

2023 Strateji Raporu

Ocak 2023

Borsa İstanbul: Kendi Yolunda

Borsa İstanbul: Kendi Yolunda

Zorlu küresel zemin. Dünya, yüksek enflasyon, enerji ve emtia fiyatlarındaki arz yönlü şoklar, hızlı ve yaygın faiz artışları ile mücadele ediyor. Enflasyon 2022'de zirve yapmışken, politika faizleri yakında zirve yapabilir, enerji ve emtia fiyatları bir miktar gerileyebilir; 2023'ün kilit konularının durgunluk ve kurumsal karlar olması beklenirken, jeopolitik risklerin de süreceği düşünülmektedir.

Türkiye ise kendi yolunda ilerliyor. Önemli merkez bankaları faiz oranlarında zirveye ulaşırken, Türkiye faiz indirimleriyle farklı bir politika uyguladı ve enflasyon yakın geçmişin en yüksek seviyelerine ulaştı. Büyüme hedefleyen politika seti, en geç Haziran 2023'te yapılması planlanan seçimlere kadar devam edecek gibi görünüyor. Yılın ikinci yarısına ilişkin görünüm, olası senaryolara göre değişkenlik gösteriyor.

Kar görünümü düşük viteste. Enflasyon ve düşük faiz oranları, 2022'de güçlü nominal kar büyümesini destekledi. Büyümenin 2023'te hem dış talep koşulları hem de seçim sonrası belirsizlikler ile yavaşlaması bekleniyor. Bu nedenle 2023 için kar görünümü 2022'deki kadar güçlü değil. 2022'deki %285 ortalama kar büyümesinin 2023'te %7 olmasını bekliyoruz.

Alçaktaki meyveler toplandı. Hisse senetleri, yerli bireysel yatırımcılar için bir enflasyon koruması görevi gördü ve geniş çaplı yeni yatırımcı artışı sağladı. BIST100, 2022 yılında TL bazında üç katına, dolar bazında ise iki katına yükseldi. Bunda yeni yatırımcı katılımı, yatırım ve emeklilik fonlarının büyümesi, yerli yatırımcıların getiri arayışı içinde olması etkili oldu. Bu dönemde yabancı yatırımcıların payı ise dip seviyelere indi. BIST100, gelişmekte olan benzerlerine göre önemli bir iskontoyla işlem görmeye devam ediyor. Bununla birlikte, BIST100 dolar bazında 10 yıllık ortalamasının %11 üzerinde ve 10 yıllık maksimum seviyesinin %46 altında.

BIST100 için 12 aylık hedef değerimiz 7.000 ve bu da mevcut seviyeden %35 yukarı yön potansiyeline işaret ediyor.

Son ralliden sonra, kısa vadede bankalara karşı nötr bir duruşumuz var. Perakende ve telekom gibi daha defansif sektörleri ve havacılık ve içecek gibi pandemi sonrası hareketlilik artışından yararlanmaya devam edecek sektörleri diğerlerine tercih ediyoruz.

En beğendiğimiz hisseler: AEFES, AKBNK, BIMAS, CCOLA, FROTO, MGROS, PGSUS, TAVHL, TCELL, THYAO, TOASO ve YKBNK.

Küresel Zemin

2022'de küresel piyasaların temel zorlukları enflasyon ve merkez bankalarının sıkılaştırıcı politikaları olurken, beklenmedik Ukrayna-Rusya çatışması enflasyonu ve riskleri önemli ölçüde artırdı. Durgunluk ve kurumsal karlar, 2023'te küresel piyasaların kilit odak alanları olacak gibi görünüyor.

IMF, küresel enflasyonun 2022'de %8,8 ile zirve yapacağını ve 2023'te %6,5'e düşerek hala tarihi normal seviyelerin oldukça üzerinde olacağını tahmin etse de, küresel enflasyon 2022 zirvesinden sonra rahatlayacak. Ukrayna'daki çatışma, yükselen gıda ve enerji fiyatları yoluyla AB'nin enflasyon sorununu şiddetlendirdi. IMF, ABD'de 2022'de %8,1 olan enflasyonun 2023'te %3,5'e gerileyeceğini tahmin ederken, Avrupa için enflasyonun 2022'deki %8,4'ten 2023'te %6,2'ye düşeceğini tahmin ediyor.

Faiz oranları henüz zirveye ulaşmadı. Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlama kararlılığı, daha yavaş da olsa faiz artırımlarının devam etmesine yol açacaktır. ABD ve AB'deki faizler muhtemelen 2023'ün ilk yarısında zirve yapacak ve bir süre orada kalacaktır.

Yüksek faiz oranları, küresel büyümede keskin bir düşüşe yol açacaktır. IMF, küresel büyümenin 2022'deki %3,2'den 2023'te %2,7'ye düşeceğini tahmin ediyor. Gelişmiş ekonomilerin ise %1,1'e yavaşlaması bekleniyor (ABD %1,6'dan %1,0'a; AB %3,1'den %0,5'e; Almanya %1,5'ten %-0,3'e ve Birleşik Krallık %3,6'dan %0,3'e). Gelişmekte olan ekonomilerin Çin'deki beklenen toparlanmanın yardımıyla %3,7'lik büyümeyi sürdüreceği tahmin ediliyor.

Dolar endeksinin, 2023'ün ilk yarısında zirve yapması bekleniyor. Ardından olası bir gevşeme, gelişmekte olan ülkeler ve dolayısıyla Türkiye için de iyi bir haber olacaktır.

Tedarik zinciri sorunları, Çin'in kademeli olarak yeniden açılmasıyla muhtemelen azalacaktır.

Enerji sorunu hafifleyebilir. Jeopolitik sorunlar 2022'de enerji fiyatlarında keskin hareketlere neden oldu. Çin'deki kısıtlı arz ve talep toparlanmasının tam etkisi henüz tam olarak görülemese de, enerji fiyatlarındaki son gevşemenin 2023'te devam etmesi bekleniyor. Ukrayna'daki çatışmanın gelişimi, küresel ekonomik aktivite ve enflasyon için diğer önemli risk faktörleri olmaya devam ediyor.

Kar görünümü

2022'deki güçlü nominal kar büyümesinin ardından, kapsama alanımızdaki şirketlerin kar büyümesinin yavaşlayacağını düşünüyoruz. 2022 için %285 büyümenin ardından 2023'te %7 civarında kar artışı bekliyoruz. Bankalar için 2022'de %376 net kar büyümesinin ardından 2023'te %5 kar daralması bekliyoruz. Araştırma kapsamımızdaki bankacılık harici şirketlerin 2022'de %168, 2023'te %33 net kar artışı elde edeceğini düşünüyoruz.

- **Gelirleri döviz ağırlıklı şirketler**, daha stabil TL ile enflasyon arasında mücadele edecek, ancak pek çok şirketin, önceki kur şoklarına kıyasla daha iyi korunduğunu düşünüyoruz. Açık döviz pozisyonlarından kaynaklanan kar oynaklığı, borçluluk ve açık döviz pozisyonlarındaki iyileşme neticesinde 2017-2018'den bu yana önemli ölçüde azaldı. Bununla birlikte, artan maliyetler döviz kazanan şirketlerin bile marjları üzerinde baskı oluşturuyor. 2023'te pek çok şirketin artan giderlerini fiyatlarına yansıtması, 2022'ye göre daha zor olabilir. Yılın ikinci yarısında olası bir faiz artırımını, faize duyarlı sektörler için risk oluşturabilir.
- **2023'te düzenleyici kısıtlamalar ve ekonomik politikada olası değişiklikler**, bankaların marjları için risk oluşturuyor. TÜFE'ye endeksli tahvillerin gelir katkısı azalırken, maliyet/gelir ve ücret/operasyonel gider oranları 2022'deki düşük seviyelerden normale dönecek. Buna karşın, halihazırda güçlü olan karşılıklar 4Ç22'de daha da artmış olabilir ki bu gelecekteki olası dalgalı dönemler için önemli bir rezervdir. Öte yandan 2023'te sektörün aktif kalitesinde önemli bir bozulma beklemiyoruz.
- **Enflasyon muhasebesi olmadan enflasyonun etkisi**. Yüksek enflasyon, şirketler için daha yüksek marjlara ve vergilere yol açtı ancak bilançoların yapısını bozdu. UFRS, 1Y22 itibarıyla Türkiye için enflasyon muhasebesine başladı, ancak TFRS şu ana kadar herhangi bir değişiklik yapmadı. Bu nedenle, daha sınırlı bir etkisi olmakla birlikte enflasyonun 2023 karlarına da etkide bulunacağını düşünüyoruz.

Değerleme

2022 yılında BIST100 endeksi dolar bazında ikiye katlandı ve şimdi 10 yıllık ortalamasının %11 üzerinde.

Hisse senetleri, özellikle yerli bireysel yatırımcılar için iyi bir enflasyon koruması görevi gördü. Yeni hesap açılışları ve yerli kurumsal yatırımcıların fonlarında hisse senetlerinin artan payının gösterdiği gibi, yerli yatırımcıların hisse senedi piyasasına olan risk toleransı arttı. Bireysel yatırımcıların katılımı, küçük sermayeli hisse senetlerini ve bazı gizli kalmış isimleri rekor seviyelere yükseltti. Çok az hisse senedi yılı negatif getiri ile kapattı. BIST'in ortalama değerlendirme çarpanları yine de iskontolu işlem görmeye devam ederken, bazı hisse senetleri ortalama değerlendirme çarpanlarının üzerinde işlem görüyor. Bu nedenle, 2023'te hisse seçiminin daha önemli olacağını düşünüyoruz.

Alçaktaki meyveler toplandı, ancak 2023 tahminlerimiz bankalar için 2,2x ve bankacılık dışı için 6,7x olmak üzere, kapsama alanımızdaki şirketler için 3,9x F/K oranına işaret ediyor. Ortalama F/K oranları düşük seviyelerinden önemli ölçüde toparlandı ve 10 yıllık ortalamasına yakın. BIST100'ün Bloomberg konsensüs F/K oranı 6,7 ile MSCI GOÜ endeksine olan mevcut iskontosu %36'dır. Bu iskonto, 0.54x PD/DD ile bankalar için, GOÜ ortalaması olan 1.03x'e göre biraz daha yüksektir. BIST, sadece gelişmekte olan emsallerine göre değil, aynı zamanda 8,2x tarihsel ortalama F/K oranına göre de iskontolu işlem görmektedir.

BIST-100 için 12 aylık hedefimiz 7.000. Analizimiz, mevcut seviyeden %35'lik bir artış potansiyeline işaret ediyor.

Model Portföy

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Yukarı	PD	Hacim	F/K	Sektöre özgü çarpan		Görece Perf.		
			TRL	TRL	Potans.	US\$mn	US\$mn	2023T	2024T	2023T	2024T	1-ay	3-ay
En Çok Beğenilen Hisseler													
AEFES	Anadolu Efes	AL	64.10	100.00	56%	2,024	13.4	9.3	7.0	3.4	2.7	-4%	-6%
AKBNK	Akbank	AL	17.81	27.00	52%	4,938	188.7	1.80	1.87	0.48	0.41	3%	-6%
BIMAS	BİM	AL	130.80	210.00	61%	4,235	85.9	8.7	5.8	4.7	3.2	4%	-25%
CCOLA	Coca-Cola İçecek	AL	188.10	320.00	70%	2,551	8.4	7.5	5.9	3.5	2.5	-4%	-9%
FROTO	Ford Otosan	AL	483.00	680.00	41%	9,038	91.2	9.7	8.2	8.8	7.1	9%	-1%
MGROS	Migros	AL	135.30	190.00	40%	1,306	31.3	8.1	5.5	2.5	1.8	0%	-12%
PGSUS	Pegasus	AL	468.70	620.00	32%	2,557	105.9	6.3	5.5	5.1	4.6	3%	20%
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	88.10	130.00	48%	1,707	45.8	14.0	10.7	8.9	6.8	-3%	-15%
TCELL	Turkcell	AL	36.78	58.00	58%	4,315	170.7	7.7	5.8	3.3	2.4	10%	5%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	138.40	180.00	30%	10,184	458.8	4.1	3.9	4.1	3.7	-5%	11%
TOASO	Tofaş	AL	158.20	240.00	52%	4,218	75.1	8.5	6.3	5.3	4.4	9%	16%
YKBNK	Yapı Kredi	AL	10.12	15.50	53%	4,558	251.3	1.65	1.68	0.48	0.40	-14%	-16%

* Bankalar için PD/DD, diğerleri için FD/VAFÖK; 9 Ocak 2023 kapanış fiyatları ile

En Beğendiğimiz Hisseler

- Anadolu Efes:** Fiyat artışları ve kurun gelirlere katkısı, turizmin artan maliyetlere karşı karlılığa etkisi, yüksek kar payı beklentisi, düşük borçluluk.
- Akbank:** Güçlü sermaye yeterlilik rasyosu (SYR), düşük kaldıraç ve görece düşük vade uyumsuzluğu ile birlikte yüksek halka açıklık ve yüksek yabancı payı.
- BİM:** Enflasyon ve yeni mağaza açılışları, tüketicilerin daha ucuz ürün ve zincirlere yönelmesi, güçlü talep, cazip değerlendirme.
- Coca-Cola İçecek:** Güçlü fiyat ve hacim beklentisi, Pakistan'ın tamamının satın alınması, düşük borçluluk, yüksek kar payı beklentisi.
- Ford Otosan:** Ertelenmiş talep ve e-ticaretin büyümesi, Romanya'nın hacim katkısı, devam eden kapasite yatırımı, yüksek kar payı beklentisi.
- Migros:** Yüksek enflasyon, rekabetçi fiyatlandırma, e-ticaret ve turizm katkısı, azalan borçluluk.
- Pegasus:** Artan yurt dışı trafiğinin gelirlere olumlu katkısı, beklenen kapasite artışının karlılığa etkisi, görece düşük seyreden petrol fiyatları.
- TAV Havalimanları:** Avrupa'dan güçlü trafiğin devam beklentisi, Kazakistan'ın gelir katkısı, kura dayalı gelirler, kar payı beklentisi.
- Turkcell:** Uzun kontrat süreleri nedeniyle sanayi şirketleri ve TÜFE'nin gerisinde kalan büyüme oranının 2023'te TÜFE'ye yakınsayacağını tahmin ediyoruz. Ekonomik büyümenin yavaşladığı ortamda telekom sektörü şirketleri görece dayanıklı performans gösterebilir.
- Türk Hava Yolları:** Güçlü trafik ve gelir artışı, rakiplerin süren kapasite problemleri, kura dayalı gelirler, petrol fiyatlarının görece düşük seyri.
- Tofaş:** Yurt içi piyasada fiyatlandırma gücü, Doblo'nun yerine geçebilecek yeni model açıklaması, yüksek kar payı beklentisi.
- Yapı Kredi:** Net faiz marjı, öz sermaye karlılığı, SYR ve müşteri kazanımında güçlü sonuçlar ortaya koyan bankanın performansının devam edeceğini düşünüyoruz.

Öneri ve Değerlemeler: Banka

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		PD/DD	
						2023T	2024T	2023T	2024T
Banka									
AKBNK	Akbank	AL	17.81	27.00	52%	1.80	1.87	0.48	0.41
GARAN	Garanti	AL	26.72	40.00	50%	2.07	1.97	0.56	0.46
HALKB	Halkbank	NÖTR	11.69	14.00	20%	2.76	4.08	0.55	0.49
ISCTR	İşbank	NÖTR	11.59	16.50	42%	2.33	2.21	0.54	0.46
VAKBN	Vakıfbank	NÖTR	10.61	14.00	32%	3.55	3.61	0.67	0.56
YKBNK	Yapı Kredi	AL	10.12	15.50	53%	1.65	1.68	0.48	0.40

Öneri ve Değerlemeler: Banka Dışı

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		FD/FAVÖK	
						2023T	2024T	2023T	2024T
Beyaz Eşya									
ARCLK	Arçelik	NÖTR	107.10	130.00	21%	13.1	10.3	4.7	3.7
Gıda									
AEFES	Anadolu Efes	AL	64.10	100.00	56%	9.3	7.0	3.4	2.7
CCOLA	Coca-Cola İçecek	AL	188.10	320.00	70%	7.5	5.9	3.5	2.5
ULKER	Ülker Bisküvi	SAT	46.28	35.00	-24%	A/D	42.7	4.7	3.6
Havacılık									
PGSUS	Pegasus	AL	468.70	620.00	32%	6.3	5.5	5.1	4.6
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	88.10	130.00	48%	14.0	10.7	8.9	6.8
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	138.40	180.00	30%	4.1	3.9	4.1	3.7
Otomotiv									
DOAS	Doğuş Otomotiv	NÖTR	167.40	190.00	14%	4.3	3.6	3.1	2.6
FROTO	Ford Otosan	AL	483.00	680.00	41%	9.7	8.2	8.8	7.1
TOASO	Tofaş	AL	158.20	240.00	52%	8.5	6.3	5.3	4.4
Perakende									
BIMAS	BİM	AL	130.80	210.00	61%	8.7	5.8	4.7	3.2
BIZIM	Bizim Toptan	NÖTR	34.56	38.00	10%	11.2	7.5	1.5	0.9
MAVİ	Mavi Giyim *	AL	120.70	170.00	41%	6.5	4.8	3.3	2.3
MGROS	Migros	AL	135.30	190.00	40%	8.1	5.5	2.5	1.8
SOKM	Şok Market	AL	28.70	38.00	32%	6.5	4.8	2.6	1.7
Telekom									
TCELL	Turkcell	AL	36.78	58.00	58%	7.7	5.8	3.3	2.4
TTKOM	Turk Telekom	NÖTR	23.40	30.00	28%	12.8	7.5	4.3	3.6

* 2023T Ocak 2024, 2024T Ocak 2025 için

Makroekonomik Tahminler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023T
GSYH büyüme	2.6%	0.8%	1.9%	11.4%	5.0%	3.0%
TÜFE, yıl sonu	20.3%	11.8%	14.6%	36.1%	64.3%	45.0%
US\$/TRL, yıl sonu	5.28	5.96	7.36	13.02	18.70	25.50
US\$/TRL, ortalama	4.83	5.69	7.03	8.91	16.60	21.98
EUR/TRL, yıl sonu	6.05	6.67	9.04	14.73	19.88	25.29
EUR/TRL, ortalama	5.68	6.37	8.05	10.50	17.39	21.63

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağılıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir..