i) yüksek fiyat rekabeti, ii) enflasyonun gecikmeli etkisiyle artan stok maliyetleri ve giderler ile iii) hükümetin gıda enflasyonunu kontrol etmeye yönelik önlemlerinin de etkisiyle operasyonel kâr marjlarında geçen yıla göre normalleşme bekliyoruz.**

Gıda, içecek ve tütün ciro endeksinde pozitif ayrışma



Kaynak: TUIK, *Takvim etkilerinden arındırılmış verilere göre

Tüketici güveninde toparlanma sinyalleri



Kaynak: TUIK

GYO Sektörü

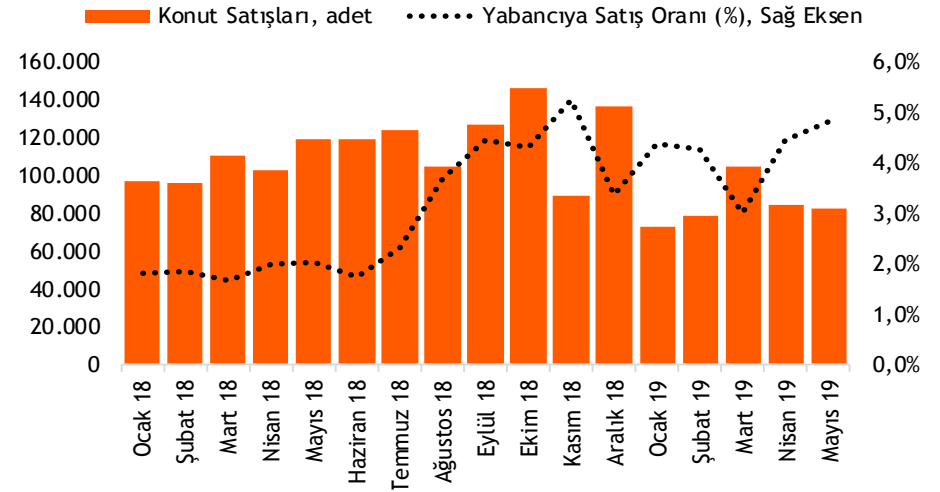
❑ **Konut talebi zayıf kalacak** - 2018 yılının son çeyreğinde özellikle kamu bankaları öncülüğünde yürütülen kampanyaların desteği ile konut kredi faiz oranlarında yaşanan düşüş ile ipotekli satış oranlarında Şubat-Nisan döneminde (Ort. %15,8) artış yaşanmıştır. Ancak kampanyaların sona ermesi ile faiz oranlarının yeniden yükselişe geçmesi sonucunda Mayıs ayında ipotekli satışlar tekrar gerilemiştir. Yılın ikinci yarısında da konut satışları için faiz oranlarının seyri önemli olacaktır. Beklediğimiz faiz indirimlerinin konut kredi faiz oranlarında kademeli düşüş getireceğini düşünsek de satışların, görece yüksek faizler medeniyle ancak 4Ç'de bir miktar canlanma göstereceğini tahmin ediyoruz. Yıl genelinde ise konut talebinin tarihi ortalamalarına göre zayıf kalmasını bekliyoruz.

❑ **Yabancı ilgisi devam edecek** - Vatandaşlık kanununda yapılan değişiklik sonrası 2018 yılında yabancılara yapılan konut satışında görülen %78,4'lük artışın ardından 2019 yılında da bu trendin devam ettiği görülmektedir. 2018 Mayıs ayında %2,0 olan yabancıya satış oranının 2019 yılının aynı döneminde ise %4,8'e yükselmiştir. Yılın geri kalanında da Türkiye'deki gayrimenkullere yönelik yabancı ilgisinin devam etmesini bekliyoruz. Bu gelişmenin özellikle GYO'ların markalı konut projelerindeki satışlarına olumlu katkı sağlayacağını düşünüyoruz.

❑ **Yılın kalanında daha sınırlı konut arzı bekliyoruz** - Borçlanma maliyetlerinin yüksek seyrettiği ve talebin zayıfladığı bu konjonktürde inşaat sektöründe proje ertelemelerinin devam edeceğini düşünüyoruz. 2019 yılında konut tarafında yatırım iştahının azalması sonucunda devam eden projelerin tamamlanmaya çalışılacağını, bunun dışında yeni arzın sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, şirketlerin daha çok stok eritmeye odaklanacağı görüşündeyiz.

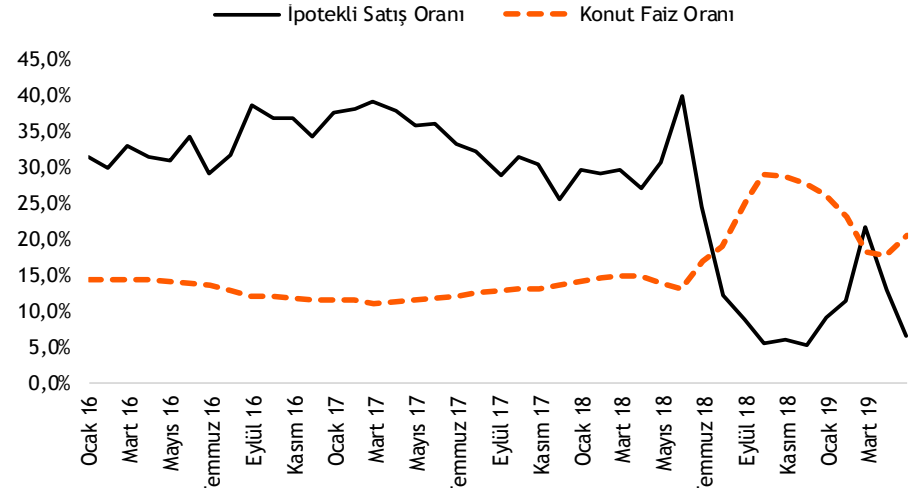
❑ **Kurulması planlanan gayrimenkul fonu sektörü rahatlatacak** - İnşaat şirketleri ve bankaların ortaklık modeli ile kurulması planlanan gayrimenkul fonunun sektörün likidite problemi için rahatlatıcı olacağını düşünüyoruz. Öte yandan, inşaat sektöründeki yatırım iştahının artması ve talepteki canlanmanın ise daha uzun vadede gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Konut Satışları (adet) ve Yabancı Payı (%), 2019 Mayıs



Kaynak: TÜİK

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



Kaynak: TÜİK, TCMB

Havacılık Sektörü

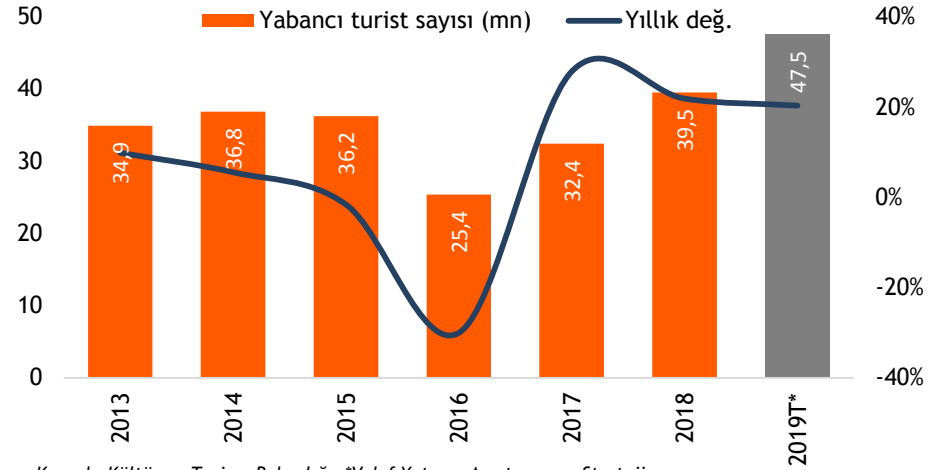
❑ **Konjonktür lehine işliyor** - Türkiye’de havacılık sektörünün, i) turizm sektöründe devam eden olumlu seyir, ii) petrol fiyatlarındaki zayıflık ve iii) İstanbul Havalimanı’nın kademeli olarak artan kapasite kullanımının yardımıyla güçlü büyüme potansiyeli sunduğunu düşünüyoruz.

❑ **Turizmde olumlu seyir devam ediyor** - Havacılık sektörünün itici gücü olan turizm sektöründe, 2017 yılında başlayarak 2018 yılında hızlanan büyümenin 2019 yılında da devam etmesini bekliyoruz. Yüksek baz etkisine rağmen Ocak-Mayıs döneminde Türkiye’yi ziyaret eden yabancı turist sayısı geçen yılın aynı dönemine göre %11 artış gösterdi. Ancak, güçlü büyüme eğiliminin devam etmesinden ziyade, Almanya, İngiltere ve Fransa gibi potansiyel nitelikli turist kaynağı olarak değerlendirilen Avrupa ülkelerinden gelen turist sayısındaki artışın devamını, gerek turizm gerekse de havacılık sektörünün gelir ve kâr yaratma potansiyeli açısından daha fazla önemsiyoruz.

Ana pazarlarımız olarak öne çıkan Avrupa ve Rusya ile politik ilişkilerde ılımlı seyrin korunması, güvenlik algısındaki olumlu gelişimin devamı ve TL’deki zayıflığın yarattığı rekabet avantajı ile 2019 yılının ikinci yarısında da Türkiye’yi ziyaret eden yabancı turist sayısında artışın devamını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, 2019 yılında yabancı turist sayısının yıllık bazda %20 artışla 47,5 mn seviyesine ulaşarak yeni rekor seviyeye yükseleceğini tahmin ediyoruz.

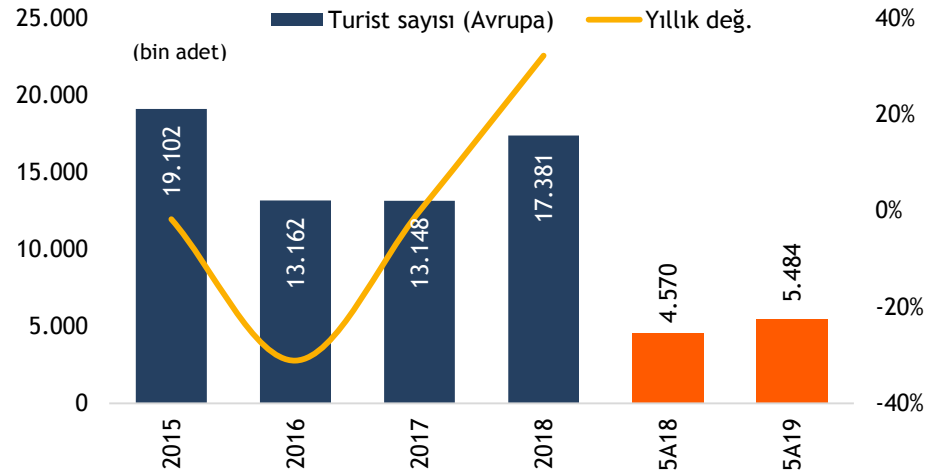
❑ **Brent petrolün 60-70 ABD\$/varil bandındaki seyri risk yaratmıyor** - Havayolu şirketlerinin en önemli gider kalemlerinin başında gelen akaryakıt fiyatlarının seyri havacılık sektörü açısından kritik öneme sahiptir. Küresel büyümedeki zayıflık nedeniyle aşağı yönlü baskı altında kalan petrol fiyatlarında, son dönemde artan jeopolitik riskler sonucu oluşan arz yönlü kaygılar nedeniyle dalgalanmalar görüyoruz.

Yabancı turist sayısında artışın devamını bekliyoruz



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

Avrupa’lı turist sayısında iyileşmenin sürmesini bekliyoruz

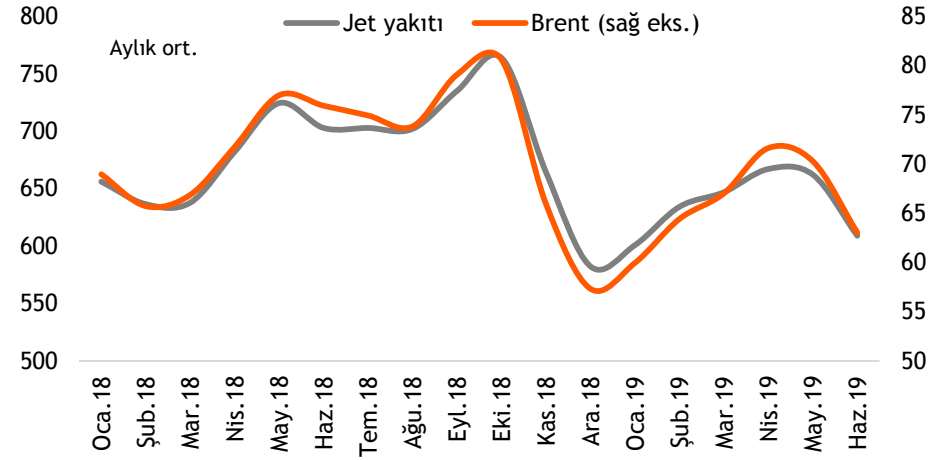


Kaynak: Kültür ve Turizm Bakanlığı

Söz konusu riskleri de göz önünde bulundurarak, 2019 yılının ikinci yarısında Brent petrol fiyatının 60-70 ABD\$/varil aralığında seyir izleyeceğini tahmin ediyoruz. Bu bant aralığındaki fiyatlar, havayolu şirketlerinin kârlılıklarına yönelik beklentilerimiz açısından risk oluşturmamakta olup, yukarı/aşağı yönlü hızlı sapmalar ise tahminlerimizi ve havacılık sektörüne yönelik değerlemelerimizi gözden geçirmemize neden olabilir.

- ❑ **İstanbul Havalimanı, sektörün kapasite sıkıntısını giderecek - 29** Ekim 2018 yılında açılışı gerçekleşen İstanbul Havalimanı'na 6 Nisan 2019 itibariyle Atatürk Havalimanı'ndaki ticari uçuşların transferi gerçekleşti. Toplamda dört fazda ve 2025 yılında yapımının tamamlanması beklenen İstanbul Havalimanı'nın, tüm fazları tamamlandığında THY başta olmak üzere yerli havayolu şirketleri için kapasite sorunlarını ortadan kaldıracağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, İstanbul Havalimanı'nın Türk havacılık sektörünün gelecek dönemde sergileyeceği büyümenin en önemli unsurlarından biri olacağına inanıyoruz.

Yakıt fiyatları destekleyici seyir izliyor



Kaynak: Bloomberg

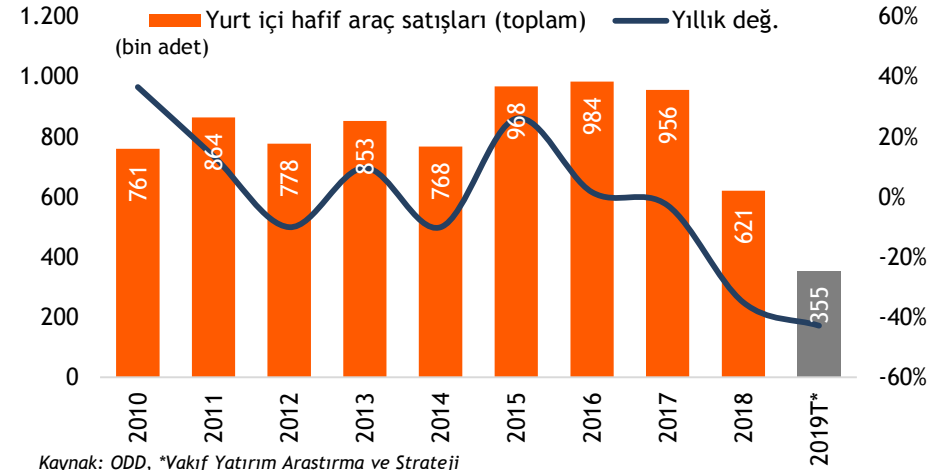
Otomotiv Sektörü

❑ **Zayıf görünüm devam ediyor** - Türkiye otomotiv sektörü, Kasım/2018'den Haziran/2019'a kadar uygulanan vergisel teşviklere rağmen TL'deki değer kaybı ve yüksek kredi faizleri nedeniyle zayıflayan iç talebin yanı sıra, en önemli ihracat pazarımız olan Avrupa'daki yeni emisyon standartları, Brexit belirsizliği ve ekonomik aktivitedeki zayıflığın gölgesinde kalan ihracat performansı nedeniyle zor bir dönemden geçiyor. Yurt içinde Haziran ayında sona eren vergisel teşviklerin beklentilerin aksine yılsonuna kadar uzatılmamasını da göz önünde bulundurarak, faiz ve kur seviyelerinde önemli bir iyileşme yaşanmaması halinde iç talepteki zayıflığın yılın ikinci yarısında da devam edeceğini, ancak düşük baz etkisi nedeniyle daralmanın hız keseceğini tahmin ediyoruz. İhracat tarafında ise, zayıf seyreden Avrupa kaynaklı talebin, bölgedeki makroekonomik risklere ve Brexit belirsizliğine rağmen Avrupa Merkez Bankası'nın genişlemeci para politikası adımlarını artırmasının desteğiyle bir miktar toparlanacağını öngörüyoruz.

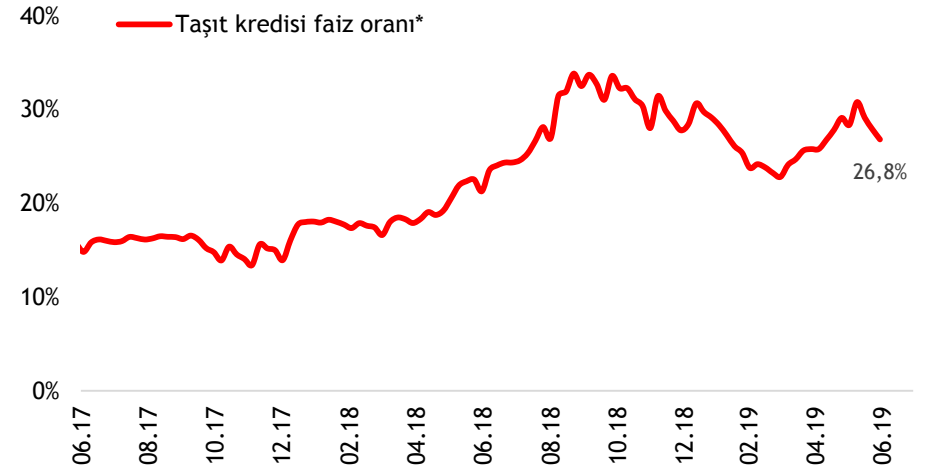
❑ **İç talepte toparlanma, faiz ve kur seviyelerine bağlı** - ODD verilerine göre, Türkiye'de hafif araç satışları 15 aydır üst üste yıllık bazda daralıyor. 2018 yılında yıllık bazda %35 gerileyen hafif araç satışları, 2019 yılının ilk yarısında ise %45 azaldı. 2018 yılının Kasım ayından Haziran/2019 sonuna kadar hafif araçlara uygulanan vergisel teşviklere (binek araçlara ÖTV, hafif ticari araçlara KDV teşviki) rağmen iç talepte yaşanan bu düşüşte, yüksek kur ve kredi faizlerinin etkisi büyük. Vergisel teşviklerin yılsonuna kadar devam etmemesi nedeniyle, faiz ve kur seviyelerinde önemli bir iyileşme olmadığı müddetçe hafif araç talebindeki zayıflığın yılın ikinci yarısında da devam edeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda 2019'da hafif araç pazarında yurt içi satışların yıllık bazda %43 düşüşle 355 bin adet seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

❑ **Avrupa'da toparlanma sektör ihracatını destekleyecek** - OSD verilerine göre, otomotiv sektöründe hafif araç ihracatı 2019 yılının Ocak-Mayıs döneminde yıllık bazda %8 geriledi.

Otomotiv sektöründe yurt içi talepte daralma sürüyor



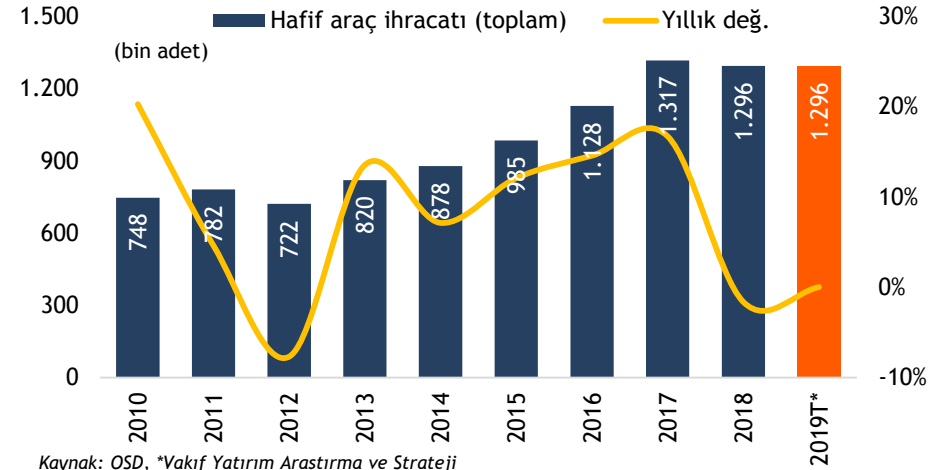
Kredi faizlerinde düşüş iç talebi destekler



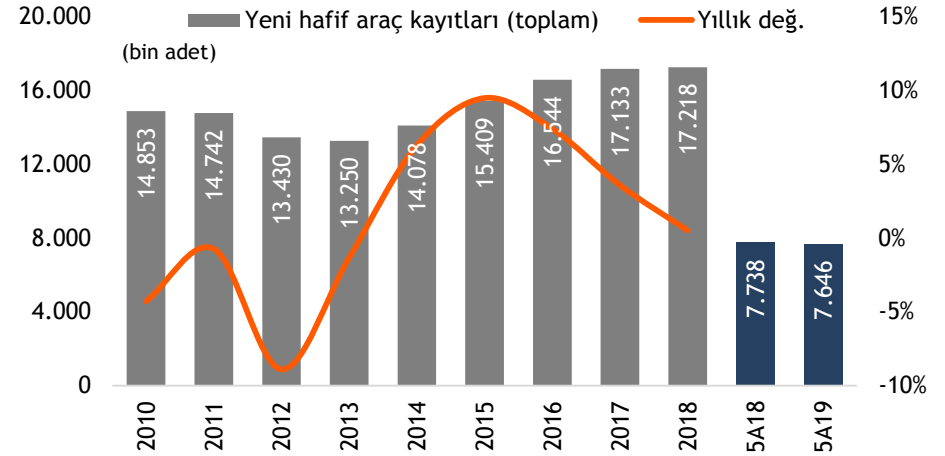
Söz konusu düşüşte, sektörün en önemli ihracat pazarı olan Avrupa'da i) yeni emisyon standartları, ii) Brexit kaynaklı belirsizlikler ve iii) ekonomik aktivitedeki zayıflığın otomotiv talebinde yarattığı olumsuzluğun etkisi büyük. Avrupa Otomotiv İmalatçıları Birliği (ACEA) verilerine göre, Avrupa Birliği'nde yeni hafif araç kayıtları Ocak-Mayıs döneminde yıllık bazda %1,2 düşüşle 7,6 mn adet seviyesinde gerçekleşti. Söz konusu zayıf talep ortamının, Avrupa Merkez Bankası'nın genişlemeci para politikası önlemlerini artırmasının da desteğiyle iyileşme gösterebileceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda sektör ihracatının 2019 yılının tamamında geçen yıla paralel 1,3 mn adet olacağını tahmin ediyoruz.

- ❑ **Küresel otomotiv sektörü dönüşüm sürecinde** - Küresel otomotiv endüstrisi, i) zayıf makroekonomik koşullar nedeniyle kırılgan otomotiv talebi, ii) ticaret savaşlarının da etkisiyle artan hammadde maliyetleri, iii) karbon emisyonunu azaltmak amacıyla fosil yakıtlı araçlardan elektrikli, hibrit vb. araçlara doğru artan talebin gerektirdiği yatırım ihtiyacının da etkisiyle önemli bir dönüşüm sürecine tanıklık ediyor. Söz konusu dönüşüm süreci, önemli otomotiv şirketlerini ortak güç oluşturma noktasında aksiyon almaya yöneltmiş durumda ki önümüzdeki dönemde bu tür girişimlerin daha fazla gündeme geldiğini görebiliriz. Türkiye'nin ise, söz konusu dönüşüm sürecinde özellikle de üretim maliyetleri ve coğrafi konumu itibarıyla büyük ölçekli küresel oyuncuların yeni üretim hatlarına yönelik yatırımları için avantajlı olduğu görüşündeyiz. Nitekim Volkswagen'in yeni fabrika yatırımı için adı geçen ülkeler arasında Türkiye'nin yer aldığı yönünde basında haberler yer aldığını görüyoruz. Bu tür girişimlerin, Türkiye'nin küresel otomotiv endüstrisindeki konumunu güçlendirme konusunda destekleyici rol oynayacağını düşünüyoruz.

Yurt içine kıyasla ihracatta dirençli görünüm



AB otomotiv pazarında ikinci yarıda toparlanma bekliyoruz



Savunma Sektörü

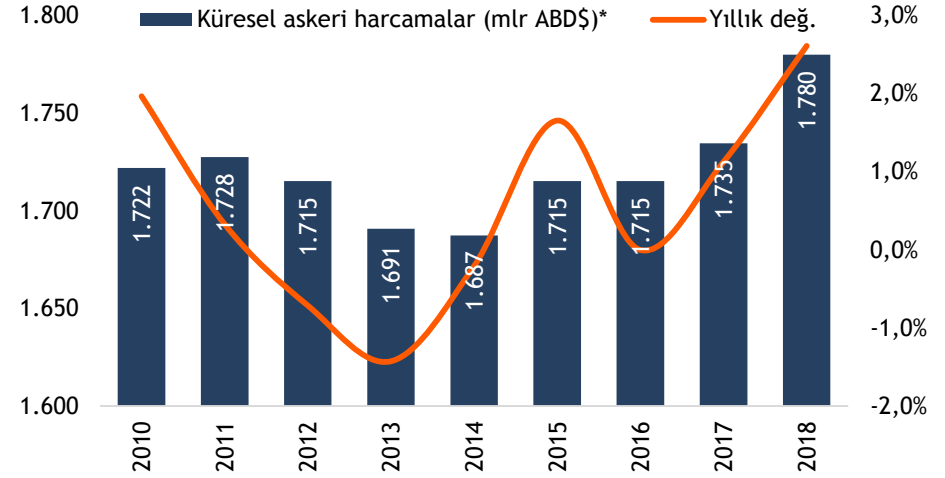
- ❑ **Küresel savunma harcamaları tarihi yüksek seviyede** - Küresel ekonomide devam eden zayıflığa rağmen dünyada askeri harcamalar artış eğilimini sürdürürken, özellikle de son dönemde artan jeopolitik riskler nedeniyle ülkelerin savunma sanayiine verdikleri önemin önümüzdeki dönemde daha da artacağını düşünüyoruz.

Stockholm Barış Araştırmaları Enstitüsü (SIPRI) verilerine göre, küresel askeri harcamalar 2018 yılında yıllık bazda %2,6 artarak 1,8 trilyon ABD\$ ile tarihi yüksek seviyeye ulaştı. Söz konusu yılda toplam harcamaların %62 ile ağırlıklı kısmını oluşturan ilk beş ülke ise sırasıyla ABD, Çin, Suudi Arabistan, Hindistan ve Fransa oldu. Toplam harcamaların %36'sını oluşturarak dünyada savunmaya en fazla bütçe ayıran ülke unvanını 2018 yılında da koruyan ABD'de askeri harcamalar, Trump yönetiminin devreye soktuğu yeni silah alım programlarının uygulamaya başlanmasının da etkisiyle, 2010 yılından bu yana ilk kez büyüme kaydetti. Dünyada askeri harcamalara en fazla bütçe ayıran ikinci ülke olan Çin'in askeri harcamalarında ise (küresel harcamaların %14'ünü oluşturuyor) ekonomik aktivitedeki yavaşlamaya bağlı olarak artış hızında düşüş yaşansa da yükseliş eğilimi devam etti.

Küresel ekonomik aktivitede devam eden zayıf seyre rağmen, özellikle de son dönemde artan jeopolitik riskler nedeniyle küresel askeri harcamalardaki artış eğiliminin önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz.

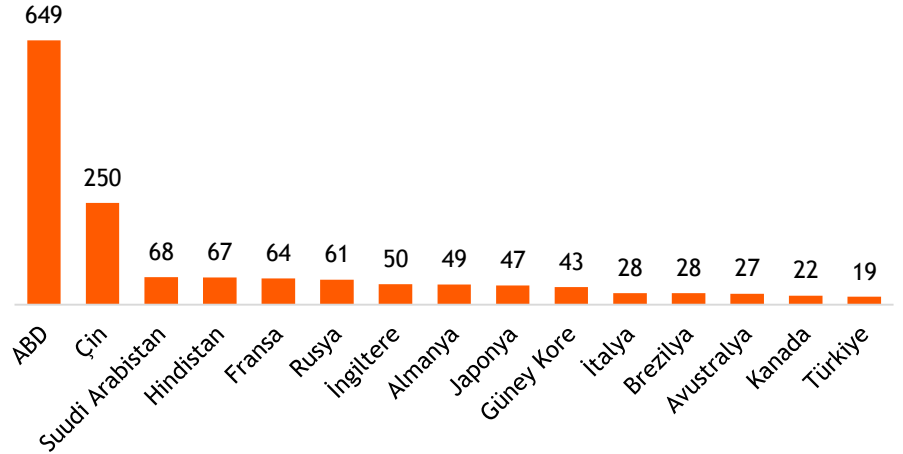
- ❑ **Türkiye'de askeri harcamalar yükseliş trendini sürdürüyor** - SIPRI verilerine göre Türkiye, 2018 yılında yıllık bazda %24 artan askeri harcamaları ile dünyada savunmaya en fazla bütçe ayıran ilk 15 ülke arasında en yüksek yıllık büyümeyi kaydeden ülke oldu. Söz konusu artışla Türkiye'nin askeri harcamalarının GSYH'ye oranı %2,5'e yükseldi. Türkiye'nin, sınır güvenliğini sağlama ve terörle mücadele kapsamında askeri alandaki yatırımlarına devam edeceğini düşünüyoruz.

Küresel askeri harcamalarda yükseliş eğilimi



Kaynak: SIPRI, *Sabit fiyatlarla

2018 yılında en yüksek askeri harcama yapan ilk 15 ülke (mlr ABD\$)*

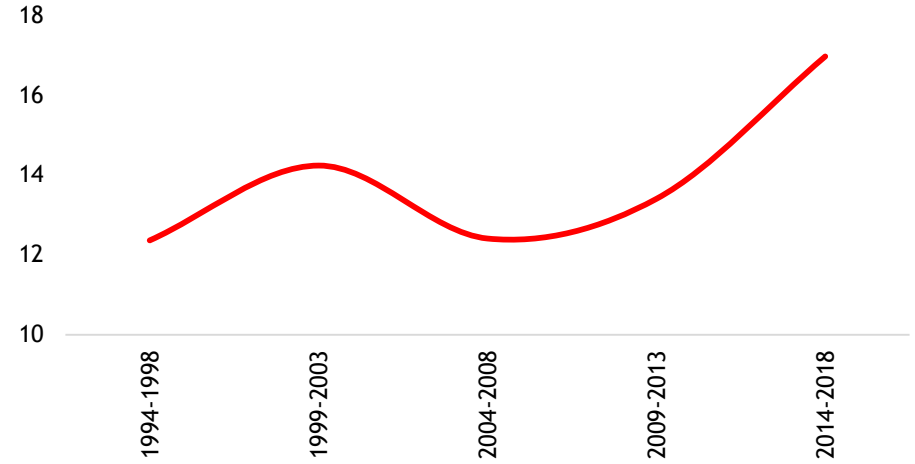


Kaynak: SIPRI, *Cari fiyatlarla

Hükümetin, stratejik öncelikli sektörler arasında yer alan savunma sanayiini millileştirerek yurt dışına bağımlılığı azaltmaya yönelik politikası çerçevesinde sağladığı teşviklerin (Ar-Ge, vergisel teşvikler vb.) etkisiyle %20'lerden %70'lere yükselen yerlilik ve millilik oranının, önümüzdeki dönemde de artış eğilimini koruyacağını ve yerli savunma şirketlerinin büyümelerine olumlu katkısını sürdüreceğini tahmin ediyoruz.

- ❑ **S-400 kaynaklı haber akışı sektör hisselerinde dalgalanmalara neden oluyor** - Türkiye'nin Rusya'dan S-400 hava savunma sistemi sipariş etmesinin ardından ABD ile ilişkilere yönelik haber akışları (Türkiye'nin, ABD tarafından F-35 savaş uçaklarının üretimi projesinden çıkarılacağı, söz konusu uçakların teslim edilmeyeceği ve bazı yaptırımlara maruz kalabileceği vb.), halka açık savunma sanayii şirketlerinin hisse performansları açısından risk oluşturmaya devam edebilir.

Türkiye'nin 5 yıllık ort. askeri harcamaları (mlr ABD\$)*



Kaynak: SIPRI, *Sabit fiyatlarla

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

Teknik Strateji, Çimento, Cam, 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
TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

Nazlıcan ŞAHAN
NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

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

Analist

Kantitatif Analiz

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

Analist

Veri Tabanı

Yatırım Danışmanlığı ve Bireysel Portföy Yönetimi

Altan AYDIN
ALTAN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

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.