



MALİ PİYASALAR

STRATEJİSİ

4Ç20 - Güncelleme

BÜYÜK UMUTLAR

Garanti BBVA Yatırım

13 Kasım 2020

İçindekiler

Büyük Umutlar.....	2
EKONOMİ	3
STRATEJİ	4
BIST.....	4
Türk Lirası	6
Faiz	6
SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ	8
Bankacılık	8
Cam	8
Dayanıklı Tüketim.....	9
Demir Çelik.....	9
Gayrimenkul	10
Havayolları	10
Otomotiv.....	11
Perakende.....	11
Petrokimya	12
Petrol	12
Sağlık.....	13
Telekom	14
Model Portföy Performansı.....	15
UYARI NOTU	16

Mali Piyasalar Stratejisi

13 Kasım 2020
(15:45 GMT+2)

Büyük Umutlar

5 Ekim’de gönderdiğimiz strateji notunda, 2021’e girmemize çok az bir zaman kala, hem küresel tarafta, hem de Türk mali piyasalarında kötümser olmadığımızı, ancak görünürde dünyamızı değiştirecek pek bir şey de olmadığını, bu yüzden tekrarını yaşamak istemediğimiz böyle bir yıla yakışan ruhsuz bir bitiş beklediğimizi anlatmıştık.

Bunun üzerinden bir ay geçtikten sonra dünyamız öyle böyle değişmedi...

- ABD’de Biden’ın Başkan seçilmesi (hala resmi olmamakla birlikte bu saatten sonra aksi zor görünüyor) piyasalarda bir rahatlama yarattı kuşkusuz, fakat asıl haber Covid-19’a karşı bir aşının bulunması oldu. Her ne kadar aşının testleri devam ediyor ve aşının geniş kitlelere ulaşması için önümüzde uzun bir zaman olsa da, piyasalar bu “umudu” satın aldılar. Bu cepheden gelecek haberler önümüzdeki günlerde piyasalarda ciddi hareketler yaratacak.
- Bir başka “büyük umut” ise Türkiye’de oluşmaya başladı. Geçen hafta sonu TCMB Başkanlığı ile Hazine ve Maliye Bakanlığı’nda yaşanan değişiklikler sonrasında, piyasa Türkiye’de bundan sonra daha geleneksel ve liberal para ve ekonomi politikaları uygulanacağını satın almaya başladı. Oluşan bu güçlü beklentinin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin ilk işaretini 19 Kasım’da yapılacak TCMB PPK toplantısında alacağız. Buradan piyasa beklentisine uygun bir karar gelir ise, beki de daha büyük umutlar oluşacak: Bundan sonrasında piyasalarımızda “normalleşme” adımlarının devamını bekleyeceğiz. Uzun süredir Türkiye’den çıkan yabancı yatırımcıların dönmesi, tasarruflarında TL yerine dövizle güvenen yerli yatırımcıların belki de tercihlerinin değiştiğini göreceğiz.

2020 için herkesin görüşü berbat bir yıl olduğu yönünde. En azından böyle kötü bir yıla büyük umutlarla veda etme fırsatımız var şimdi...

EKONOMİ

- Küresel bazda koronavirüs salgınında ikinci dalganın son aylarda kuvvetlenmesi nedeniyle ekonomilerde genel bir kapanma olmasa da tedbirler artırıldı. Bu gelişme, yılın son çeyreğine ilişkin büyüme görünümünü olumsuz etkiledi. Ancak aşının kullanıma hazır hale gelmesi sürecinde sona yaklaşıldığına dair haber akışı, özellikle 2021 yılı için daha olumlu beklentilere neden oluyor. Büyümeyi destekleyici para ve maliye politikasının devam edeceğine dair resmi açıklamalar ve enflasyonist bir eğilimin olmaması, küresel bazda faiz oranlarının uzun bir süre düşük kalacağını işaret ediyor. Bu doğrultuda, 2020 yılında zayıf kalan gelişmekte olan piyasalara sermaye girişi, mevcut likidite ortamı ve risk alma iştahının artması durumunda önümüzdeki dönemde kuvvetlenebilir.
- Türkiye ekonomisinde 3Ç20 ile başlayan toparlanma eğiliminin, son aylarda yavaşlasa da önümüzdeki dönemde devam edeceğini tahmin ediyoruz. 2021 yılında büyümede dengelenme ile cari işlemler açığının azalacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, Türkiye'nin dış finansman ihtiyacının finansal piyasalarda bir baskı yaratmayacağını düşünüyoruz. 2020 yılı son aylarında artan maliyetler nedeniyle enflasyonda yükseliş olmasını bekliyoruz. Ancak enflasyonu düşürmeyi amaçlayan para ve maliye politikası uygulamaları ile 2021 yılında enflasyonun tekrar düşüş patikasına gireceğini tahmin ediyoruz.

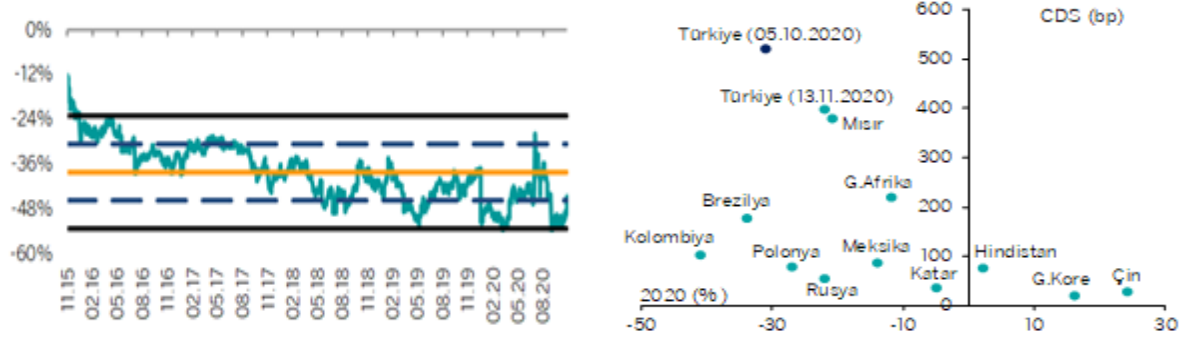
STRATEJİ

BİST

- Küresel hisse senedi piyasaları açısından olumlu yatırım temalarının öne çıktığı dönemde endekslerde yeni yüksekler test ediliyor. ABD seçimlerine ilişkin belirsizliklerin geride kalması, covid-19 aşısına ilişkin çalışmalardaki ilerleme, önde gelen ekonomilerde yeni teşvik paketleri potansiyeli risk iştahını destekleyen başlıklar. ABD Başkanlık seçimi sonrasında artan risk iştahıyla hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan hisse piyasalarında %6'lık değer artışı görmekteyiz. Söz konusu dönemde ekonomi politikaları konusunda verilen mesajlar BİST'te de olumlu ayrışma sağladı ve son bir haftada MSCI Türkiye endeksi, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksine göre %12 daha iyi performans sergiledi.
- **05.10.2020 tarihinde yayımladığımız [Mali Piyasalar Strateji](#) raporumuzdaki beklentilerimizi genel itibariyle koruyoruz. Olası düzeltmelere karşın küresel risk iştahının korunduğu bir ortamda, Türkiye'ye dair risk algısını azaltacak adımların devamı halinde, önümüzdeki dönemde Borsa İstanbul olumlu ayrışma eğilimini koruyabilir.**
 - Son dönemde ekonomi politikalarındaki piyasa dostu yaklaşımla oluşan hızlı toparlanmaya karşın, Türk hisse senedi piyasası, gerek kendi çarpanları bazında, gerekse de gelişmekte olan ülkeler çarpanları bazında halen iskontoyla işlem görmeyi sürdürüyor. Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı bazında gelişen ülke borsalarına göre %45'lik iskontoyla işlem gören BİST'in beş yıllık bazda F/K çarpanında ortalama iskontosu %38.
 - Pandemi döneminin defansif hisseleri olarak değerlendirdiğimiz "evde kal" temalı sektörlerden, aşı haberi sonrası, yine pandemi döneminde olumsuz ayrılan sektörlerle yönelik rotasyon söz konusu sektörlerin yoğun bulunduğu BİST açısından da destekleyici olacaktır.
 - Yıl başından bu yana Türk hisselerinden 5,7milyar ABD\$'lık yabancı çıkışı gördük. Yabancı yatırımcıların portföylerinde düşük ağırlığa sahip Türk hisse piyasası açısından, piyasa dostu politikalarla portföylerde ağırlığın tekrar yükselme potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.

MSCI Türkiye (F/K)/MSCI GOP (F/K)

Gelişmekte Olan Ülke CDS ve Borsa Performansları



Kaynak: Bloomberg, Refinitive, MSCI, Garanti BBVA Yatırım

■ **Yayımladığımız son strateji raporunda geri çekilmelerin alım fırsatı vermeye devam edeceğini belirtmiştik. Gelenen seviyelerde ise özellikle 19 Kasım tarihi Para Politikası Kurulu toplantısının önemi artarken, bu sürece ilişkin senaryo analizlerini öne çıkarmak istiyoruz.**

- Beklentiler paralelinde bir faiz artırımını iyimserliği** 1310-1335 bölgesine (aynı zamanda pandemi dip bölgesinden yükselişte ulaşılan ABD\$ bazlı 174-177 bölgesi) yönelik destekleyebilirse de, beklentinin önceden satın alınmaya başlanmış olması nedeniyle yükselişin söz konusu seviyelerde tempo kaybetmesi ile kar satışları görülebilir. Bununla birlikte PPK toplantısını takiben normalleşme adımlarını destekleyici politikalara devam edilmesi, geri çekilmelerde (1250-1225) alım fırsatlarını gündemde tutmaya devam edecektir. Olası geri çekilmelerin ardından BİST'i destekleyen temanın değişmediği ortamda toparlanmada orta-uzun vadeli görünümde teknik görünümde 1390-1410 (2020 yılı ilk çeyreğinde test edilen ABD\$ bazlı 200-210 bölgesi) ve 1500 seviyeleri gündeme gelebilir.
- Beklentilerin altında bir faiz artırımını** halinde 1310-1320 bölgesi altında daha etkili kar satışları bekleriz. 1245-1220-1150 böyle bir görünümde takip edeceğimiz destekler. Toplantı sonrasında normalleşme sürecini destekleyici yönde adımların devamı halinde geri çekilmelerde söz konusu destek seviyelerde alım fırsatlarının oluşmasını bekleriz.
- Beklentilerin aksine faiz artırımını gelmemesi** halinde ise endekste kısa vadeli volatilite riskinin artmasını, ilk aşamada 1220-1150 aralığına yönelim ve son oluşan yükselen trendin kırılması riskinin artabileceğini öngörmekteyiz.

- Olumlu yatırım teması içinde küresel riskleri de göz ardı etmemekteyiz. BIST için önemli risklerden biri pozitif ayrışmanın yakalandığı yılın son aylarında, pandemi döneminden en çok faydalanan Nasdaq endeksinin 2020 yılındaki %34'lük getiri sonrası düzeltme trendine girmesi. Söz konusu düzeltmenin ivme kazanarak genele yayılması, BIST'te yükseliş iştahını engelleyebilir. Ayrıca küresel tarafta kış aylarına girilirken pandemi vakalarında artış yaşanması, bunun ilave kısıtlayıcı önlemleri gündeme getirmesi ve normalleşme sürecinin ötelenmesi hisse piyasalarında kısa vadeli riskler arasında takip edilecektir.

Türk Lirası

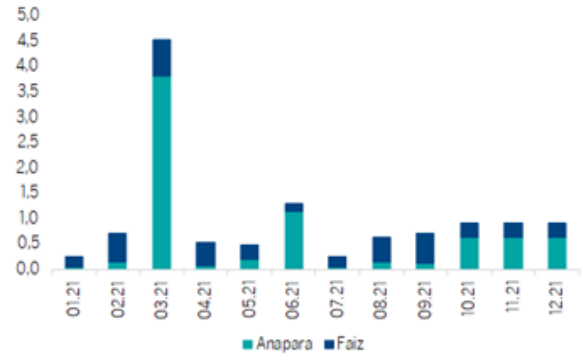
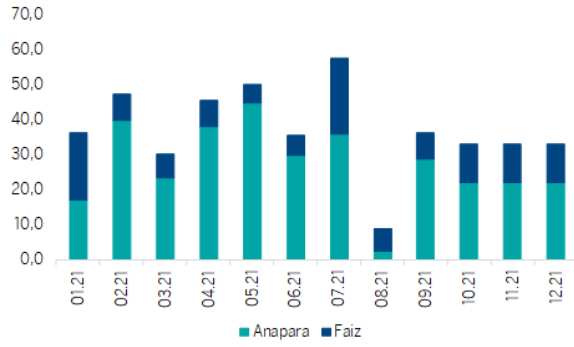
- ABD başkanlık seçimlerinin yarattığı belirsizliğin geride kalmış olmasına ek olarak Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın açıklamaları ile birlikte para politikası araçlarının şeffaf, öngörülebilir, istikrarlı bir hal alacağı beklentisi TL'ye oldukça pozitif yansıdı.
- Para politikasına ek olarak BDDK'nın yabancı bankalarla yapılan türev işlem limitlerini esnetmesi, TL likiditesi ve geçmişte oluşan sermaye kontrollerine dair kaygıları azaltma açısından önemli bir gelişme olarak algılandı.
- Tüm bu olumlu mesaj ve hamleler sonrasında politika faizinin en azından beklenen enflasyon seviyesi üzerine çıkarılması son dönemde Türk Lirası'nda başlayan olumlu ivmenin devam etmesi açısından destekleyici olur. Global ortamda riskler gözle görünür şekilde artmadıkça yurt içinde piyasa dostu hamleler sayesinde Türk Lirası'nda olumlu performansın devam ettiğini görebiliriz.
- Yılbaşından bu yana gelişen ülke para birimlerinin USD karşısındaki ortalama değer kaybı %5 civarında. TL'nin aynı dönemdeki kaybı ise, son günlerdeki performansına rağmen, halen %22 civarında kaybı işaret ediyor. Bu farkın tamamen kapanmasını beklemiyoruz, ancak en azından TL'de oluşan köpüğün gitmesi ile değerlenme potansiyelinin sürmesi mümkün.

Faiz

- Para politikasına dair olumlu beklentiler, piyasada orta vadede tekrar tek haneli enflasyona ulaşılacağı beklentilerini güçlendirdi. Para politikasında şeffaf ilkelerin benimsenmesi ile beraber ana odağın enflasyonu en kısa sürede tek haneye indirmek çevresinde yoğunlaşması, tahvil faizlerinde de gerilemenin sürmesine yol açabilir.
- Gelecek yıl, diğer aylara göre göreceli olarak daha yüksek olan Şubat, Nisan Mayıs ve Temmuz ayları dışında daha sakin bir iç borç ödeme takvimi ile karşılaşacağız. Dış borç ödemelerinde ise Mart ayında yoğunluk olduğu için borçlanma takviminin yılın ilk iki ayında planlanması borç çevirme konusunda destekleyici olacaktır.
- Merkez Bankası Kasım ayı PPK toplantısında fonlama yapısında sadeleşmeye gider ve TL lehine seyir sürerse, uzun vadeli tahvil faizlerindeki iyimser havanın korunmasını olası görüyoruz.

İç Borç Projeksiyon (milyar TL)

Dış Borç Projeksiyon (ABD\$, milyar)



Kaynak : Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

SEKTÖR GÖRÜNÜMLERİ

Bankacılık

- Bankacılık sektöründe kredi büyümesinin 3Ç'den itibaren yavaşladığı bir döneme girdik. Buna göre, önceki çeyrekte %14 seviyesinde olan kredi büyümesi 3Ç'de %7'lere kadar gevşedi. Bu rakamın 4Ç'de sıfıra yakın olmasını bekliyoruz. Marj tarafında ise bankaların fonlama maliyeti artmaya devam ediyor, kredi fiyatlamaları yukarı yönlü olsa da, büyümenin zayıflığından dolayı kredi-mevduat makasında yılın son çeyreğinde 1.5-2 puan azalma bekliyoruz.
- 3Ç'de net faiz marjı kapsamımızdaki bankalar için 30 baz puan daraldı, bu rakamın olumlu TÜFE'ye endeksli tahvil etkisine rağmen, 4Ç20'de yine bu seviyelerde olmasını bekliyoruz. Fonlama maliyeti artışına bağlı olarak ancak 2021 2Ç'de net faiz marjı ve kredi makaslarında genişleme görmeyi bekliyoruz. Bankalar, yılın ilk dokuz ayında güçlü operasyonel gelirlerini karşılık cephanelerini artırmak için kullandılar ve risk maliyetleri 270 baz puan seviyesinde oluştu. Bu rakamın yılın son çeyreğinde bu seviyelerde devam etmesini, 2021'de ise 50 baz puan civarında azalmasını bekliyoruz. Kapsamımızdaki bankalar 4.7x F/K ve 0.5 F/DD ile işlem görüyor, benzerlerine göre bu seviyeler %43 iskontoya işaret etmektedir.

Cam

- Son çeyrekte, cam talebinde yılın ilk dokuz ayı ile karşılaştırıldığında bir düşüş beklemiyoruz. İnşaat faaliyetlerinde devam eden ivmelenmenin düz cam tarafında olumlu katkısının devamını, ayrıca cam ambalaj tarafında güçlü seyrin son çeyrekte de devam edeceğini düşünüyoruz. Düz cam sektörü genel olarak otomotiv, inşaat, beyaz eşya; cam ambalaj ise gıda, meşrubat, ilaç, kozmetik, turizm gibi lokomotif sektörlerine hizmet vermektedir. Aşının bulunmasıyla alınan tedbirlerin kalkması ve hayatın normale dönmesi ana sektörlerdeki toparlanmayı ve özellikle düz cam tarafında önemli bir talep artışını sağlayabilir. Aynı şekilde, salgın ile birlikte cam ambalaj tarafı güçlü seyrini korumasına rağmen, salgının sona ermesi ve hayatın yeniden normale dönmesi cam ambalaj için de destekleyici olabilir. Kimyasallar sektörünün en önemli müşterisinin cam sektörü olması ve buradaki olası toparlanma da kimyasallar için destekleyici olacaktır. Sonuç olarak, aşının bulunmasının ve salgının ortadan kalkmasının cam sektörünü olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.
- Şişe Cam'ın 3Ç20'de uluslararası faaliyetlerden elde ettiği gelir, konsolide gelirlerinin %60'ını oluşturmuştur. Şirket TL'nin değer kaybetmesinden olumlu etkilenmektedir. TL'nin %10 değer kaybetmesi Şişe Cam'ın net karına 630mn TL'nin üzerinde katkı yapmaktadır. Son çeyrekte TL'de, önceki çeyreğe göre sert değer kazancı olması 2Ç ve 3Ç'de net kara olumlu katkı yapan kur etkisinin son çeyrekte görülmemesine neden olabilir.

Dayanıklı Tüketim

- Haziran ayı ile birlikte beyaz eşya satışlarında görülen artış, Ekim ayında da devam etmiştir. Öte yandan son çeyrekte özellikle pandemideki ikinci dalga ile birlikte yurtdışında kısıtlayıcı önlemlerin alınmaya başlanması, Kasım ve Aralık ayı için yurtdışı satışları konusunda belirsizlik oluşturmaktadır. Öte yandan, her ne kadar alınan tedbirler yeniden artırılrsa, pandeminin başladığı Mart ve Nisan aylarındaki gibi beyaz eşya talebinde sert bir daralma görmeyi beklemiyoruz. Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği (TÜRKBESE) verilerine göre, beyaz eşya sektörünün 6 ana ürün grubunda iç piyasa satışları Haziran ayında yıllık %14, Temmuz ayında yıllık %58 ve Ağustos ve Eylül ayında ise yıllık %21 artmıştır. Hayatın yeniden normale dönmesi ve kısıtlamaların kalkmasının doğrudan talebi artırıcı etkisinden ziyade, talep öngörülebilirliğini artıracaklarını düşünüyoruz. Zayıf TL ve güçlü EUR sektör oyuncularının hem ihracat gelirlerine, hem de karlılıklarına olumlu katkı sağlamaktadır. TL'nin son çeyrekte olası değer kazancı gelirleri olumsuz etkileyebilir.
- Beyaz eşya üretiminde en önemli maliyet çelik, alüminyum ve plastikten oluşan hammadde girdileridir. 3. çeyrekle birlikte çelik fiyatlarında yukarı yönlü bir hareket olmasına karşın, sektör oyuncularının uzun dönemli kontratları dikkate alındığında, son çeyrekte artan maliyetlerin marjlar üstünde baskı yapmasını beklemiyoruz. Bununla birlikte özellikle yurtdışında son çeyrek mevsimselliğin etkisinin fazlaca görüldüğü (Noel sebebiyle) ve marjların daralabildiği çeyrektir. Dolayısıyla son çeyrekte bu mevsimsellik nedeniyle 3Ç'den daha zayıf kar marjları olabilir. Sonuç olarak, ihracat, sektörde toplam satışların %50'sinden fazlasını oluşturmaktadır. Beyaz eşya sektöründe en güçlü çeyreğin 3. çeyrek olduğunu son çeyrekte sektörde yurtdışı kaynaklı mevsimsellik ve talep etkisiyle kar marjlarında sınırlı da olsa bir daralma olabileceğini düşünüyoruz.

Demir Çelik

- Yılın en kötü olarak değerlendirilen üçüncü çeyreği artan talebin etkisiyle demir cevherindeki yüksek fiyat artışlarına rağmen yüksek satış hacminin etkisiyle demir çelik şirketleri açısından olumlu seyretti. Yurtiçi talepteki toparlanma yurtdışı kayıplarının bir kısmını telafi etti. İhracat satışlarının 2020 yılının kalanında ve 2021 yılında görece düşük seyretmesini bekliyoruz.
- 2020 yılında Covid-19'un da etkisiyle global büyümedeki daralma ve dolayısıyla demir çelik talebinin düşmesi, ticaret savaşları, kotalar vb. sonucu olarak Türkiye'nin demir çelik ihracatında gerileme gözledi. 10 aylık rakamlara bakıldığında ihracat hacmi yıllık %14 daraldı. Diğer taraftan AB'nin uyguladığı kotaların sonucu AB'ye yapılan ihracat 2020 yılının ilk 10 ayında %21 azaldı.
- Avrupa Birliği, 2021 için Türk çeliğine kotayı daha da aşağı çekti. İnşaat demirinde 75 bin tonluk ilk çeyrek kotası 58.926 tona, yine 75 bin tonluk ikinci çeyrek kotası ise 59.480 tona düşürüldü. Türkiye, ihracatının üçte birinden fazlasını AB'ye gerçekleştiriyorken kotalarla bu oran %25'e kadar geriledi.

- Yılın son çeyreğinin üretim artışlarını ve ürün karlılıklarındaki artışların yaşanmasıyla olumlu seyretmesini bekliyoruz. Bu açıdan bakıldığında tercih ettiğimiz hisse Erdemir. Erdemir'i cazip değerlendirme çarpanları, güçlü ürün fiyatları, yüksek kapasite kullanım oranı ve güçlü nakit yaratması açısından beğeniyoruz.

Gayrimenkul

- Yılın ilk 9 ayında konut satışları, Haziran ayında kamu bankalarının başlatmış olduğu konut kredisi kampanyaları sayesinde yıllık bazda %34 arttı. Ancak, Temmuz sonu itibariyle kampanya faizleri yavaş yavaş yükseltildi ve son dönemde konut satışlarında yavaşlama başladı. Temmuz 2020 sonuna göre konut kredilerinde yaklaşık 6 puanlık yıllık faiz artışı gözlemledik. Dolayısıyla, yılın geri kalanında konut satışlarında yıllık bazda önemli bir değişim beklemiyoruz, konut satışlarındaki 2020 büyümesinin de yaklaşık %23 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Önümüzdeki dönemde sıkı para politikası beklentimiz neticesinde daralan talebin sektörü olumsuz yönde etkilemesini bekliyoruz.

Havayolları

- 2020 yılı sadece Türkiye'de değil, tüm dünyada kayıp bir yıl olacak gibi gözükmektedir. Uluslararası Hava Taşıyıcıları Federasyonu'nun (IATA) son açıklamasına göre bu yıl hava yolcu trafiği yıllık %66 düşüş gösterecek. Türk havayolu şirketlerinde de benzer durum söz konusudur. THY'nin yolcu sayısı ilk sekiz ayda %62 azalırken, bu oran Pegasus'ta %52'dir. Doluluk oranlarındaki azalma ise sırasıyla yıllık 9.1 ve 7.4 puan şeklindedir. Her iki şirketin mevcut likidite pozisyonları, bankalarla olan kredi kanallarının açık olması ve hükümetin sektörü destekleyici yaklaşımları nedeniyle kısa vadede operasyonlarını sürdürme anlamında herhangi bir sıkıntı yaşamalarını beklemiyoruz. Ekonomilerin kapalı kalması esnasında iş seyahatlerinin yerini internet üzerinden görüşmelerin alması nedeniyle ilerleyen süreçte "Business Class" segmentinin havacılıkta yara alacağı düşüncesindeyiz. Ayrıca uzaktan eğitimin yaygınlaşması nedeniyle eğitim amaçlı yolculukların da azalacağı kanısındayız. Hava yolu şirketleri, Covid-19 salgınının tam etkisi hakkında bir öngörüye sahip olmadıklarından, 2020 yılı için hala herhangi bir yönlendirme sağlayacak konumda değillerdir. Havayolu şirketleri (THYAO & PGSUS) için temkinli duruşumuzu sürdürüyoruz.
- 3Ç20'de, her iki taşıyıcı da esas olarak faaliyet dışı kalemlerdeki gelirleri nedeniyle beklenenden daha yüksek kar elde etti (THYAO için vergi geliri; PGSUS için hedge ve kur farkı geliri). Bu arada Covid-19 için %90'ın üzerinde etkili olduğu söylenen aşırıya ilişkin haber akışı medyada yer aldı. Bu nedenle son zamanlarda havacılık hisselerinde güçlü bir seyir (ama kısa sürmesi olası) gördük. Aşıların dünya çapında dağıtımı zaman alacağından, 2Y20'ye kadar hava yolculuğu talebinde sağlam bir iyileşme olacağına inanmıyoruz. Kış döneminde trafiğin yavaşladığını da düşünürsek, 2020 sonu finansallarında (muhtemelen Mart ayında açıklanacak) bilançodaki bozulmanın daha

belirgin hale geleceğini bu yüzden sektör için en kötüsünün bittiğini söylemek için henüz çok erken olduğunu düşünüyoruz.

Otomotiv

- Otomotiv satışları ertelenmiş talep, cazip faiz oranları, düşük baz etkisi ve ikinci el otomotiv pazarının çok güçlü olması sebebiyle üçüncü çeyrekte çok yüksek büyümeler kaydetmiştir. Ağustos sonunda gelen ÖTV artışları ve TL'deki değer kaybının ise talebi öne çektiğini ve yukarıda sayılan sebeplere ilave olduğunu gözlemliyoruz. Ekim ayı ODD rakamlarının ardından yurtiçi Pazar büyümemizi bir miktar daha yukarı çıkartırken öne çekilen talebin etkisiyle 2021 yılı büyüme tahminimizi bir miktar azaltıyoruz. Buna göre 2020 yılında otomotiv pazarının yıllık %52 büyüyerek 750bin adet olmasını bekliyoruz. Binek araç pazarı, yılın kalan kısmında vergi artışından olumsuz etkilenebilir ancak ticari araç tarafında pazarın görece daha korunaklı olduğunu düşünüyoruz. 2021 yılı içinse beklentilerimiz daha muhafazakar olup talebin yatay seyredeceğini tahmin ediyoruz.
- Üretim ve ihracat tarafına birlikte baktığımızda Eylül ayı sonunda toplam üretim yıllık %19 daralarak 854bin adede ihracat satışları ise Eylül ayı sonunda %33 daralarak 616bin adede ulaşmıştır. Türkiye toplam ihracatının %17 si otomotiv sektöründen sağlanmakta. Avrupa'nın otomotiv ihracatından aldığı pay önemlidir (%75). Avrupa ve İngiltere'de virüsün ikinci dalgası da sert geçmektedir. Ford Otosan açısından İngiltere ticari araç pazarı (toplam 2019 yılı ihracatının %30'u), Tofaş açınsındansa İtalya pazarı (binek ve hafif ticari) (toplam 2019 yılı ihracatının %35'i) ihracat adetleri açısından önem arz etmektedir. İngiltere ticari araç pazarı Ekim sonunda %24 daralmış, İtalya pazarı ise Ağustos sonunda %34 daralmıştır. Bu pazarlardaki adet kayıpları hacim garantili anlaşmalarla telafi edilmektedir ancak biz Avrupa pazarındaki zayıf seyrin 2021 yılının ilk yarısında da devam edeceğini tahmin ediyoruz.

Perakende

- Basına yansıyan demeçlere göre gıda dışı perakende tarafında satışların 2019 yılı ile karşılaştırıldığında %30-50 daralması beklenmektedir. Yeni bir koronavirüs dalgası ve kapanmaların olmadığı bir ortamda, 2021 yılında gıda dışı perakende talebinde yeniden 2019 seviyelerine dönüleceğini düşünüyoruz. Gıda tarafında, insanların panik alımlarıyla beraber, birinci ve ikinci çeyrekte güçlü satışlar gözlemlerken, bu durumun yaz aylarıyla beraber normalleştiğini ve bu şekilde devam edeceğini düşünüyoruz. Düşük borçluluk, defansif özellikleri ve internet satışlarıyla beraber sürdürülebilir hızlı büyümeleri nedeniyle gıda perakendecilerinin (BIMAS, MGROS, SOKM) önümüzdeki süreçte de fiyatlamalara bağlı olarak yatırımcıların radarında yer alabileceği kanısındayız.

- 3Ç20'de, tüm perakendecilerin finansalları piyasa tarafından olumlu karşılandı (BIMAS & MGROS için güçlü net kar; SOKM için yukarı revize edilen hedefler). Şu an için, ekonomide pandemi nedeniyle tam bir kapanma olması muhtemel değil, belki kısmen olabilir gibi görünüyor. Bu nedenle, 4Ç20'de yılın ilk çeyreğindeki gibi mağazalarda bir panik alımı öngörmüyoruz. Bununla birlikte, yükselen enflasyon ve oyuncuların yeni mağaza açılışları göz önüne alındığında, bizim görüşümüze göre 4Ç20'de de gıda perakendecilerinin iyi sonuç açıklaması beklenebilir. Covid-19 için en son çıkan aşı haberleri göz önüne alındığında, giyim perakendecisi -MAVI - için bir miktar rahatlama olabilir. Aşının herkes için erişilebilir olması zaman alacağından şirket için internet satışları ana satış kanallarından olmaya devam edecektir. Gıda dışı perakendeciler için olumluya dönmeden önce genel satış trendinin yakından takip edilmesi gerektiğine inanıyoruz.

Petrokimya

- 2020 yılının petrokimya sektörü açısından zor geçti. Durgunlaşan ekonomilerle birlikte petrol fiyatları ve dolayısıyla nafta fiyatları düşerken talep de çok hızlı bir şekilde düştü ve spread'leri aşağı çekti. Bu etki azalarak da olsa halen devam etmektedir. PLATTS endeksi bir süredir artış trendini korumaktadır. Ekim ayından beri ortalama 729ABD\$/ton seviyesindedir. (2020 ortalama: 664ABD\$/ton)
- Çin kaynaklı petrokimya talebinin yılsonuna kadar artmaya devam etmesini bekliyoruz. Bu da ürün fiyatlarına olumlu yansiyacaktır. 2020 Nafta-etilen makası ortalaması 5 yıllık ortalaması olan 515ABD\$/ton'un %38 altında 317ABD\$/ton seviyesindedir. Bu marj da petrokimya şirketleri açısından düşük karlılığa işaret etmektedir. Küresel ekonomilerin yeniden büyüme trendine dönmesi ürün karlılıkları açısından önemlidir.
- Petkim açısından 2020 yıl sonu EBITDA beklentileri 175 - 200 milyon dolardan +210-220mn ABD\$'ına yükseltildi. Bu yukarı yönlü revizyonu da olumlu olarak değerlendiriyoruz.

Petrol

- 2020 petrol ve petrol ürünleri tüketimi açısından zor bir yıl olmuştur. Özellikle jet marjları negatif seyretmiştir. Ancak Pfizer ve BioNTech firmasından gelen ve çoklu denek üzerinde gerçekleştirilen ve olumlu sonuç alınan aşı haberlerini önemsiyoruz. Bu olumlu haber akışının devamı beraberinde havacılık sektörüne, ve jet tüketimine dair olumlu beklentiler oluşturuyor. Buradaki iyileşme arz/talep, karlılık dengesini de daha yönetilebilir bir seviyede tutabilir. Halihazırda mevcut tabloda hemen bir iyileşme öngörmesek de 2020 yılında arka arkaya ve aynı anda gerçekleşen ve sektörü olumsuz etkileyen tüm faktörlerin 2021 yılında hem aynı şekilde tekrarının olmasını beklemiyoruz hem de durumun iyileştiğini ve daha yönetilebilir olduğunu düşünüyoruz. Yine de OPEC+ ülkelerin üretim kısıtlama kararına devam etme isteği petrol fiyatlarında orta vadede önemli bir iyileşme olmayacağını gösteriyor. Libya'nın üretimini artırması ve İran'ın yeni seçilen ABD Başkan'ı ile birlikte yumuşaması beklenen İran-ABD ilişkileri

doğrultusunda üretimini artırma olasılığı arz tarafının bir süre daha petrol fiyatları üstünde baskı yaratmaya devam edeceğini gösteriyor.

- Enerji Ajansı'nın (EAI) 2020 ve 2021 yılı için ortalama Brent petrol tahmini sırasıyla varil başına 40ABD\$ ve 46ABD\$ seviyesindedir. Biz de beklentilerimizi bu yönde güncelledik. EIA 2020 yılı global petrol talebini yıllık 8.6mn varil daralmayla 93.0mn varil olarak tahmin etmekte, 2021 yılı içinse 5.9mn varillik bir artış öngörmektedir. Petrol fiyatları 2020 yılı başından beri yaklaşık %40 değer kaybetmiştir. Bu dönemde sektör yatırımları da gözle görülür derecede azalmış gözükmemektedir. Bu da orta-uzun vadede arz üstünde sıkıntı yaratırken fiyatları yukarı seviyeye çekebilir.

Sağlık

- Türkiye'de Covid-19 nedeniyle devlet hastaneleri pandemi hastanesi ilan edildi ve genel olarak tam anlamıyla kendilerini yükselen koronavirüs vakalarıyla mücadeleye verdiler. Bu nedenle acil ve komplike tedavilerin / operasyonların çoğu özel hastaneler tarafına kaydı. Salgının bir sonucu olarak hastanelere giden trafik hacmindeki düşüşe rağmen, özel hastaneler yukarıda belirtilen tedavilerden ötürü gelir kaydetmeye devam etmişlerdir. Ayrıca hükümetin Mart ayında Sağlık Uygulama Tebliği'nde fiyatlarda yukarı yönlü güncelleme yapması özel sağlık hizmeti sağlayıcıları (MPARK & LKMNH) için bir başka olumlu faktör olmuştur.
- 3Ç20 için, LKMNH'nin finansalları henüz açıklanmadı, ancak hem FAVÖK hem de net kârda beklenenden daha iyi sonuçlar kaydeden MPRAK'a benzer şekilde güçlü olmasını bekliyoruz. Defansif sektör olması ve yukarıda değinildiği gibi destekleyici bir ortam olması nedeniyle hastane sektörü hisse senetleri, Mart ayı ortasından itibaren endeksin üzerinde performans göstermiştir. 4Ç'nin yine güçlü bir performansa tanık olacağına inanıyoruz ancak son zamanlarda Covid-19 aşısı için oluşan yüksek beklentiler göz önüne alındığında, mali açıdan sağlam yapısına rağmen hisselerine olan ilginin bir miktar azaldığını görebiliriz.

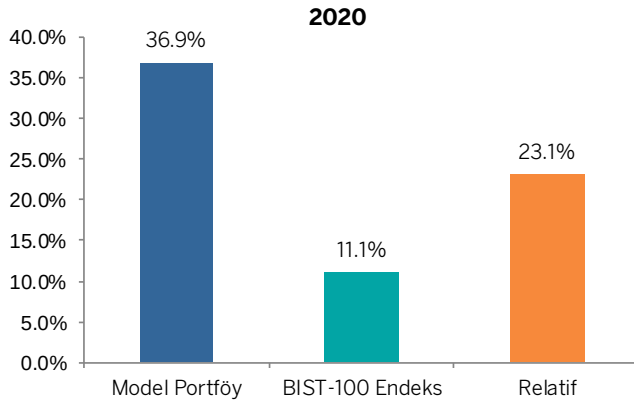
Telekom

- Telekom sektörü için son çeyrekte de olumlu görüşümüzü sürdürüyoruz. Salgın, telekom sektörü için bir fırsata dönüşmüş uzaktan çalışma ve online eğitim data kullanımını, dijital servis ve online kanalların kullanımını artırmış ayrıca daha değerli olan faturalı abone sayısındaki artışı olumlu etkilemiştir. Covid-19 virüsüne karşı aşının geliştirilmesi ve kullanılmasının telekom sektörü için olumsuz etkileri olmayacağını düşünüyoruz. Salgın sona erse bile evden çalışmanın ve online eğitimin tamamen son bulmayacağını, salgın sürecinde kazanılan ve artan müşteri alışkanlıklarının (online kanallar ve dijital servislerin) devam edeceğini, gelir artışı tarafında herhangi bir sıkıntı olmayacağını düşünüyoruz. Turkcell (TCELL, EÜ) 2020 yılı için daha önce %10 - %12 olan gelir büyümesi hedefini %14-%15'e ve Türk Telekom (TTKOM, Not Yok) ise %13'ten %16'ya revize etmiştir.
- Telekom operatörlerinin dijital iş sistemleri, dijital ödeme sistemleri ve online kanallardan satışlar gibi ARPU dışında büyümeye devam edeceğini düşünüyoruz. Turkcell'de online kanallardan yapılan satışlar toplam bireysel satış gelirlerinin %12'ni oluşturmaktadır. Her ne kadar roaming gelirlerinin operatörlerin toplam gelirlerdeki içindeki payı düşük olsa da aşının bulunması ve hayatın yeniden normale dönmesi ile yurtdışı geliş-gidişlerdeki artış sebebiyle bireysel ve kurumsal roaming gelirler artabilir. Son çeyrekte sektörde yükselen bir fiyat rekabeti beklemiyoruz. Fiyatlama tarafında ise mobil operatörlerin enflasyon üstünde fiyat artışına devam edeceklerini düşünüyoruz.

Model Portföy Performansı

Model portföyümüz, yıl başından bu yana BIST 100 endeksinin %23.1 üstünde getiri sağlayarak güçlü bir performans sergilemiştir. BİST 100 endeksi aynı dönemde %11 yükselirken, en beğendiğimiz hisse seçimlerini içeren model portföyümüz %37 artmıştır.

BIST - Model Portföy Performansı



Kaynak: Matriks, Garanti BBVA Yatırım

Tercih ettiğimiz hisseler:

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

ISCTR (%11), YKBNK (%11), EREGL (%16), SISE (%15), TCELL (%16), TOASO (%15), TUPRS (%16):

- **EREGL:** Temel göstergelerde iyileşme
- **ISCTR:** Güçlü bilanço ve yüksek iskonto
- **SISE:** Birleşmeyle oluşacak operasyonel verimlilik ve likiditesi daha yüksek hisse
- **TCELL:** Sadeleşmiş ortaklık yapısı ve güçlü faaliyet kar marjının devamı, temettü ödemesi
- **TOASO:** Güçlü pazar payı ve en düşük ÖTV dilimine giren güçlü ürün gamı
- **TUPRS:** İyileşmesi beklenen talep ortamı
- **YKBNK:** Karlılıkta toparlanma ve iyi marj yönetimi

UYARI NOTU

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

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

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

Garanti BBVA Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak

No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

Faks: 212 352 42 40

E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr