

2024 Strateji Raporu

Ocak 2024

Borsa İstanbul: Ekonomi Rayına Oturuyor

Borsa İstanbul: Ekonomi Rayına Oturuyor

Küresel zemin: Daha yavaş büyüme, gevşeme döngüsünün başlangıcı. Küresel enflasyon işsizlik oranlarında önemli bir artışa neden olmadan veya büyümeye çok zarar vermeden 2023'te zirveye ulaştı. Global merkez bankaları 2023'ün son çeyreğinde faiz artışlarına son verdi ve gevşemenin 2024'ün ortalarında başlaması bekleniyor. Düşüş eğiliminin devam etmesi beklense de 2024 yılında enflasyon ve faizler hala yüksek seyredecektir.

Türkiye: 2024 yılının büyük bölümünde daha yavaş büyüme, sıkı para politikası. Global merkez bankaları bir gevşeme döngüsüne doğru ilerlerken, TCMB'nin enflasyonda belirgin bir düşüş eğilimi oluşana kadar 2024 yılının büyük bölümünde sıkı para politikasını sürdürmesi bekleniyor. Yüksek faiz oranları iç talebi baskılayacak ve kısa vadede büyümeyi yavaşlatacak, orta-uzun vadede ise güven oluşturacak ve öngörülebilirliği artıracaktır.

Yatırımcı kompozisyonunun değişmesi. BIST'in ana itici gücü son yıllarda yerel bireysel ve kurumsal yatırımcılar olurken, yabancı kurumsal yatırımcıların payı Ekim 2019'dan beri düşüş eğilimindeydi. Faiz artışlarının ardından bazı yerli yatırımcılar için sabit getirili araçlar bir alternatif olabilirken, son dönemde uluslararası yatırımcılardan gelen girişler 2024 için umut verici.

Karlılık görünümü kısa vadede enflasyon muhasebesi sebebiyle karmaşık. Enflasyon ve düşük faiz oranları destekleyici olsa da, zayıf kur ve dış talep, 9A23'te finans dışı şirketlerin karlılığında önemli bir yavaşlamaya neden oldu. Sıkı para politikasının 2024 yılında özellikle faize duyarlı sektörlerde net kar büyümesinde yavaşlamaya neden olması bekleniyor. Enflasyon muhasebesine geçişle birlikte karlılığın öngörülebilirliği ilk başlarda azalacaktır. Bankalar, bazı finansal şirketler ve fonksiyonel para birimi olarak döviz kullananlar enflasyon muhasebesini uygulamayacak, bu da kar büyüme analizini daha da karmaşık hale getirmektedir.

BIST100 için 12 aylık hedef değerimiz 11.500 ve bu da mevcut seviyeden %38 yukarı yön potansiyeline işaret ediyor.

En beğendiğimiz hisseler bankalardan **AKBNK, GARAN, YKBNK**; banka dışı şirketlerden **AEFES, BIMAS, COLA, FROTO, MAVI, MGROS, TCELL, THYAO**.

Uluslararası kurumsal yatırımcılar yavaş yavaş geri dönüyor

Uluslararası kurumsal yatırımcıların payı dipten geri geliyor. Yabancı yatırımcıların payı, 2022'deki 4,5 milyar dolar net çıkışın ardından, 9A23'te 1,84 milyar dolar net çıkışla Mayıs 2023'te %27'ye kadar geriledi. Ancak 4Ç23'te bu eğilim tersine döndü. 2023'ün son iki ayında 1,3 milyar dolar net giriş gözlemlendi. Bunun sonucunda yabancı yatırımcıların BIST'teki payı 2023 sonunda %37,4'e yükseldi; ancak bu, %60-65 olan tarihi ortalamasının çok altında.

Bireysel yatırımcılar 2024'te alternatif araçlara yönelmeye devam edebilir. Salgının patlak vermesinin ardından bireysel yatırımcıların ilgisi önemli ölçüde arttı ve açık hesap sayısı Ekim 2023'te 8,6 milyona kadar yükseldi ancak yılın son iki ayında yaklaşık 1,0 milyon hesap kapatıldı. Yine de, 2023 yıl sonu itibarıyla 7,6 milyon olan hesap sayısı, 2019'daki 1,2 milyon seviyesine göre önemli bir büyüme anlamına geliyor. Bu büyümeye çok sayıda halka arzın da katkısı oldu. Yalnızca bireysel yatırımcılar değil, yerli kurumsal yatırımcılar da yeni para girişleriyle karlı büyüdüler. Ancak Haziran'dan bu yana yapılan faiz artışlarının ardından sabit getirili araçlar bazı hisse senedi yatırımcılarının ilgisini çekmeye başladı. Bu durum, Ekim ve Kasım aylarında hisse senetlerinin toplam yatırım fonu ve emeklilik fonu portföyleri içindeki payındaki düşüşten de anlaşılmaktadır.

Yüksek piyasa değerli hisselerle geçiş. Bireysel yatırımcıların küçük ölçekli şirketlere olan yüksek ilgisi, son yıllarda bu grup hisselerde önemli bir performans artışına ve halka arzlarda güçlü bir artışa neden oldu. Ancak 2024 yılında uluslararası kurumsal yatırımcıların piyasada daha etkin olması bekleniyor ve bu da yüksek piyasa değerli isimlerin ön plana çıkmasını sağlayacaktır.

Karlılık görünümü: daha yavaş büyüme ama daha fazla dayanıklılık

Kısa vadeli büyümeyi baskılayacak sıkı para politikası. Yüksek enflasyon ve düşük faizler iç talebi destekledi ancak baskılanan kur ve TL cinsinden maliyetlerin artması, 2023 yılında ihracata yönelik sektörlerin marjları üzerinde baskı oluşturdu. Sıkı para politikasının 2023 yılında büyüme dinamikleri üzerinde sınırlı etkisi oldu ancak daha fazla etki yaratması bekleniyor. Enflasyonist maliyet baskıları 2024'ün büyük bölümünde devam edecek.

Daha düşük kaldıraç ve döviz açık pozisyonunda ciddi iyileşme. 2018'den bu yana uygulanan kurumsal borçluluk seviyesini azaltma eğilimi, hem bankalar hem de finans dışı kuruluşlar için daha sağlıklı bir çalışma ortamı sağlıyor. Geçmişte yüksek döviz açık pozisyonlarından kaynaklanan gelir oynaklığı da, iyileşen döviz açık pozisyonları ve daha iyi riskten korunma uygulamalarıyla 2018'den sonra istikrarlı bir şekilde azaldı. Reel kesimin döviz açık pozisyonu 2018'te 196 milyar dolara kadar çıktıktan sonra başlayan düşüşle 2023 yılı ekim ayında 78 milyar dolara kadar indi ki bu 2010'dan bugüne en düşük seviyedir. Bütün bunlar TL fonlama maliyetindeki artışın etkisini azaltacaktır. Daha da önemlisi, şirketlerin mali yapılarının iyileşmesi, makroekonomik görünülüğü artırarak orta vadeli performansına yardımcı olacaktır.

Kısıtlayıcı düzenlemelerin kademeli olarak kaldırılması, daha esnek bir finansal yönetim sağlayacaktır. Son yıllarda finansman maliyeti çok düşüktü ancak her şirket için erişilebilir değildi. Enflasyonist ortamda şirketlerin işletme sermayesi ihtiyacı arttı ancak bankalara uygulanan yasal kısıtlamalar nedeniyle kredilere erişim zorlaştı. Özellikle 2023'nin ilk yarısında şirketler için finansal yönetim daha da zorlaşmıştı. Bu düzenlemelerin kademeli olarak gevşetilmesi hem bankalar hem de banka dışı şirketler için önemli bir rahatlama ve esneklik sağlayacaktır.

Enflasyon muhasebesinin etkisi. Bankacılık sektörü, 2025 yılına kadar mevcut standartlarla devam ederken diğer sektörler enflasyon muhasebesi uygulayacak. Bu nedenle 2023 ve 2024 mali tabloları enflasyondan arındırılmış ve düzeltilmemiş sonuçların bir karışımı olacak.

Net kar görünümü. Bankaların 2023'te %18, 2024'te ise %15 net kar artışı sağlamasını bekliyoruz. Kapsama alanımızdaki finansal olmayan şirketlerin ise 2023'te %69, ardından 2024'te %30'luk bir net kar büyümesi açıklamasını bekliyoruz. Bankaların 2023 performansı özel bankalar tarafından belirlenirken, 2024'teki büyüme esas olarak kamu bankalarından gelecek.

Değerleme - Borsa yükseldi ancak benzer ülkelere F/K iskontosu genişledi

Bloomberg konsensüs tahminlerine göre, BIST100 gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) ortalama F/K oranı 10,5'e göre %66'lık bir iskonto ile 3,6 F/K'dan işlem görüyor. 2023'ün başında BIST100 6,6x F/K seviyesinde, yalnızca %37 iskonto ile işlem görüyordu. Benzer ülkelerin ortalaması ise yine şu anki seviyede idi. Endeks o tarihten bu yana dolar bazında %8 oranında düşüş yaşadı. Ancak F/K'daki düşüşte enflasyonist ortamda net kar beklentilerindeki artışın da etkili olduğunu belirtmekte fayda var.

Tarihsel ortalamaya göre iskonto %55'tir. BIST100 endeksi son iki yılda dolar bazında ikiye katlanırken (TL bazında 4,5 kat artış), değerlendirme çarpanları son 15 yılın en düşük seviyesinde. 3,6 F/K oranıyla BIST100, ortalamanın 2 standart sapma altında ve 15 yıllık ortalamaya olan 7,9'un %55 altında işlem görüyor. 2023'ün başında tarihsel ortalamaya göre iskonto sadece %15'ti.

2024'te beklenen not artışları borsayı destekleyecek. Son dönemde artan makroekonomik öngörülebilirlikle birlikte kredi derecelendirme kuruluşları da not görünümelerini iyileştirdi. Halihazırda yatırım yapılabilir notun 5-6 kademe altında olan Moody's, Fitch ve S&P'nin notlarında 2024 yılında artış beklenmektedir. Yatırım yapılabilir seviyeye ulaşmak her ne kadar zaman alacak olsa da bu yönde gelişmeler, borsaya yabancı yatırımcı ilgisini de artıracak ve 2024 yılı performansını destekleyecektir.

BIST-100 için 12 aylık hedefimiz 11.500. Analizimiz, mevcut seviyeden %38'lik bir artış potansiyeline işaret ediyor. Gerek yurtiçi gerekse yurtdışı konjonktür yılın ilk yarısının daha dalgalı geçmesine neden olabilir. Yıl ortasında FED ve AMB'nin faiz indirimine başlaması, Türkiye'de enflasyonda anlamlı düşüşün başlaması ile daha olumlu bir performans gözlenebilir.

Model Portföy

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Yukarı	PD	Hacim	F/K	Sektöre özgü çarpan		Görece Perf.		
			TL	TL	Potans.	US\$mn	US\$mn	2023T	2024T	2023T	2024T	1-ay	3-ay
En Çok Beğenilen Hisseler													
AKBNK	Akbank	AL	40.3	58.0	44%	6,935	122	2.91	2.40	0.81	0.64	-1%	23%
GARAN	Garanti	AL	63.2	95.0	50%	8,772	68	3.18	2.67	0.88	0.70	-3%	21%
YKBNK	Yapı Kredi	AL	21.8	32.0	47%	6,079	125	2.8	2.5	0.8	0.6	0%	14%
AEFES	Anadolu Efes	AL	139.1	190.0	37%	2,724	13	7.4	5.7	3.8	2.8	-9%	25%
BIMAS	BİM	AL	370.3	510.0	38%	7,436	40	13.2	9.4	7.1	4.9	10%	24%
CCOLA	Coca-Cola İçecek	AL	545.5	750.0	37%	4,589	8	12.0	8.6	5.4	3.8	-7%	34%
FROTO	Ford Otosan	AL	861.0	1,200.0	39%	9,993	28	6.6	4.7	7.7	5.7	4%	-1%
MAVI	Mavi Giyim	AL	136.6	190.0	39%	897	8	7.4	5.1	3.4	2.2	5%	29%
MGROS	Migros	AL	409.0	550.0	34%	2,449	19	8.9	6.4	4.0	2.5	9%	9%
TCELL	Turkcell	AL	69.0	95.0	38%	5,021	63	6.6	5.4	3.0	2.2	10%	32%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	260.0	350.0	35%	11,867	301	5.1	4.4	4.2	3.6	2%	8%

* Bankalar için PD/DD, diğerleri için FD/VAFÖK; 26 Ocak 2024 kapanış fiyatları ile

En Beğendiğimiz Hisseler - Bankalar

AKBNK - Bankanın benzerlerine göre daha kısa olan vade uyumsuzluğu kredi-mevduat makasının daha hızlı toparlanmasını sağlayabilir. Güçlü sermaye yapısı ve düşük kaldıraç oranı TL kredilerde orta vadeli pazar payı kazanımı için elverişli konumda bulunuyor. Benzerlerine göre iskontolu işlem görüyor.

GARAN - Garanti, zor piyasa koşullarına rağmen bireysel kredilerdeki payı ve güçlü vadesiz mevduat tabanı ile kredi-mevduat makasını benzer bankaların üzerinde tutmayı başardı. TÜFEX portföyünün görece düşük olması enflasyonun gerilediği bir ortamda benzerlerine göre bir avantaj olabilir. Geçmiş yıllardaki muhafazakar karşılık politikası 2024'te bankayı ön plana çıkarabilir.

YKBNK - 2024'te bankanın araştırma kapsamımızdaki bankalar arasında en yüksek TL kredi büyümesini sağlayacağını düşünüyoruz. Bankanın bu sayede 2024'te en yüksek net faiz marjını ve ortalamanın üzerinde öz sermaye karlılığı sağlayacağını düşünüyoruz.

En Beğendiğimiz Hisseler - Banka Dışı Şirketler

AEFES - Bu sene hacim tarafında Rusya ve Kazakistan'da bir parça toparlanma bekliyoruz ancak büyüme tahminimiz daha çok fiyatlama ve kur üzerine dayanıyor. AB InBev Rusya'nın satın alımının tamamlanması için resmi onaylar bekleniyor.

BIMAS - Enflasyonun bir süre daha yüksek seyredecek olması ve tüketicilerin daha ucuz ürünlere yönelme ihtimali BİM'e talebi artıracaktır. Yeni mağaza açılışları aynı hızda devam ederken, artan personel ve kira giderlerinin doğru fiyatlama ve yükselen müşteri trafiği ile dengelenmesini bekliyoruz.

CCOLA - Pakistan'ın ekonomik toparlanması, Özbekistan ve Kazakistan'da iki yeni fabrika, Türkiye'de güçlü fiyatlama politikası ve maliyet kontrol mekanizmaları karlılığa olumlu etki edecektir. Bangladeş satın alımıyla ilgili olası haber akışı hisseye olumlu yansıtacaktır.

FROTO - Satışlarının yaklaşık %80'i toparlanma beklentisi olan yurt dışı piyasalara gerçekleştiriliyor. Şirket yatırımları ile 2025 yılında 900 bin araç kapasitesine ulaşacak. Oldukça karlı kamyon satışları artan inşaat harcamalarından olumlu etkilenecektir.

MAVI - Yüksek enflasyon, rekabetçi fiyatlama ve güçlü marka şirketin büyümesine ve karlılığına olumlu yansıyor. Son dönemde yeni mağaza açılışları yavaşlarken mağaza başına verimlilik ön plana çıktı. Güçlü nakit yaratımı ile şirketin kar payı ödemelerine devam etmesini bekliyoruz.

THYAO - 2024 yılında %11 kapasite ve %12 yolcu büyümesi öngörüyoruz. Kura dayalı gelirler ve petrol fiyatlarının görece düşük seyri artan personel giderlerinin etkisini bir parça sınırlayacaktır. AJet ile ilgili gelişmeler büyümeye olumlu etki yapabilir.

TCELL - Müşteri başına gelir artışı 2Ç23 itibarıyla enflasyonun üzerinde seyretmeye başlarken, 2024 ciro büyümesinin ortalama enflasyonun kayda değer seviyede üzerinde olacağını düşünüyoruz. Ekonomik büyümenin yavaşladığı bir dönemde telekom sektörünün görece daha dayanıklı bir performans göstermesini bekliyoruz.

Öneri ve Değerlemeler: Banka

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		PD/DD	
						2023T	2024T	2023T	2024T
Banka									
AKBNK	Akbank	AL	40.32	58.00	44%	2.91	2.40	0.81	0.64
GARAN	Garanti	AL	63.15	95.00	50%	3.18	2.67	0.88	0.70
HALKB	Halkbank	NÖTR	13.15	16.00	22%	4.27	6.13	0.64	0.59
ISCTR	İşbank	AL	25.30	33.00	30%	3.51	3.24	1.00	0.82
VAKBN	Vakıfbank	AL	14.32	20.00	40%	2.95	2.58	0.67	0.54
YKBNK	Yapı Kredi	AL	21.76	32.00	47%	2.78	2.47	0.80	0.64

Öneri ve Değerlemeler: Banka Dışı

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		FD/FAVÖK	
						2023T	2024T	2023T	2024T
Beyaz Eşya									
ARCLK	Arçelik	NÖTR	139.30	170.00	22%	19.6	14.9	4.9	3.6
Gıda									
AEFES	Anadolu Efes	AL	139.10	190.00	37%	7.4	5.7	3.8	2.8
CCOLA	Coca-Cola İçecek	AL	545.50	750.00	37%	12.0	8.6	5.4	3.8
ULKER	Ülker Bisküvi	NÖTR	91.05	110.00	21%	A/D	8.6	4.2	3.3
Havacılık									
PGSUS	Pegasus	AL	745.50	1,050.00	41%	4.9	4.4	5.9	5.3
TAVHL	TAV Havalimanları	NÖTR	132.70	160.00	21%	7.3	6.1	6.9	6.0
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	260.00	350.00	35%	5.1	4.4	4.2	3.6
Otomotiv									
FROTO	Ford Otosan	AL	861.00	1,200.00	39%	6.6	4.7	7.7	5.7
TOASO	Tofaş	AL	243.70	330.00	35%	6.6	4.5	4.8	2.9
Perakende									
BIMAS	BİM	AL	370.25	510.00	38%	13.2	9.4	7.1	4.9
BIZIM	Bizim Toptan	NÖTR	42.22	50.00	18%	16.1	12.4	1.2	0.7
MAVI	Mavi Giyim *	AL	136.60	190.00	39%	7.4	5.1	3.4	2.2
MGROS	Migros	AL	409.00	550.00	34%	8.9	6.4	4.0	2.5
SOKM	Şok Market	NÖTR	61.60	75.00	22%	7.3	5.6	3.0	2.0
Telekom									
TCELL	Turkcell	AL	69.00	95.00	38%	6.6	5.4	3.0	2.2
TTKOM	Türk Telekom	AL	32.60	40.00	23%	11.3	4.7	3.6	3.1

* 2023T Ocak 2024, 2024T Ocak 2025 için

Makroekonomik Tahminler

	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
GSYH Büyümesi	0.8%	1.9%	11.4%	5.5%	4.3%	3.0%
Enflasyon	11.8%	14.6%	36.1%	64.3%	64.8%	42.5%
TCMB Politika Faizi	12.0%	17.0%	14.0%	9.0%	42.5%	42.5%
Gösterge Tahvil	11.8%	15.0%	22.7%	8.8%	39.8%	40.0%
US\$/TL (yıl sonu)	5.96	7.36	13.02	18.70	29.40	40.0%
US\$/TL (ortalama)	5.69	7.03	8.91	16.60	23.70	34.6%
EUR/TL (yıl sonu)	6.67	9.04	14.73	19.88	32.60	42.5%
EUR/TL (ortalama)	6.37	8.05	10.50	17.39	25.80	36.6%

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 sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir..