

Türk Mali Piyasaları Stratejisi - 2020

	Sayfa
STRATEJİ	2
MAKROEKONOMİK GÖRÜNÜM	4
TÜRK LİRASI	19
TAHVİL	20
EURUSD	21
EUROBOND - GRAM ALTIN	22
BIST	23
SEKTÖRLER	28
BANKACILIK	28
DAYANIKLI TÜKETİM	33
DEMİR ÇELİK	34
GIDA PERAKENDESİ	35
HAVAYOLLARI	36
KONUT SEKTÖRÜ	37
OTOMOTİV	38
PETROL ve RAFİNERİ	39
PETROKİMYA	40
TELEKOMÜNİKASYON	41
DİĞER	42
BIST- MODEL PORTFÖY	43
AKBNK	45
ASELS	46
BAGFS	47
EREGL	48
FROTO	49
KOZAL	50
MGROS	51
TOASO	52
TCELL	53
VAKBN	54
GÖSTERGE TABLOLARI	55
İLETİŞİM BİLGİLERİ	62

2020: Büyümeye Dönüş

1966 yılında Time dergisinde yayınlanan bir makalede 2020 için bazı ekonomik tahminler yer almıştı. Buna göre 2020’de ihtiyacımız olan her şeyi makineler bol miktarda üretecekleri için çalışmamıza gerek kalmayacak ve hiçbir şey yapmamamız için devletler vatandaşlarına para ödeyeceklerdi. Böylece hepimiz oturduğumuz yerde zengin olacaktık. Hatta o tarihte tahmin edilen rakamı bugüne uyarladığımızda, ABD’de ortalama gelirin 300bin ABD\$ civarında olması gerekiyordu. Aradan geçen 50 küsur yılda dünyamız çok değişti elbette, ama yine de 2020 yılını robot işçilerin sendikal haklarından, ısınmanın yaygınlaşmasıyla havayolu şirketlerinin içine girdiği zor durumdan, turizm ve madencilik faaliyetleri ile zenginleşen Mars’ın bağımsızlık arzusunun siyasal etkilerinden bahsedemeden geçireceğiz. 2020’yi bilimkurgudan ziyade oldukça bilindik ekonomik, jeopolitik ve siyasal hikayelerle devralıyoruz: 2020 yine merkez bankalarının ne yapacağını tartışacağımız, jeopolitik gelişmeleri izleyeceğimiz, çoğu zaman ekonomik gelişmelerden çok haber akışına göre yatırımlarımıza yön vereceğimiz bir yıl olacak.

Türk mali piyasaları için görüşlerimizi özetlemeden önce, küresel ekonomiye dair ana varsayımımızı hatırlatalım. 2019 Temmuz ayında faiz artırımı politikasından çark ederek faiz indirimlerine başlayan Fed’in öncülüğünde dünyada düşük faiz ortamının süreceğini, hatta faizlerin daha da düşeceğini söyleyebiliriz. Buna ek olarak, 2019 yılının ikinci yarısında olduğu gibi, 2020 yılında da gelişmiş ülke merkez bankaları bilançolarını büyütmeye devam edecekler. Özetle, düşük faiz-bol likidite ortamı gene dünyaya hakim olacak.

Bu ortam artık klasikleşmiş getiri arayışını bir kez daha güçlü tutarak, gelişmiş ülkeler lehine bir hava yaratacak. Ancak, gelişen ülkelerin bir sepet olarak, sorgusuz sualsiz para çekmesi yerine, her ülkenin kendi dinamikleri ile değerlendirileceği bir süreç bizi bekliyor. **Bu anlamda Türkiye’nin 2020 yılındaki en önemli silahı bu yıl bir hikaye sunabilecek olması.** 2019 yılını “dengelenme yılı” olarak geçirdikten sonra, 2020’de güçlü bir büyüme ortamı bizi bekliyor. Düşük faiz ortamının korunduğu, TL’nin kontrollü bir değer kaybı sergilemesini beklediğimiz ana senaryomuzda, Türkiye ekonomisinde 2019 yılında gördüğümüz iyimser rakamların bir kısmı tersine dönecek: Enflasyon yıl içinde uzun süre çift hanede gidecek, yeniden cari açığa döneceğiz, Hazine borçlanması da büyük olasılıkla planlananın üzerinde olacak. **Bu açıdan 2020, büyümeye dönüş yılı olduğu kadar sürdürülebilir büyüme konusunda atılacak adımlara bağlı olarak Türkiye’nin 2021 ve sonrası görünümünü de belirleyecek.**

Türkiye’nin 2 yıl öncesine göre çok daha farklı olan bu ekonomik görünümüne kredi derecelendirme kurumlarının da kayıtsız kalamayacaklarını düşünüyor ve 2020 yılında bu kurumlardan not artışı bekliyoruz. Türkiye halen S&P ve Moody’s tarafından yatırım yapılabilir seviyenin 4, Fitch tarafından ise 3 basamak altında değerlendiriliyor. Türkiye’nin şu anki görünümünü dahi doğru yansıtmadığını düşündüğümüz seviyelerden gelecek artırımlar, Türk mali piyasalarında belki de ciddi etkiler yaratmayacak, ancak yine de bunların algıyı düzeltme açısından faydalı olacağını düşünüyoruz. Kaldı ki yabancı yatırımcıların yurtiçi tahvil piyasasındaki payı %9.5 ile verinin yayınlanmaya başladığı 2012’den bu yana en düşük seviyesinde, hisse piyasasındaki payları ise %61 ile 2014’ten sonraki en düşük seviyede. Kredi not artırımlarına ek olarak Türkiye’nin finans alanında atacağı adımlar, Türk mali piyasalarına olan ilginin de bu dip seviyelerden toparlanmasına yol açabilir.

2020: Büyümeye Dönüş

2020 yılında ekonomi tarafında en büyük riskleri faiz indirim politikasında aşırıya kaçma ve beklenenden zayıf bir bütçe performansı olarak görüyoruz.

Gerek 2018 travmasının tam olarak atlatılamamış olması, gerekse de TCMB'nin 2019'da yaptığı 12 puanlık faiz indirimi, yerli yatırımcıları TL yerine döviz taşımaya itti. 2020'de faiz indirimi sürecinin devamı ve potansiyel riskler nedeniyle bu tavırdan ciddi bir değişiklik görmemiz zor. Yerli yatırımcı yeniden TL'ye dönmedikçe, TL'de de kalıcı bir değerlenme süreci de beklememek gerek. Buna ek olarak, sıcak para yerine uzun vadeli sermaye yatırımlarını tercih edeceğini çeşitli hamlelerle belli eden Türkiye'nin dış finansman ihtiyacı cari işlemler açığının artması ile 2019'a göre yüksek seyredecek. 2020 yılı bu anlamda TL açısından kontrollü bir değer kaybının yaşanacağı, buna karşılık oynaklığın sınırlı kalacağı bir yıl olarak görünüyor. Öte yandan enflasyondaki düşüş ve önde gelen merkez bankalarının yeniden faiz indirim döngüsüne girmelerinden faydalanarak faiz indirmeye başlayan TCMB'nin, bir taraftan da bütçe performansını izleyeceğini düşünüyoruz. Yani 2020'de faiz politikasının seyri enflasyon, jeopolitik riskler, diğer gelişen ülkelerin durumu, Fed'in faiz politikası kadar Türkiye'nin maliye politikasına da bağlı olacak.

Türkiye 2020 yılına jeopolitik risklerde yeniden artış ile girdi. Her ne kadar bu riskler Türkiye'ye dair risk algısını bir kez daha artırma potansiyeline sahip olsa da, unutulmaması gereken bir nokta var: Piyasalar bu risklerin önemli bir kısmını uzun süredir fiyatlara yansıtıyor, bu yüzden de 2019'dan devreden konuların piyasalardaki olası olumsuz etkileri de görece sınırlı kalabilir. Suriye'de durum hala karışık olmakla birlikte, Barış Pınarı Harekati sonrası Türkiye'nin duruşu ve diğer ülkelerin safları ile bundan sonra verecekleri tepkileri belli. Türkiye'nin Doğu Akdeniz'deki enerji arama faaliyetleri ise daha şimdiden bir çok dengeyi değiştirmeye başladı. Bunların yansımalarını 2020'de de görmeye devam edeceğiz. Öte yandan Türkiye'nin Libya iç savaşına müdahil olmasının etkilerini henüz görmüş değiliz.

ABD ile ilişkilerin 2020'deki seyri piyasalarımızın yönü açısından en önemli konulardan biri niteliğinde. ABD Başkanı Trump'ın Türkiye'ye uygulanması kabul edilen CAATSA yaptırımlarını erteleyip ertelemeyeceği, ya da hangi yaptırımları seçeceği, F35 projesinin belirsizliği, sözde Ermeni soykırım yasasının geleceği gibi başlıklar 2020'nin ilk günlerinde henüz yanıtı olmayan, ama piyasalarımızı derinden etkileme potansiyeline sahip konular olarak ortada duruyor. Önümüzdeki dönemde Türkiye-ABD ilişkilerine yine med-cezir hâkim olacak, zira bir taraftan da ABD'de seçim yarışı başlayacak ve böyle bir ortamda Trump'ın siyasi öncelikleri değişebilir. Türkiye açısından en kötü senaryolardan biri Trump'ın tekrar Başkan seçilememesi olacak. Bu noktada, Trump'ı azletme çabasının uzun ve zorlu bir süreç olması nedeniyle bir sonuca varmayacağını, anketlerde görüldüğü üzere Trump'ın 2020 Kasım ayında yeniden Başkan seçileceğini varsayıyoruz. Zaten sıkıntılı olan Türk-Amerikan ilişkilerinde Trump dışındaki bir isim ciddi belirsizlik anlamına geleceğinden, azil sürecinin hızlanması ya da Demokrat adayın öne geçmesi gibi bir senaryo Türk finansal varlıklarına da satış getirecektir.

2020 yılının ilk çeyreğinin haber akışı anlamında oldukça hareketli, ancak Türk mali piyasaları adına olumlu geçmesini bekliyoruz. Faiz indirim sürecinin devamında TL'de bir miktar değer kaybı, tahvil faizlerinde ise sınırlı bir düşüş göreceğiz. Bu dönemin kazananı ise hisse piyasası olacak. Büyümedeki ivme artışı, düşük faiz ortamı ve destekleyici bir küresel ortam, oldukça uzun bir süredir benzer ülke piyasalarından ayrılan BIST'i yeni rekora taşıma potansiyeline sahip. Özellikle faizdeki düşüş nedeniyle BIST'e olan yatırımcı ilgisinin artması, kurumsal yatırımcıların portföylerinin daha büyük bir kısmını BIST'e ayırmaları ana senaryomuz. **Bu dönemde öne çıkardığımız sektörler imalat, perakende, ulaştırma; model portföyümüz ise Akbank, Aselsan, Bagfaş, Erdemir, Ford Otosan, Koza Altın, Migros, Tofaş Oto, Turkcell ve Vakıfbank'tır.**

Tüm yatırımcılarımıza mutlu, huzurlu, sağlıklı, başarılı ve bol kazançlı bir 2020 yılı diliyoruz.

EKONOMİK GÖRÜNÜM

Ekonomiye Genel Bakış

2020'de büyüme iç talepteki normalleşme ile hızlanacak

2019 yılında büyüme dinamikleri yılın iki yarısında farklı gelişti. Yılın ilk yarısında TL'deki birikimli değer kaybı ve sıkı finansal koşullar nedeniyle iç talep daralırken; dış talep büyümeyi destekledi. Yılın ikinci yarısında, özellikle 4Ç19'da ise faizlerdeki hızlı düşüşle birlikte finansal koşulların iç talebi desteklemesi büyümeyi hızlandıran temel faktör oldu. Söz konusu faktörler, 2020 yılı genelinde, özellikle yılın ilk yarısında, iç talebi ve büyüme eğilimini desteklemeye devam edecek. 2019 yılında yıllık %0.8 olduğunu tahmin ettiğimiz büyüme oranının 2020 yılında %4.0'e hızlanacağını öngörüyoruz.

2020 yılında ABD-Çin ticaret anlaşmasına ilişkin gelişmelerin dünya büyümesini destekleyecek şekilde olumlu sonuçlarla devam edeceğini ve gelişmiş ülke merkez bankalarının da para politikalarında mevcut pozisyonlarını koruyacağını tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda normalleşen piyasa koşullarının etkisiyle, Türkiye'de büyüme eğilimi güçlü olacak. TL kredi büyüme eğilimi, hem arz hem de talep tarafından ekonomideki büyüme eğilimini 2020 yılında destekleyecek faktörlerden biri olacak. İhracat, 2020 yılında artmaya devam etse de ithalatın daralmadan genişlemeye dönmesi nedeniyle dış talebin büyümeyi aşağı çekeceğini düşünüyoruz. Özel tüketimde canlanma belirginleşirken yatırımlar genişleyecek. Kamu tüketim harcamalarında yavaşlama gözlemlese de büyüme devam edecek. 2019 yılında son yılların en yüksek seviyesine çıkan işsizlik oranının özellikle iç talepteki normalleşme ile 2020'de %12'nin altına ineceğini tahmin ediyoruz.

Türkiye'nin yakın tarihinde ilk kez 2019 yılında cari işlemler fazlası verdiğini hesaplıyoruz. 2020 yılında iç talepteki canlanmaya bağlı olarak ithalattaki hızlanmanın etkisiyle cari işlemler dengesi tekrar açığa dönecek. 2019 yılında ortalama 64 ABD\$ olan Brent petrol fiyatlarının 2020 yılında 57 ABD\$ seviyesine düşmesini öngörüyoruz. 2020 yılında, 2019 yılının altında kalacağını tahmin ettiğimiz enerji fiyatları, güçlü ihracat ve turizm gelirleri ile cari işlemler açığı genişlese de GSYH'ye oran olarak %1.0 ile önceki yıllara göre sınırlı kalacak. 2020 yılında özellikle bankaların dış borç ödeme yükünü 2019 yılına göre daha düşük hesaplıyoruz. Bu doğrultuda cari işlemler açığındaki artışın da sınırlı kalacağını öngördüğümüz 2020 yılında dış finansman ihtiyacı piyasalarda baskı yaratmayacak.

	2017	2018	2019T	2020T
GSYH				
GSYH (mlr TL)	3,111	3,724	4,265	4,854
GSYH (mlr ABD\$)	853	789	749	780
GSYH (reel, %)	7.5%	2.8%	0.8%	4.0%
Enflasyon				
TÜFE (yıllık ort., %)	11.1%	16.2%	15.5%	9.5%
TÜFE (yıl sonu)	11.9%	20.3%	11.8%	8.5%
Cari Denge				
Cari Denge (mlr ABD\$)	-47.3	-27.2	0.5	-7.6
Cari Denge (% GSYH)	5.5%	3.6%	-0.1%	1.0%
Kamu Maliyesi				
Merkezi Bütçe Dengesi (% GSYH)	-1.5%	-1.9%	-2.7%	-3.0%
Borç Stoku				
Dış Borç Stoku (brüt, mlr ABD\$)	454.5	440.7	433.9*	
Kamu İç Borç Stoku (brüt, mlr TL)	596.5	665.0	782.9*	
Faiz Oranı				
Politika Faizi (yıl sonu)	12.75%**	24.0%	12.0%	9.0%
Döviz Kuru				
USD/TL (dönem sonu)	3.81	5.26	5.94	6.40
USD/TL (ortalama)	3.65	4.81	5.67	6.20
EUR/TL (dönem sonu)	4.55	6.03	6.65	7.49
EUR/TL (ortalama)	4.12	5.66	6.35	7.08
EUR/USD (dönem sonu)	1.19	1.15	1.12	1.17
İşsizlik Oranı (ortalama)	10.9%	11.0%	13.7%	11.8%

Kaynak: TÜİK, TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım
T: Garanti BBVA Tahmin
2019 için enflasyon, faiz oranı ve kur gerçekleşmedi
*3Ç19 sonu itibarıyla **ortalama fonlama maliyeti

Ekonomiye Genel Bakış

Enflasyon ve faiz kalıcı olarak tek haneye inecek

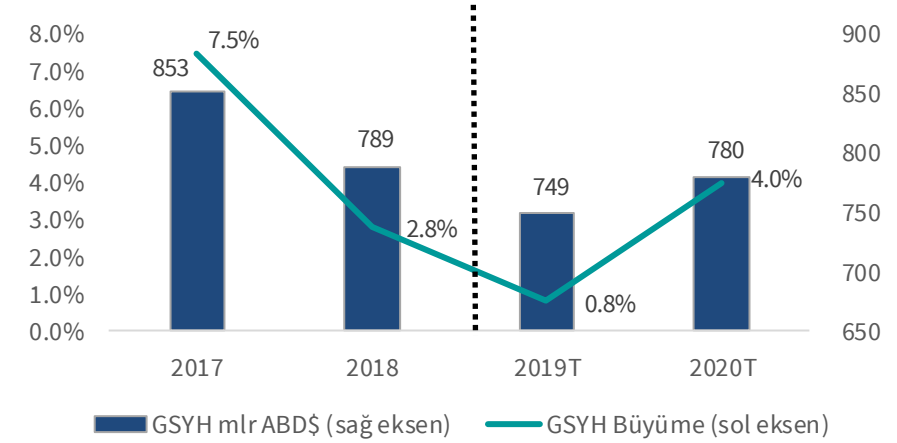
2019 yılında beklentilerin altında kalan TÜFE enflasyonu, TCMB'nin faiz indirimlerinin yılbaşında beklenenden daha hızlı olmasına destek oldu. 2020 yılının ilk yarısında enflasyon, düşük çift hanelerde seyrettikten sonra yılın ikinci yarısında kalıcı olarak tek haneye inecek. 2020 yıl sonu tahminimiz %8.5.

Yıl genelinde hızlansa da zayıf seviyelerden toparlanan iç talebin fiyatlarda yukarı yönlü etkisi düşük kalacak. 2020 yılında maliyet kaynaklı enflasyon baskısı da sınırlı olacak. Ayrıca kamu fiyat ayarlaması ile vergi artışı kaynaklı etkenlerin enflasyona katkısının da 2019 yılına göre azalacağını tahmin ediyoruz.

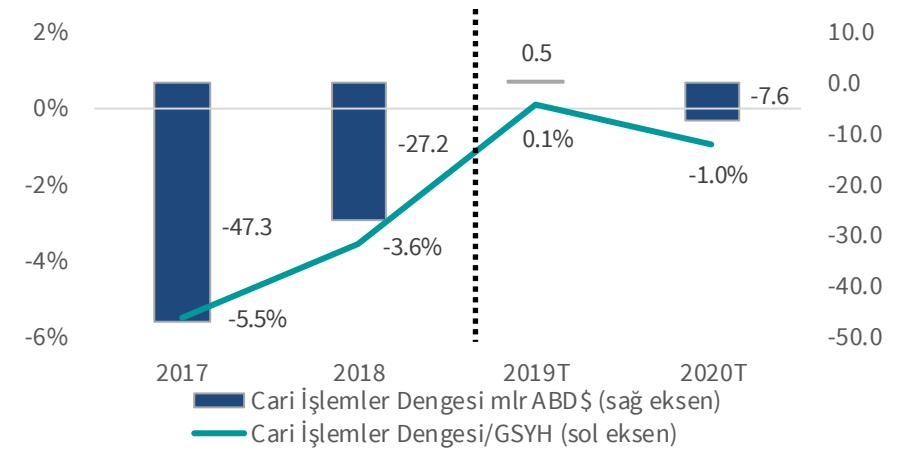
Enflasyondaki eğilim, yıl genelinde TCMB'nin faiz indirim politikasını destekleyecek. 2020 yılında gerçekleşeceğini tahmin ettiğimiz toplam 300 baz puanlık indirimle birlikte 1 haftalık repo faiz oranı yılsonunda %9'a düşecek. TCMB'nin ayrıca zorunlu karşılık aracını etkin kullanarak sektörel bazda finansal istikrarı desteklemeye yönelik uygulamalara devam etmesini bekliyoruz.

Kamu maliyesi tarafında 2020 yılında dengeli politika uygulaması devam edecek. Merkezi bütçe açığı/GSYH oranını %3'e yakın seviyede tutacak adımların atılmaya devam edileceğini düşünüyoruz. İç talepteki canlanma ile tüketime bağlı vergi gelir artışı, 2020 yılında bütçeyi destekleyecek. Bu şekilde vergi dışı gelirlerdeki kayıpların dengeleneceğini tahmin ediyoruz. Resmi açıklamalara göre, Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın 2020 yılında iç borç itfası 287 milyar TL ile 2019'un 128 milyar TL üzerinde olacak. Bu itfanın özellikle yılın ilk yarısında yoğunlaşması nedeniyle, TL faizler üzerinde ek bir baskı oluşmasını engellemek amacıyla Bakanlık, tahvil değişim ve/veya döviz/altın cinsi borçlanma imkanlarını kullanmayı tercih edebilir. Bakanlık, 2019 yılında %133 hesapladığımız iç borç çevirme oranının 2020 yılında %104 olmasını öngörüyor. Merkezi hükümet bütçe açığının 2020 yılında nominal olarak artmaya devam etmesini ve yüksek iç borç itfasını dikkate alarak, iç borç çevirme oranının Bakanlık tahmininin üzerinde gerçekleşeceğini öngörüyor.

GSYH Tahmini



Cari İşlemler Dengesi Tahmini



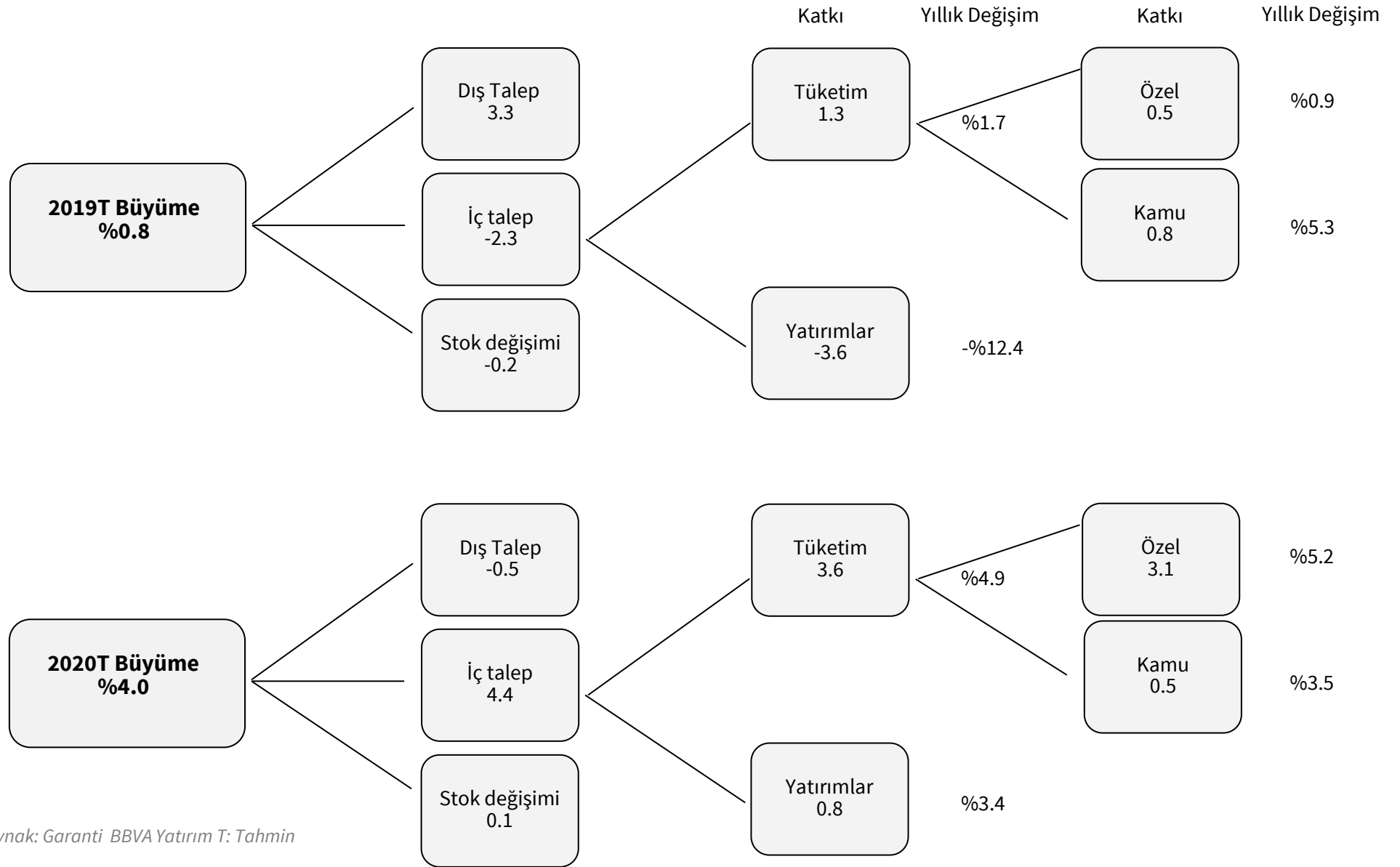
Kaynak: TÜİK, TCMB, Garanti BBVA Yatırım T: Tahmin

Makroekonomik Tahminler

	2018	<u>Garanti BBVA Yatırım</u>		<u>Hükümet (YEP)</u>		<u>IMF</u>	
		2019T	2020T	2019T	2020T	2019T	2020T
GSYH (milyar TL)	3,724	4,265	4,854	4,269	4,872	4,273	4,919
GSYH (milyar ABD\$)	789	749	780	749	812	744	814
GSYH (% , yıllık)	2.8	0.8	4.0	0.5	5.0	0.2	3.0
TÜFE Enflasyon (% , yıl sonu)	20.3	11.8	8.5	11.8	8.5	11.8	12.6
TÜFE Enflasyon (% , ortalama)	16.2	15.5	9.5	15.5	-	15.5	12.0
Cari İşlemler Dengesi (milyar ABD\$)	-27.2	0.5	-7.6	1.0	-9.6	-4.4	-7.2
Cari İşlemler Dengesi (% , GSYH)	-3.6	0.1	-1.0	0.1	-1.2	-0.6	-0.9
Merkezi Bütçe Dengesi/GSYH* (%)	-1.9	-2.7	-3.0	-2.9	-2.9	-4.6	-4.7
USD/TL (ortalama)	4.81	5.67	6.2	5.67	6.00	5.67	6.04
*: IMF tahminleri genel hükümet dengesidir							

Kaynak: TÜİK, TCMB, Hazine ve Maliye Bakanlığı, IMF, Garanti BBVA Yatırım T: Tahmin
2019 için enflasyon ve kur gerçekleşmedir

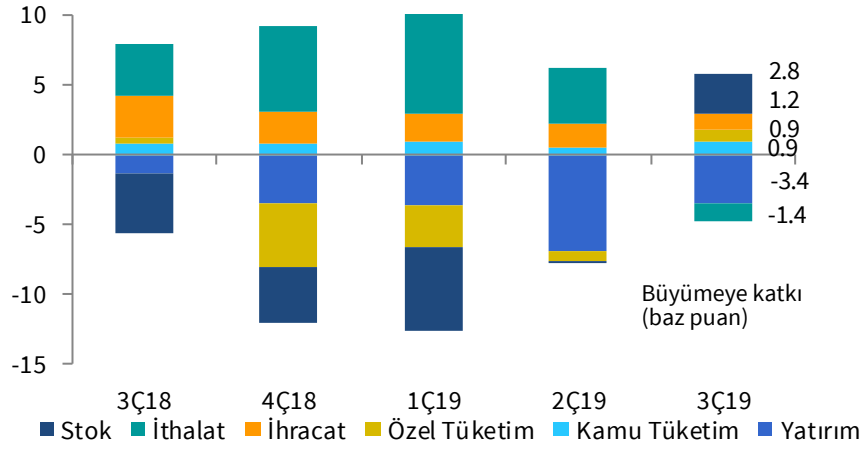
Büyüme Tahmininin Kırılımı



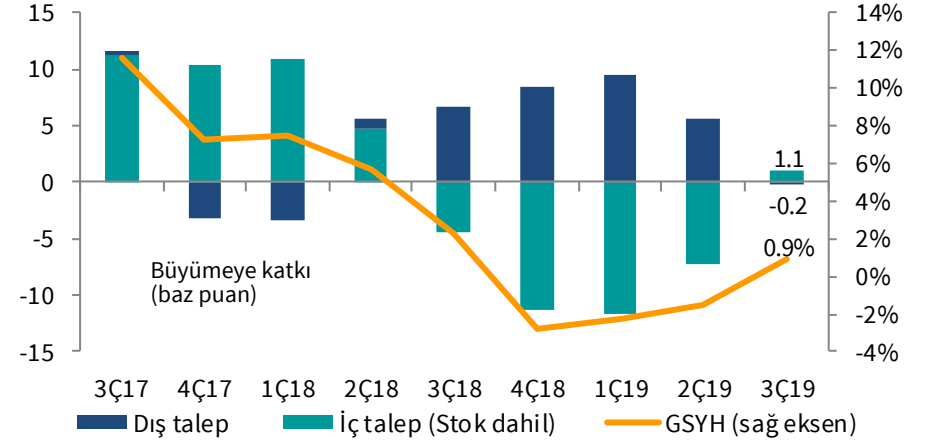
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım T: Tahmin

Büyüme

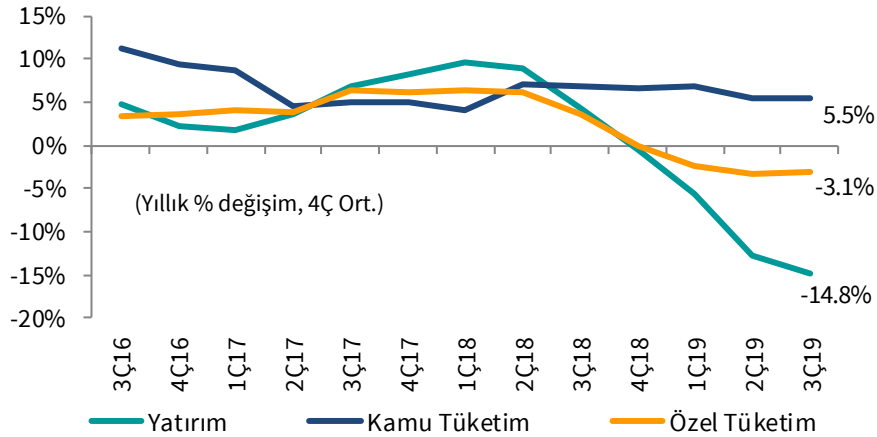
Özel tüketim 3Ç19'da yıllık bazda arttı



4 çeyrek sonra 3Ç19'da iç talep büyümeye katkı sağladı

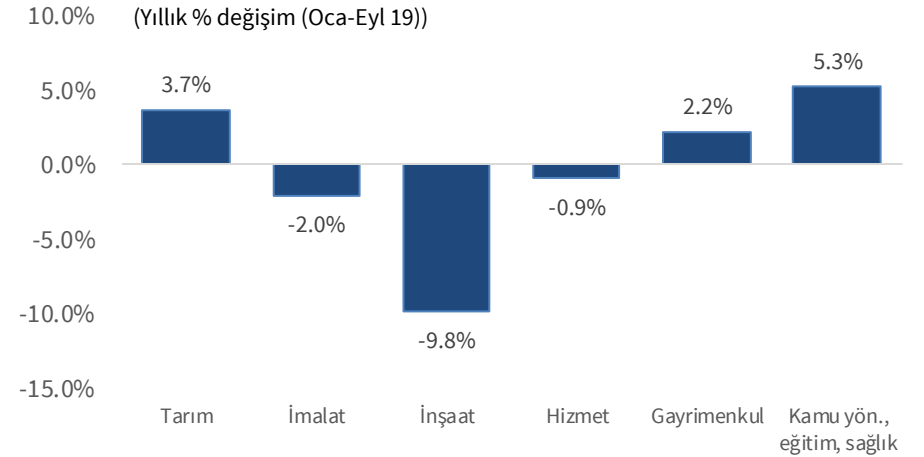


Yatırım eğilimi hala zayıf



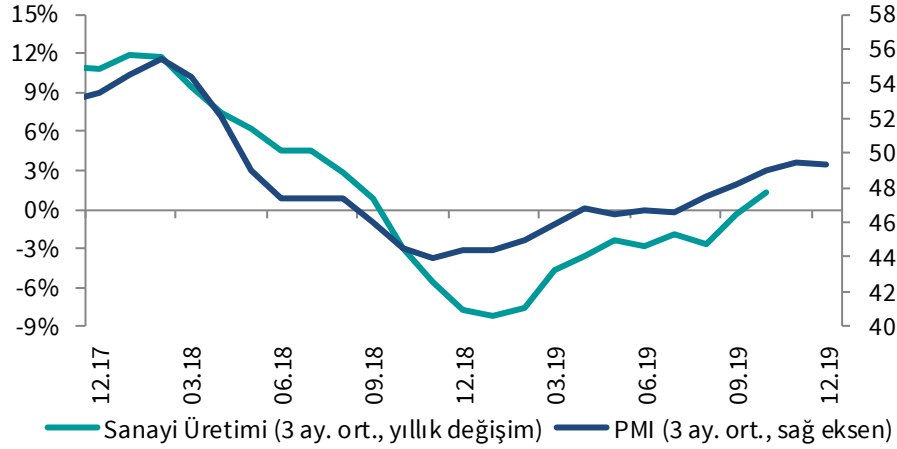
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

2019'da inşaat sektörü belirgin daraldı

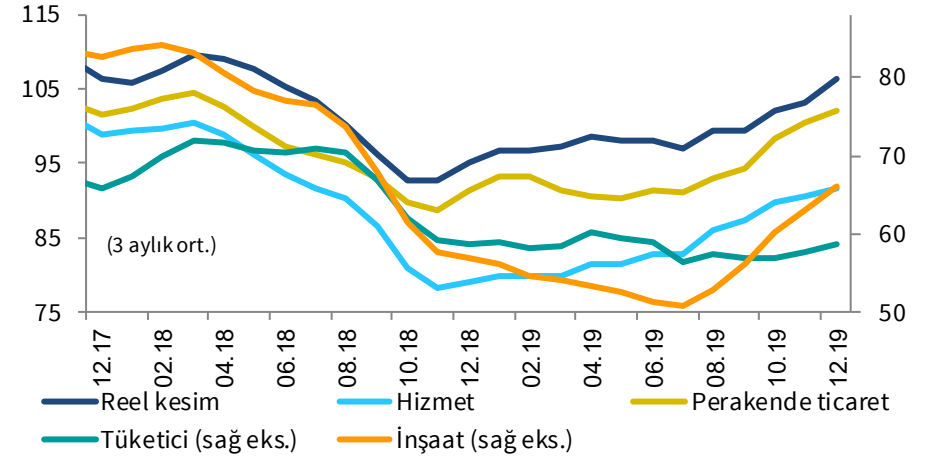


Büyüme Göstergeleri

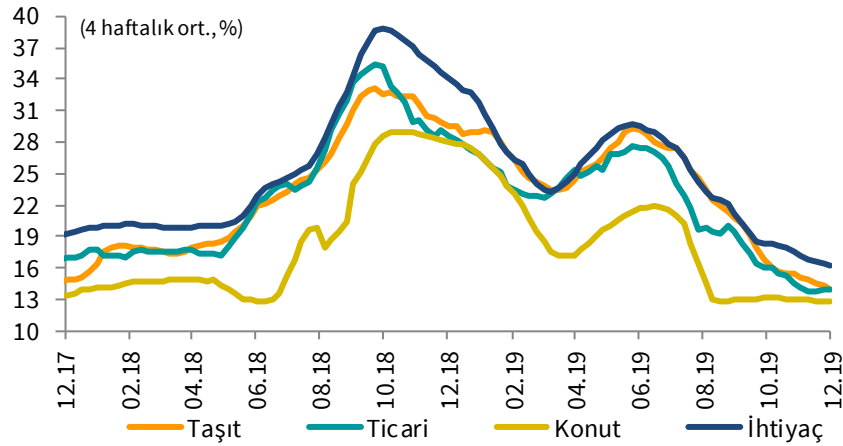
Ekonomideki toparlanma 4Ç19'da belirginleşti



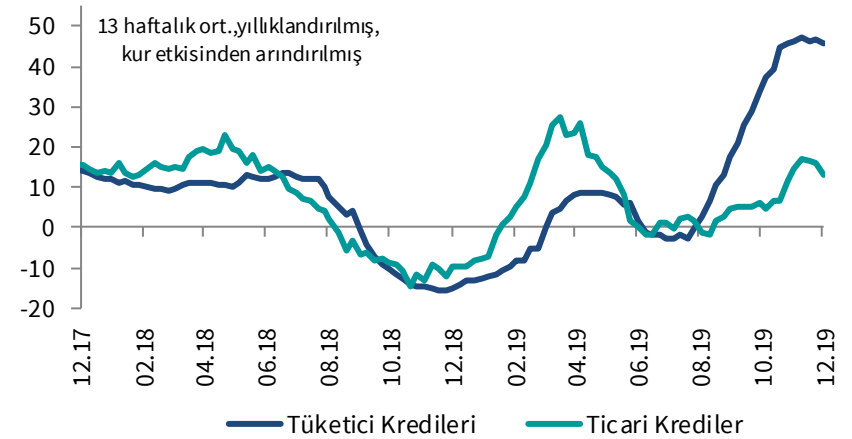
Tüketici dışındaki tüm sektörlerde güven toparlandı



Kredi faizlerinde düşüş büyümeye destek oluyor



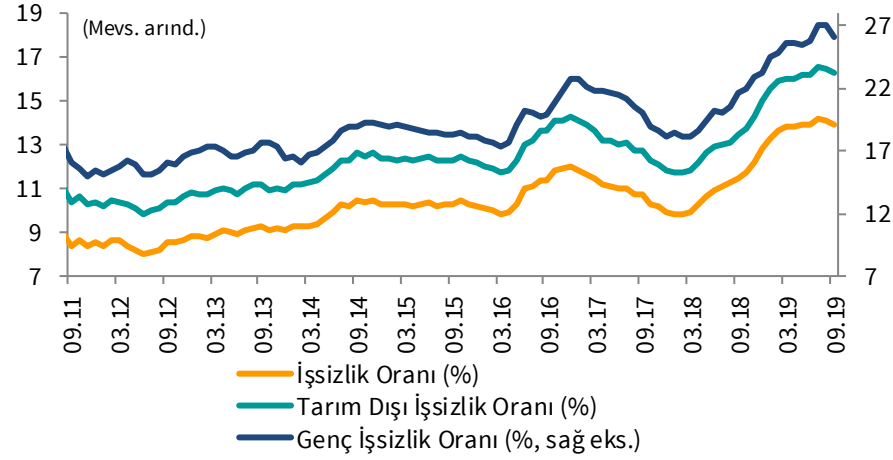
Kredi büyümesi, özellikle tüketici tarafında belirgin



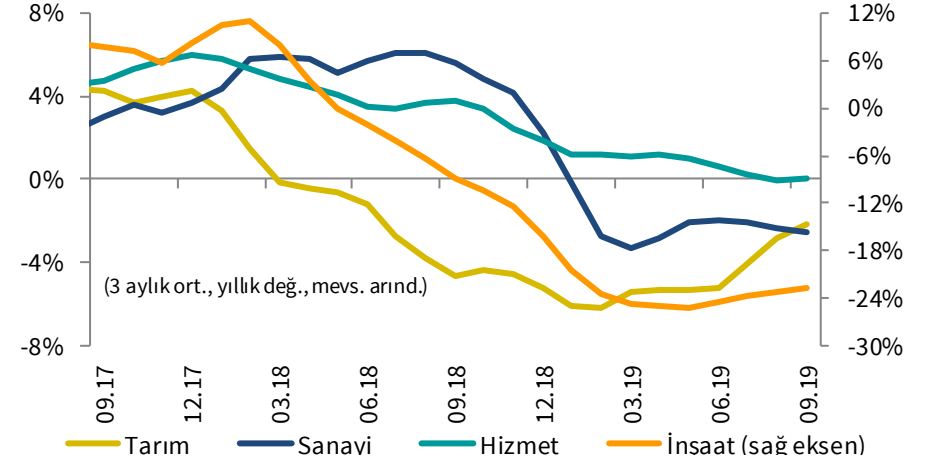
Kaynak: TCMB, TÜİK, TDM, Garanti BBVA Yatırım

İstihdam

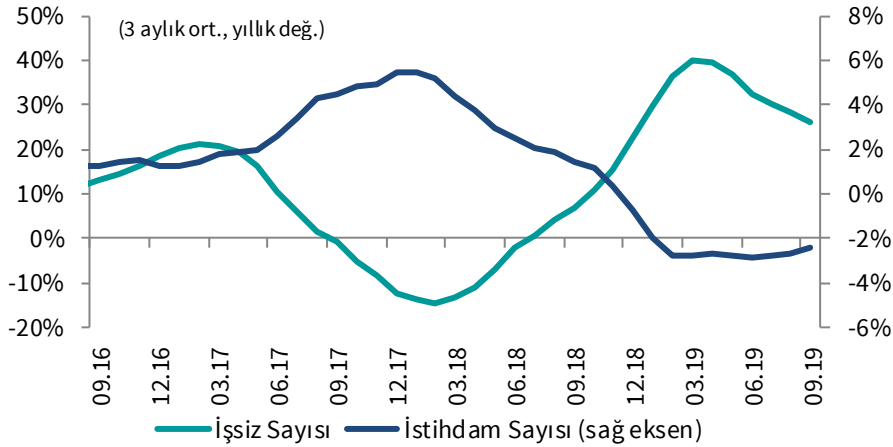
İşsizlik oranının 2020'de düşmesini bekliyoruz



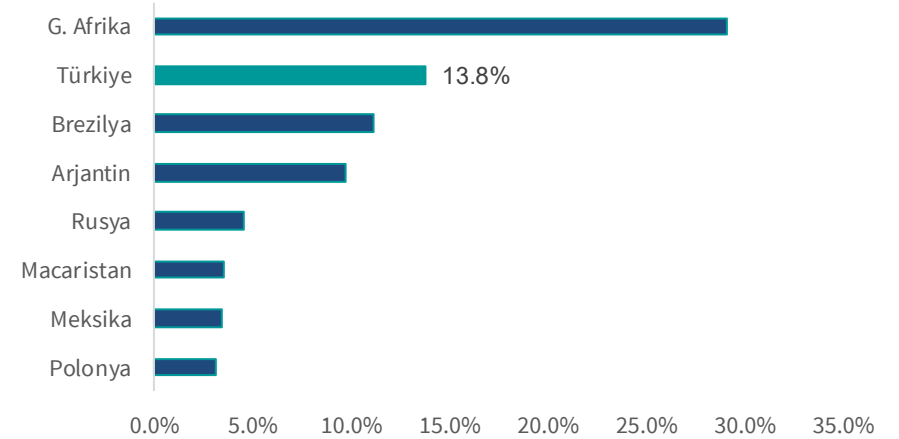
Hizmet sektörü dışında tüm sektörlerde istihdam daraldı



İşsiz sayısı artışı yavaşlıyor



İşsizlik oranı Türkiye'de GOÜ'lerin çoğunun üzerinde

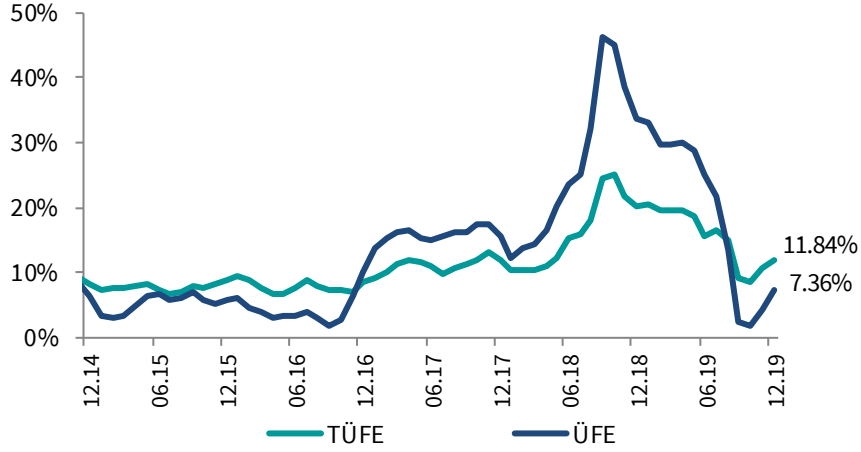


Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

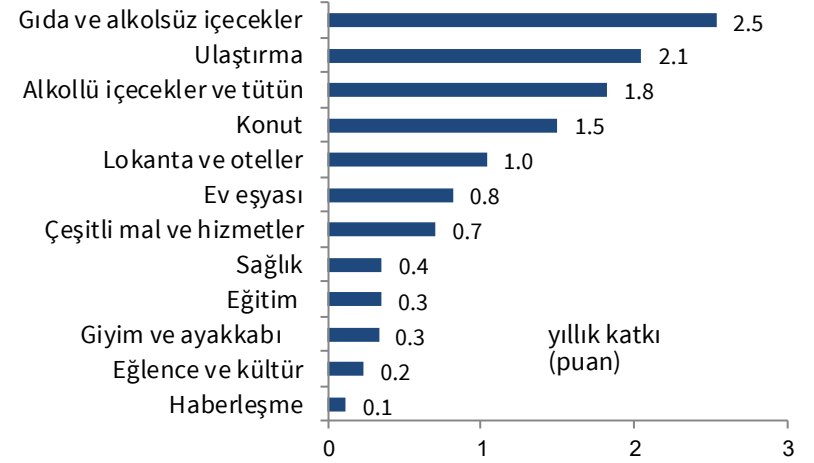
* En güncel veri kullanılmıştır

Enflasyon

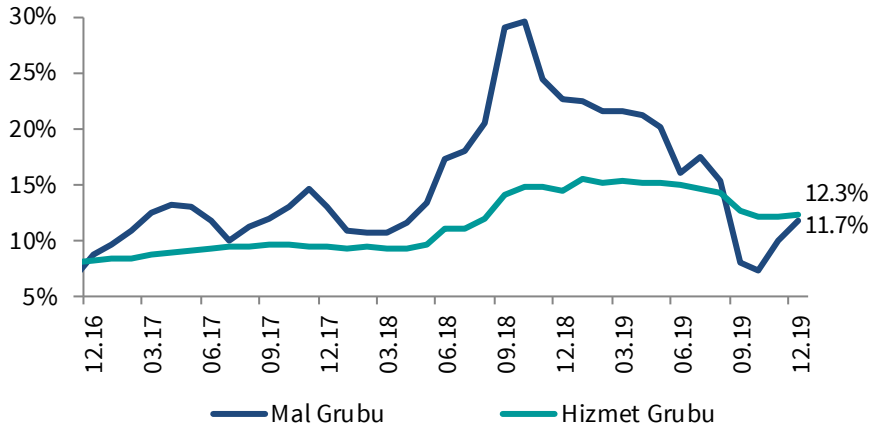
ÜFE ve TÜFE enflasyonu 2019'da hızlı düştü



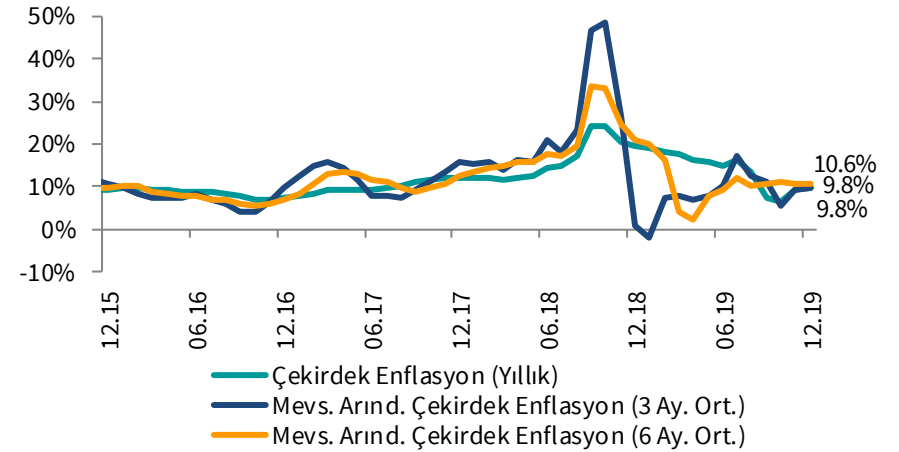
Gıda ve ulaştırma enflasyona en yüksek katkıyı yaptı



Hizmet enflasyonundaki iyileşme sınırlı kaldı



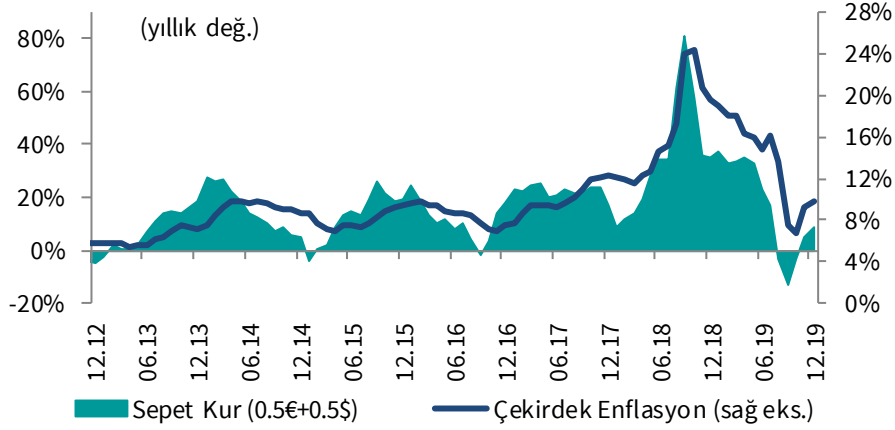
Enflasyon eğilimi son aylarda %10-11'de seyrediyor



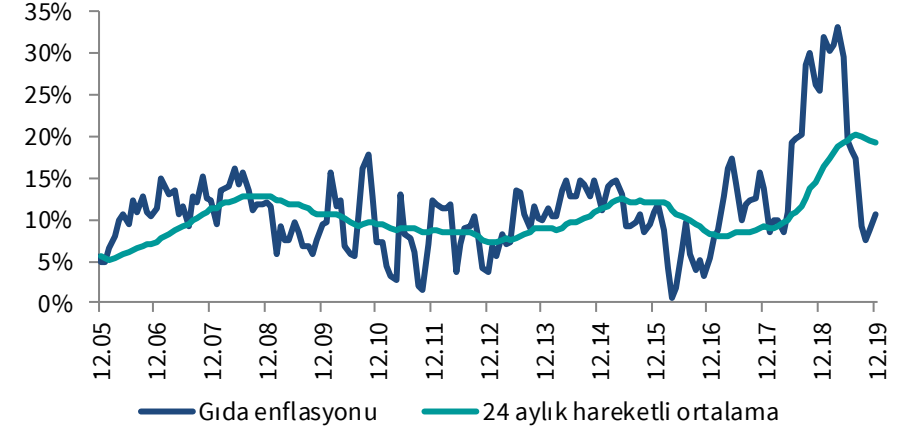
Kaynak: TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Enflasyon

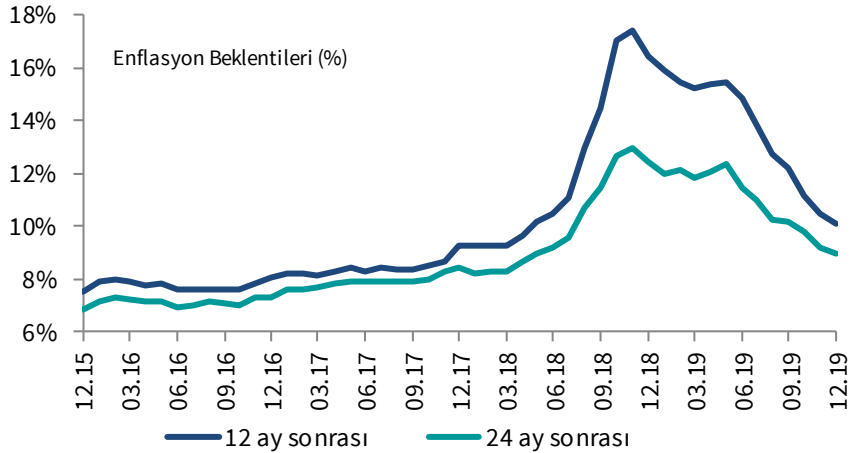
Azalan kur etkisiyle yıllık enflasyon düştü



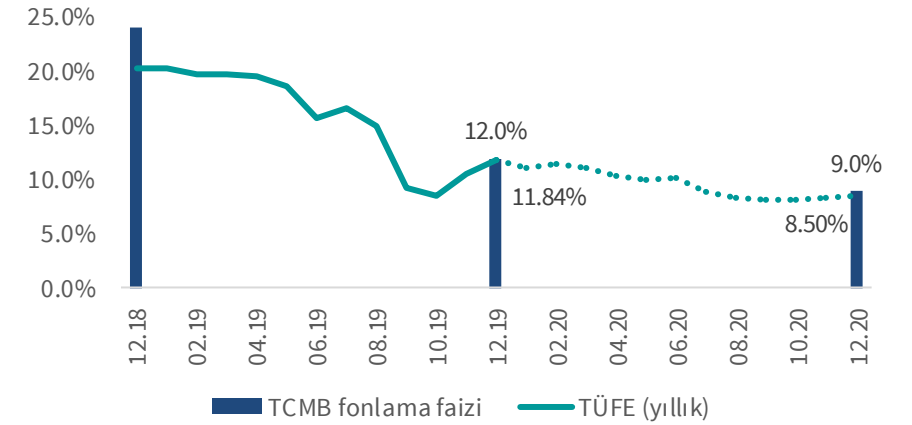
Yıllık gıda enflasyonu tarihi ortalamalara yaklaştı



Enflasyon beklentileri belirgin iyileşti



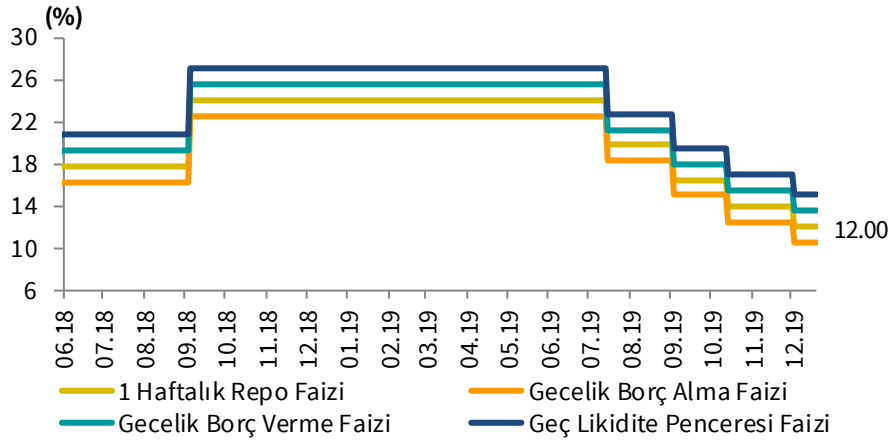
2020 yılsonu enflasyon beklentimiz %8.5



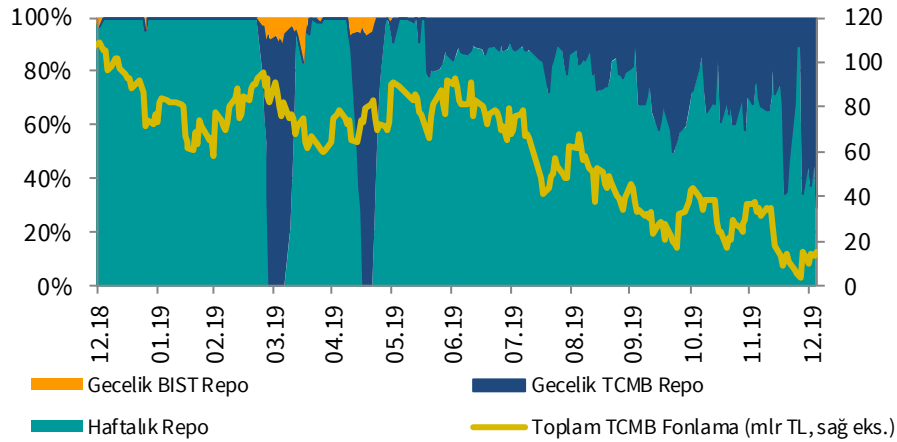
Kaynak: TÜİK, TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Para Politikası

TCMB'den 2020'de 300 baz puan faiz indirimi bekliyoruz

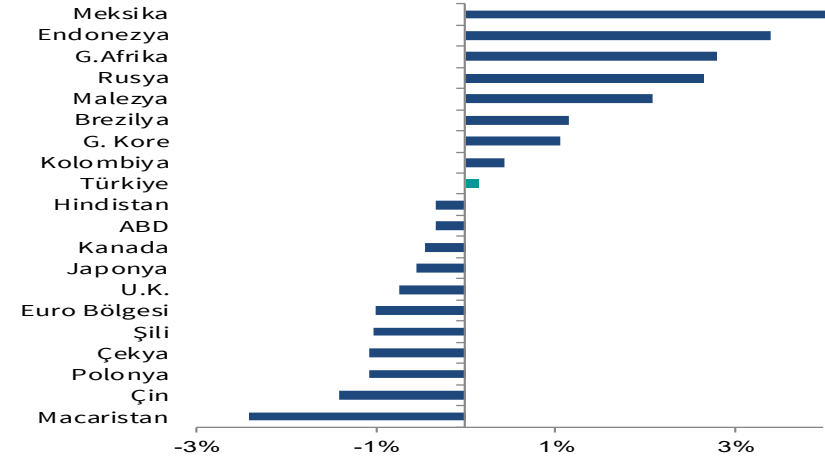


TL likidite fonlama miktarı azaldı



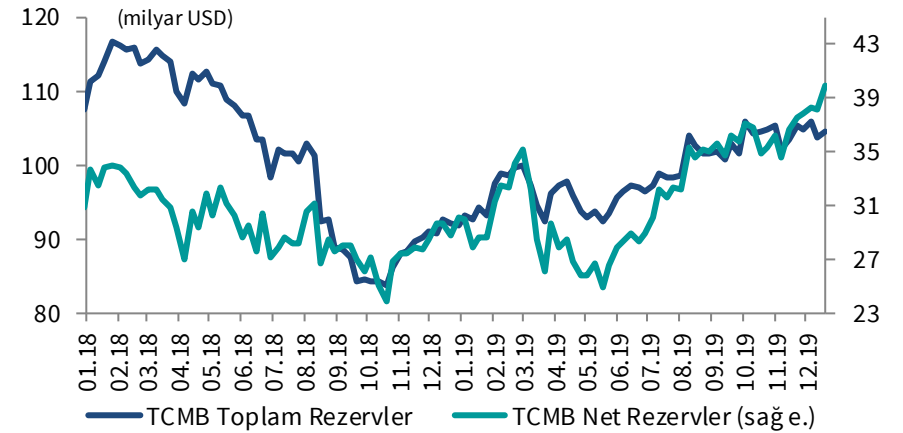
Kaynak: TCMB, Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Diğer GOÜ'lere göre Türkiye'de reel faiz* düşük



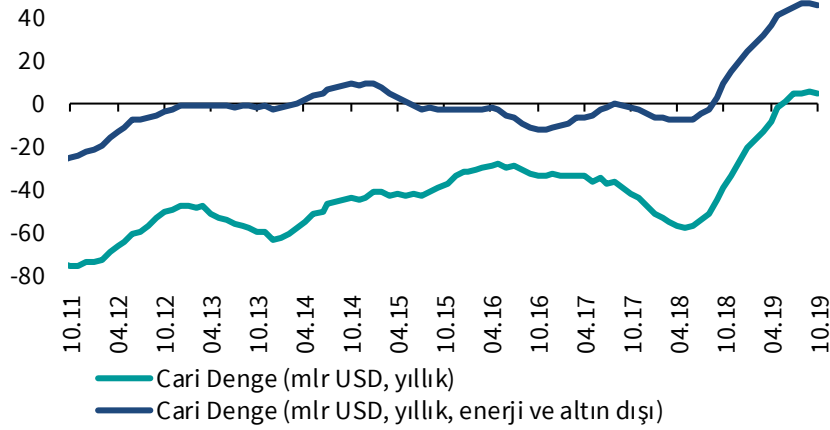
*Ex-post

Dış finansman ihtiyacının azalmasıyla TCMB rezervi arttı

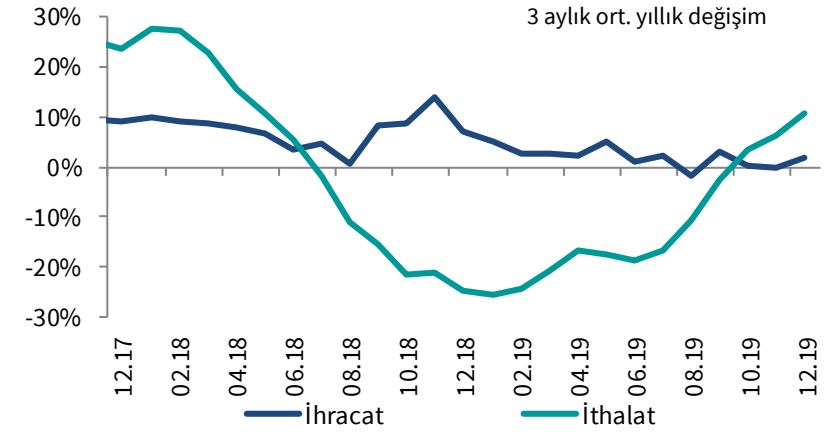


Cari İşlemler Dengesi

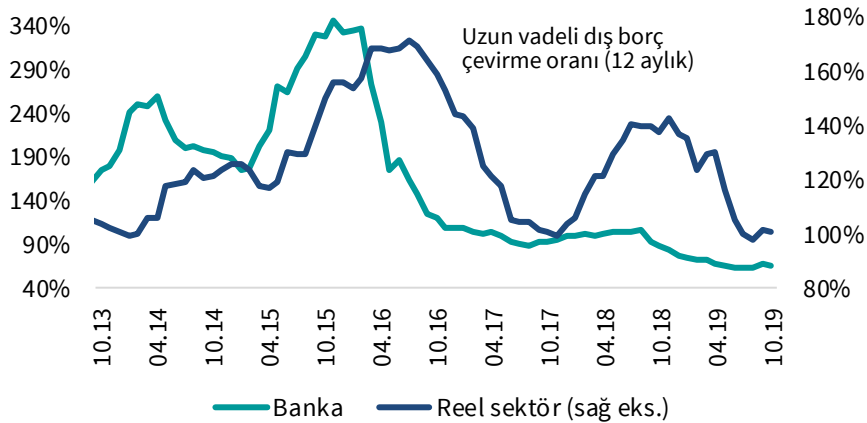
2020'de cari dengenin açığa döneceğini öngörüyoruz



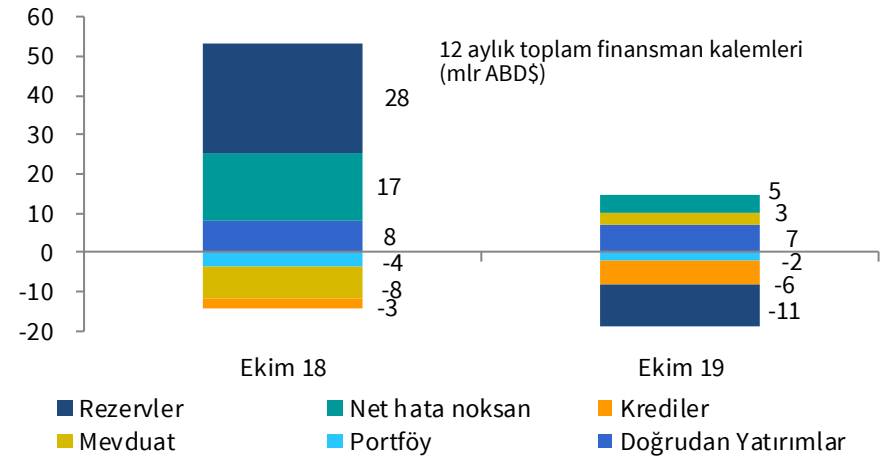
Son aylarda ithalatta hızlanma belirgin



2019'da bankalar nette dış borç ödedi



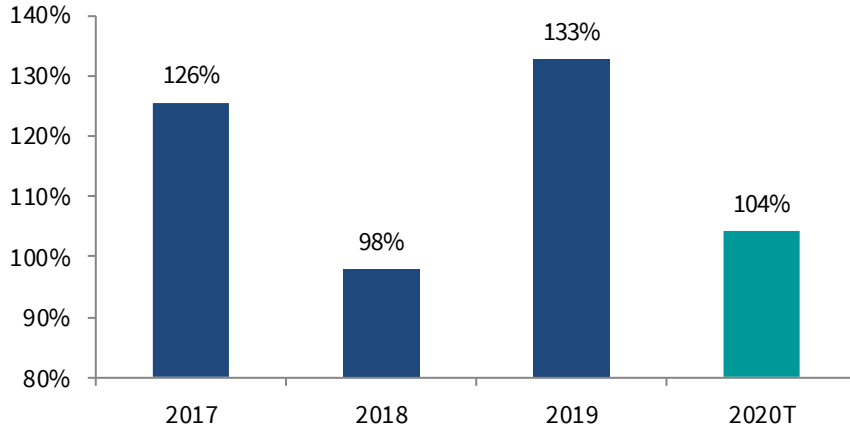
Net doğrudan yabancı yatırımda belirgin değişim yok



Kaynak: TCMB, TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

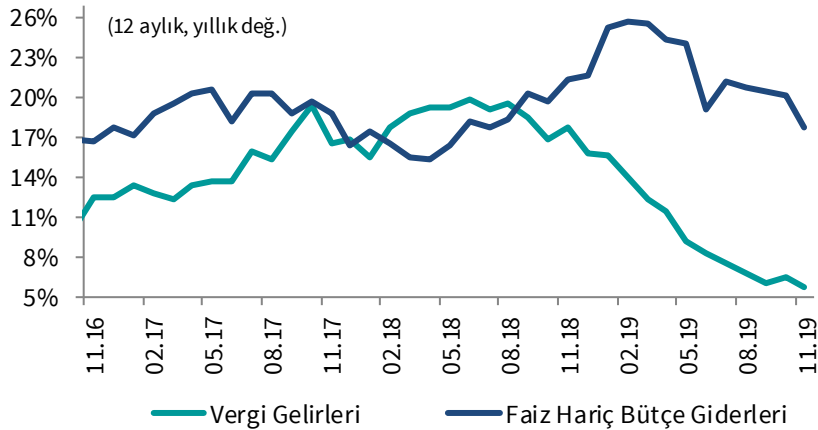
Merkezi Bütçe

Hazine 2020'de iç borç çevirme oranını düşürecek



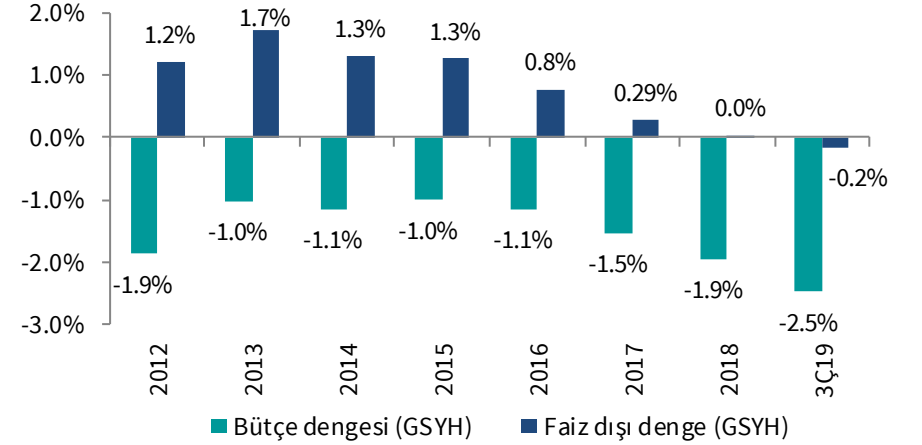
2019 Garanti BBVA Yatırım hesaplaması, 2020:Bakanlık Projeksiyonu

İç talepteki yavaşlama ile vergi gelirlerinde zayıflık var

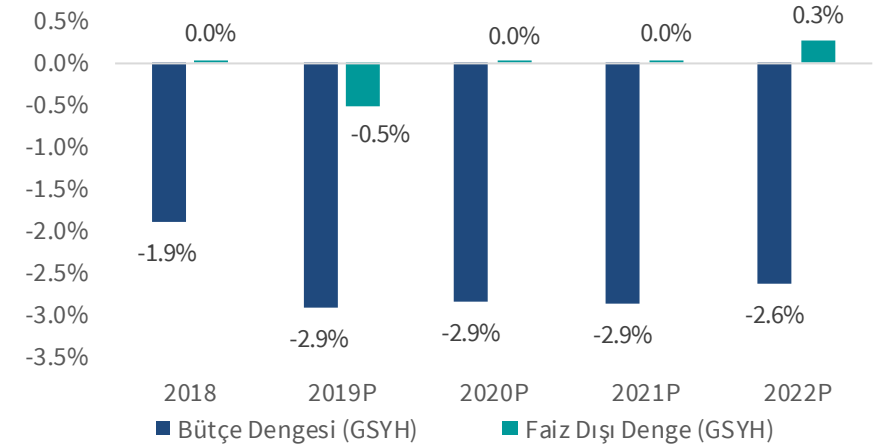


Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

3Ç19'da bütçe açığı/GSYH oranı %2.5'e yükseldi



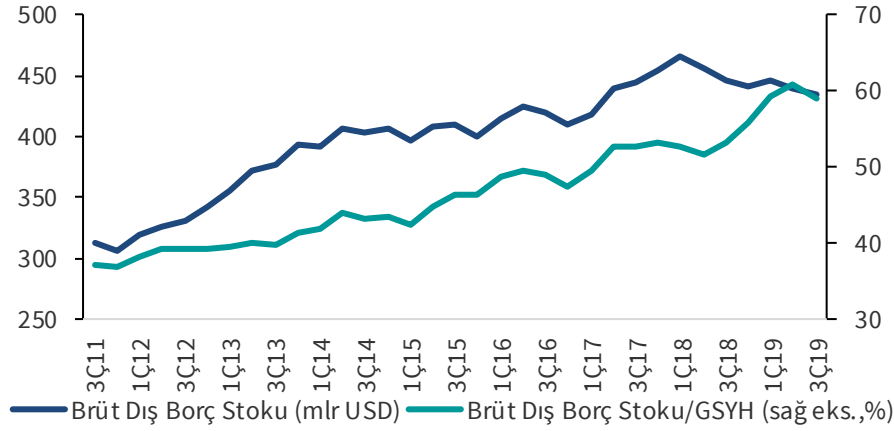
YEP**'e göre bütçe açığı/GSYH %3'ün altında tutulacak



P: Yeni Ekonomi Programı *

Borçluluk

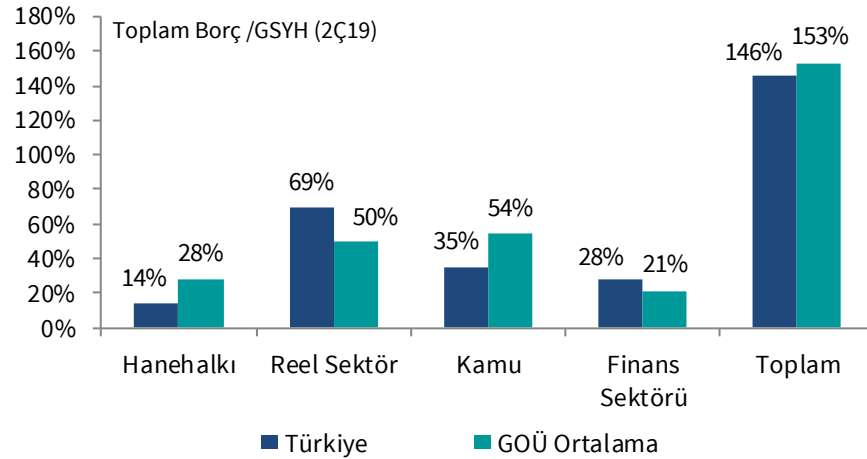
2019'da GSYH'ye oran olarak dış borç arttı



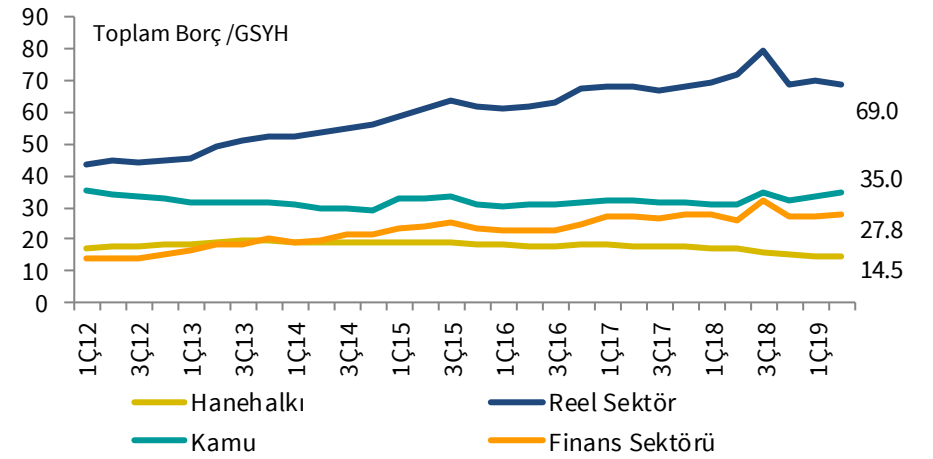
2020'de dış borç ödeme servisi 2019'un altında

	Özel Sektör		Kamu			Toplam
mlr ABD\$	Uzun	Kısa	Merkezi Hük.	Kamu Bankası	Diğer	
1Ç20	6.5	9.4	1.6	1.2	0.4	19.2
2Ç20	15.5	9.2	5.6	1.2	0.4	32.0
3Ç20	6.8	8.2	1.5	1.2	0.4	18.2
4Ç20	8.6	8.7	1.8	1.2	0.4	20.7
2020	37.4	35.6	10.5	4.9	1.6	90.0
2019	46.2	37.7	10.7	5.1	1.7	101.5

Türkiye'de hanehalkı ve kamu borçluluğu düşük



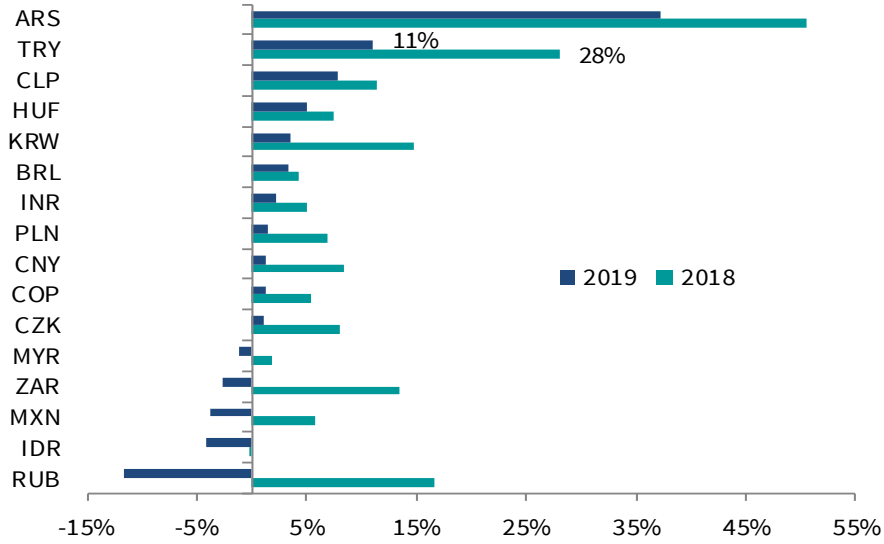
2019'da hanehalkı ve reel sektör borçluluğu azaldı



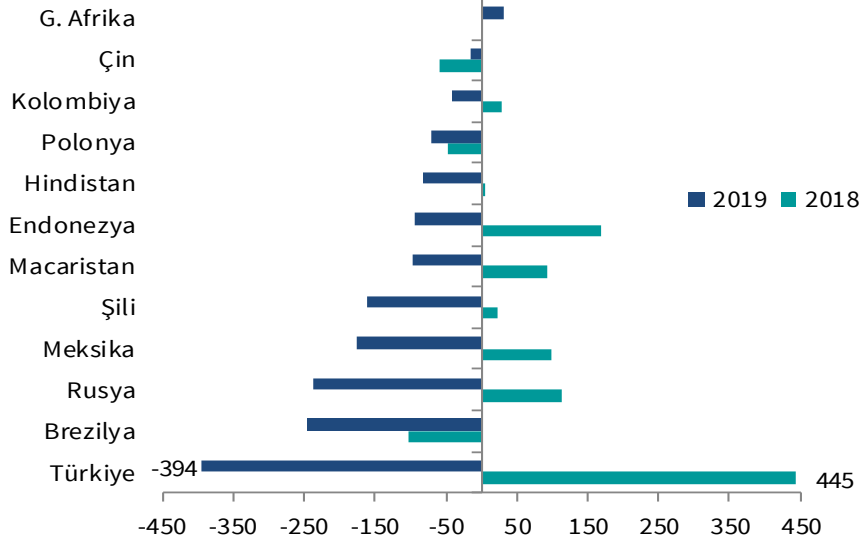
Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, IIF, Garanti BBVA Yatırım
*GOÜ Çin ve Hong Kong hariç hesaplanmıştır

Finansal Piyasalar

Para Birimi (USD'ye karşı yıllık değişim)

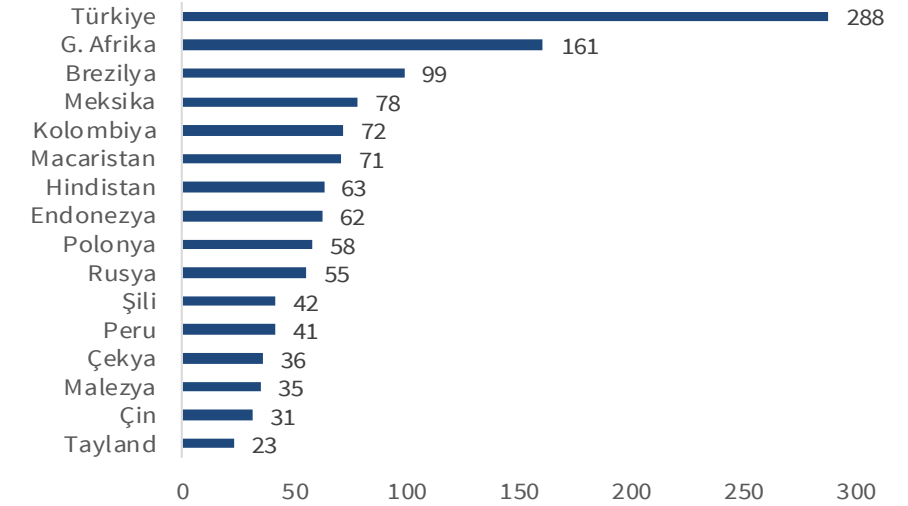


10 yıllık tahvil faizi değişimi (baz puan)

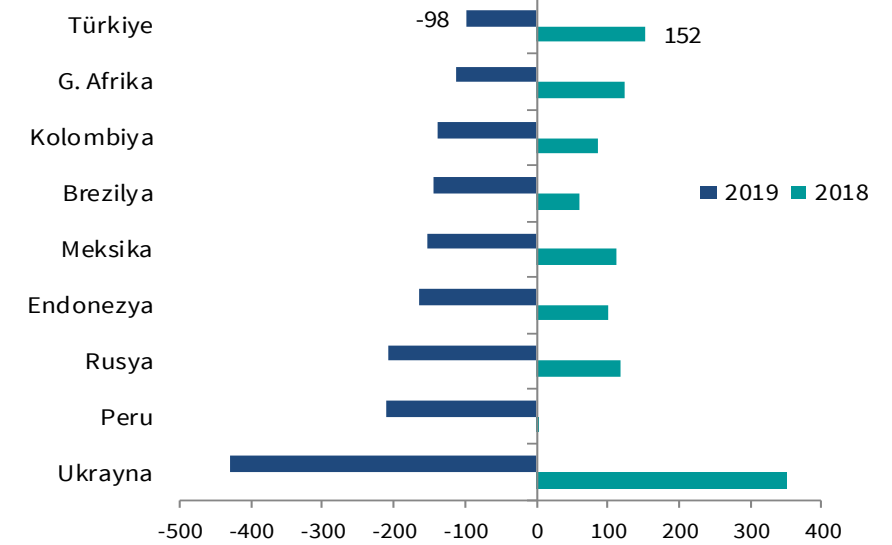


Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

5 yıllık CDS primi (31.12.2019, baz puan)



10 yıllık USD tahvil faizi değişimi (baz puan)



Türk Lirası

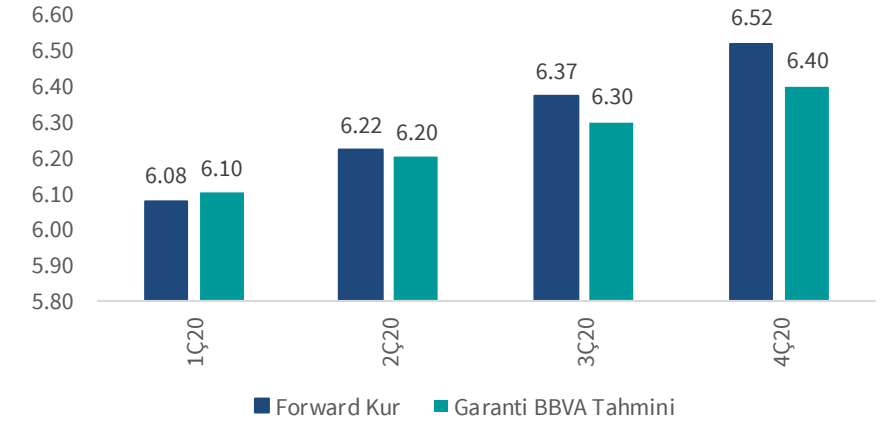
2020 yılında büyümenin hızlanması döviz ihtiyaçlarında artışa neden olabilir. Bu nedenle TL’de kalıcı bir değerlenme beklemiyoruz. Ancak destekleyici küresel ortam ve TCMB’nin tüm araçlarını etkin kullanma politikası, TL’deki değer kaybını sınırlı tutacak.

Faizlerin yüksek olduğu bir yılın ardından enflasyonun düşüş trendine girmesiyle kurda dengeli seyrir yakalandı. 2019 yılında G.O.Ü para birimlerinin ABD\$’na karşı ortalama performanslarına göre TL, yaklaşık %8 negatif ayrıştı. 2020 yılında yaşanabilecek muhtemel oynaklıklara rağmen TL’de negatif ayrışmanın sınırlı olmasını öngörüyoruz. TL tehdit altında kalırsa swap, döviz ihaleleri ile piyasayı fonlama, zorunlu karşılıklar ve faiz koridorunun kullanılması gibi araçlarla TL’deki değer kaybının önleneyeğine inanıyoruz. 2020 yılında makro ekonomik verilerin önceki yıla göre daha olumlu gerçekleşmesi ile **uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından Türkiye’ye not artışı gelebilir; bu da TL’yi destekler.**

Küresel düşük faiz ortamının sürmesi ve Fed’in bilançosunu genişletmeye devam etmesi ile ABD\$ arzının artması, TL için avantaj oluşturacaktır. **Fed’in 2020 yılında faiz artışı öngörmemesi**, TL faizleri üzerinde de rahatlatma yaratabilir. Bu durum, TL için bir başka avantaj olarak karşımıza çıkabilir. 2019 yılında yurtiçi yerleşikler, ortalama 5.56 seviyesinden 32mlr ABD\$ tutarında döviz aldı. 5.56’dan alınan bu döviz mevduatları TL faizleri de eklenince (Ort. TL faiz %18) maliyetleri 6.46’ya yükseliyor. 2020 yıl sonu USDTRY tahminimiz, 6.40 seviyesinde. Yani 2019 yılında döviz tercih eden yatırımcıların faizi ile birlikte şu anki başa baş TL maliyetinden bile daha aşağıda bulunuyor. 2020’de kurdaki hareketlerin agresif olmayacağı beklentimize göre **2020 yılında yatırımcıların oynaklık artışlarını dövizden TL’ye geçme fırsatı olarak değerlendirmelerini öneriyoruz.**

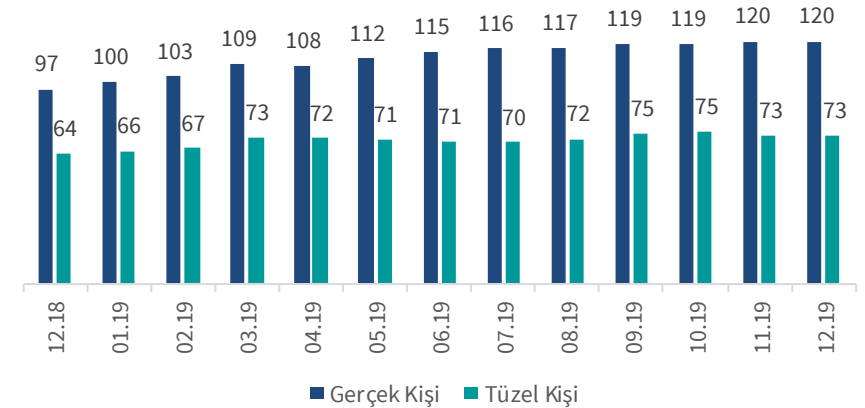
ABD’den gelebilecek yaptırımlar, TL üzerindeki öncelikli risk olmaya devam ediyor. 2020 ABD Başkanlık seçimleri, Başkan Trump’ın seçim sürecinde, ilişkilerde daha agresif olunmasına yol açabilir. ABD başkanlık seçimleri öncesinde **Başkan Trump’ın seçimi kaybetmesi beklentileri oluşursa, ABD’nin Türkiye ile yürüttüğü ilişkinin kötüye gitme ihtimali risk olarak karşımıza çıkabilir.** Doğu Akdeniz bölgesindeki gelişmeler de olası riskler arasında bulunuyor. 2020’de öngörülemez bir küresel ekonomik kriz durumunda diğer gelişen ülkeler gibi Türkiye’nin de negatif etkilenmesi beklenebilir. Bankaların kredi vermelerini kolaylaştırmak için TL likiditesinin yüksek tutulması piyasada döviz talebi artırabilir. Bu nedenle TCMB likidite politikası TL açısından 2020 yılında izlenmesi gereken bir risk olarak karşımıza çıkıyor. **TCMB’nin artık sınırlı indirim için sınırlı bir alanı olduğunu düşündüğümüz politika faizini, 2019’da olduğu gibi agresif şekilde indirmeye devam etmesi de döviz talebini güçlendirip, TL’yi olumsuz etkileyebilir.**

USDTRY Forward Kur ve Garanti BBVA Tahmini



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Yurtiçi Yerleşik Döviz Mevduatları (Mlr ABD\$)



Kaynak: TCMB, Garanti BBVA Yatırım

Tahvil

TCMB'nın faiz indirimleri devam edecek. TL cinsi tahvillerin getirileri 2020 yılının ilk yarısında belirgin şekilde düşebilir. 5-10 yıl vadeli tahvillerde alım öneriyoruz.

Enflasyonda tek hanelere yılın ikinci yarısında inileceği beklentimizden hareketle TCMB'nin de politika faizinde geçen yıl kadar agresif olmasa da sınırlı indirimlere devam edeceğini düşünüyoruz. 10 yıllık tahvilin **%12 ve üzeri bileşik faiz seviyesinden alım öneriyoruz**. Küresel ortamda düşük faizlerin devam etmesi TL cinsi tahvil piyasasında da faizlerin düşük kalmasına zemin oluşturabilir.

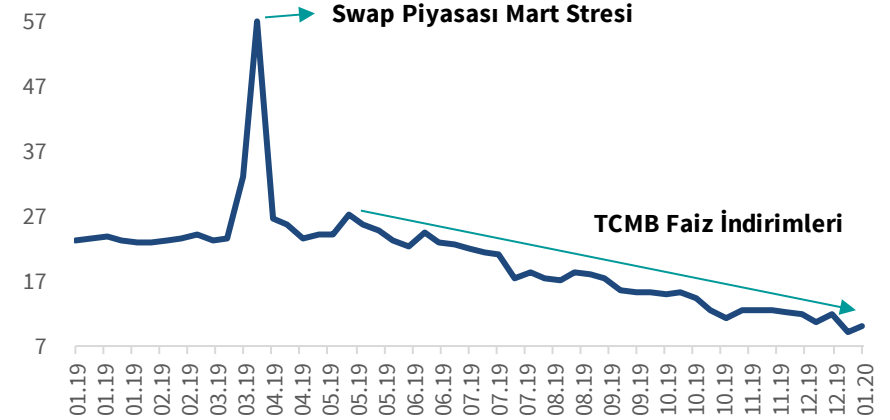
BDDK yaptığı düzenleme ile Türk Bankaları'nın swap ile yurtdışından elde ettiği TL fonlamayı, yurtiçi piyasaya çekmeye başladı. TL-YP swap işlemleri artık ağırlıklı olarak TCMB ile yapılıyor. TCMB politika faizinin, %12 seviyesinde bulunduğu 2019 sonunda, bankaların swap ile TL borçlanma maliyetleri, %10 seviyelerine kadar geriledi. Bu mekanizma piyasayı, TL ihtiyacını fonlarken Açık Piyasa İşlemleri yerine swap kanalının kullanılmasına yönlendirdi. Önümüzdeki dönemde TCMB faiz indirimlerinin devam edeceği beklentimiz ile hem fonlama faizlerinin hem de swap faizlerinin, daha aşağı geldiği piyasa koşulları görebiliriz.

Yıl sonu enflasyon beklentimizin %8.5 seviyesinde. TCMB'nin **2020 yılında 300 baz puan indirim** yaparak politika faizini yılsonunda %9'a çekmesini bekliyoruz. **özellikle 10 yıllık tahvil faizlerinin daha belirgin şekilde gerilemesini bekliyoruz.**

Öte yandan, faizlerin tek haneli seviyelerde kalması genel risk iştahı dışında, iki konuya daha bağlı:

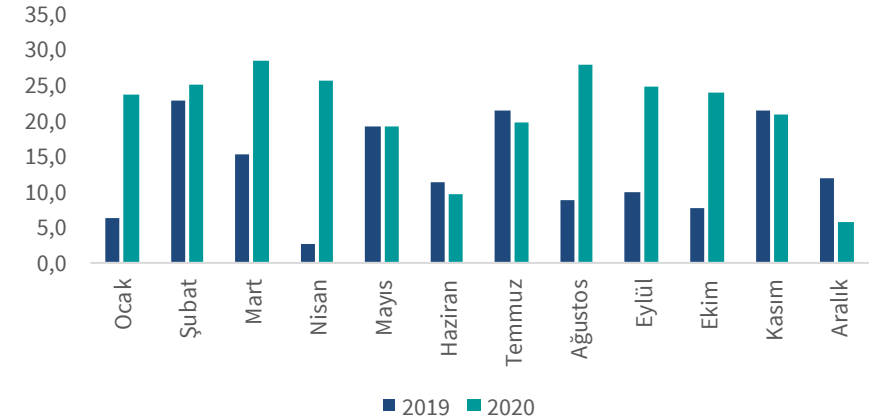
- 2020 yılında, Hazine'nin 287mlr TL iç, 65mlr TL tutarında dış borç ödemesi bulunuyor. Toplam borç ödeme geçtiğimiz yıl, faizleri ile birlikte 220mlr TL iken bu yıl 352mlr TL olacak. 2019'da 159mlr TL olan **iç borç ödeme miktarının %80 artması, TL talebinin artmasına ve faizlerde yukarı yönlü baskıya yol açabilir**. Ayrıca Hazine 2020'de iç borç çevirme oranının %104 olmasını planlıyor. Ancak bunun bir miktar daha yüksek olacağını tahmin ediyoruz. Bu durum arzı artırarak tahvil faizlerini yukarı itebilir ancak hazine değişim ihaleleri bu baskıyı azaltıp, faizlerdeki yükselişin sınırlı kalmasına yol açabilir.
- Enflasyondaki düşüş trendi belirginleşmeden TCMB parasal gevşeme adımlarına devam ederse, bu durum piyasalar açısından risk oluşturabilir. Ayrıca, 2019'da da zaman zaman karşılaştığımız siyasi ve jeopolitik risklerin yarattığı baskılarla karşılaşılsa, faiz piyasasında oynaklık artabilir.

USDTRY 1 Haftalık Swap Faizi



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

İç Borç Ödeme Programı 2019 ve 2020 (Mlr TL)



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım *Merkezi Bütçe

EURUSD

Euro'nun Yükselişi

EUR'un performansı, Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin ekonomik ve politik durumuyla bağlantılıdır. Bu bağlamda EURUSD'yi son iki yılın en düşük seviyesi olan 1.09'un altına çeken faktörler artan politik belirsizlikler ve ekonomik faaliyetteki yavaşlamalardır.

Brexit ve İtalya'daki yeni koalisyon hükümeti ile ilgili son gelişmeler yaz aylarından bu yana siyasi belirsizlikleri azalttı. Bu durum EURUSD'nin Ekim ayında gerçekleşen en düşük seviyelerin üzerine çıkmasına yardımcı oldu.

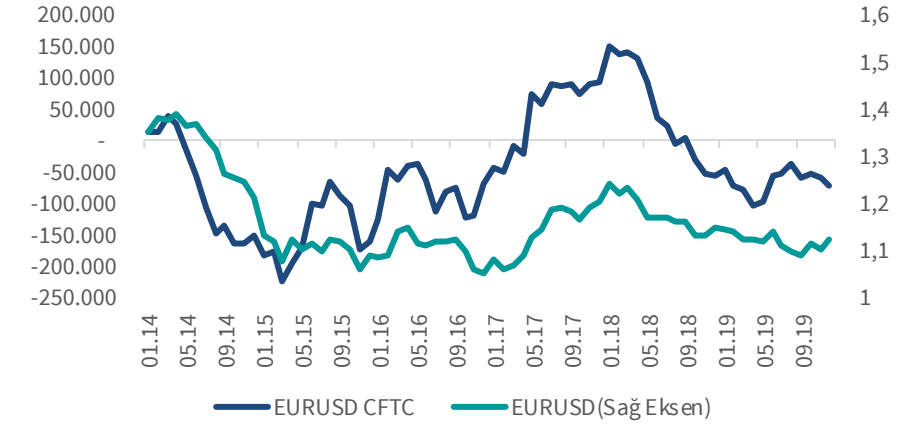
AB ile İngiltere arasında anlaşma gerçekleşme potansiyelinin olması ve Brexit'in anlaşmasız gerçekleşme riskinin düşmesi, EUR'un zayıflığına neden olan bazı faktörleri azaltmaktadır.

Genel olarak, mali destek ve siyasi risklerin azaltılması, Ekonomik ve Parasal Birlik döngüsünün istikrarlı hale getirilmesine ve EUR için daha sıkı destek oluşturulmasına yardımcı olabilir. Buna karşılık, ABD seçimleri ve olgunlaşan ABD döngüsünde süregelen yavaşlama, büyüme hedefinde bir miktar yaklaşmayı desteklerken, son dört yılın para politikalarındaki farklılığı tersine çevirmeye devam edebilir.

Bilançosunu ECB'den üç kat daha hızlı genişletmeye devam eden ve faizlerini daha da düşürmek için marjları bulunan Fed'in, para politikasında güvercin kalması bekleniyor.

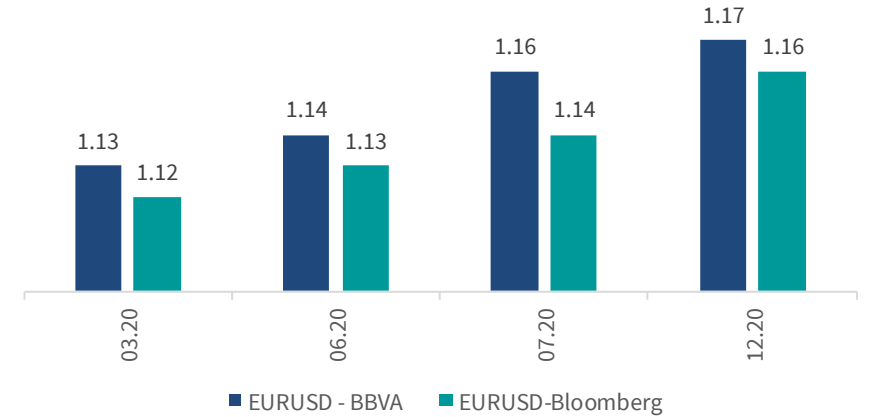
Avrupa'daki eksi faiz ortamı EUR'un cazibesini azaltabilir ancak siyasi belirsizliklerdeki azalma ve ekonomideki genel toparlanma eğilimi EURUSD'nin 2020 ve sonrasında yavaşça yükselmesini sağlayacak.

EURUSD CFTC Net Pozisyonlar ve EURUSD



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

EURUSD Bloomberg Anketi ve BBVA Tahmini



Kaynak: Bloomberg / BBVA, Garanti BBVA Yatırım

* EURUSD'ye ait görüş ve tahminler BBVA'ya aittir.

Eurobond - Gram Altın

Türkiye eurobondlarındaki %5 ve üstü ABD\$ cinsi getirileri cazip buluyoruz. Ek olarak, 5-10 yıl vadeli %7 ve üzeri ABD\$ cinsi getiri sunan Türk Banka eurobondlarının da değerlendirilmesini öneriyoruz.

Fed'in 2020 yılında faizleri artırmayacağı beklentisi ile ABD tahvil piyasasında faizlerin düşük seviyelere gelmesi Türkiye Eurobondlarında özellikle 2038-2045 vadelerinde bulunan %5-6 ABD\$ cinsi getiriyi cazip kılıyor. ABD'nin Çin ile devam eden ticaret görüşmeleri konusundaki belirsizlik ve küresel büyüme üzerindeki baskılar sürdükçe 2020 yılında faizlerin düşük kalacağını öngörüyoruz. Son yapılan zorunlu karşılık düzenlemesi ile banka DTH faizleri düştü, eurobondlar göreceli olarak daha cazip hale geldi. Döviz taşımakta ısrar eden yatırımcılara eurobond öneriyoruz. Devlet eurobondları için ABD\$ cinsi 2038-2045 vadeli, EUR cinsi 2025-2026 vadeli, Türk banka eurobondlarında ABD\$ cinsi 2026-2029 vadeli tahviller cazip.

2020 yılında gram altında yükseliş bekliyoruz, gram altında alım öneriyoruz.

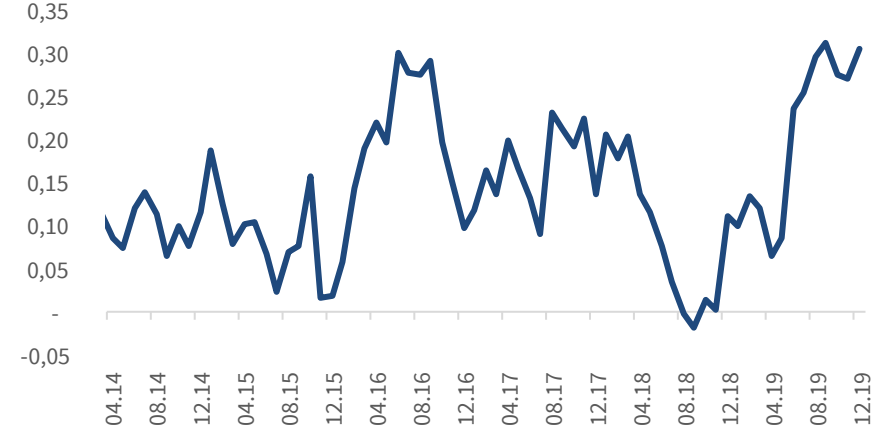
Düşük faiz ortamının ön planda olacağını düşünüyoruz. Özellikle Fed ve ECB'nin para politikalarında şahin tondan uzak kalacakları bir görünümde, **altın ve gümüş gibi alternatif getiri sunan araçların cazibesi artacak**. 2019 yılında ABD ve Çin arasındaki ticaret görüşmelerinin birinci fazı netleşti. Anlaşma kapsamı, küresel büyüme endişelerini azaltıp, ticaret hacmini artıracak düzeyde olmadığı için küresel risk iştahında agresif bir artışa yol açmadı. Bu nedenle altına olan ilgi 2020'de de devam edecek.

Düşük faiz, yüksek likidite ve özellikle Orta Doğu'da gerilimin yeniden artması ile altında yükseliş bekliyoruz. 2020 yıl sonu ons altın beklentimiz 1650 ABD\$ seviyesinde. Yıl sonu USDTRY kur beklentimizin 6.40 olduğu göz önüne alınınca, gram altını **2020'de 320-340 TL aralığında görebiliriz**.

Altın fiyatındaki bu yükseliş senaryomuzu ne değiştirir?

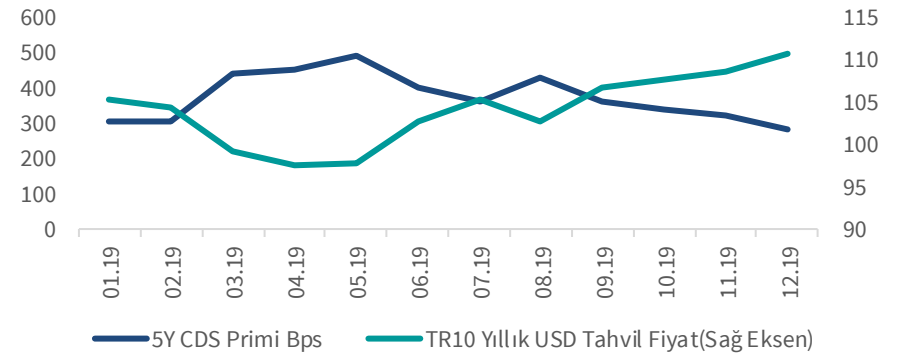
ABD'de enflasyonun beklentiler üzerinde artarak, hedef seviye olan %2 üzerine çıkması ve Fed'in faiz politikasında sıkılaşma adımlarına başlaması altına talebi azaltabilir. İngiltere ve Avrupa arasındaki ticaret anlaşmaları Brexit'in sonucuna bağlı olarak riske girebilir. Anlaşmalı Brexit senaryosu ticaret belirsizliklerinin ortadan kalkması anlamına geleceği için altın talebini sınırlandırabilir. 2020 yılında, ABD ve Çin'in geçen yıl birinci fazında anlaştıkları ticaret görüşmelerinin, gelecek fazlarında da mutabakat sağlanabilir. Bu anlaşmalar küresel risk iştahında artışa; dolayısı ile güvenli limanlardan çıkışa sebep olarak hisse senedi ve tahvil gibi alternatif piyasalara giriş yaratabilir.

CFTC Altın Net Pozisyonlar (Mn ABD\$)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye 10 Yıllık ABD\$ Cinsi Gösterge Tahvil Fiyat ve CDS



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

BIST

Borsa İstanbul'a yönelik olumlu görüşümüzü koruyoruz; 2020 yılı ilk yarısında BİST-100 endeksinin 124,000-126,000 aralığını görmesini bekliyoruz

Gelişmekte Olan Piyasalar

Geçtiğimiz yılı %14.9'luk getiri ile tamamlayan gelişen hisse piyasaları, yerel belirsizlikler nedeniyle göreceli performansta gelişmiş ülke hisse piyasalarına göre %9 daha kötü performans sergiledi. Yılın genelindeki göreceli zayıf performansa karşın Ağustos ayı sonrasında gevşek para politikalarının devamı ve ABD-Çin arasında ticaret görüşmelerine yönelik olumlu beklentinin korunmasıyla gelişen piyasalara yönelik ilginin arttığını görmekteyiz.

ABD ve Çin arasında ticaret görüşmelerinde birinci faz konusunda sağlanan uzlaşma, 2020 yılının ilk çeyreği açısından büyümeye duyarlı sektörlerde destekleyici olabilir. Küresel resesyon senaryolarının ötelendiği ortamda olumlu yatırım ikliminden gelişmekte olan piyasaların (GOP) olumlu etkilenmesi beklenebilir. Böyle bir yatırım ortamında gelişmiş ülke hisse piyasalarına göre Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı bazında %25 oranında iskontoya sahip GOP açısından iskontonun daralabileceğini düşünüyoruz.

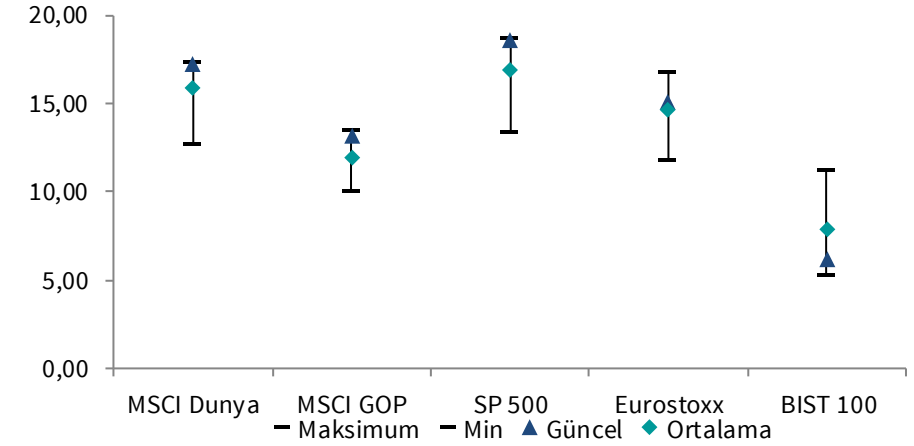
Gelişmekte olan hisse piyasalarını destekleyen yatırım iklimine karşın olası riskleri göz ardı etmiyoruz. ABD-Çin ticaret görüşmeleri sürecini sekteye uğratabilecek gelişmeler, ticaret savaşlarında yeni cephelerin açılması, ABD başkanlık seçimi öncesinde ekonomik konuların geri planda kalması ve Brexit konusu da dahil olmak üzere Avrupa ekonomisini zorlayabilecek faktörler olası risklerdir. Bunlara ek olarak yılın ilk günlerinde artan ABD-İran gerginliği ve bunun gibi dünyanın çeşitli bölgelerinde gündeme gelebilecek jeopolitik riskler yakından izlenecektir.

Türkiye

2020 yılında Borsa İstanbul'da genel olumlu görüşümüzün temellerini oluşturan başlıklar: i)TCMB'nin politika faizini indirmesine paralel kredi faizlerindeki düşüşün, ekonomide dengelenme sürecinde büyümeyi desteklemesi, ii)Ekonomik canlanma ile şirket karlılıklarında artış, iii)Mevcut konjonktürün şirket değerlemelerinde yukarı yönlü revizyonlara uygun zemin sağlaması, iv)Değerlemeler bazında yüksek iskonto, vi)GSYH bazında BİST'te potansiyel görmemiz, vi)Teknik anlamda MSCI Türkiye/MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar endeksi rasyosunda dönüş potansiyelidir.

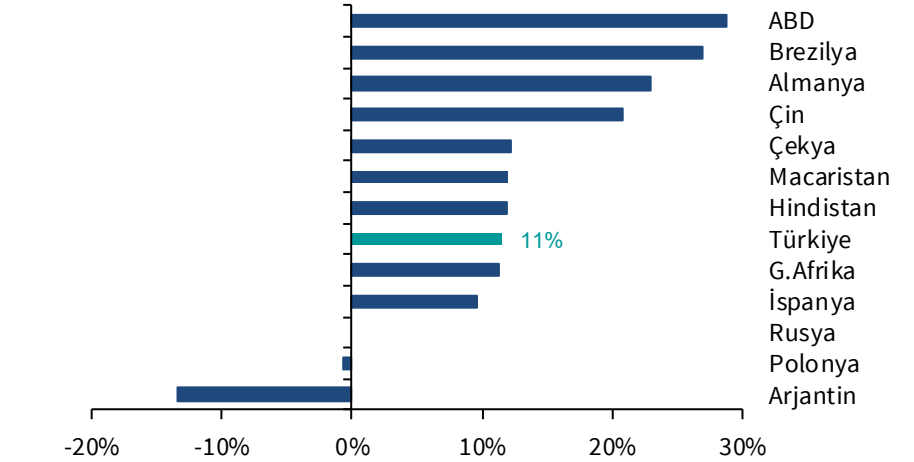
Türk hisse piyasasında iç ve dış gelişmeler kaynaklı oynaklık, 2019 yılında MSCI G.O.P. endeksinde göre %8 daha kötü performans sergilenmesine neden oldu. Aynı dönemde MSCI Türkiye endeksi, ABD\$ bazında %7 oranında değer kazandı.

Hisse Piyasası F/K Çarpanları



Kaynak : Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Hisse Senedi Piyasaları Performansları (ABD\$, 2019)



Kaynak : Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

2019 yılı bazında yılın ilk yarısında gelişmekte olan piyasalara görece %24'lük daha zayıf performansa karşın, yılın ikinci yarısında gerçekleşen toparlanma göreceli zayıf performansın %8'e gerilemesini sağladı. Fakat yine de göreceli zayıf performans Türk hisselerinin F/K çarpanı bazında iskontosunu %50'ye yükseltti. 5 yıllık bazda Fiyat/Kazanç çarpanında ortalama iskonto %34'dür.

2020'de makroekonomik verilerdeki iyileşme, Türkiye'nin kredi notlarında olumlu değişimleri gündeme getirebilir. Kredi derecelendirme kuruluşları Mayıs 2013'ten bu yana Türkiye kredi notunda yukarı yönlü revizyona gitmedi. Olası not artırımlarına yönelik BİST-100 endeksi ve kredi notu artırımlarını incelediğimizde, son 10 yılda gerçekleşen not artırımları öncesindeki 1 aylık periyotta, BİST-100 endeksi ortalama %5.4 getiri sağlamıştır. Buna karşın kredi not artırımının sonrasındaki 1 haftalık periyotta %2.2 düşüş görmekteyiz. **Dolayısıyla piyasada kredi notlarına ilişkin iyimserliğin oluşması BİST'te yukarı yönlü eğilimi destekleyecektir.**

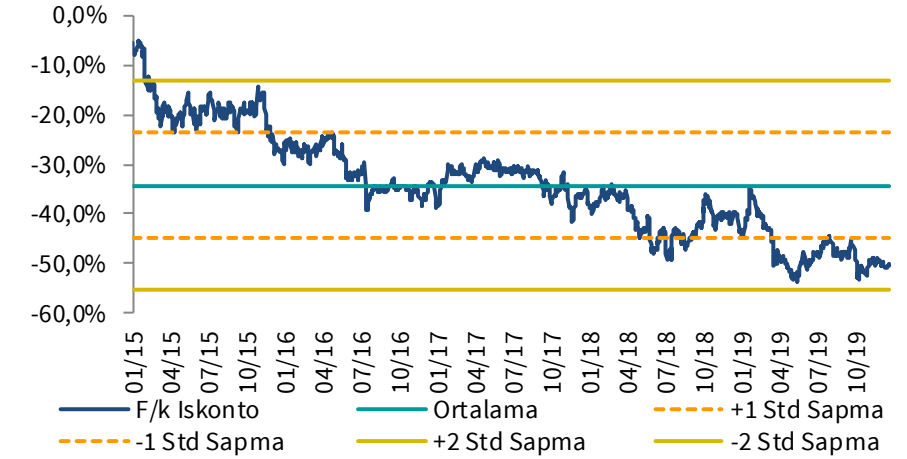
Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 27 Mayıs tarihi itibarıyla emeklilik sisteminde, standart ve para piyasası fonlarına yönelik düzenlemesi BİST'e katkı sağlamayı sürdürebilir. Standart fonlarda portföyün asgari %10'unun hisse senedi piyasasında, Emeklilik Sistemi'ndeki devlet katkısının en az %10'unun hisse senedi piyasasında değerlendirileceği açıklanmıştı. Düzenlemeyle BİST'te emeklilik fonu payı %3'ten %3.5'e yükselmiştir. **Söz konusu faktörün 2020 yılında sınırlı da olsa BİST'e katkısının sürebileceğini düşünüyoruz.**

Yabancı takas oranı, %59 ile son 14 yılın en düşük seviyesini test etti. Denizbank ve Boyner Pazarlama hisselerindeki hesaplamalar yabancı yatırımcı oranında düşüşe neden olmuştu. Üç ayın ardından Kasım ayında nette yeniden alış gerçekleştiren yabancı yatırımcıların gecikmeli de olsa toparlanmaya katıldıkları görülüyor. **Olumlu piyasa koşullarının korunduğu ortamda, açığa satış kurallarındaki yasağın kalkması halinde yabancı ilgisinin daha da artması beklenebilir.**

Küresel resesyon kaygılarının yeniden gündeme gelmesi, Türkiye'nin de dahil olduğu gelişen piyasalar için yeni strateji ihtiyacına neden olacaktır. Bununla birlikte Türkiye açısından dış politikada artabilecek tansiyon yerel risk faktörü olarak takip edilebilir.

BİST'e yönelik özellikle kısa vadeli riskler tarafında potansiyel halka arzları görmekteyiz. 2020 yılında halka arzlar konusunda daha hareketli bir dönem bekliyoruz. Son 10 yılda ortalama 558 milyon ABD\$ olarak gerçekleşen halka arz tutarı, 2019 yılında toplam 45 milyon ABD\$ olmuştur. 2020 yılında halka arzlar artış beklerken, süreci aynı zamanda likidite talebi açısından da takip edeceğiz. **Büyük ölçekli halka arzları olarak 2000 yılından sonra gerçekleşen 500 milyon ABD\$ üzerinde büyüklüğe sahip halka arzlar öncesindeki 1 haftalık dönemde likidite baskısı nedeniyle BİST-100 endeksinin ortalama %3 değer kaybettiğini belirtelim.**

MSCI Türkiye F/K / MSCI GOP F/K



Kaynak : Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

BİST/GSYH



Kaynak : TÜİK, Matriks, Garanti BBVA Yatırım

Önümüzdeki yıl ılımlı büyüme yılı öngörümüz paralelinde sektörler ve GSYH ilişkisini inceledik. Yan tarafta yer alan grafikte görüldüğü üzere 2020'de %4'e yükselmesini beklediğimiz büyüme ışığında seçeceğimiz sektörün GSYH büyüme ilişkisi yüksek (en sağda), borsa performansı iyi (en yukarda), ve sektör büyümesi yüksek (en büyük balon) olması gerekiyor. **Bu durumda, imalat, perakende ve ulaştırma sektörleri analizimizin sonucunda ön plana çıkıyor.**

2019 yılı beklentilerimizin temellerinden biri olan BİST ve GSYH arasındaki rasyoda 2 yıllık ortalamaya yönelik öngörümüz gerçekleşse de, BİST bu alanda halen en cazip piyasalar arasında yer alıyor. BİST'in toplam piyasa değeri bazında GSYH ile olan rasyosunda %25 seviyesinde bulunmaktayız.

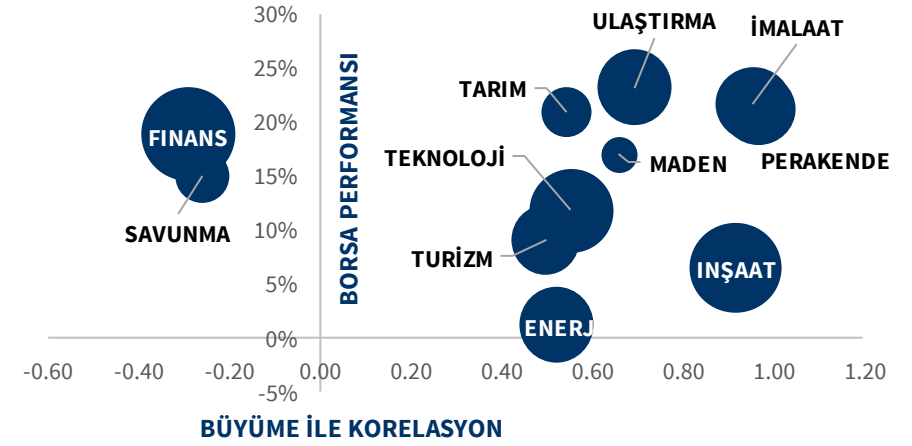
780 milyar ABD\$ GSYH öngördüğümüz 2020 yılında, 2018 yılı GSYH rakamı olan 784 milyar ABD\$ ile test edilmiş BIST/GSYH rasyosunda %28-%30 bandına yönelim bekliyoruz. **Böyle bir fiyatlamamızın endeks karşılığı 21,500ABD\$-23,500ABD\$ olarak hesaplamaktayız.** Olası dalgalanmalara karşın ana yatırım temasında kalıcı bir bozulma yaşanmaması halinde 2021 yılı büyümesinin (Garanti BBVA büyüme beklentisi 830 milyar ABD\$) satın alınmasının beklediğimiz 2020 yılı ikinci yarısı ve 2021 yılı ilk yarısında bu kez 23,500ABD\$-24,500ABD\$ bölgesinin gündeme gelebileceğini düşünüyoruz.

Teknik Görünüm

MSCI Türkiye/MSCI G.O.P. endeksi rasyosunda toparlanma bekliyoruz. 1994 yılından bu yana en düşük seviyesine yakın işlem gören söz konusu rasyoda 0.25x-0.27x bölgesinin aşılması halinde sırasıyla 0.31x ve 0.36x seviyelerine yönelik toparlanma öngörmekteyiz. Beklentimizin gerçekleşmesi MSCI Türkiye açısından gelişmekte olan piyasalara göre sırasıyla %14 ve %33'lük olumlu ayrışma potansiyeli yaratabilir.

2020 yılının ilk yarısında BİST'e yönelik teknik anlamda test edilmesini beklediğimiz işlem bandı 124,000-126,000. Temel tarafta, küresel yatırım ortamındaki risk iştahının korunması ve yaptırım riskinin düşük olduğu görünümde temel değerlemelerimizin de işaret ettiği seviye olan 143,000 bölgesi de potansiyel anlamda öne çıkabilir. Bununla birlikte yılın geneline bakıldığında gündeme bağlı olarak ana yükselişin ralliye dönüşmemesi durumunda geniş bir işlem bandında dalgalanma öngörmekteyiz. Önemli bulduğumuz ve referans alacağımız seviyeler destek anlamında 105,000-98,000, direnç olarak ise 117,000-125,000-137,000'dir.

GSYH Büyümesi ve Sektörler Arasındaki İlişki



Kaynak : TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

BİST-100 (Haftalık, TL)



Kaynak : Refinitive, Garanti BBVA Yatırım

SEKTÖRLER

Bankacılık Sektörü

Güçlü temel göstergelere sahip bankaların 2020'de olumlu ayrışacağını düşünüyoruz

Bankacılık sektöründe temel görünümün son bir yıl ile karşılaştırıldığında oldukça olumlu bir yöne doğru ilerlediğini görüyoruz. Bu görüşümüzün arkasında temel olarak 3 neden bulunmaktadır; i) kredi büyümesinin son dönemde ciddi şekilde hızlandığını ve karlılık göstergelerinin diplerden döndü, ii) bankaların ve BDDK'nın son 2 çeyrekte aldığı aksiyonlarla varlık kalitesi endişeleri azaldı, iii) fonlama maliyeti çok hızlı şekilde aşağı geldi. Bu bağlamda, geçtiğimiz iki yılda nominal kar büyümesi yaşamayan sektörün düşük baz etkisi ve azalan faiz seviyeleri neticesinde 2020'de %43 kar büyümesine ulaşacağını öngörüyoruz. 2020'de %15 TL kredi büyümesi ve 40 baz puan seviyesine ulaşmasını beklediğimiz net faiz marj artışının bu kar büyümesini rahatlıkla sağlayacağını düşünüyoruz.

Değerlemeler GOP benzerlerine göre cazip seviyede

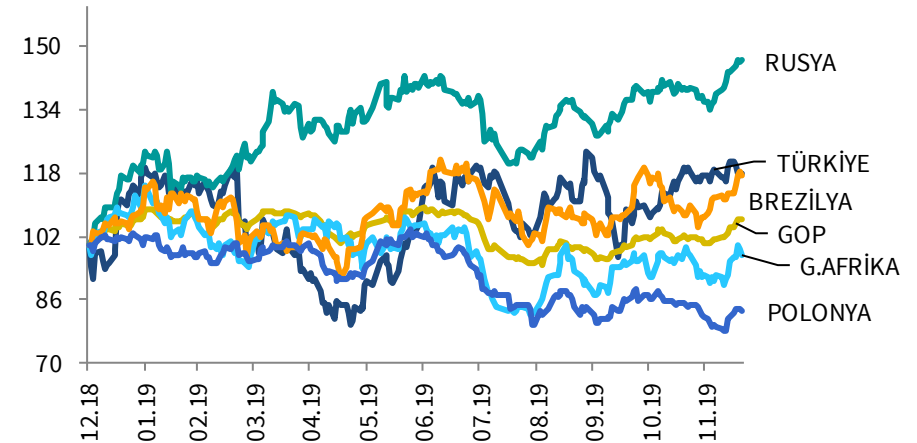
Aktif kalitesi endişeleri ve makro & jeopolitik belirsizlikler neticesinde bankacılık endeksi 2019 yılında güçlü bir trend oluşturamayıp oldukça volatil bir yıl geçirdi. Son iki ayda olumlu ayrışan endeks 2019 yılını geliştirmekte olan ülke benzerlerine göre %12 daha iyi bir performansla kapattı. Değerleme seviyelerine baktığımızda ise bankacılık sektörü 2020T F/K ve F/DD çarpanı olarak sırasıyla 4.1x ve 0.5x ile %33 ve %48 iskonto seviyelerinde işlem görüyor. Biz bu seviyelerin sektör adına ucuz bölgeyi işaret ettiğini düşünüyoruz. Değerlemelerimizde risksiz faiz oranı %14.5, hisse risk primi olarak da %5.5 kullanmaya devam ediyoruz. Her 100 baz puanlık risksiz faiz oranı değişimi hedeflerimizi ortalama %11 etkiliyor. Bu revizyonlar kapsamımızda banka hisselerinde ortalama yükselme beklentimiz %30.

Akbank ve Vakıfbank en beğendiğimiz hisseler

Akbank'ın güçlü sermaye yeterliliği ve aktif kalitesi, fonlama ve likidite tabanının güçlü olması diğer bankalarla karşılaştırıldığında volatil zamanlarda avantaj sağlıyor. Akbank'ın ana sermaye oranı Eylül 2019 sonu itibarıyla %16.7 iken, benzerlerinin ortalaması %14 seviyesindedir. Akbank ayrıca, %6.3 toplam karşılık ayırma oranı ve karşılıklar öncesi %7.7 kar marjı ile benzerlerine göre pozitif ayrılmaktadır. Vakıfbank'ın ise oldukça ucuz olmakla birlikte temel göstergelerinin güçlü olduğunu ve 2020'de beklediğimiz güçlü özkaynak karlılığı artışının önümüzdeki dönemde yatırımcı tarafında fiyatlanmaya başlanacağını düşünüyoruz.

					F/K (x)		F/DD (x)	
3 Ocak-2020	Tavsiye	Son Fiyat (TL)	Hedef Fiyat (TL)	Getiri	2019T	2020T	2019T	2020T
AKBNK	EÜ	7.94	11.00	39%	7.2	5.2	0.9	0.7
HALKB	EP	6.02	6.80	13%	4.9	2.6	0.2	0.2
ISCTR	EP	6.31	7.50	19%	5.0	3.7	0.5	0.5
VAKBN	EÜ	5.37	7.20	34%	5.0	3.1	0.4	0.4
YKBNK	EÜ	2.43	3.20	32%	4.4	3.2	0.5	0.4
TSKB	EÜ	1.16	1.65	42%	4.9	4.3	0.7	0.6
Ort.				30%	5.9	4.1	0.6	0.5

MSCI GOÜ Banka Endeks Performansları



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Bloomberg

Bankacılık Sektörü

2020'de %43 kar büyümesi öngörüyoruz

Temel beklentilerin sürekli olarak aşağı güncellendiği son iki yıllık dönemi ele alırsak, bankacılık sektörünün bu dönemde nominal bir kar büyümesi elde etmediğini görüyoruz. Bu bağlamda, sektörün düşük baz etkisi ve azalan faiz seviyeleri neticesinde 2020'de %43 kar büyümesine ulaşacağını öngörüyoruz. Bu büyüme, kapsamımızdaki bankalar için %13.4 ortalama özkaynak karlılığına işaret ediyor. Kar büyümesindeki artışın en önemli nedenlerinden birisi de geçtiğimiz dönemde ortalama 230 baz puan olarak gerçekleşen risk maliyetinin 2020'de 180 baz puana düşeceği beklentimizdir. Bu bağlamda, 2019'da bankaların net karının %10 küçülmesini, 2020'de ise kar büyümesinin %43'e ulaşmasını bekliyoruz. 2020 projeksiyonlarımıza temel teşkil eden varsayımlarımız şu şekildedir; i) 40 baz puan swap eklenmiş marj artışı, ii) %4 büyüme tahmini ışığında gerçekleşmesini beklediğimiz %15 TL kredi büyümesi, iii) risk maliyetinin normalleşme neticesinde yıllık bazda 50 baz puan daralması, iv) faaliyet giderleri ve komisyon gelirleri tarafında ise şube verimlilik artışları ve dijitalleşmenin öne çıkması

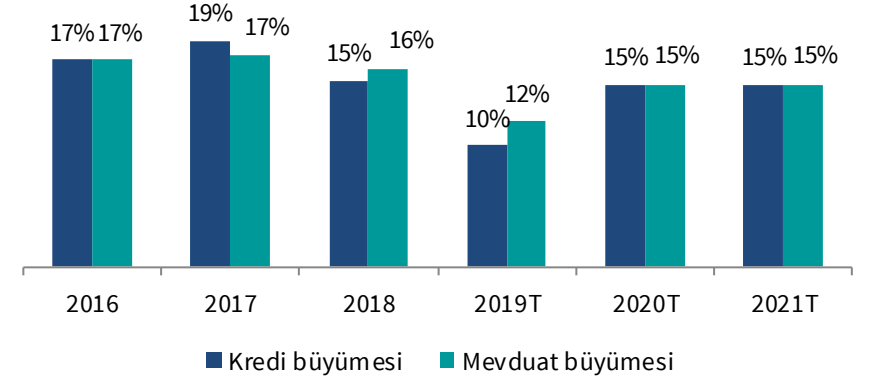
2020'de güçlü kredi büyümesi

Kredi büyümesi 2019'da kur etkisi hariç bırakıldığında %9 seviyesinde kaldı. Büyümeye destek daha çok kamu bankalarından gelirken, özel bankalarda kredi büyümesi sadece %1 seviyesinde gerçekleşti. Son dönemde kredi faizlerinin hızlı bir şekilde aşağı gelmiş olması 4Ç19'da kredi talebini canlandırdı. Ayrıca, TCMB'nin zorunlu karşılık politikasını uzun vadeli reel kredi büyümesine göre belirlemesi de bankaları motive eden diğer bir unsur oldu. 2020'de uzun vadeli taksitli ticari ve tüketici kredilerinin toplam kredi büyümesinin ana motoru olacağını düşünüyoruz. YP kredilerde yatay bir görünüm beklerken, TL kredilerde ise 2020'de %15 büyüme bekliyoruz.

Düşen mevduat faizleri net faiz marjının en büyük destekçisi

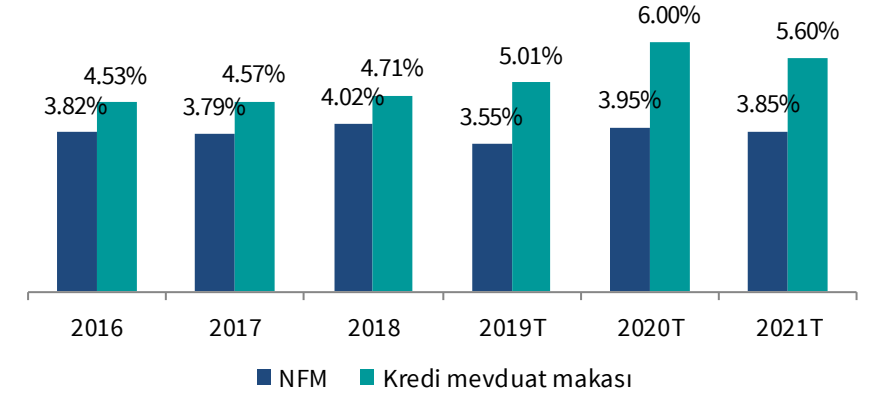
Bankaların swap eklenmiş net faiz marjlarının 2019 yılında 47 baz puan düşeceğini, 2020'de ise bu göstergede 40 baz puanlık iyileşme yaşanacağını düşünüyoruz. 2019'da yaşanan gerileme daha çok TÜFE'ye endeksli tahvil değerlemesinden kaynaklanmıştı, 2020'deki iyileşme ise net kredi marjının iyileşmesi kaynaklı. 2019'un ilk yarısında mevduat faizleri ortalama %22 seviyesindeydi, şu anda ise bu oran %10-11 arasında. Ayrıca, TCMB'nin haftalık fonlama faizini 2020'de 300 baz puan daha aşağı çekeceğini düşünüyoruz, dolayısıyla marj tarafında yukarı yönlü risklerin olduğu bir yıl öngörüyoruz.

Kredi ve Mevduat Büyüme Oranları



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Net Faiz Marjı ve Kredi Mevduat Makası Beklentileri



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Bankacılık Sektörü

Aktif kalitesi karlılık performansında önemli bir faktör olacak

Net risk maliyeti 2019 9 aylık rakamlarda 210 baz puan seviyesinde gerçekleşti (2018:212 baz puan). BDDK Eylül 2019'da bankalara 46mlr TL tutarında krediyi takibe atmalarını tavsiye etmişti. Bankalar bu kredilerin büyük bir kısmını 3Ç19'da takip portföyüne attılar ama karşılık ayırma oranları kısmen düşük kalmıştı. 4Ç19'da bu krediler için ayrılacak ek karşılıklarla birlikte sektörün risk maliyetinin 2019 sonunda 230 baz puan seviyesine ulaşacağını düşünüyoruz. 2020 için ise UFRS9'da önemli bir parametre haline gelmiş olan makro tahminlerin düzelecek olması ve %4 büyüme tahminimiz ışığında risk maliyetinin 180 baz puan seviyelerine gerileyeceğini düşünüyoruz. NPL oranı tarafında, 2019 ve 2020 yıl sonu beklentilerimiz sırasıyla %6.5 ve %6.0 seviyesinde. Diğer yandan, kapsamımızdaki bankalarda yakın izlemedeki kredi oranının 2019 ve 2020'de sırasıyla %13 ve %16 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

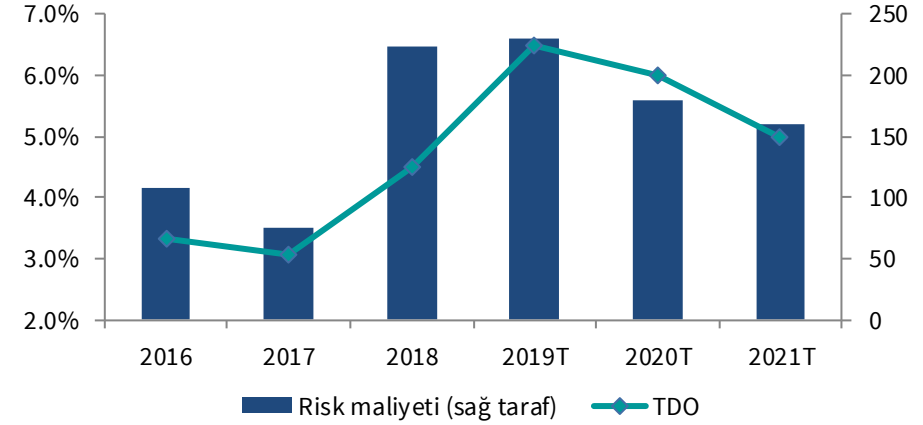
Maliyet tarafı ise bankaların odak noktası olmaya devam edecek

Bankaların son yıllarda şube verimliliği artırma çalışmaları ve dijitalleşme eğilimleri, özellikle faaliyet giderleri tarafında artan bir farkındalık yaratıyor. 2020 yılında bankacılık sektörünün faaliyet giderlerindeki artışın ortalama enflasyon beklentimizin 1 puan üstünde %9.5 olmasını bekliyoruz. Komisyon gelirlerinde verimlilik ve odak artışı ile kredi büyümesine paralel %15 seviyesinde büyüme bekliyoruz. Kredi büyümesinin canlandığı bir dünyada komisyon tarafında daha muhafazakar kalmamızın en önemli nedeni ödeme sistemlerinde alınan komisyon oranlarına TCMB'nin Eylül 2019'da getirmiş olduğu sınırlamalardır.

Sektör sermaye tarafında güçlü , yeni düzenlemelerin fazlaca olacağı bir yıl bekliyoruz

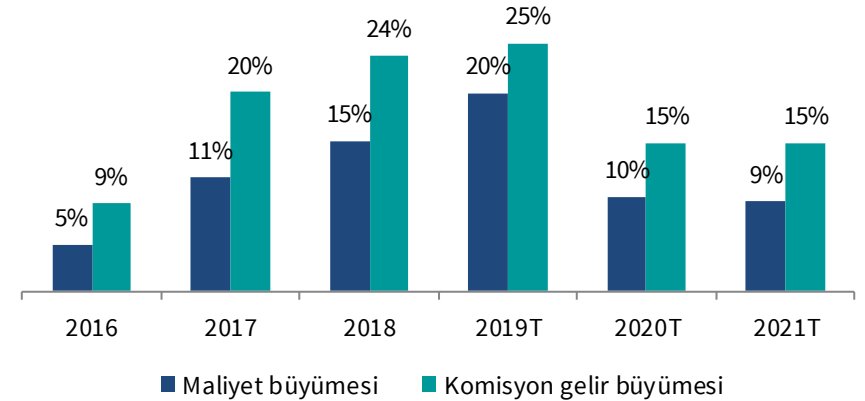
Sermaye tarafında, kapsamımızdaki bankaların minimum çekirdek sermaye yeterlilik rasyoları %8-9 arasında ve bankaların yaklaşık 4.5 puan marjı var. Karşılıklar öncesi kar marjı ışığında, ek sermaye ihtiyacı doğmayacağını bankaların sermaye benzeri borçlanmalarla sermayelerini kuvvetlendirmeye devam edeceklerini düşünüyoruz. Regülasyon tarafında ise düzenleyici otoritelerin proaktif olacağı bir yıl bekliyoruz, en son olarak yabancı para karşılıklara komisyon uygulaması bunun en yakın örneği. Bu düzenleme, son dönemde artan DTH talebini aşağı çekmeye yönelik görünüyor. 2020'de, kredi piyasasında aktif olan bankalar lehine düzenlemelerin olduğu bir yıl bekliyoruz.

NPL Oranı ve Net Risk Maliyeti Beklentilerimiz



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Faaliyet Giderleri ve Maliyet Artış Beklentimiz



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Bankacılık Sektörü

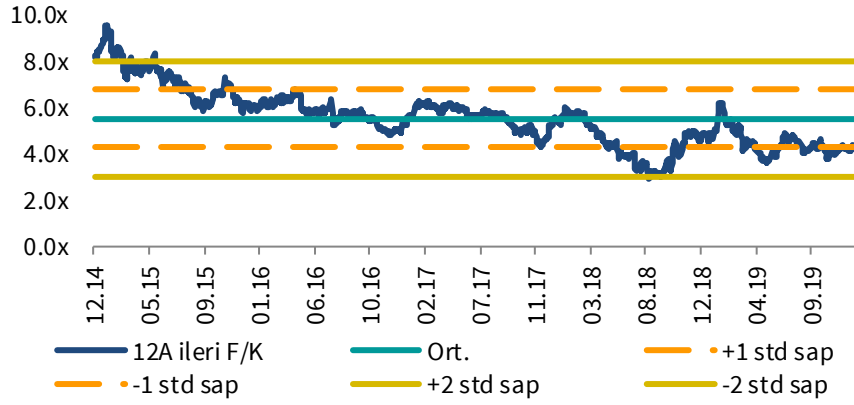
3-Ocak-20	AKBNK	GARAN*	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Toplam
Piyasa Değeri (TL mn)	41,288	45,780	7,525	28,395	13,425	20,526	3,248	162,266
Güncel Fiyat (TL)	7.94	10.90	6.02	6.31	5.37	2.43	1.16	
Hedef Fiyat TL (12 aylık)	11.00	n.a.	6.80	7.50	7.20	3.20	1.65	
Artış Potansiyeli (%)	39%	n.a.	13%	19%	34%	32%	42%	30%
Tavsiye	EÜ	Not Yok	EP	EP	EÜ	EÜ	EÜ	
Fiyat Kazanç (x)								
2018	7.3	6.9	3.0	4.2	3.2	4.4	4.9	5.2
2019T	7.2	6.7	4.9	5.0	5.0	4.4	4.9	5.9
2020T	5.2	4.9	2.6	3.7	3.1	3.2	4.3	4.1
2021T	4.1	3.9	1.8	2.9	2.3	2.6	3.8	3.2
Fiyat Defter (x)								
2018	0.9	1.0	0.3	0.6	0.5	0.5	0.8	0.7
2019T	0.9	0.9	0.2	0.5	0.4	0.5	0.7	0.6
2020T	0.7	0.7	0.2	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5
2021T	0.6	0.6	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
Özkaynak Karlılığı								
2018	13.5%	15.1%	9.2%	14.6%	16.1%	13.1%	17.2%	13.6%
2019T	12.4%	13.6%	5.2%	10.8%	9.0%	11.2%	14.8%	10.4%
2020T	15.3%	16.2%	9.0%	13.3%	13.2%	13.7%	14.3%	13.4%
2021T	16.0%	17.7%	11.9%	15.0%	15.6%	14.5%	14.0%	15.2%
Performans								
1-ay	4%	10%	4%	4%	6%	1%	9%	
3-ay	2%	11%	-4%	4%	10%	4%	27%	
12-ay	44%	45%	-8%	54%	49%	59%	59%	
YBB	-2%	-2%	2%	-2%	-3%	-2%	-4%	
Relatif Performans								
1-ay	-2%	3%	-2%	-2%	-2%	-5%	3%	
3-ay	-8%	0%	-13%	-6%	0%	-6%	15%	
12-ay	11%	11%	-30%	18%	14%	22%	22%	
YBB	-1%	-2%	3%	-1%	-2%	-1%	-4%	

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

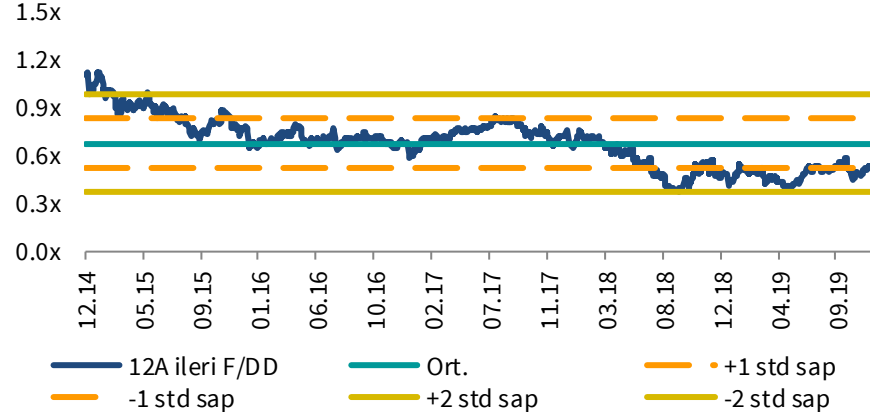
* Garanti BBVA için ana hissedarımız olmasından dolayı tavsiye ve beklenti paylaşmıyoruz, tablodaki rakamlar Bloomberg konsensüs tahminleridir.

Bankacılık Sektörü

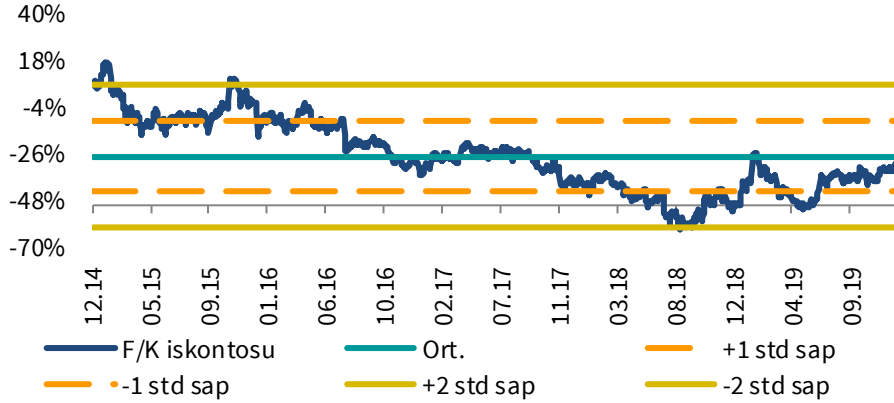
Banka Endeksi 12A ileri F/K



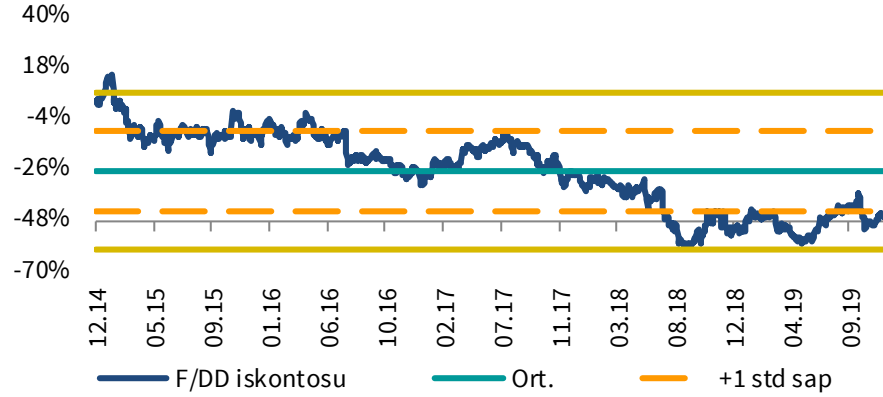
Banka Endeksi 12A ileri F/D



TR bankalar & GOP bankalar F/K iskontosı



TR bankalar & GOP bankalar F/DD iskontosı



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Bloomberg

Dayanıklı Tüketim

Beyaz eşya talebinde güçlü iyileşmeye bekliyoruz

Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği (TÜRKBEDS) verilerine göre, 6 ana üründe yurtiçi beyaz eşya satışları 11 aylık dönemde %7.0 daralarak 6.3mn adete gerilerken üretim ise aynı dönem için yıllık %2 daralmıştır. 2020'den itibaren Türkiye'de GSYH'nın yeniden güçlü büyüme trendine girmesi beklentimize paralel (%4 büyüme) dayanıklı tüketim ürünlerinde, ilk satın alma ve yenileme/değiştirme talebinde artış görmeyi öngörmekteyiz. Ayrıca düşen faizlerin, beyaz eşya satışlarını önemli ölçüde etkileyen konut satışlarını 2020 yılında daha fazla destekleyeceğini düşünüyoruz. 2020 yılının tamamında yurtiçi beyaz eşya satış hacminin %7 büyüme kaydetmesini bekliyoruz.

Beyaz eşya ihracatı 2018'de yıllık bazda %7 artarken, 11A19'de ise yıllık olarak değişmeyerek 20.2mn adete ulaşmıştır. İhracatın toplam satışların yarısından fazlasını oluşturduğu beyaz eşya üreticilerinin özellikle Avrupa'da pazar payı kazanımlarının devam etmesini bekliyoruz. Güçlü Euro kurunun dayanıklı tüketici ürünleri sektöründeki oyuncuların cirolarını destekleyeceğini düşünüyoruz.

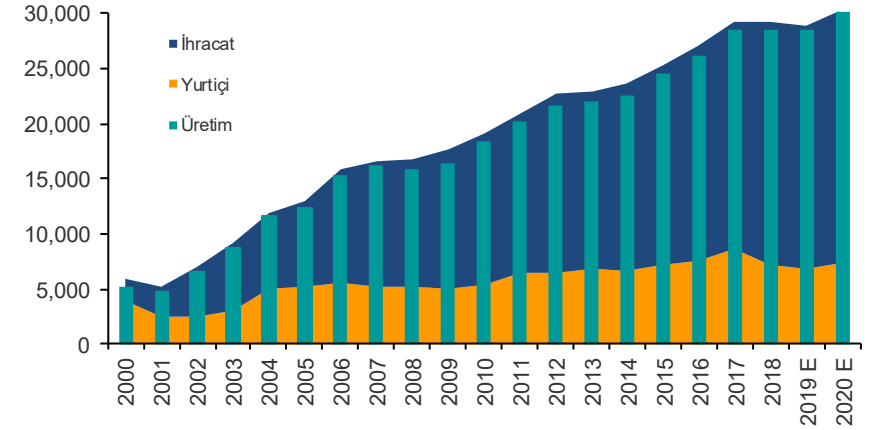
Hammadde maliyetlerindeki artış ürün fiyatlarına yansıtılabilir

Beyaz eşya üretiminde en önemli maliyet çelik, alüminyum, plastikten oluşan hammadde girdileridir. Plastik ve metal fiyatlarında 2019'da devam eden düşüş sektör oyuncularının brüt marjını desteklemiştir. 2020'de çelik fiyatlarında ve petrol fiyatlarına bağlı olan plastik fiyatlarındaki olası bir artışın, hammadde maliyetleri üstünde baskı oluşturacağını, ancak bu artışın yurtiçinde talep toparlanması desteği ile ortalama fiyat endeksini yükselmesi ile dengeleneceği görüşündeyiz.

Türkiye beyaz eşya pazarı uzun vadede büyüme potansiyeli sunmaktadır

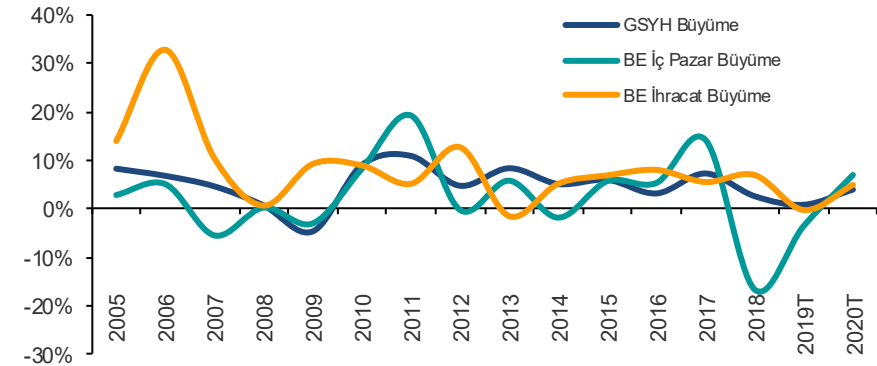
Türkiye'nin genç nüfusu ve geniş hane halkı göz önüne alındığında beyaz eşya sektörü uzun dönemde yüksek büyüme potansiyeli sunmaktadır. İç talebin yarısı yeni hanehalkı oluşumundan, diğer yarısı ise yenileme ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Türkiye'de beyaz eşya yenileme periyodu yaklaşık 7 yıl olup, son yirmi senede yurt içi talebin güçlü artış gösterdiği yıllar 2004 (%64), 2011 (%19) ve 2017 (%14.2) olmuştur.

Beyaz Eşya Üretim, Satışlar ve İhracat (000 adet)



Kaynak: BEDS, Garanti BBVA Yatırım tahminleri

GSYH, İç Pazar ve İhracat Büyümesi



Kaynak: BEDS, Garanti BBVA Yatırım tahminleri

Demir Çelik

2020 daha iyi bir yıl olacak

2019 yılı zayıf talep ve yüksek demir cevheri fiyatları ile olumsuz seyretti. 2020 ve 2021 yıllarındaki ekonomik toparlanma, Türkiye'nin çelik endüstrisine olumlu yansıtacaktır. Yurtiçi üretimin 2019'daki %10'luk düşüşün ardından 2020'de %4 olacağını tahmin ettiğimiz GSYH büyümesinin biraz üzerinde büyüyerek toplam 34.5mn tonluk bir üretim hacmine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Global tarafta ise 2020 yılında çelik tüketiminin zayıf seyrederken yalnızca yıllık %0.6 büyümeye göstereceği hesaplanmaktadır.

2020 yılında ürün fiyatlarında artış bekleniyor

Ürün fiyatlarının ise küresel anlamda devam eden altyapı yatırımlarının ardından 2020 yılında iyileşmesini bekliyoruz. Yıllık bazda kömür ve demir cevheri fiyatlarının daha düşük seyretmesi ve ürün fiyatlarında talebe bağlı artış beklentimiz ürün marjlarına olumlu yansıtacaktır. Bu arada, 2020 yılının ABD'de seçim yılı olmasının da etkisiyle ABD yaptırımlarında Türk çelik sektörünü etkileyecek önemli bir değişiklik beklemiyoruz. 2021 yılı içinse çok daha olumlu beklentilerimiz bulunuyor. Türkiye'nin sürdürülebilir %4.0 GSYH büyümesi, demir cevheri demir ve kömür fiyatlarından kaynaklanan görece daha düşük üretim maliyetleri göz önüne alındığında karlılıkların 2020 yılda daha güçlü olmasını bekliyoruz. Yurtiçi talepteki iyileşmenin ise 2021 yılında daha gözle görülebilir olmasını bekliyoruz. Tüm bunlar otomotiv, beyaz eşya, makine vb. imalat sektörlerini ve inşaat sektörünün de 2021 yılında iyileşmesi anlamına gelmektedir.

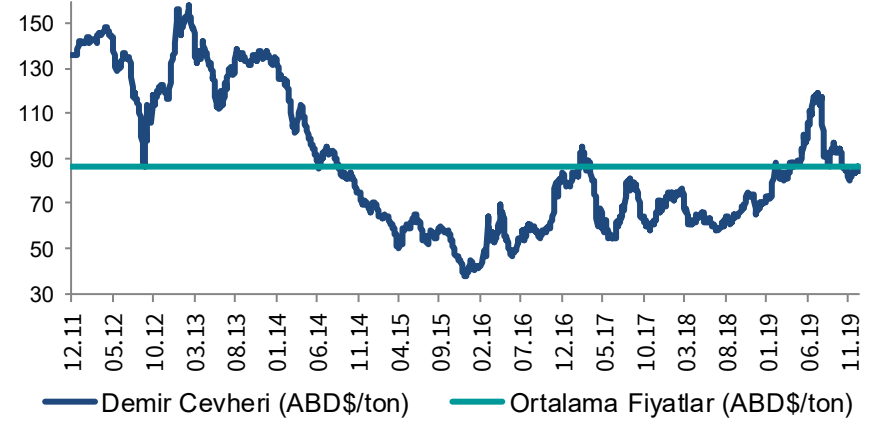
Demir cevheri fiyatları düşüş trendinde

2020 yılında demir cevheri fiyatlarının ton başına 80-85ABD\$ seviyesinde olmasını bekliyoruz. Çeşitli kaynaklara göre ise 2020 yılında demir cevheri fiyatlarının ton başına 80ABD\$'dan daha düşük olacağı ihtimalinin yüksek olacağı belirtiliyor. Avustralya hükümeti tarafından yayınlanan üç aylık raporda, demir cevheri fiyatlarının 2020 yılında ton başına yıllık %21 gerileyerek 60ABD\$ seviyelerini bile görebileceği belirtiliyor. 2021 yılı içinse demir cevheri fiyatlarının ortalama 60ABD\$ seviyesinde olması bekleniyor. Bu tahminlerde Çin çelik üretiminin ciddi anlamda düşeceği beklentisi bulunuyor. Biz tahminlerimizde daha temkinli davranıyoruz. Halihazırda demir cevheri fiyatları ton başına 92.5ABD\$ seviyesindedir.

Erdemir'i Kardemir'e tercih ediyoruz

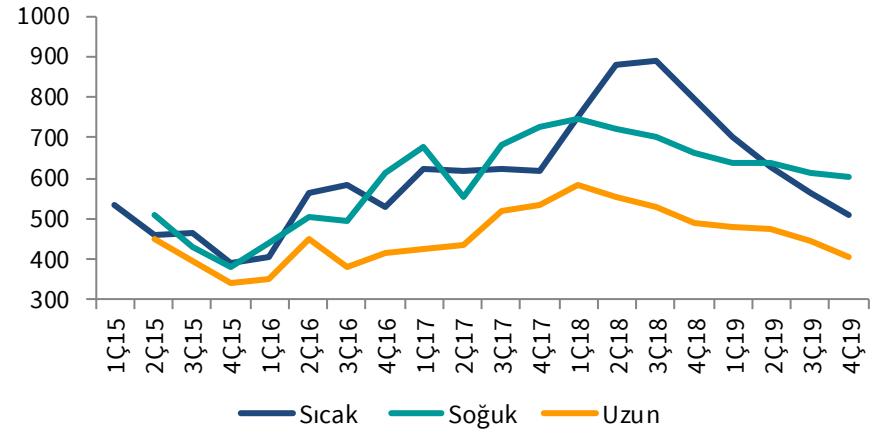
İki şirket de değerlendirme açısından ucuz görünse de Erdemir'i karlılığı, yüksek kapasite kullanımı, katma değerli ürün portföyü, yatırım programı, büyüme planları ve yüksek temettü ödeme kabiliyeti açısından karşılaştırdığımızda Kardemir'e tercih ediyoruz.

Demir Cevheri Fiyatları (ABD\$/ton)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Ürün Fiyatları (ABD\$/ton)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Gıda Perakendesi

Gıda enflasyonunun 2020 yılında aynı seviyelerde kalması bekleniyor

Enflasyonun özellikle yılın ilk yarısında yüksek seyretmesi ve mağaza açılışları, bu yıl perakendecilerin güçlü ciro büyümelerine katkıda bulundu. İşlenmiş gıda grubu yıllık enflasyonu Aralık 2019 itibariyle yıllık %15.4 iken, gıda enflasyonu yıllık bazda %10.9 olarak gerçekleşti. Enflasyonun (2019: %11.8) 2020’de düşmesi beklenirken gıda enflasyonunun benzer seviyelerde seyretmesini öngörüyoruz. Buna bağlı olarak, önümüzdeki yıl perakendecilerin ürün fiyatlarında düşük çift haneli enflasyonun olacağını ve tüketici güvenindeki iyileşmeyle birlikte sepet büyüme rakamlarının da yükseleceğini tahmin ediyoruz.

Büyüme rakamları rekabete rağmen yüksek seyrini koruyacak

Perakendecilerin aynı mağaza satış büyümesi, 2019 yılı süresince enflasyonun etkisiyle oldukça yüksek seyretti. Enflasyon artışının sepet büyüklüğüne yansımaları ve mağaza trafik artışının toparlanması, 2019 yılında sektör oyuncularının yüksek aynı mağaza satış büyümesinde etkili olmuştur. 2020 yılında da perakendecilerin hızlı mağaza açılışlarını sürdürmeye devam etmesini ve ciroların da büyümesini öngörüyoruz.

Perakende sektöründeki büyüme fırsatları

Perakende pazarının orta-uzun vadeli görünümü olumlu niteliktedir; perakendecilerin izlediği agresif büyüme stratejileri, güçlü nakit yaratma kapasiteleri ve negatif çalışma sermayesi ihtiyaçları orta-uzun vadeli görünümü desteklemektedir. Olumlu görüşümüzde, sektörün defansif yapısı ve organize perakendenin penetrasyonunun hala düşük olması da etkilidir. Perakendecilerin marjları yüksek rekabetin etkisiyle bir miktar baskı altında kalmaya devam edecek olsa da, önümüzdeki yıl sürmesini beklediğimiz agresif mağaza açılışlarıyla büyüme devam edecektir.

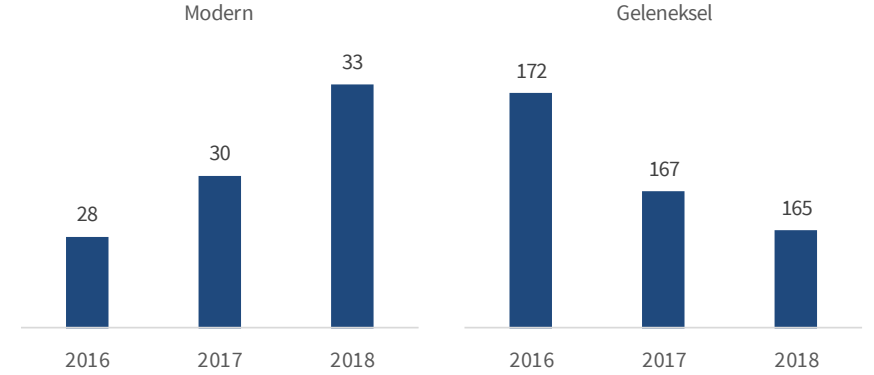
Rekabet ve sektörün dağınık yapısı, konsolidasyonları beraberinde getiriyor

Rekabetteki artışla birlikte, 2020 ve sonrasında satın alma ve konsolidasyonların devam edeceğini öngörüyoruz. Pazarın bölünmüş yapısı ve perakendecilerin satın alma gücünü artırması, konsolidasyonlar için uygun bir ortam oluşturmaktadır.

Sektörde tercihimiz Migros ve Şok

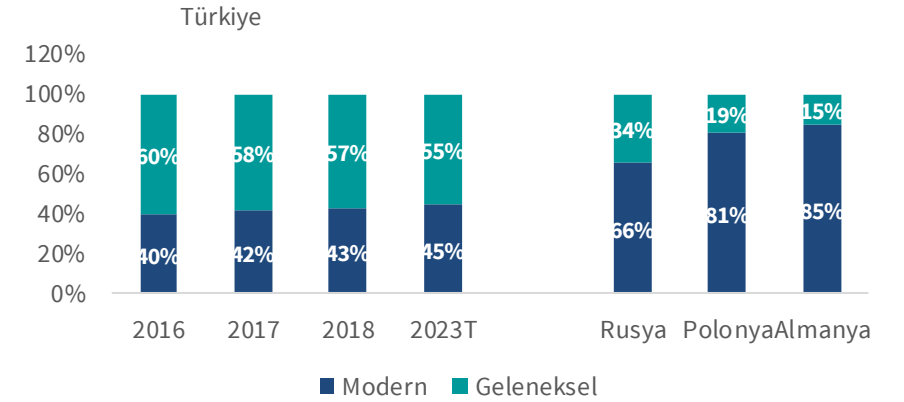
Tüm şirketlerin büyüme potansiyelini beğenmemize rağmen düşen borçluluk ve artan karlılık nedeniyle Migros’u ve olgunlaşan mağaza portföyü ve 2019’daki zayıf performansı nedeniyle Şok’u Bim’e tercih ediyoruz.

Satış Kanalına göre Mağaza Gelişimi (‘000)



Kaynak: Nielsen Data & MK Novo Analysis.

Perakende Pazarı Kırılımı



Kaynak: Nielsen Data & MK Novo Analysis.

Havayolları

Toplam yolcu sayısının 2020'de %5 artmasını bekliyoruz

Yılın başından beri devam eden trende benzer bir şekilde Türkiye toplam yolcu sayısının 2019'da aynı seviyelerde kalmasını bekliyoruz. 2020 içinse son beş sene ortalaması olan %5'e paralel bir büyüme öngörüyoruz. Önümüzdeki üç sene için de ortalama büyüme beklentimiz %5'dir. 2013-2019 arası sektör büyümesi ortalama GSYH'nin yaklaşık 1.2 katı olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'nin cazibesi

Türkiye'ye gelen Rus turistlerin sayısı 11A19'da %17 artarken bu oran Avrupalı turist sayısında %16 artış şeklindedir. Ülkemize gelen toplam turistin %44'ü Avrupa üzerindendir. THY'nin gelirlerinin %29'u, Pegasus'un gelirlerinin ise %36'sı Avrupa'dan elde edilmektedir. Avrupa Birliği ile olan ilişkiler bu nedenle sektör için oldukça önemlidir.

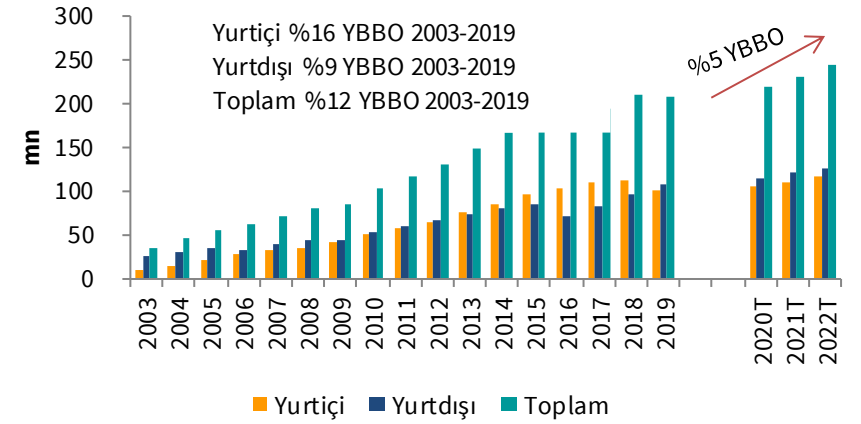
İstanbul'daki havalimanlarında son durum

Atatürk Havalimanı'nın ticari uçuşlara kapatılmasıyla beraber İstanbul Havalimanı'na taşınma Nisan 2019'da gerçekleşti. İstanbul Havalimanı'nın mevcut 90mn yolcu kapasitesinin 2027 yılında 150mn'a ulaşması öngörülmüyor. 3. pistin tamamlanmasıyla beraber halihazırda gerçekleşen uzun taksi sürelerinin azalarak normalleşmesi bekleniyor. Diğer taraftan Sabiha Gökçen Havalimanı'nda 400mn EUR'luk yeni terminal yatırımının Nisan 2020'de başlaması ve 1.5 yılda bitirilmesi öngörülmüyor. Ayrıca devam eden yeni pist yatırımının bu sene sonunda tamamlanması bekleniyor. Bu yatırımlarla beraber havalimanının yolcu kapasitesi 36mn'dan 66mn'a çıkacak. Tüm bunlar göz önüne alındığında önümüzdeki yıllar için havacılık sektöründe kapasite sıkıntısı beklemiyoruz.

Sektörde tercihimiz THY

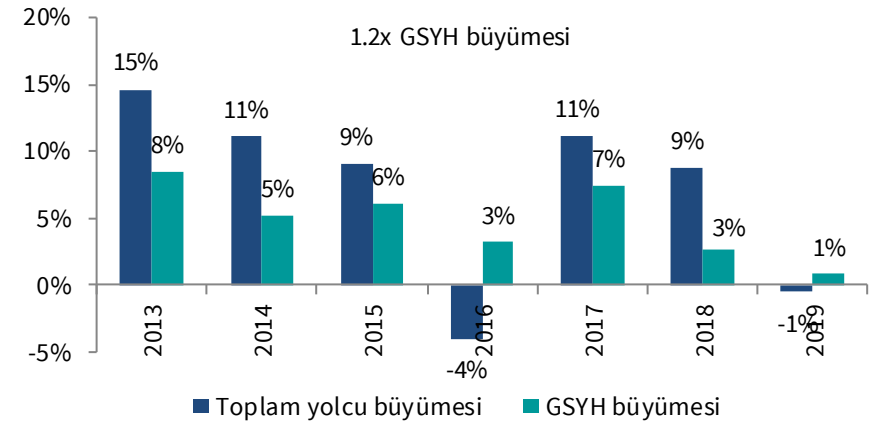
İstanbul Havalimanı'na taşınma nedeniyle artan maliyetler ve Boeing Max krizi nedeniyle hisse 2019 yılında endeksin %30 gerisinde kalmıştır. Nisan 2020 itibariyle oluşacak olan düşük baz ve artan verimlilikle beraber hisselerin tekrardan yatırımcıların radarına gireceğini düşünüyoruz. THY ayrıca Boeing 737 Max uçaklarıyla ilgili maruz kaldığı kayıplarının belli bir kısmının Boeing tarafından tazmin edilmesi konusunda Boeing ile anlaştığını da duyurdu. Pegasus Havayolları 2019'da endeksin %201 üzerinde performans göstermiştir, bu nedenle hisse için tekrar olumlu olmadan önce beklemek gerektiği kanısındayız.

2003'den beri Yolcu Gelişimi



Kaynak: DHMİ, Garanti BBVA Yatırım

Yolcu ve GSYH Büyümesi



Kaynak: DHMİ, Garanti BBVA Yatırım

Konut Sektörü

Düşen faiz ortamı konut sektörünü olumlu etkiliyor

12 aylık dönemde satılan konut verisi Eylül 2017'de en yüksek gördüğü seviye olan 1.4mn üniteden, Temmuz 2019 itibari ile 1.2mn seviyesine kadar geriledi. Sonrasında ise, TCMB'nin faiz indirim süreciyle birlikte ev kredi faizlerinde hızlı bir düşüş gördük. Bu dönemde ev kredi faizleri yıllık %22 seviyelerden %12'ye kadar geriledi. Konut kredileri piyasasında kamu bankaları hızlı bir şekilde aylık faizi %1'in altına çekerek aktif bir konum aldılar. Yılın son çeyreğinde ise özel bankalarda aynı şekilde konut faizlerini aşağı çektiler. 2020 yılında TCMB'den toplamda 300 baz puanlık faiz indirimleri bekliyoruz, dolayısıyla faiz tarafı konut sektörü için destekleyici olmaya devam edecektir.

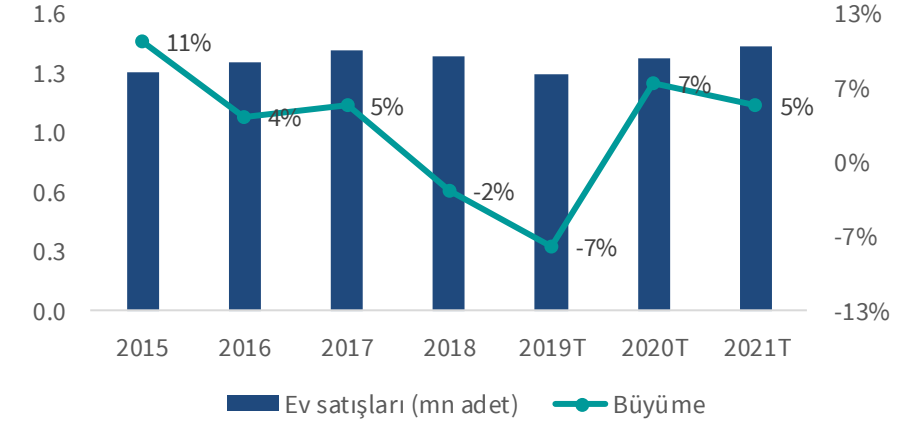
Ev satışlarında hızlanma var

12 aylık kümüle ev satışları %15 küçülme ile en zayıf dönemini Temmuz 2019'da yaşadı. En güncel açıklanan veriye göre küçülme rakamı %7'ye kadar azaldı. Biz konut satışlarında 2020'de düşen baz ve faizlerden dolayı %7 seviyesinde artış bekliyoruz. İpotekli konut satışlarının toplam içerisindeki payı ise %10'lara kadar gerilemişken, güncel verilerde bu oranın %20'ler seviyesinde yükselmiş olduğunu gözlemliyoruz. Düşmesini beklediğimiz faiz ışığında, ipotekli konut satış payının %30-40 arasında stabilize olmasını bekliyoruz. Konut fiyatlarında ise son dönemde İstanbul dışında bir hareketlenme mevcut, ancak en güncel verilere göre yıllık konut fiyat artışı %6.7 ile hala enflasyonun altında. İstanbul'da ev talebinin artması ile fiyatlarda toparlanma bekliyoruz böylece İstanbul konut fiyat endeksi de toplam fiyat artış rakamına ciddi destek verecektir.

GYO sektörü yüksek iskonto ile işlem görüyor

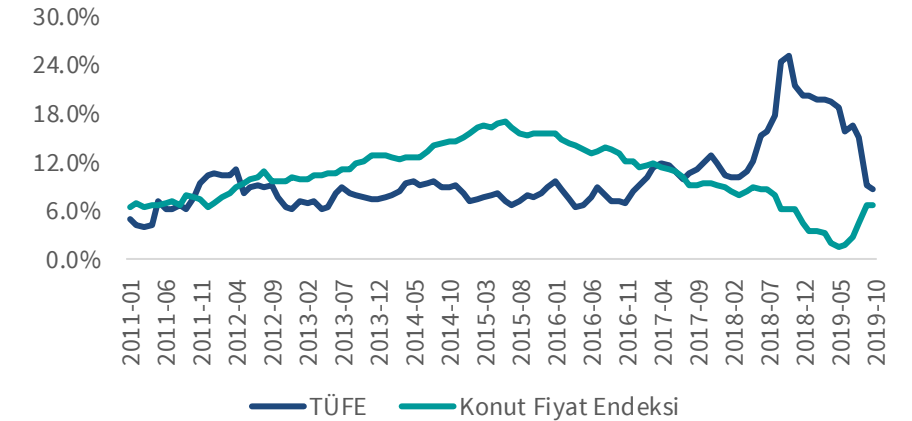
GYO endeksi son 6 ayda piyasaya göre %30 daha iyi performans göstermesine rağmen net aktif değerine göre hala %50 iskonto ile işlem görüyor. Kapsamımızda olan ve NAD'a göre endeksin %36'sını oluşturan Emlak Konut'un iskontosu ise %71 seviyesindedir. Düşen faizler sadece ev satışlarını desteklemekle kalmıyor, yaklaşık 22mlr TL net borcu olan sektörün finansman giderlerini de ciddi şekilde aşağı çekiyor. Hesaplamalarımıza göre, 2019 yılında yaklaşık 3.5mlr TL finansman giderine sahip olan sektör, bu kalemden giderlerini %40 seviyesinde aşağı çekebilecektir. Karlılığı ve temettü ödeme kapasitesi artacak sektörün önümüzdeki düşen faiz ortamında olumlu ayrışmasını bekliyoruz.

Konut Satışları Büyüme Trendi



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Enflasyon ve Konut Fiyat Endeksi



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket verileri

Otomotiv

2020 yılında yurtiçi pazarda çift hane büyüme bekliyoruz

İki yıl üst üste zayıf talebin etkisiyle önemli ölçüde daralan bir iç pazarın ardından, 2020 yılında otomotiv pazarının yıllık bazda %17'lik bir büyüme göstererek 2020 yılını 575bin adet seviyesinde tamamlamasını öngörüyoruz. Özellikle oto kredilerinde düşen faiz oranlarının tüketici iştahını artıracaklarını, bunun da tüketici güvenine yansıtacağını ve 2020 yılında yurtiçi otomotiv talebini güçlü tutacağını bekliyoruz. 2020 yılında Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) için %4 büyüme beklentisi hem binek hem de ticari tarafta daha iyi bir talep ortamı yaratacaktır. Hafif Ticari Araçtaki (HTA) büyüme daha yüksek marjlı bir segment olduğu için hem Tofaş hem de Ford Otosan için ayrıca olumludur.

İhracat pazarlarında ılımlı büyüme

Avrupa pazarının 2020 yılında kısmi daralmasını bekliyoruz. Avrupa Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı olup buradaki gelişmeler (PSA ve FCA birleşmesi ve VW & Ford Motor Corp işbirliği vs) 2020 yılında yakından takip edilecek konular olacak. Türkiye'nin Avrupa için bir otomotiv üretim merkezi olduğu düşünüldüğünde bu işbirliklerinden Türkiye için yeni proje potansiyeli olma ihtimalini yüksek görüyoruz. İngiltere'nin önemli bir ihracat noktası olması nedeniyle ılımlı bir Brexit süreci ise özellikle Ford Otosan için katalizör görevi görecek.

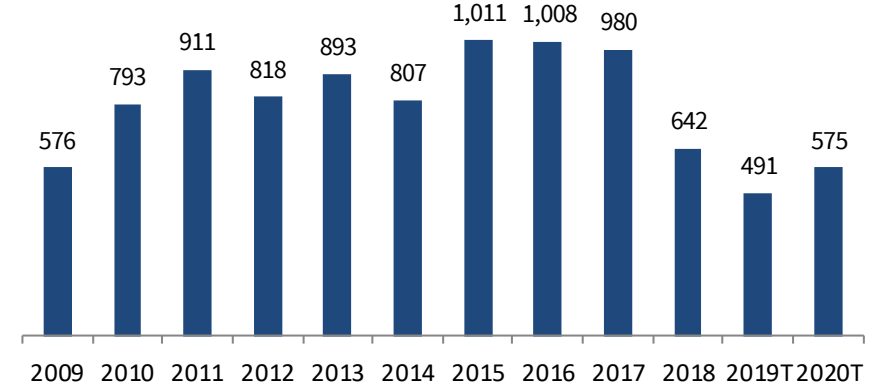
Türkiye'nin otomobili, Türkiye için yeni bir dönem

Türkiye'nin Otomobili Girişim Grubu (TOGG), yerli otomobilin yürüyen ilk ön gösterimini 27 Aralık'ta gerçekleştirdi. Bu yeni elektrikli araç Bursa'da 22 milyar TL (3.7 milyar ABD\$) yatırım maliyeti ile üretilecek. Tesis yıllık 175.000 adet üretim kapasitesine sahip olacak. Fikri mülkiyet hakları tamamına sahip olunulan proje, devlet vergi kesintileri ve muafiyetleri, proje kredisi destekleri, yılda 30.000 araç satın alma garantisi ile destekleniyor. Yatırım taahhüdünün süresi 30 Ekim 2019'dan itibaren 13 yıl olacaktır. Arabanın onbeş yıl içinde beş modeli olacak. Uzun zamandır beklenen Türkiye'nin otomobilinin Türk otomotiv endüstrisi ve pazar açısından bir oyun değiştirici olması bekleniyor.

Hem Tofaş'ı hem de Ford Otosan'ı beğeniyoruz

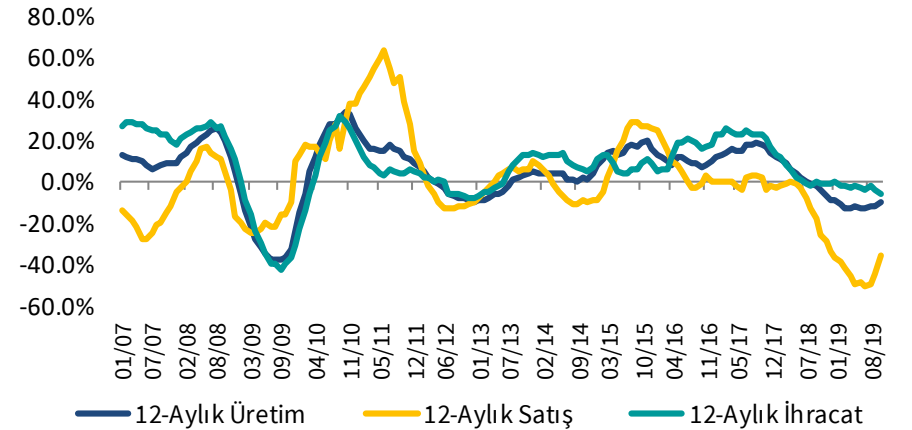
Araştırma kapsamımızda bulunan bu iki şirketi farklı nedenlerden dolayı beğeniyoruz. Tofaş için al ya da öde sözleşmeleri, iç pazardaki artan pazar payı ve yeni Doblo ile ilgili gelişmeler ve PSA ve FCA birleşmesinin olası sonuçları sayesinde güçlü nakit akışı ile ön plana çıkıyor. Ford Otosan ise güçlü ihracat adetleri, yüksek kapasite kullanımı, Ford Motor ve VW ittifakıyla ilgili gelişmeler ve yılda iki kez temettü dağıtma kapasitesiyle öne çıkıyor.

Türkiye Otomotiv Pazarı (000 adet)



Kaynak: Otomotiv Sanayi i Derneği (OSD) , Garanti BBVA Yatırım

12 Aylık Üretim, İhracat ve Pazar Büyümesi



Kaynak: Otomotiv Sanayi i Derneği (OSD) , Garanti BBVA Yatırım

Petrol ve Rafineri

OPEC üretim kesintileri ile başlayan zor bir yıl

ABD-Çin ticaret sorunları, Brexit görüşmeleri, küresel makroekonomik endişeler, İran yaptırımları ve sorunları petrol piyasasını yakından ilgilendiren ve etkileyen konular olarak son dönemde öne çıkmaktadır. Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) ve Rusya, Mart 2020 sonuna kadar petrol üretim kesintilerini günde 500bin varil olması konusunda anlaştı. Üretim kesintileri 1 Ocak itibarıyla yürürlüğe girdi. Uluslararası Enerji Ajansı (EIA) raporuna göre, OPEC şu anda toplam üretimini 1.7mn varil/gün azaltmış bulunuyor.

Mart 2020'nin sonunda OPEC'in nasıl bir strateji izleyeceği ise belirsiz. Üretim kısıtlamalarına eğer diğer ülkeler tam anlamıyla uyum sağlamazsa Suudi Arabistan da pazar payını kaybetmemek adına bu anlaşmadan uzaklaşabilir. Öte yandan Uluslararası Enerji Ajansı (EIA), ham petrol fiyatlarının, özellikle yılın ilk yarısında yükselen küresel petrol stokları nedeniyle, 2020 yılında 2019 yılına göre ortalama olarak daha düşük olacağını (Varil başına 60.5 ABD\$) öngörüyor. Bu öngörü son gelişmeleri gözönünde bulundurmuyor.

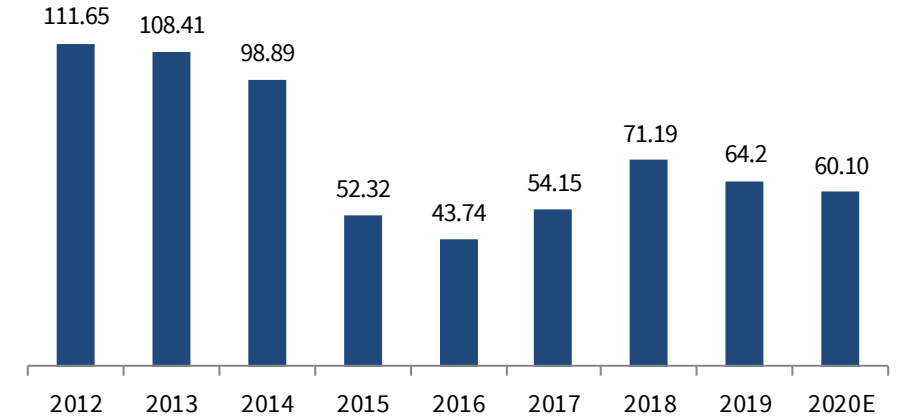
Uluslararası Denizcilik Örgütü'nün (IMO) sülfür limiti kısıtlamalarının 2020 yılında uygulamaya konulmasıyla dizel spread'lerinde toparlanma göreceğiz

IMO-2020 sülfür kısıtlamaları, 1 Ocak 2020 tarihinden itibaren yürürlüğe girdi. Bununla birlikte uluslararası sularda gemi taşımacılığında kullanılan deniz akaryakıtının sülfür içeriğinin (ağırlıkça %3.5'ten %0.5'e) önemli oranda azaltılması hedefleniyor. Bu uygulamada rafinaj sektörünün üstüne düşen görev kirli yakıtı temiz yakıtı dönüştürmek ve orta distillatlara (özellikle dizel) olan talebi artıracak uyumlu gemi yakıtları üretimini artırmak olacaktır. Artan dizel talebinin ürün spread'lerine de 2020 yılında yansımaları bekliyoruz. Tüketimdeki bu değişiklik, Tüpraş gibi yüksek dizel verimine sahip rafineriler için avantajlı olacaktır.

Orta distilatlar için güçlü spread öngörürken Tüpraş için rafineri marjı beklentilerimiz daha düşük

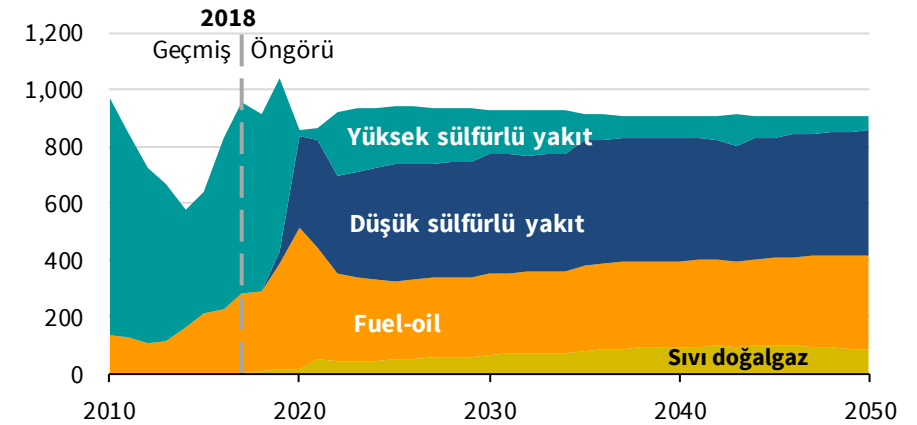
Tüpraş'ın yüksek dizel ve düşük fuel oil üretimine sahip olması sayesinde IMO standartlarının yürürlüğe konulmasıyla artan dizel talebinden Akdeniz bölgesinde en olumlu etkilenen rafinerilerden biri olması beklenmektedir. Tüpraş'ın iyileşen dizel spread'lerinden 1Ç2020 itibarıyla yararlanmaya başlamasını bekliyoruz. Buna karşılık ham petrol maliyetinin Brent'e göre iskontosunun azalması Tüpraş'ın rafinaj karlılığı üstünde baskı yaratmaya devam edecektir.

Yıllık Ortalama Petrol Fiyatları (ABD\$/varil)



Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı (EIA)

Uluslararası Deniz Taşımacılığında Yakıt Kullanım Değişimi



Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı (EIA)

Petrokimya

Etilen nafta spread'indeki daralma çarpıcı

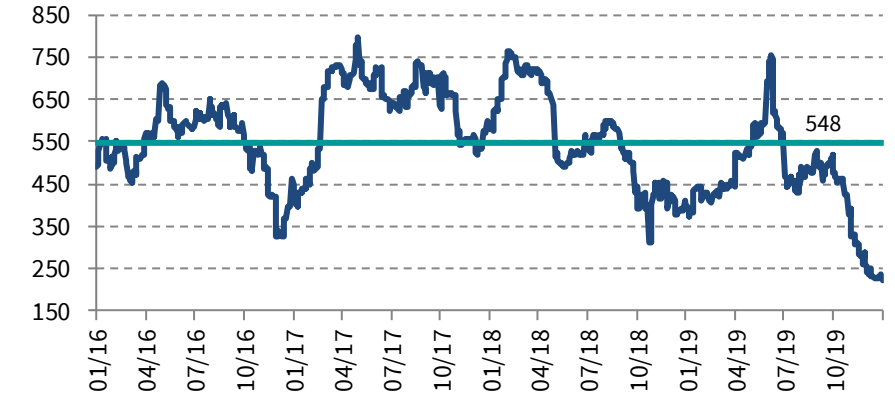
ABD'de etan bazlı üreticilerden gelen etilen kapasitesi ilaveleri ve küresel ekonomideki yavaşlama, 2020'de etilen ve polimer marjları üzerinde baskı yaratmaya devam edecektir. Nafta etilen spread'i beş yıllık ortalaması olan ton başına 550 ABD\$ seviyesinin çok uzağında ton başına 230 ABD\$'dan işlem görmektedir. Bu seviyelerden biraz toparlanma beklessek de genel olarak petrokimya endüstrisi için beklentilerimizi muhafazakar tutuyoruz. Petrokimya üretim kapasitesindeki artışlar 2020 ve sonrasında ürün marjlarını baskılamaya devam edecek. Bunların haricinde plastik atıkların çevresel etkisi, atık yönetiminin toplumların önemli gündem maddelerinden biri haline gelmesi ve yeni plastik ambalajlarındaki artan geri dönüştürülebilir içeriğin desteklenmesi, talebin orta/uzun vadede azalmasına yol açacaktır. 2020 yılının petrokimya için bir başka zorlu yıl olmasını bekliyoruz.

Yeni petrokimya projeleri yolda

Petrokimya ithalatı 2018 yılında 13mlr ABD\$'a ulaştı. Bu nedenle hükümet yeni girişimleri destekliyor. Hükümet Hazine ve Maliye Bakanlığının 2020-2022 Yeni Ekonomi Programı kapsamında, Türk Varlık Fonunun özel sektör veya yabancı sermaye iş birliklerine dayanan petrokimya, madencilik ve yerli kaynaklardan elektrik üretimi alanlarında sabit sermaye yatırımlarında yer alması öngörülmüştü.

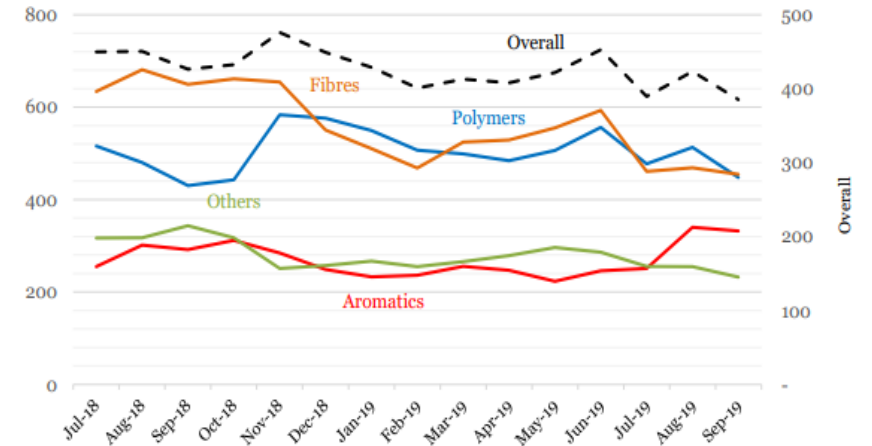
- **Socar, Aliğa yarımadasında yeni bir petrokimya tesisi kurmayı planlıyor:** Socar Türkiye, STAR rafinerisine ve Aliğa yarımadasında bulunan Petkim petrokimya tesislerine bitişik paraksilen (PX) ünitesi üretmek için yeni bir aromatik ünite kurmayı planlıyor. Bu yatırım, reformat ve Xylene ürünlerini Türkiye'nin toplu olarak ithal ettiği katma değerli bir petrokimya ürünü olan PTA ve PX'e dönüştürecek. Yeni tesisin 2022 yılı sonuna kadar toplam 1.5-2.0mlr ABD\$ yatırım ile tamamlanması planlanıyor.
- **Türkiye Varlık Fonu Ceyhan'da 10 milyar ABD\$'lık bir petrokimya ve rafineri tesisi inşa edecek:** Ceyhan petrokimya ürünleri için bir merkez ve halihazırda bölgede geliştirilmekte olan bir petrokimya projesi var. Rafineri ve petrokimya kompleksi için tasarım ve mühendislik çalışmaları tesisin inşaatının başlayacağı 2021 yılına kadar tamamlanacak. Böyle bir kompleksin Türkiye'nin cari işlemler açığını yıllık 1.5mlr ABD\$ azaltması hedefleniyor.
- **Tekfen Mersin'de Toros Tarım'ın arazisinin üstünde yeni bir polipropilen yatırımı yapacak:** Santralin yıllık toplam 500 bin tonluk üretim kapasitesine sahip olması ve tahmini yatırım maliyetinin 1.4mlr ABD\$ olması bekleniyor. Yatırım kararının onaylanması halinde Tekfen'in yatırım için ortaklıklar kurması bekleniyor.

Nafta -Etilen Spread (ABD\$/ton)



Kaynak: Bloomberg, Garanti BBVA Yatırım

Ürünler ve Ağırlıklı Spread (ABD\$/ton)



Kaynak: Platts & Company

Telekomünikasyon

Güçlü ARPU büyümesi ve daha ılımlı rekabet beklentisi

2020'de telekom sektörü için görüşümüz olumlu. Telekom operatörlerin, 2020'de geçtiğimiz dönemlerdeki yüksek enflasyonu Abone başına elde ettikleri gelirlerine (ARPU) yansıtmaya devam edeceklerini, dolayısıyla mevcut enflasyonun üzerinde ARPU büyümesine ulaşacaklarını düşünüyoruz. Ayrıca 5G teknolojisinin daha çok konuşulmaya başladığı ve gündeme gelmeye başladığı bu dönemde, operatörlerin gelecekteki yüklü yatırımları için sert fiyat ve pazar payı rekabetine gitmeyeceğini, daha çok karlılığa ve daha güçlü serbest nakit akımı verimliliğine odaklanacaklarını düşünüyoruz. Ayrıca ARPU faturalı abonelerde daha yüksek olması, daha öngörülebilir ve güvenli gelir elde edilmesi sebebiyle, sektörde faturalı abone kazanımı, temel odak noktası olmaya devam edecektir.

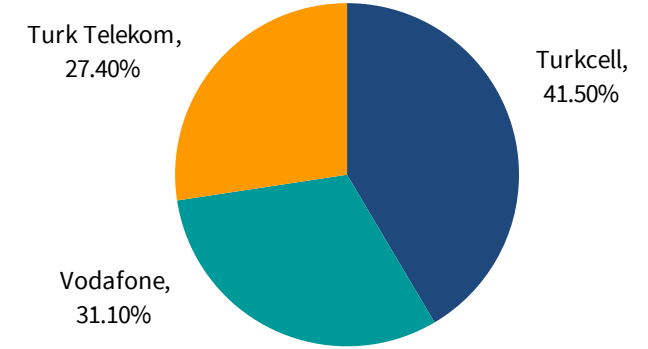
Ortak fiber altyapı 2020'de daha ön planda olabilir

2Ç19 itibarıyla Türkiye'deki bütün işletmecilerin sahip olduğu fiber altyapı yıllık %8 'lik bir artışla 364.549 km'ye ulaşmıştır. Bu altyapının yaklaşık %79.3'ü Türk Telekom'un (TTKOM, Not Yok) iken yaklaşık %12.5'i ise Turkcell'indir (TCELL, EÜ). 5G yatırımları için daha fazla fiber altyapıya ihtiyaç olduğu göz önünde bulundurulduğunda, her operatörün kendi alt yapısı kurmasından ziyade yatırım harcamalarının azaltılmasında ve verimliliğin artırılmasında önemli bir faktör olan altyapı paylaşımı ve ortak yatırım ile ilgili düzenlemelerin gündemde olabileceğini düşünüyoruz. Araştırma kapsamımızda yer alan Turkcell model portföyümüzde olup sektördeki güçlü pozisyonu, güçlü finansalları ve yeni hedefleri ile öne çıkabileceğini düşünüyoruz.

Özetle sektör rakamları

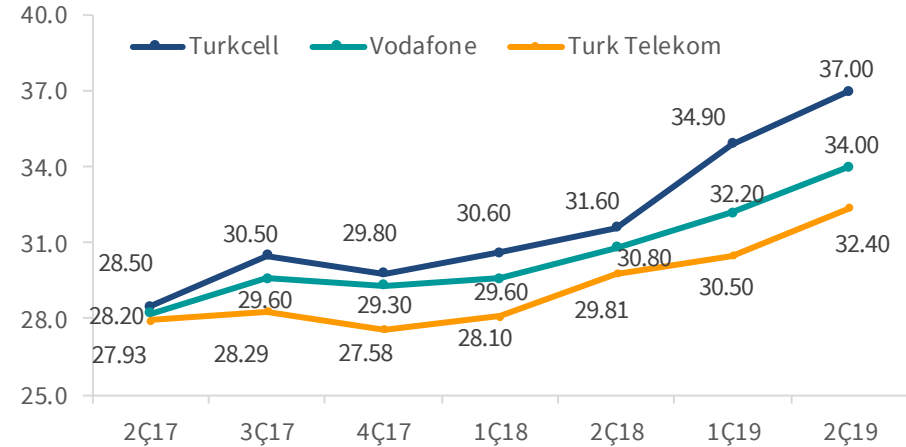
Sabit abone sayısı 2Ç19'da 11.4mn iken penetrasyon oranı %14 olarak gerçekleşmiştir. Genişbant internet abone sayısı 2Ç19'da 13.8mn sabit abone, 61.5mn mobil abone olmak üzere toplam 75.3mn olup, eve kadar fiber (FTTH) abone sayısı yıllık %46.6 ile en hızlı artışı göstermiştir. Mobil tarafta ise abone sayısı 2Ç19'da 81.6mn ve mobil hat penetrasyon oranı %99.5 olmuştur. 2Ç19 itibarıyla mobil abonelerin %41.6'sını ön ödemeli aboneler oluştururken, son bir yıl içerisinde faturalı abonelerin oranı %57.1'den %58.4'e çıkmıştır. Mobil operatörlerin gelirlerinin dağılımına bakıldığında, 2Ç19'da 2019 yılı ikinci çeyrek itibarıyla konuşma gelirleri Türk Telekom Mobil'in gelirlerinin %38.4'ünü, Vodafone'un gelirlerinin %9.2'sini ve Turkcell'in gelirlerinin %12,6'sını oluştururken, Data gelirleri ise TT Mobil'de %52.7, Vodafone'da %83.4 ve Turkcell'de %69,5'luk paya sahiptir. Abone sayısı bakımından, Turkcell %41.5 pazar payıyla liderliğini sürdürürken, Vodafone %31.1 ve Türk Telekom %27.4 pazar payına sahiptir.

Abone Sayısına Göre Pazar Payları



Kaynak: BTK, Garanti BBVA Yatırım

Abone Başına Aylık Gelir (ARPU - TL)



Kaynak: BTK, Garanti BBVA Yatırım

Diğer Sektörler

Cam Sektörü

Otomotiv, inşaat, beyaz eşya, gıda, meşrubat, ilaç, kozmetik, turizm gibi lokomotif sektörlerine hizmet veren cam sektörü, girdilerinin tamamına yakınına yurtiçinden tedarik eden, ihracat yeteneği ile ülke ekonomisine net katma değer yaratan önemli bir sektördür.

- Şişe Cam'ın iştirakleri vasıtasıyla hem coğrafi hem de ürün yelpazesi bakımından çeşitlendirilmiş iş yapısını beğenmekteyiz. Ayrıca Şişe Cam'ın ihracat ve döviz bazlı gelirlerine karşılık daha düşük döviz bazlı maliyet yapısı sebebiyle TL'nin ABD\$ ve Avro karşısındaki zayıflığından olumlu etkilenmektedir.
- 2020'de düz cam segmenti için iyimseriz. Trakya Cam'ın yurtiçindeki güçlü konumu, %69'luk pazar payı ve temel olarak inşaat, otomotiv beyaz eşya ve enerji sektörlerine hizmet verdiği dikkate alındığında, önümüzdeki dönemlerde Trakya Cam ekonomideki büyümeden ve düşen faiz ortamından olumlu etkileneceğini bunun ise düz cam talebini destekleyeceğini ve güçlü talebin Şirket'in fiyatlandırma gücünü olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz.
- Cam ambalaj alanında faaliyet gösteren Anadolu Cam, konsolide gelirlerinin yaklaşık %63'ünü Türkiye'den ve 37%'sini ise uluslararası satışlardan elde etmiştir. Anadolu Cam'ın yurtiçinde toplam satışların %54'ünü maden suyu, bira ve gıda sektörleri oluşturmaktadır. Tüketim artışına dayalı GSYH büyümesi bu sektörler ve dolayısıyla Anadolu Cam'a olumlu yansiyabilir. Şirket, mevsimselliğin ve rekabetin etkilerini azaltmak için ihracat gelirlerini artırmayı hedeflemektedir. Güçlü Ruble, Rusya faaliyetlerinden TL cinsinden daha fazla gelir elde edilmesini sağlamaktadır. Son olarak, Rusya'da daha ucuz doğal gaz maliyeti şirketin toplam operasyonel maliyetlerindeki enerji ağırlığını azaltmaktadır.
- Kimyasallar tarafında ise, Soda Sanayii'nin gelirlerinin neredeyse tamamı döviz bazlı olup ayrıca döviz uzun pozisyonuna sahiptir. Bu sebeple TL'nin seyri şirketin finansalları için önemlidir. Soda külü gelirleri toplam gelirlerinin yaklaşık %65'ini oluşturmaktadır. Soda Sanayii'nin soda külü fiyatlarının 2020'de %3 artacağını öngörmekteyiz. Soda Sanayii'nin, ABD'de toplam 2.7mn ton kapasiteli doğal soda yatırımının piyasa tarafından henüz fiyatlanmadığını düşünüyoruz. 2024 yılında faaliyete geçmesi planlanan yatırımın yıllık 300mn ABD\$ gelir ve mevcut faaliyetlerine kıyasla 250-300 baz puan daha yüksek FVAÖK marjı getirmesini beklemektedir. Yeni yatırımı global olarak pazar payının artıracak olması, ürün ve coğrafya çeşitliliği sağlaması, konsolide gelir ve FVAÖK'e katkısı nedeniyle olumlu değerlendiriyoruz.

Gübre Sektörü

Türkiye'de gübre tüketimi, satış hacmi bakımından 2007-2017 yılları arasında yaklaşık %23 artış (5.14mn ton – 6.33mn ton arasında tüketim) göstermiştir. Bununla birlikte ithalat hacmi aynı dönem için %81 artmıştır. Yüksek miktarda gübre ithalatı (2017 yılında 4.3mn ton, toplam tüketimin %68'ini oluşturmaktadır), yurtiçi üreticilerin kapasite kullanım oranlarının düşük seyretmesine (2017 yılında %61 kapasite kullanım oranı) neden olmaktadır. Türkiye'de gübre üretimi için kullanan azot, potasyum, fosfor ve doğal gaz gibi hammaddelerin ülke içinde bulunmaması sebebiyle, gübre sektörü ithalata ve yurtdışındaki gelişmelere bağlı durumdadır. Türkiye'de faaliyet gösteren gübre üreticileri hammadde ihtiyaçlarının yaklaşık %90-95'ini yurtdışından temin etmektedir. Bu sebeple, Türk gübre şirketlerinin fiyatlama esnekliği zayıftır ve marjlar Türkiye dışındaki fiyatlama ve maliyet gelişmelerine oldukça duyarlıdır.

- Araştırma kapsamımızda olan gübre şirketlerinden Bağfaş, CAN tesisinden 2020'de daha fazla üretim ve ihracat hacmi beklentimiz sebebiyle model portföyümüzde bulunmaktadır. Gübre Fabrikaları içinse (GUBRF, GG) en önemli beklenti 2017'de 1,505bin ons kanıtlanmış ve muhtemel altın rezervi hesaplanmış olan Söğüt madeni ile ilgili gelişmelerdir. Mahkeme, Söğüt maden sahasının GUBRF'na teslimine ve işletme hakkının GUBRF adına tesciline karar vermiştir. GUBRF'nın altın madeni konusunda bilgi ve tecrübe eksiliğinin olması nedeniyle, maden konusunda tecrübeli bir şirketle yapacağı yeni bir rödevans sözleşmesi hisse için katalist olabilir.

MODEL PORTFÖY

BİST - Model Portföy Performansı

Model Portföy: 2019 yılında BİST 100 üstünde %26.5 getiri ile güçlü performans

Model portföyümüz, 2019 yılında BİST 100 endeksinin %26.5 üstünde getiri sağlayarak güçlü bir performans sergilemiştir. BİST 100 endeksi 2019'de %25 yükselirken, en beğendiğimiz hisse seçimlerini içeren model portföyümüz %59 artmıştır. Bu performansımız, güçlü finansal görünümü ve cazip değerlemeleri bulunan şirketler içinden dikkatli hisse seçimlerimizin sonucudur.

Tercih ettiğimiz hisseler:

Halihazırda 10 hisseden oluşan Model Portföyümüzde 2 banka ve 8 banka-dışı hisse bulunmaktadır. Model Portföyümüzdeki hisseler ve ağırlıkları: AKBNK (%13), VAKBN (%13), ASELS (%10), BAGFS (%9), EREGL (%9), FROTO (%10), KOZAL (%9), MGROS (%9), TCELL (%9), TOASO (%9).

AKBNK: Düşen fonlama maliyeti ve yüksek sermaye yeterlilik oranı

ASELS: Artan iş yükü ve nakit yaratmada iyileşme beklentisi

BAGFS: CAN tesisinde artan kapasite kullanım oranı

EREGl: Cazip değerlendirme ve düşen demir cevheri fiyatı

FROTO: Güçlü ihracat, yurtiçinde olumlu beklentiler

KOZAL: Altın üretimindeki artış ve daha güçlü altın fiyatları

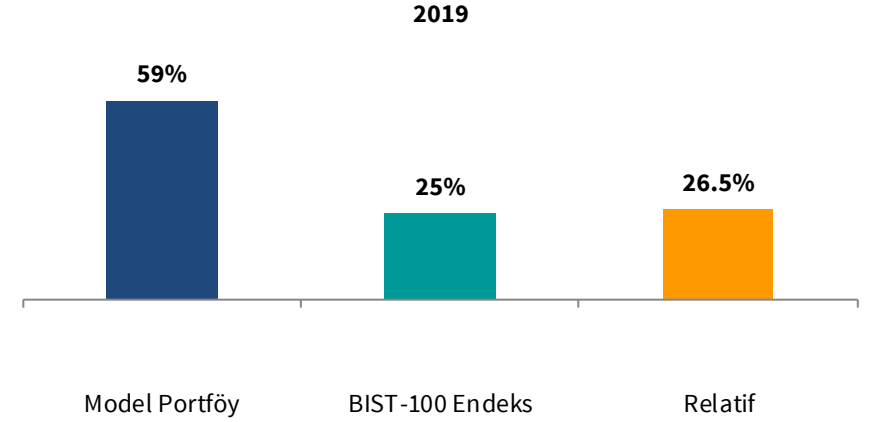
MGROS: Düşen borçlulukla beraber artan karlılık

TCELL: Güçlü faaliyet kar marjının devam etmesi beklentileri

TOASO: Düşük faizli taşıt kredilerinin olumlu etkisi

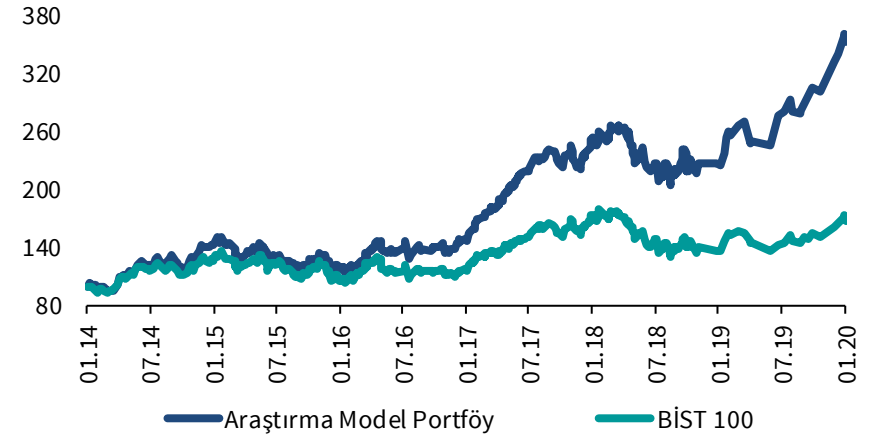
VAKBN: Olumlu marj beklentileri

BİST - Model Portföy Performansı



Kaynak: Matriks, Garanti BBVA Yatırım

Model Portföy Performansı



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Akbank (AKBNK)

Şirketi neden beğeniyoruz

Akbank için “Endeks Üstü” tavsiyemizi korurken, 12 aylık ileriye dönük hedef fiyatımız olan 11.00TL %39 artış potansiyeline işaret etmektedir. Bu tahminimize baz teşkil eden varsayımlarımız; %7 uzun vadeli büyüme, %14.5 risksiz faiz oranı ve %17.7 seviyesinde uzun vadeli özsermaye getirisidir.

Akbank’ın güçlü sermaye yeterliliği ve aktif kalitesi, fonlama ve likidite tabanının güçlü olması diğer bankalarla karşılaştırıldığında volatil zamanlarda avantaj sağlıyor. Akbank’ın ana sermaye oranı Eylül 2019 sonu itibariyle %16.7 iken, benzerlerinin ortalaması %14’tür. Akbank ayrıca, %6.3 toplam karşılık ayırma oranı ve karşılıklar öncesi %7.7 kar marjı ile benzerlerine göre pozitif ayrılmaktadır.

2020 beklentileri

Banka 2020 yılında %15 seviyesine yakın bir TL kredi büyümesi beklerken, net faiz marjının ise %4 seviyesinde yatay kalmasını bekliyor. Ancak, son dönemde düşen mevduat faizleri özellikle net faiz marjı üzerinde yukarı yönlü riskler barındırmakta. Banka, komisyon gelirleri tarafında ise kredi kartları ve ödeme sistemleri üzerine gelen regülasyonların baskılayıcı unsur yarattığını ve 2020’de tek haneli komisyon gelir büyümesinin ihtimal dahilinde olduğunu belirtiyor.

Değerleme

Akbank 2020 tahminlerimize göre 0.7x F/DD ve 5.2x F/K ile işlem görüyor. Uzun dönemli gerçekleşen F/K trendine baktığımızda ise, banka son 5 yıl ortalamalarına yakın işlem görmektedir. Önümüzdeki yıl %39’a varmasını beklediğimiz kar büyümesi ve %15.3 seviyesinde özkaynak karlılığı düşünüldüğünde bankanın daha yüksek çarpan seviyelerini hak ettiğini düşünüyoruz.

Katalizörler

4Ç19 bilançosunun beklentilerden iyi gelmesi, makro tarafta beklentilerin ötesinde yaşanacak iyileştirmeler, TCMB’nin makro ve global koşulların elvermesi durumunda yapacağı muhtemel faiz indirimleri, TL’nin değer kazanması, aktif kalitesi tarafında beklentilerden daha iyi görünüm

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL7.94	TL11.00	39%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri

03.01.2020

Bloomberg/Reuters:	AKBNK.TI / AKBNK.IS
Piyasa Değeri (TLmn)	41,288
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	6,924

Relatif Performans:

1 ay 3 ay 12 ay

-2% -8% 11%

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	5.49 / 8.28
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	46.1
YBB TL Getiri:	-2%
Beta (2 yıl, haftalık)	1.53
BİST-100'deki ağırlığı	8.22%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	5,200
Yabancı Payı:	Mevcut 12A önce 73.5% 78.7%

Ortaklık Yapısı:

Sabancı Holding ve ilişkili kuruluşlar %49, Halka açık %51

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Kar (TL mn)	5,690	5,697	7,943	9,964
Yıllık Değişim	-6%	0%	39%	25%
Toplam Varlık (TL mn)	327,642	369,232	404,534	438,421
Yıllık Değişim	4%	13%	10%	8%
Özkaynaklar (TL mn)	43,809	48,083	56,026	64,401
Yıllık Değişim	8%	10%	17%	15%
Kredi/Mevduat	98%	95%	99%	105%
NFM	4.0%	4.0%	4.4%	4.4%
Gider/Gelir	29%	32%	32%	32%
F/K (x)	7.3	7.2	5.2	4.1
F/DD (x)	0.9	0.9	0.7	0.6
Özkaynak Getirisi	13.5%	12.4%	15.3%	16.0%
Varlık Getirisi	1.8%	1.6%	2.1%	2.2%

Aselsan (ASELS)

Şirketi neden beğeniyoruz

Şirketle ilgili görüşümüz olumludur. Bunda; i) Büyüyen Türkiye savunma sektörünün önde gelen oyuncusu olması, ii) güçlü iş yüküyle beraber benzerlerinin üzerinde karlılık oranıyla çalışması, iii) işletme sermayesi ve nakit üretiminde beklenen iyileşme (şirket 4Ç19'da nakit borçtan net nakde geçtiğini açıklamıştır ve iv) şirketin son bir yıldaki zayıf hisse performansı (endeksin yaklaşık %25 altında) etkilidir.

2020 beklentileri

2019 yılında Aselsan, %19-20 FAVÖK marjıyla %40-50 oranında gelir artışı bekliyor. Bizim tahminlerimiz de şirketin beklentileriyle uyumlu. Buna bağlı olarak 2019'da net satışlarda yıllık %49 artış bekliyoruz. Buna ek olarak, şirketin 2016-2018 yıllarındaki ortalama %20.5 FAVÖK marjına kıyasla %20.9 FAVÖK marjı öngörüyoruz.

Aselsan'ın 2016'da 6.2mlr ABD\$ olan işyükü 9A19 sonunda 9.8mlr ABD\$'na yükselerek, geçen üç yılda hızlı bir artış gösterdi. Gelecek üç yılın her biri için yeni anlaşma beklentileri göz önüne alındığında Aselsan'ın işyükünün 2021 sonunda 10.3mlr ABD\$ seviyesine gelmesini bekliyoruz. 2020 için, benzer bir FAVÖK marjı ve önceki yıla göre %33 satış büyümesi tahmin ediyoruz.

Değerleme

Aselsan'ı İNA yöntemiyle değerlemeye devam ederken yeni 12 aylık hedef fiyatımız 25.89TL (önceki 23.45TL) %19 artış potansiyeli sunmaktadır.

Katalizörler

i) Yeni iş yükü eklemeleri; ii) nakit dönüşüm döngüsündeki normalleşme ve iyileşme iii) beklenenden yüksek temettü dağıtımı

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL21.78	TL25.89	19%	EP

Hisse Senedi Bilgileri

03.01.2020

Bloomberg/Reuters:	ASELS.TI / ASELS.IS
Piyasa Değeri (TLmn)	24,829
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	4,164
Firma Değeri (TLmn)	25,241
Net Borç (TLmn 3Ç19)	412

Relatif Performans:

1 ay

3 ay

12 ay

9%

4%

-25%

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):

16.46 / 26.15

Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:

73.8

YBB TL Getiri:

4%

Beta (2 yıl, haftalık)

0.99

BİST-100'deki ağırlığı

2.38%

Ödenmiş Sermaye (mnTL):

1,140

Yabancı Payı:

Mevcut

12A önce

27.4%

36.2%

Ortaklık Yapısı:

TSK Vakfı %74.2, Halka Açık %25.8

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (TLmn)	9,009	13,622	18,116	23,215
Yıllık Değişim	66%	51%	33%	28%
FVAÖK (TLmn)	1,896	2,842	3,833	4,985
Yıllık Değişim	64%	50%	35%	30%
Net Kar (TLmn)	2,318	3,316	4,405	5,645
Yıllık Değişim	68%	43%	33%	28%
FVAÖK marjı	21.0%	20.9%	21.2%	21.5%
F/K (x)	10.7	7.5	5.6	4.4
FD/FVAÖK (x)	13.3	8.9	6.6	5.1
FD/Net Satışlar (x)	2.80	1.85	1.39	1.09
Hisse Başına Kar (TL)	2.03	2.91	3.86	4.95
Hisse Başına Temettü	0.07	0.15	0.19	0.25
Temettü Verimi	0.3%	0.7%	0.9%	1.1%

Bagfas (BAGFS)

Şirketi neden beğeniyoruz

Bagfas'ın yıllık üretim kapasitesi, AN/CAN fabrikasının Ağustos 2015'te üretime geçmesiyle 610bin tondan 1.26mn tona çıkmıştır. Bagfas'ın CAN tesisinde iyileştirme çalışmaları tamamlanmış olup, 3Ç18 itibarıyla üretim başlamıştır. 2019 yılında ise CAN tesisinin şirket faaliyetlerine katkısı daha görünür olmuştur. 2020'da için daha yüksek CAN üretim beklentimiz, Bagfas'ın ihracat siparişlerinin bu dönemlerde artma olasılığı, geçen sene ile karşılaştırıldığında daha sağlıklı bilanço yapısı ve kur hareketlerine karşı daha az kırılgan olması ve yurtdışı benzerlerine göre hala iskontolu işlem görmesi nedenleriyle şirketi beğenmeye devam ediyoruz. Bagfas'ın kendi enerji ihtiyacının tamamını karşılaması ve ihracat yapabilme yeteneği, Şirket'e maliyet avantajı sağlarken yurtiçi pazara bağımlılığını azaltmaktadır.

2020 beklentileri

BAGFS 9A19'da 296.5bin ton gübre ihracatı yaparken, 43.5mn ABD\$ ihracat geliri elde etmiştir. (9A18'de 138.5bin ton ve 19.2mn ABD\$). Şirket 9A19'da toplam gübre üretiminin %69'unu oluşturan, 370bin ton CAN üretimi yapmıştır ve 260bin ton CAN ihracat etmiştir. CAN tesisi için 2019'da %78 kapasite kullanım oranı ve 515bin ton üretim beklerken, 2020 içinse %91 kapasite kullanım oranı ve 600bin ton CAN üretimi bekliyoruz. Şirketin gelirlerinin ve FVAÖK'ünün 2019'da sırasıyla yıllık %152 ve %474 artacağını beklentimizin üstüne 2020'de %23 gelir ve %19 FVAÖK büyümesi hesaplıyoruz. CAN tesisindeki üretim miktarı değerlememiz için en önemli risk unsurdur.

Değerleme

Bagfas için Endeks Üstü getiri tavsiyemizi sürdürürken, 12 Aylık hedef fiyatımız olan 23.80TL %43 getiri potansiyeli taşımaktadır. Bagfas 2020T 4.9x FD/FVAÖK çarpanıyla yurtdışı benzerlerine göre hala %27 iskontolu işlem görmektedir.

Katalizörler

i) Beklentilerimizin üstünde CAN üretimi ve ihracat hacmi, ii) gübre fiyatlarında artış, iii) TL'nin özellikle EUR karşısında değer kazancı iv) olası temettü dağıtım kararı.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL16.67	TL23.80	43%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri	03.01.2020		
Bloomberg/Reuters:	BAGFS.TI / BAGFS.IS		
Piyasa Değeri (TLmn)	750		
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	126		
Firma Değeri (TLmn)	1,149		
Net Borç (TLmn 3Ç19)	399		
Relatif Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	12%	45%	174%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	4.65 / 17.23		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	1.9		
YBB TL Getiri:	-1%		
Beta (2 yıl, haftalık)	0.91		
BİST-100'deki ağırlığı	-		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	45		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	11.0%	3.5%	

Ortaklık Yapısı:	Recep Gencer %40.4, Halka Açık %59.6
------------------	--------------------------------------

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (TLmn)	357	900	1,110	1,288
Yıllık Değişim	-31%	152%	23%	16%
FVAÖK (TLmn)	34	198	236	266
Yıllık Değişim	-68%	474%	19%	13%
Net Kar (TLmn)	-108	118	145	177
Yıllık Değişim	955%	-210%	23%	22%
FVAÖK marjı	9.7%	22.0%	21.2%	20.7%
F/K (x)	n.m.	6.3	5.2	4.2
FD/FVAÖK (x)	33.3	5.8	4.9	4.3
FD/Net Satışlar (x)	3.22	1.28	1.04	0.89
Hisse Başına Kar (TL)	-2.39	2.63	3.23	3.94
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.81	0.99
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	4.8%	5.9%

Erdemir (EREGL)

Şirketi neden beğeniyoruz

Erdemir'i i) cazip değerlendirme faktörleri, ii) düşen demir cevheri fiyatları, iii) yüksek kapasite kullanım oranı (KKO) ve güçlü nakit yaratma kabiliyeti, iv) yüksek temettü verimliliği sebeplerinden dolayı beğeniyoruz.

Mevcut demir cevheri fiyatlarının 2020 yılında ton başına 80-85 ABD\$ seviyesinde seyretmesini bekliyoruz. Bu seviyeler gerçekleşirse 2020 yılında marjlar da 2019 yılına göre daha yüksek seyredecektir. Düşük faiz oranları ile birlikte iyileşen yatırım ortamı sayesinde yurtiçi pazardaki tüketimin 2020 yılında daha olumlu seyretmesini bekliyoruz. Ayrıca şirketin güçlü temettü dağıtım politikası da onu öne çıkarmaktadır. Erdemir'in değişen/farklılaşan müşteri talebine bağlı olarak karlılığını destekleyecek ve koruyacak üç yıllık yatırım planını da geleceğe yatırım açısından önemsiyoruz.

2020 beklentileri

2020'de küresel çelik talebi, 2019 yılında çelik fiyatlarındaki %20'lik bir düşüşün ardından iyileşme gösteriyor. Türkiye'de 2020 yılında toplam yerel çelik tüketiminin %4'lük GSYH büyümesine paralel olarak artmasını bekliyoruz, bu da toplam çelik pazarının 25.5-26.0 milyon ton olduğunu gösteriyor. Erdemir için 2020 yılında toplam satış hacmini 5.4-5.5mn ton olarak hesaplıyoruz. Demir cevheri fiyatlarının önümüzdeki dönemde ton başına 80-85 ABD\$ seviyesinde seyretmesini bekliyoruz.

Erdemir, 2020-2022 döneminde iç verimliliği arttırmaya yönelik, maliyet düşürücü, kendi kendine yeterliliğe odaklanan 1.4mlr ABD\$ tutarında önemli bir yatırım programı başlattı. Bu yatırımlar Erdemir'de Yüksek Fırın yenileme projesi ve İsdemir'de toplam yıllık kapasitenin 3 milyon tona çıkarılması için yeni bir yüksek fırın yapılması şeklinde öngörülüyor. Diğer projeler içerisinde hem Erdemir hem de İsdemir'de yeni sinter fabrikası yatırımı bulunmaktadır. Erdemir, 2020 yılında bu bütçenin %30'unu harcamayı planlamaktadır.

Değerleme

Erdemir, 2020 tahminlerimize göre 3.9x FD/FAVÖK (2021T için 3.5x) çarpanında uluslararası emsallerine göre ıskontolu işlem görmektedir. Yüksek montanlı yatırım harcama programına rağmen, güçlü nakit yaratma kabiliyetinin de etkisiyle şirketin temettü dağıtım politikasında bir değişiklik öngörmemekteyiz. Erdemir'in 2020 yılında toplamı 3.25mlr TL temettü (%10.4 temettü verimi) dağıtacağını tahmin ediyoruz.

Katalizörler

i) Hem yurtiçinde hem de yurtdışında beklenenden daha iyi bir demir çelik talebi , ii) demir cevheri fiyatlarındaki sürekli gerilemenin güçlü marjlara yol açması, iii) beklentilerden daha iyi temettü oranı

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL8.95	TL11.51	29%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri	03.01.2020		
Bloomberg/Reuters:	EREGL.TI / EREGL.IS		
Piyasa Değeri (TLmn)	31,325		
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	5,253		
Firma Değeri (TLmn)	29,573		
Net Borç (TLmn 3Ç19)	-1,752		
Relatif Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	4%	22%	15%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	5.97 / 9.13		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	37.6		
YBB TL Getiri:	-1%		
Beta (2 yıl, haftalık)	0.86		
BİST-100'deki ağırlığı	5.70%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	3,500		
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	70.8%	75.0%	

Ortaklık Yapısı: Ataer Holding %49.3, Halka Açık %47.6, Diğer %3.08

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (TLmn)	27,015	27,721	28,892	30,516
Yıllık Değişim	44%	3%	4%	6%
FVAÖK (TLmn)	8,630	6,922	7,539	8,553
Yıllık Değişim	58%	-20%	9%	13%
Net Kar (TLmn)	5,598	4,034	4,066	4,666
Yıllık Değişim	49%	-28%	1%	15%
FVAÖK marjı	31.9%	25.0%	26.1%	28.0%
F/K (x)	5.6	7.8	7.7	6.7
FD/FVAÖK (x)	3.4	4.3	3.9	3.5
FD/Net Satışlar (x)	1.09	1.07	1.02	0.97
Hisse Başına Kar (TL)	1.60	1.15	1.16	1.33
Hisse Başına Temettü	0.84	0.92	0.93	0.93
Temettü Verimi	9.4%	10.3%	10.4%	10.4%

Ford Otosan (FROTO)

Şirketi neden beğeniyoruz

Ford Otosan'ı i) AB'deki daralma endişelerine rağmen güçlü ticari araç işi, ii) 2020'de önemli bir iyileşme göstermeyi umduğumuz yurtiçi ticari araç pazarındaki hakim konumu, iii) yurtiçinde ve yurtdışında beğenilen ve tercih edilen geniş ticari ürün portföyü, iv) Ford Motor'un VW ile işbirliğinin yaratacağı yeni proje potansiyeli, v) sağlam ve sürdürülebilir karlılık ve vi) güçlü temettü dağıtım politikası açısından beğeniyoruz. Şirket için iki yıldır devam eden Brexit tartışmalarının 2020 yılında arz ve talep dengesine zarar vermeden ılımlı bir şekilde çözülmesini bekliyoruz.

2020 beklentileri

AB pazarında talep azalma ihtimaline rağmen, 2020 yılında Ford Otosan açısından önemli bir hacim daralması beklemiyoruz. İhracat satışları, toplam gelirin %80'inden fazlasını oluştururken, toplam üretimin 2/3'ünü oluşturuyor. Özellikle LCV segmentinde iç pazardaki çift haneli büyümenin Ford Otosan'ın marjlarını hedeflenen seviyede tutacağına inanıyoruz. 2020 yılında Ford Otosan'ın %84 kapasite kullanım oranı ile 382 bin adet üretmesini bekliyoruz. Şirket için 2020 yılında 43mlr TL satış geliri ve %8.2 FVAÖK marjı bekliyoruz. 2020'de Brexit görüşmeleri, Ford Motor ve Volkswagen arasındaki işbirliği ve bu işbirliğinden kaynaklanacak potansiyel projeler takip edilecek ana konular arasında olacak. 2020 yılında Gölcük fabrikasında yatırım kararına yol açacak proje görüşmelerine başlanmasını bekliyoruz.

Değerleme

Ford Otosan şu anda 2020T 7.6x FD/FVAÖK ve 9.3x F/K ile global emsallerine göre hafif primli işlem görmektedir. Dağıtılabilir karın %80'inin nakit temettü olarak ödenmesini beklediğimiz Ford Otosan'ın 2020 (1Ç20 ve 3Ç20) yılında iki taksitte toplam 1.9 milyar TL temettü dağıtmasını (%8 temettü verimi) bekliyoruz.

Katalizörler

i) Volkswagen'in ticari araç (Transporter) üretimini Gölcük fabrikasına kaydırmak için Ford Motor Co ile görüş birliğine varması , ii) beklenenden daha güçlü Avrupa talebi ve iii) İngiltere'de sorunsuz bir Brexit geçişi.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL69.00	TL90.10	31%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri

03.01.2020

Bloomberg/Reuters:	FROTO.TI / FROTO.IS
Piyasa Değeri (TLmn)	24,213
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	4,061
Firma Değeri (TLmn)	27,948
Net Borç (TLmn 3Ç19)	3,735

Relatif Performans:

	1 ay	3 ay	12 ay
	4%	7%	18%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):			42.7 / 70.85
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:			4.4
YBB TL Getiri:			-3%
Beta (2 yıl, haftalık)			0.78
BİST-100'deki ağırlığı			1.64%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):			351
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	76.6%	80.0%	

Ortaklık Yapısı:

Koc Holding %38.5, Ford Motor Co %41.04 Halka Açık %17.89

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (TLmn)	33,292	37,167	44,069	51,458
Yıllık Değişim	31%	12%	19%	17%
FVAÖK (TLmn)	2,840	3,275	3,677	4,352
Yıllık Değişim	42%	15%	12%	18%
Net Kar (TLmn)	1,683	2,315	2,613	2,921
Yıllık Değişim	13%	38%	13%	12%
FVAÖK marjı	8.5%	8.8%	8.3%	8.5%
F/K (x)	14.4	10.5	9.3	8.3
FD/FVAÖK (x)	9.8	8.5	7.6	6.4
FD/Net Satışlar (x)	0.84	0.75	0.63	0.54
Hisse Başına Kar (TL)	4.80	6.60	7.45	8.32
Hisse Başına Temettü	3.43	3.93	5.59	6.24
Temettü Verimi	5.0%	5.7%	8.1%	9.0%

Koza Altın (KOZAL)

Şirketi neden beğeniyoruz

Koza Altın'ın faaliyet karlılığı temel olarak i) altın üretim hacmine, ii) altının fiyatına ve iii) TL'nin seyrine dayanmakta olup, 2020'de bu üç ana faktörün 2019'daki gibi destekleyici olacağını tahmin ediyoruz. Şirketin altın üretimi son bir kaç yılda yaşanan izin ve lisans sorunlarından olumsuz etkilenmiştir. Ancak Kasım 2017'de iptal edilen 142 ruhsatın geri verilmesiyle birlikte 2018'de üretim süreci normalleşmeye başlamıştır. KOZAL, 2017'de 205bin ons ve 2018'de 263 bin ons ve 9A19'da ise 245.2bin oz altın üretmiştir. KOZAL 2019 için daha önce 300-320bin oz arasında olan altın üretim hedefini, 330-350bin oz aralığına yükseltmiştir. 9A19'daki 245.2bin oz altın üretimi dikkate alındığında son çeyrekte 85-105bin oz altın üretimi hedeflenmektedir. Altın fiyatlarının 2020'de de, küresel büyüme kaygıları, ticaret savaşları, jeopolitik riskler ve daha ılımlı FED politika beklentileriyle yüksek seyretmesi beklenmektedir. Söğüt madeni ile ilgili olarak Mahkeme rödevans sözleşmesinin iptaline, maden sahasından KOZAL'ın tahliyesine ve Gübre Fabrikaları'na (GUBRF, GG) teslimine, KOZAL'a kayıtlı olan işletme hakkının iptaline ve GUBRF adına tesciline karar vermiştir. GUBRF'nin altın madenciliği konusunda bilgi ve tecrübe eksiliğinin olması ve ayrıca KOZAL dışında başka bir şirketle sözleşme yapması durumunda yeni yatırımın alacağı zaman ve rödevans gelirlerinin daha geç elde edilecek olması nedenleriyle her iki şirket için de en iyi çözümün GUBRF lehine olmak üzere yeni bir rödevans sözleşmesi olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca Koza İpek Holding davasında, kayyum atanan şirketlerdeki sanıklara ait hisselerle müsadere yoluyla devlet tarafından el konulması talep edilmiştir. Mahkemenin olası el koyma kararı, KOZAL'ın temettü dağıtımının ve TMSF'nin Koza İpek Holding şirketleri için istediği şekilde tasarrufta bulunmasının önünü açabilir.

2020 beklentileri

Şirketin 2019'da %31.1 artışla 345 bin ons ve 2020'de 362 bin ons altın üreteceğini hesaplıyoruz. Değerlememizde ortalama altın fiyatı tahminimiz 2020 için 1,450 ABD\$/ons seviyesindedir. 2019'da %70 gelir büyümesi sonrasında 2020 yılında KOZAL'ın %19 gelir, %21 FVAÖK ve 68.8% FVAÖK marjı ile tamamlayacağını hesaplıyoruz.

Değerleme

Koza Altın için Endeks Üstü getiri tavsiyemizi sürdürürken, 12 Aylık hedef fiyatımız olan 106TL ile %39 getiri potansiyeli taşımaktadır. Koza Altın 2020 tahminlerimize göre 3.5x FD/ FVAÖK ve 5.3x F/K çarpanlarıyla uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %42 ve %56 iskontolu işlem görmektedir.

Katalizörler

i) Beklentilerin üstünde altın üretimi, ii) Altın fiyatlarındaki sert yükseliş, iii) şirket lehine mahkeme kararları, iv) TL'nin değer kaybı.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL76.30	TL106.00	39%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri

03.01.2020

Bloomberg/Reuters:	KOZAL.TI / KOZAL.IS
Piyasa Değeri (TLmn)	11,636
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	1,951
Firma Değeri (TLmn)	7,861
Net Borç (TLmn 3Ç19)	-3,775

Relatif Performans:

1 ay

3 ay

12 ay

-5%

2%

14%

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	40.3 / 77.45
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	16.6
YBB TL Getiri:	3%
Beta (2 yıl, haftalık)	0.88
BİST-100'deki ağırlığı	1.26%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	153
Yabancı Payı:	Mevcut 70.1% 12A önce 58.7%

Ortaklık Yapısı:

ATP İnşaat 45.1%, Koza İpek Holding 24.99% , Halka Açık %30.0

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (TLmn)	1,611	2,735	3,259	3,287
Yıllık Değişim	66%	70%	19%	1%
FVAÖK (TLmn)	900	1,861	2,243	2,110
Yıllık Değişim	74%	107%	21%	-6%
Net Kar (TLmn)	1,174	1,829	2,212	2,099
Yıllık Değişim	121%	56%	21%	-5%
FVAÖK marjı	55.9%	68.0%	68.8%	64.2%
F/K (x)	9.9	6.4	5.3	5.5
FD/FVAÖK (x)	8.7	4.2	3.5	3.7
FD/Net Satışlar (x)	4.88	2.87	2.41	2.39
Hisse Başına Kar (TL)	7.70	12.00	14.51	13.76
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	7.25	6.88
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	9.5%	9.0%

Migros (MGROS)

Şirketi neden beğeniyoruz

Şirketle ilgili görüşümüz olumludur. Bunda; i) Türkiye'de yaklaşık 17% pazar payı ile süpermarket segmentindeki liderlik durumu, ii) güçlü ürün portföyü ve müşteri odaklı yaklaşımı, iii) artan internet kanalı gelirleri (satışların %3'ü), iv) düşen borçluluk (9A19'da 462mn Avro brüt borç, 2018'de 611mn Avro'ydu ve 2019 sonunda 432mn Avro hedeflemesi), v) güçlü birebir büyüme (%1.6 alan büyümesi varken 9A19'da toplam ciro %24.7 artmıştır), vi) sürdürülebilir marj üretimi ve vii) yaklaşık 2mlr TL'lik gayrimenkul portföyü ve alınan Kipa mağazalarındaki verimlilik artışı etkilidir. Yakın zamanda ana ortaklardan biri tarafından 22.50TL'den satılan 20mn hisse sonrası Şubat sonunda sona eren 90 günlük satmama taahhüdü bulunmaktadır. Migros farklı formatta 2,165 mağazasıyla Türkiye, Kazakistan ve Makedonya'da faaliyet göstermektedir.

2020 beklentileri

Önümüzdeki dönemde tüketici güvenindeki iyileşmenin ve düşen faiz oranlarının şirketin faaliyetlerini desteklemesini bekliyoruz. 9A19'da şirket, FAVÖK marjında 0,9 puan artış gösterirken cirosunda %25, FAVÖK'de ise %41 artış kaydetti. 2019 için Migros %23-25 gelir artışı ve 125+ yeni mağaza açılışı hedefliyor. Ayrıca, 2019 yılına ilişkin UFRS 16 etkisi hariç, yaklaşık 2016 TL tutarındaki yatırım varsayımının yanısıra % 6-6.5 civarında bir FAVÖK marjı öngörmektedir. 2020 için, %10 daha fazla LfL satış büyümesi ve benzer bir FAVÖK marjı öngörüyoruz. 2020 yılında bir önceki yıla göre % 16 artış gösteriyoruz.

Değerleme

Migros için tavsiyemizi Endeks Üstü Getiri olarak devam ettiriyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 33.95TL, %43 artış potansiyeli sunmaktadır.

Katalizörler

i) Güçlü TL (satışların %94'ü TL cinsinden ve borcun çoğunluğunu ise EUR cinsindendir), ii) daha iyi birebir satış büyümesi, iii) daha fazla alan büyümesi ve düşen faizler. Öte yandan, riskler şunlardır: i) Müşteri talebini ve isteğe bağlı harcamaları azaltabilecek makro dinamiklerde dalgalanma, ii) daha sert rekabet ve iii) yurt içi perakende sektörü dinamiklerini değiştirebilecek konsolidasyonlar ve regülasyon değişiklikleri.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL23.78	TL33.95	43%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri

03.01.2020

Bloomberg/Reuters:	MGROS.TI / MGROS.IS		
Piyasa Değeri (TLmn)	4,305		
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	722		
Firma Değeri (TLmn)	9,539		
Net Borç (TLmn 3Ç19)	5,233		

Relatif Performans:

	1 ay	3 ay	12 ay
--	------	------	-------

	0%	1%	32%
--	----	----	-----

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	11.33 / 24.74		
---------------------------	---------------	--	--

Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	7.7		
---------------------------------	-----	--	--

YBB TL Getiri:	-2%		
----------------	-----	--	--

Beta (2 yıl, haftalık)	1.21		
------------------------	------	--	--

BİST-100'deki ağırlığı	0.60%		
------------------------	-------	--	--

Ödenmiş Sermaye (mnTL):	181		
-------------------------	-----	--	--

Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
---------------	--------	----------	--

	39.1%	33.0%	
--	-------	-------	--

	MH Perakendecilik %49.2, Kenan Inv 11.8%, Halka Açık		
--	--	--	--

	39.1%		
--	-------	--	--

Ortaklık Yapısı:

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (TLmn)	18,717	22,719	26,306	30,108
Yıllık Değişim	22%	21%	16%	14%
FVAÖK (TLmn)	1,144	1,370	1,572	1,813
Yıllık Değişim	43%	20%	15%	15%
Net Kar (TLmn)	-836	-577	-259	410
Yıllık Değişim	-263%	-31%	-55%	-258%
FVAÖK marjı	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
F/K (x)	n.m.	n.m.	n.m.	10.5
FD/FVAÖK (x)	8.3	7.0	6.1	5.3
FD/Net Satışlar (x)	0.51	0.42	0.36	0.32
Hisse Başına Kar (TL)	-4.61	-3.19	-1.43	2.26
Hisse Başına Temettü	0.00	0.00	0.00	0.00
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Tofaş (TOASO)

Şirketi neden beğeniyoruz

Tofaş'ı i) Egea'nın iç pazardaki güçlü pazar payı, bu pazar payının bu segmentte binek araç portföyüne katacağı yeni modellerle güçlenerek devam edeceği beklentisi ii) Al ya da Öde anlaşmaları sayesinde öngörülebilir karlılığının 2020 yılında da devam edecek olması, iii) döviz dalgalanmalarının ihracat ile dengelenebilmesi, iv) Doblo sözleşmesinin yenileneceği beklentisi ve v) FCA ve Peugeot birleşmesinden kaynaklanacak potansiyel yeni projeler açısından beğeniyoruz.

2020 beklentileri

2020 yılında yurtiçi otomotiv pazarında yıllık %17 oranında büyüme bekliyoruz. Yurtiçinde üretilen araçların ithal araca göre daha avantajlı olmaya devam etmesini ve Tofaş'ın da Egea ile binek araç segmentinde güçlü pazar payını koruyacağını öngörüyoruz. 2020 için ihracat beklentilerimiz muhafazakar olup yıllık %2 daralmaya işaret eden 1,123bin adetlik bir ihracat hacmine işaret etmektedir. Avrupa pazarı için 2020 yılında otomobil talebinde özellikle sedan ve hatchback segmentinde daralma bekliyoruz. Ticari araç cephesinde, e-ticaret işinin hafif ticari araç segmentine hakim olmaya devam etmesini bekliyoruz. Tofaş'ın üretiminin %80'ini ihracata yönlendirerek toplam 87bin araç satacağını tahmin ediyoruz. Tofaş'ın 2020 yılında Al ya da Öde gelirini kaydetmeye devam edeceğine ve güçlü kârlılığını koruyacağına inanıyoruz. Şirketin, uzun vadeli beklentileriyle uyumlu %12 FAVÖK marjı ve %7-%8 arası vergi öncesi kar marjı kaydetmesini bekliyoruz.

Değerleme

Tofaş, şirketin sağlam iş modeli ve potansiyel projeleri dikkate alındığına global benzerleri ile uyumlu 2020T 5.4x FD/FVAÖK ve 7.7x F/K çarpanından işlem görmektedir. Peugeot FCA birleşmesi gözönüne alındığında bu seviyelerin ucuz olduğunu düşünüyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 34.3TL olup %30 artış potansiyeli sunmaktadır.

Katalizörler

i) Yeni Doblo projesinin resmi onayı, ii) daha yüksek kapasite kullanımına yol açan beklenenden daha iyi bir yurtiçi ve ihracat pazarı, iii) Tofaş'ın Bursa fabrikası için FCA ve PSA birleşmesinden kaynaklanan potansiyel projelerin ortaya çıkması.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL26.40	TL34.30	30%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri

03.01.2020

Bloomberg/Reuters:	TOASO.TI / TOASO.IS
Piyasa Değeri (TLmn)	13,200
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	2,214
Firma Değeri (TLmn)	15,313
Net Borç (TLmn 3Ç19)	2,113

Relatif Performans:

	1 ay	3 ay	12 ay
	2%	9%	43%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):			14.16 / 27.02
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:			5.3
YBB TL Getiri:			-2%
Beta (2 yıl, haftalık)			0.96
BİST-100'deki ağırlığı			1.20%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):			500
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	78.8%	82.5%	

Ortaklık Yapısı:

Koc Holding %37.58, Fiat Group Automobiles %37.85
Halka Açık %24.2

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (TLmn)	19,099	19,454	22,977	26,247
Yıllık Değişim	7%	2%	18%	14%
FVAÖK (TLmn)	2,533	2,423	2,851	3,109
Yıllık Değişim	27%	-4%	18%	9%
Net Kar (TLmn)	1,330	1,402	1,697	1,837
Yıllık Değişim	4%	5%	21%	8%
FVAÖK marjı	13.3%	12.5%	12.4%	11.8%
F/K (x)	9.9	9.4	7.8	7.2
FD/FVAÖK (x)	6.0	6.3	5.4	4.9
FD/Net Satışlar (x)	0.80	0.79	0.67	0.58
Hisse Başına Kar (TL)	2.66	2.80	3.39	3.67
Hisse Başına Temettü	1.60	1.74	1.70	1.70
Temettü Verimi	6.1%	6.6%	6.4%	6.4%

Turkcell (TCELL)

Şirketi neden beğeniyoruz

Turkcell'i, abonelerin artan data talebi ve dijital servis kullanımları, operatörler için daha değerli olan faturalı abone sayısındaki genişleme ve geçtiğimiz dönemlerdeki yüksek enflasyonun 2020 yılında da abone başına elde edilen gelire (ARPU) yansımaya devam edeceği beklentilerimizle beğeniyoruz. Turkcell'in toplam mobil abone sayısı 3Ç19'da 526bin net artışla 34.4mn olurken, Faturalı hat abone sayısı net 503bin abone artışı ile yıllık %2.1 artmış ve toplam aboneler içindeki faturalı abonelerin payı 3Ç19'da %56.4 olmuştur. Mobil abone başına elde edilen aylık gelir (ARPU) 3Ç19'da M2M hariç, yıllık %17.6 artmıştır. Bu artış temel olarak, genişleyen faturalı abone bazı, daha yüksek data kullanımı sağlayan pakete geçirme stratejisi, fiyat düzeltmeleri ve daha yüksek gelir getiren abone kazanımları ile gerçekleşmiştir. Ayrıca şirketin kaldıraç oranındaki düşüşü ile güçlenen finansal yapısını önümüzdeki yıllarda gerçekleşmesi muhtemel olan 5G yatırımları öncesinde olumlu değerlendiriyoruz. Turkcell'in 9A19'da Net Borç/FVAÖK çarpanı 1.0x olarak gerçekleşmiştir. Turkcell önümüzdeki 3 yıl için çift haneli gelir ve güçlü FVAÖK marjı elde etmeyi beklemektedir. Turkcell 2020- 2022 yılları arasındaki 3 yıllık dönemde gelirlerde %13-%16 aralığında yıllık bileşik büyüme oranı, %39-%42 aralığında FAVÖK marjı ve %16-%18 seviyesinde operasyonel yatırım harcamalarının (lisans hariç) satışlara oranını hedeflemektedir. Rekabet tarafında ise operatörlerin sert fiyat ve pazar payı rekabetine gitmeyeceğini ve daha çok karlılığa odaklanacaklarını geçtiğimiz dönemlerdeki yüksek enflasyonu gecikmeli olarak ARPU'larına yansıtmaya çalışacaklarını düşünüyoruz.

2020 beklentileri

2020'da Turkcell'in konsolide gelirlerinin yıllık %17 ve FVAÖK'ün %16 artmasını ve 41.2% FVAÖK marjı elde etmesini bekliyoruz. Turkcell'in konsolide gelirlerinin 2020-2022 arasında yıllık bileşik büyümesinin %15 olmasını öngörmekteyiz.

Değerleme

Turkcell için Endeks Üstü getiri tavsiyemizi sürdürürken, 12 aylık hedef fiyatımız olan 19.20TL ile %39 getiri potansiyeli taşımaktadır. Turkcell 2020T 3.3x FD/FVAÖK ve 6.9x F/K çarpanıyla yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla 25% %34 iskontolu işlem görmektedir.

Katalizörler

i)Faturalı abone ve data kullanımında artış beklentilerin üstünde artış ii) Superonline ve Global Tower'ın halka arzı veya varlık satışları, iii) beklentilerin üstünde temettü ödemesi.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL13.86	TL19.20	39%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri

	03.01.2020
Bloomberg/Reuters:	TCELL.TI / TCELL.IS
Piyasa Değeri (TLmn)	30,492
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	5,114
Firma Değeri (TLmn)	39,993
Net Borç (TLmn 3Ç19)	9,501

Relatif Performans:

	1 ay	3 ay	12 ay
	-3%	0%	-7%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):			10.8 / 14.57
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:			18.0
YBB TL Getiri:			0%
Beta (2 yıl, haftalık)			0.91
BİST-100'deki ağırlığı			5.64%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):			2,200
Yabancı Payı:	Mevcut	12A önce	
	88.9%	91.1%	

Ortaklık Yapısı:

Turkcell Holding %51.0, Citibank %7.9, Halka Açık %41.1

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (TLmn)	21,293	25,178	29,439	33,855
Yıllık Değişim	21%	18%	17%	15%
FVAÖK (TLmn)	8,788	10,495	12,130	13,865
Yıllık Değişim	42%	19%	16%	14%
Net Kar (TLmn)	2,021	3,363	4,397	5,346
Yıllık Değişim	2%	66%	31%	22%
FVAÖK marjı	41.3%	41.7%	41.2%	41.0%
F/K (x)	15.1	9.1	6.9	5.7
FD/FVAÖK (x)	4.6	3.8	3.3	2.9
FD/Net Satışlar (x)	1.88	1.59	1.36	1.18
Hisse Başına Kar (TL)	0.92	1.53	2.00	2.43
Hisse Başına Temettü	0.86	0.76	1.00	1.22
Temettü Verimi	6.2%	5.5%	7.2%	8.8%

Vakıfbank (VAKBN)

Şirketi neden beğeniyoruz

Vakıfbank için önerimizi Endekse Paralel'den Endeks Üzeri'ne yükseltiyoruz, hedef fiyatımız 7.20TL %34 artış potansiyeline işaret ediyor. Vakıfbank güçlü mevduat tabanı ve kurumsal perakende bankacılıkta güçlü varlığı ile ön plana çıkıyor. Bu yapı, bankaya sürdürülebilir bir büyüme imkanı sağlamakla birlikte, tüketici kesimindeki güçlü varlığı karlılık ve marj tarafını desteklemektedir. Sermaye optimizasyonu, maliyet verimliliği ve aktif kalitesinde yaşanacak gelişmeler önümüzdeki dönemde karlılık anlamında bankayı destekleyecektir.

2020 beklentileri

Vakıfbank'ın 2019 yılının ilk üç ayında marj performansı olarak önceki yıla göre 167 baz puan azaldı. Özellikle, TÜFE'ye endeksli tahvillerin azalan katkısı ve azalan kredi mevduat makası bu performansın temel belirleyicisi oldu. Ancak, son dönemde azalan TL fonlama maliyeti ve TÜFE'ye endeksli bonoların önümüzdeki yıl marj üzerindeki olumsuz etkisinin sınırlı olmasından dolayı Vakıfbank'ta 2020 yılında marj tarafında daha iyi bir performans bekliyoruz. Vakıfbank mevduat tabanının %30'unu oluşturan kamu mevduatının maliyet avantajını yaşamaya devam edecektir. Kredi mevduat makasının 70 baz puan artarak %4.7 seviyesine yükselmesini beklerken, kredi büyümesinin 2020 yılında %20 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Buna bağlı olarak, komisyon geliri büyüme tahminimiz %15 iken, maliyet büyümesi tarafında ise enflasyona paralel %9 büyüme tahminimiz mevcut. NPL oranının 1 puan artarak 2020 yılında %6.5 seviyesinde gerçekleşeceğini, kredi karşılık oranının ise 180baz puan seviyesinde yatay gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Değerleme

Vakıfbank 2020 tahminlerimize göre 0.4x F/DD ve 3.1x F/K ile işlem görüyor. Bankanın F/K iskontosu 5-yıllık tarihsel ortalamasına göre %35 ile benzerlerine göre %28 seviyesindedir. Vakıfbank'ın ortalama tarihsel iskontosunun %23 olduğunu düşünürsek son dönemdeki sınırlı olumlu performansa rağmen değerleme anlamında artış potansiyelinin olduğunu düşünüyoruz.

Katalizörler

4Ç19 bilançosunun beklentilerden iyi gelmesi, makro tarafta beklentilerin ötesinde yaşanacak iyileştirmeler, TCMB'nin makro ve global koşulların elvermesi durumunda yapacağı faiz indirimleri, TL'nin değer kazanması, aktif kalitesi tarafında beklentilerden daha iyi görünüm

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri	Tavsiye
TL5.37	TL7.20	34%	EÜ

Hisse Senedi Bilgileri

03.01.2020

Bloomberg/Reuters:	VAKBN.TI / VAKBN.IS
Piyasa Değeri (TLmn)	13,425
Piyasa Değeri (ABD\$mn)	2,251

Relatif Performans:

1 ay 3 ay 12 ay

-2% 0% 14%

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	3.39 / 5.62
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	28.3
YBB TL Getiri:	-3%
Beta (2 yıl, haftalık)	1.68
BİST-100'deki ağırlığı	1.29%
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	2,500
Yabancı Payı:	Mevcut 12A önce 62.7% 89.6%

Ortaklık Yapısı:

Hazine ve Maliye Bakanlığı (%58), Vakıfbank Emekli Sandığı (%16), Halka açık (%25)

Özet Finansallar	2018	2019T	2020T	2021T
Net Kar (TL mn)	4,154	2,678	4,345	5,843
Yıllık Değişim	12%	-36%	62%	34%
Toplam Varlık (TL mn)	331,356	417,885	471,371	526,170
Yıllık Değişim	22%	26%	13%	12%
Özkaynaklar (TL mn)	28,350	30,894	34,935	40,194
Yıllık Değişim	21%	9%	13%	15%
Kredi/Mevduat	123%	122%	122%	124%
NFM	4.3%	2.8%	3.4%	3.4%
Gider/Gelir	37%	39%	41%	42%
F/K (x)	3.2	5.0	3.1	2.3
F/DD (x)	0.5	0.4	0.4	0.3
Özkaynak Getirisi	16.1%	9.0%	13.2%	15.6%
Varlık Getirisi	1.3%	0.7%	1.0%	1.2%

GÖSTERGE TABLOLARI

Gösterge Tabloları I - Tavsiye Listesi

03.01.2020	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat*	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Ort. Hacim**	F/K		F/DD		Özkaynak Get.		Yabancı Oranı	
								2019T	2020T	2019T	2020T	2019T	2020T	Mevcut	1 Ay Değ.
Bankalar								5.9	4.1	0.6	0.5	10.4%	13.4%		
Akbank	AKBNK	EÜ	7.94	11.00	39%	41,288	53.3	7.2	5.2	0.9	0.7	12.4%	15.3%	72.9%	0.3 pp
Garanti Bankası	GARAN	-	10.90	-	-	45,780	179.2	-	-	-	-	-	-	89.0%	1.3 pp
Halk Bankası	HALKB	EP	6.02	6.80	13%	7,525	66.1	4.9	2.6	0.2	0.2	5.2%	9.0%	42.6%	3.2 pp
İş Bankası	ISCTR	EP	6.31	7.50	19%	28,395	36.4	5.0	3.7	0.5	0.5	10.8%	13.3%	59.6%	0.3 pp
Vakıfbank	VAKBN	EÜ	5.37	7.20	34%	13,425	30.1	5.0	3.1	0.4	0.4	9.0%	13.2%	71.7%	2.3 pp
YKB	YKBNK	EÜ	2.43	3.20	32%	20,526	34.4	4.4	3.2	0.4	0.4	11.2%	13.7%	47.0%	-0.5 pp
TSKB	TSKB	EÜ	1.16	1.65	42%	3,248	6.1	4.9	4.3	0.7	0.6	14.8%	14.3%	38.3%	-1.6 pp
Sigorta ve Emeklilik															
Aksigorta	AKGRT	EP	6.22	7.00	13%	1,903	0.2	5.4	5.9	2.28	2.18	40.0%	30.0%	67.9%	-3.3 pp
Holdingler															
Koç Holding	KCHOL	EP	20.30	24.00	18%	51,479	13.7							83.4%	-0.2 pp
Sabancı Holding	SAHOL	EÜ	9.63	13.00	35%	19,649	13.1							68.4%	0.1 pp
Şişe Cam	SISE	EÜ	5.27	6.85	30%	11,858	7.7							29.6%	-3.0 pp
GYO															
Emlak GYO	EKGYO	EÜ	1.46	2.10	44%	5,548	10.8	7.9	5.0	0.4	0.4			48.3%	-7.6 pp
	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat*	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Ort. Ha-cim**	F/K		FD/FVAÖK		FD/Satış		Yabancı Oranı	
								2019T	2020T	2019T	2020T	2019T	2020T	Mevcut	1 Ay Değ.
SANAYİ								10.9	8.8	7.0	5.9	0.9	0.8		
Anadolu Cam	ANACM	EÜ	4.25	5.60	32%	3,188	2.1	5.6	4.6	5.7	4.7	1.3	1.1	47.9%	-0.2 pp
Arçelik	ARCLK	EÜ	21.18	28.40	34%	14,312	10.4	15.1	11.0	6.6	5.6	0.7	0.6	74.6%	0.9 pp
Aselsan	ASELS	MP	21.78	25.89	19%	24,829	119.3	7.5	5.6	8.9	6.6	1.9	1.4	28.9%	1.4 pp
Aygaz	AYGAZ	EP	12.82	14.90	16%	3,846	0.5	11.4	7.3	10.9	10.4	0.4	0.4	70.6%	0.2 pp
Bagfaş	BAGFS	EÜ	16.67	23.80	43%	750	0.3	6.3	5.2	5.8	4.9	1.3	1.0	11.6%	3.0 pp
BİM	BIMAS	EP	47.44	55.15	16%	28,806	15.9	22.3	17.6	15.3	12.2	0.8	0.6	69.0%	0.1 pp
Brisa	BRISA	EP	9.33	10.36	11%	2,847	0.4	49.8	26.7	9.8	7.9	1.4	1.3	24.2%	1.3 pp
Doğuş Otomotiv	DOAS	EP	9.10	10.88	20%	2,002	0.4	8.2	0.8	7.5	6.2	0.4	0.3	14.2%	-1.7 pp
Enka İnşaat	ENKAI	EP	6.41	7.11	11%	32,050	2.0	12.5	12.5	11.4	10.7	2.1	2.0	65.5%	0.7 pp

Gösterge Tabloları I - Tavsiye Listesi

	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	Hedef Fiyat*	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Ort. Hacim**	F/K		FD/FVAÖK		FD/Satış		Yabancı Oranı	
								2019T	2020T	2019T	2020T	2019T	2020T	Mevcut	1 Ay Değ.
SANAYİ								10.9	8.8	7.0	5.9	0.9	0.8		
Ereğli Demir Çelik	EREGL	EÜ	8.95	11.51	29%	31,325	30.4	7.8	7.7	4.3	3.9	1.1	1.0	70.8%	0.2 pp
Ford Otosan	FROTO	EÜ	69.00	90.20	31%	24,213	4.5	10.5	9.3	8.5	7.6	0.8	0.6	76.4%	-0.7 pp
Gübretaş	GUBRF	GG	8.76			2,926	1.1	53.7	24.2	7.1	6.1	0.8	0.8	8.7%	-2.0 pp
Kardemir (D)	KRDMD	EP	2.69	3.00	12%	2,099	69.3	6.2	4.3	3.3	2.3	0.5	0.4	23.6%	1.7 pp
Kordsa Global	KORDS	EÜ	12.71	16.20	27%	2,472	1.5	9.9	9.9	7.3	5.1	1.0	0.8	43.4%	-2.0 pp
Koza Anadolu	KOZAA	EP	10.57	11.40	8%	4,102	1.5	4.9	4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	58.2%	-3.3 pp
Koza Altın	KOZAL	EÜ	76.30	106.00	39%	11,636	1.5	6.4	5.3	4.2	3.5	2.9	2.4	70.4%	-4.9 pp
Lokman Hekim	LKMNH	EÜ	5.60	7.77	39%	134	0.3	11.4	8.7	5.5	4.6	0.8	0.7	38.5%	10.8 pp
Mavi	MAVI	EÜ	55.50	69.49	25%	2,756	2.7	27.4	19.7	7.7	6.1	1.1	0.9	87.2%	-0.4 pp
Medical Park	MPARK	EÜ	15.57	19.29	24%	3,239	1.2	24.2	8.4	8.8	7.2	1.4	1.2	81.7%	0.3 pp
Migros	MGROS	EÜ	23.78	33.95	43%	4,305	3.7	-	-	7.0	6.1	0.4	0.4	38.2%	-0.1 pp
Petkim	PETKM	EP	3.79	4.50	19%	8,004	56.0	10.4	17.5	7.9	6.6	1.1	1.1	18.3%	2.1 pp
Pegasus	PGSUS	EP	83.10	93.14	12%	8,501	9.5	9.0	7.6	4.7	3.9	1.3	1.1	53.1%	2.2 pp
Selçuk Ecza	SELEC	EP	5.90	6.02	2%	3,664	0.3	8.5	7.8	6.3	5.8	0.2	0.2	58.6%	-1.1 pp
Soda Sanayii	SODA	EÜ	6.15	10.10	64%	6,150	8.5	5.6	4.7	5.7	4.6	1.3	1.1	35.0%	-1.7 pp
Şok Marketler	SOKM	EÜ	10.26	14.10	37%	6,278	2.6	82.4	45.7	8.6	6.2	0.4	0.3	47.2%	0.1 pp
Tekfen Holding	TKFEN	EP	18.82	23.80	26%	6,963	6.6	3.6	6.5	1.7	3.9	0.2	0.4	58.1%	0.2 pp
Turkcell	TCELL	EÜ	13.86	19.20	39%	30,492	23.0	9.1	6.9	3.8	3.3	1.6	1.4	88.6%	-0.8 pp
Türk Hava Yolları	THYAO	EÜ	14.26	17.72	24%	19,679	184.0	6.1	4.5	5.9	4.7	1.0	0.8	45.1%	1.6 pp
Tofaş	TOASO	EÜ	26.40	34.30	30%	13,200	6.0	9.4	7.8	6.3	5.4	0.8	0.7	78.5%	-0.9 pp
Trakya Cam	TRKCM	EÜ	3.47	4.70	35%	4,338	3.2	6.5	5.3	5.6	4.6	1.0	0.8	42.5%	1.5 pp
Türk Traktör	TTRAK	EP	54.30	55.68	3%	2,898	0.8	31.3	15.3	9.7	6.9	1.0	0.8	51.8%	-0.2 pp
Tüpraş	TUPRS	EP	125.60	152.00	21%	31,453	30.1	27.9	13.5	7.5	5.1	0.4	0.4	77.6%	0.2 pp
Yatas	YATAS	EP	7.46	8.00	7%	1,118	3.7	11.9	7.4	6.9	5.9	1.0	0.9	40.4%	-2.4 pp
BIST 100	XU100		113,684	143,424	26%	780,177	1,315	9.0	6.8						

*: 12 Aylık, **: 6 aylık, (mn ABD\$), EÜ: Endeks Üzeri, EP: Endekse Paralel, EA: Endeks Altı, GG: Gözden Geçiriliyor

İş dağılımında yaptığımız yeni düzenlemeler nedeniyle CLEBI ve TAVHL'yi temel hisse senedi araştırma kapsamımızdan çıkartıyoruz.

Gösterge Tabloları II - Temettü Beklentileri

03.01.2020	Hisse	Temel Tavsiye	Kapanış (TL)	2019T Net Kar (TLmn)	2019T Temettü (TLmn)	2019T Kar Dağıtım Oranı	Ödenmiş Sermaye (TLmn)	Hisse Başı Temettü (TL)	Piyasa Değeri (TLmn)	Temettü Verimi*
Aksigorta	AKGRT	EP	6.22	350	210	60%	306	0.686	1,903	11.0%
Ereğli Demir Çelik	EREGL	EÜ	8.95	4,034	3,228	80%	3,500	0.922	31,325	10.3%
Tekfen Holding	TKFEN	EP	18.82	1,931	579	30%	370	1.565	6,963	8.3%
Aygaz	AYGAZ	EP	12.82	339	305	90%	300	1.017	3,846	7.9%
Tofaş	TOASO	EÜ	26.40	1,402	869	62%	500	1.738	13,200	6.6%
Ford Otosan	FROTO	EÜ	69.00	2,315	1,379	60%	351	3.930	24,213	5.7%
Turkcell	TCELL	EÜ	13.86	3,363	1,682	50%	2,200	0.764	30,492	5.5%
Petkim	PETKM	EP	3.79	771	306	40%	2,112	0.145	8,004	3.8%
Soda Sanayii	SODA	EÜ	6.15	1,104	221	20%	1,000	0.221	6,150	3.6%
Anadolu Cam	ANACM	EÜ	4.25	571	114	20%	750	0.152	3,188	3.6%
Trakya Cam	TRKCM	EÜ	3.47	666	133	20%	1,250	0.107	4,338	3.1%
Sabancı Holding	SAHOL	EÜ	9.63	3,865	580	15%	2,040	0.284	19,649	3.0%
Şişe Cam	SISE	EÜ	5.27	1,973	339	17%	2,250	0.151	11,858	2.9%
Tüpraş	TUPRS	EP	125.60	1,126	900	80%	250	3.594	31,453	2.9%
Arçelik	ARCLK	EÜ	21.18	947	379	40%	676	0.561	14,312	2.6%
Lokman Hekim	LKMNH	EÜ	5.60	12	4	30%	24	0.147	134	2.6%
Selçuk Ecza	SELEC	EP	5.90	430	86	20%	621	0.139	3,664	2.3%
Kordsa Global	KORDS	EÜ	12.71	250	57	23%	195	0.296	2,472	2.3%
Doğuş Otomotiv	DOAS	EP	9.10	245	42	17%	220	0.190	2,002	2.1%
Koç Holding	KCHOL	EP	20.30	5,250	945	18%	2,536	0.373	51,479	1.8%
BİM	BIMAS	EP	47.44	1,292	388	30%	607	0.638	28,806	1.3%
Enka İnşaat	ENKAI	EP	6.41	2,568	379	15%	5,022	0.075	32,050	1.2%
Mavi	MAVI	EÜ	55.50	101	30	30%	50	0.608	2,756	1.1%
Aselsan	ASELS	EP	21.78	3,316	166	5%	1,140	0.145	24,829	0.7%

*:03.01.2020 kapanışına göre

Gösterge Tabloları III - Tahminlerde Değişiklik

03.01.2020	Hisse	Kapanış (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Tavsiye	Eski Hedef Fiyat*	Yeni Hedef Fiyat*	Yeni Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Ort. Hacim**
Bankalar									
Akbank	AKBNK	7.94	EÜ	EÜ	10.70	11.00	39%	41,288	53.3
Garanti Bankası	GARAN	10.90	-	-	-	-	-	45,780	179.2
Halk Bankası	HALKB	6.02	EP	EP	7.10	6.80	13%	7,525	66.1
İş Bankası	ISCTR	6.31	EP	EP	7.50	7.50	19%	28,395	36.4
Vakıfbank	VAKBN	5.37	EP	EÜ	6.60	7.20	34%	13,425	30.1
YKB	YKBNK	2.43	EÜ	EÜ	3.50	3.20	32%	20,526	34.4
TSKB	TSKB	1.16	EÜ	EÜ	1.55	1.65	42%	3,248	6.1
Sigorta ve Emeklilik									
Aksigorta	AKGRT	6.22	EP	EP	6.00	7.00	13%	1,903	0.2
Holdingler									
Koç Holding	KCHOL	20.30	EP	EP	24.00	24.00	18%	51,479	13.7
Sabancı Holding	SAHOL	9.63	EÜ	EÜ	13.00	13.00	35%	19,649	13.1
Şişe Cam	SISE	5.27	EÜ	EÜ	6.65	6.85	30%	11,858	7.7
GYO									
Emlak GYO	EKGYO	1.46	EÜ	EÜ	2.10	2.10	44%	5,548	10.8
SANAYİ									
Anadolu Cam	ANACM	4.25	EÜ	EÜ	4.70	5.60	32%	3,188	2.1
Arçelik	ARCLK	21.18	EÜ	EÜ	26.50	28.40	34%	14,312	10.4
Aselsan	ASELS	21.78	EP	EP	23.45	25.89	19%	24,829	119.3
Aygaz	AYGAZ	12.82	EP	EP	14.90	14.90	16%	3,846	0.5
Bagfaş	BAGFS	16.67	EÜ	EÜ	22.85	23.80	43%	750	0.3
BİM	BIMAS	47.44	EP	EP	55.15	55.15	16%	28,806	15.9
Brisa	BRISA	9.33	EÜ	EP	10.36	10.36	11%	2,847	0.4
Doğuş Otomotiv	DOAS	9.10	EP	EP	11.54	10.88	20%	2,002	0.4
Enka İnşaat	ENKAI	6.41	EP	EP	6.55	7.11	11%	32,050	2.0
Ereğli Demir Çelik	EREGL	8.95	EP	EÜ	9.76	11.51	29%	31,325	30.4

Gösterge Tabloları III - Tahminlerde Değişiklik

03.01.2020	Hisse	Kapanış (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Tavsiye	Eski Hedef Fiyat*	Yeni Hedef Fiyat*	Yeni Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn TL)	Ort. Hacim**
SANAYİ									
Ford Otosan	FROTO	69.00	EÜ	EÜ	82.80	90.20	31%	24,213	4.5
Gübretaş	GUBRF	8.76	EP	GG	7.20			2,926	1.1
Kardemir (D)	KRDMD	2.69	EP	EP	2.94	3.00	12%	2,099	69.3
Kordsa Global	KORDS	12.71	EÜ	EÜ	15.70	16.20	27%	2,472	1.5
Koza Anadolu	KOZAA	10.57	EP	EP	10.70	11.40	8%	4,102	1.5
Koza Altın	KOZAL	76.30	EÜ	EÜ	99.20	106.00	39%	11,636	1.5
Lokman Hekim	LKMNH	5.60	EÜ	EÜ	7.77	7.77	39%	134	0.3
Mavi	MAVI	55.50	EÜ	EÜ	69.49	69.49	25%	2,756	2.7
Medical Park	MPARK	15.57	EP	EÜ	19.29	19.29	24%	3,239	1.2
Migros	MGROS	23.78	EÜ	EÜ	33.95	33.95	43%	4,305	3.7
Petkim	PETKM	3.79	EP	EP	4.20	4.50	19%	8,004	56.0
Pegasus	PGSUS	83.10	EP	EP	93.14	93.14	12%	8,501	9.5
Selçuk Ecza	SELEC	5.90	EP	EP	6.02	6.02	2%	3,664	0.3
Soda Sanayii	SODA	6.15	EÜ	EÜ	10.15	10.10	64%	6,150	8.5
Şok Marketler	SOKM	10.26	EÜ	EÜ	14.10	14.10	37%	6,278	2.6
Tekfen Holding	TKFEN	18.82	EP	EP	22.20	23.80	26%	6,963	6.6
Turkcell	TCELL	13.86	EÜ	EÜ	18.20	19.20	39%	30,492	23.0
Türk Hava Yolları	THYAO	14.26	EÜ	EÜ	17.72	17.72	24%	19,679	184.0
Tofaş	TOASO	26.40	EP	EÜ	30.00	34.30	30%	13,200	6.0
Trakya Cam	TRKCM	3.47	EÜ	EÜ	4.60	4.70	35%	4,338	3.2
Türk Traktör	TTRAK	54.30	EP	EP	55.68	55.68	3%	2,898	0.8
Tüpraş	TUPRS	125.60	EP	EP	150.00	152.00	21%	31,453	30.1
Yatas	YATAS	7.46	EÜ	EP	8.00	8.00	7%	1,118	3.7
BIST 100	XU100	113,684				143,424	26%	780,177	1,315

*: 12 Aylık, **: 6 aylık, (mn ABD\$), EÜ: Endeks Üzeri, EP: Endekse Paralel, EA: Endeks Altı, GG: Gözden Geçiriliyor

03.01.2020 itibarıyla

ARAşTIRMA– YATIRIM DANIşMANLIğI

ARAşTIRMA & YATIRIM DANIşMANLIğI

TUFAN COMERT

KOORDİNATÖR

TComert@garantibbva.com.tr

YATIRIM DANIşMANLIğI

OZGUR YURTDASSEVEN

BIST, VİOP

OYurtdasseven@garantibbva.com.tr

HALUK ACAR

BIST, VİOP

HAcar@garantibbva.com.tr

EMRE MURSALOđLU

Döviz, faiz piyasaları

EMursaloglu@garantibbva.com.tr

ARAşTIRMA - TEMEL ANALİZ

ONUR MARSAN	Rafineri, petrol ürünleri	AYGAZ, TUPRS	OMarsan@garantibbva.com.tr
	Petrokimya	PETKM	
	Kimya	KORDS	
	Taahhüt	ENKAI, TKFEN	
	Demir Çelik	EREGL, KRDMD	
	Otomotiv	FROTO, TOASO, DOAS	
HALİL KAHVE	Telekom	TCELL,	HKahve@garantibbva.com.tr
	Cam	ANACM, SISE, TRKCM, SODA	
	Madencilik	KOZAL, KOZAA	
	Gübre	BAGFS, GUBRF	
	Beyaz Eşya	ARCLK	
RECEP DEMİR	Bankacılık	AKBNK, HALKB, GARAN*, ISCTR, VAKBN, YKBNK, TSKB	RDemir@garantibbva.com.tr
	Sigorta	AKGRT	
	Gayrimenkul	EKGYO	
	Holding	KCHOL, SAHOL	
BARIS INCE	Lastik	BRISA	BInce@garantibbva.com.tr
	Havayolları	THYAO, PGSUS	
	Traktör	TTRAK	
	Sađlık	LKMNH, MPARK, SELEC	
	Mobilya	YATAS	
	Savunma	ASELS	
	Perakende	BIMAS, MGROS, SOKM, MAVI	

MAKROEKONOMİ

NIHAN ZİYA ERDEM

Başekonomist

NihanZ@garantibbva.com.tr

Garanti Bankası için tavsiyemiz ve raporumuz bulunmamaktadır.

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endeks Paralel (EP) tavsiyesiverdiği 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 Endeks Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesiverdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföydeğişiklik raporunda, hissenin portföyegiriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'egirmesi 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 güvenirliliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ 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 şekilde ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İletişim, 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 10 10

Faks: 212 352 42 40

E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr