

2022 Strateji Raporu

Ocak 2022

Belirsizlikler ve Heterodoks Politikalar

Belirsizlikler ve Heterodoks Politikalar

Dünya 2022'ye olumlu bir büyüme görünümüyle girdi, ancak belirsizlikler hala yüksek seviyelerde. Pandemi, enflasyon, tedarik zinciri darboğazları ve Fed'in sıkılaştırma zaman ve hızının gelişimi, küresel piyasalar için oldukça belirsiz ve dolayısıyla değişken bir oyun alanı için zemin hazırlıyor.

Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke yıla sıkılaştırma hamleleriyle başlarken, Türkiye, gevşetilen para politikası, yeni bir ekonomik model ve yeni mevduat ürünleri ile emsallerinden ayrılıyor. Türkiye'nin Aralık ayında yaşadığı büyük döviz oynaklığı, 2022'nin büyük bölümünde devam etmesi muhtemel olan son 20 yılın en yüksek enflasyon seviyelerinin yaşanmasına neden oldu. Yeni modelin başarısı ve yerel bankaların yeni mevduat ürününe ilginin boyutu 1Ç22'de yatırım kararlarını şekillendirecek. Yaklaşan seçimlerin makroekonomik politikalar üzerinde etkisini göstermesi muhtemeldir ve zaman zaman siyasi tartışmalar piyasalarda oynaklığa neden olabilir.

2021'deki çift haneli büyümenin ardından, net dış talepten gelen büyük katkı ile 2022 için %3,0-3,5 GSYİH büyümesi bekliyoruz. Yüksek enflasyon ve artan oynaklık getiri arayışını artıracaktır.

Hisse senetleri, yerel yatırımcılar için enflasyon riskinden korunma işlevi görebilir. BİST100 endeksi ABD doları bazında 2009 başından bu yana (küresel ekonomik kriz) en düşük seviyesinde. Hisse senetleri muhtemelen daha iyi bir getiri arayışında olan bazı mevduat sahiplerini cezbedecektir. Yabancı yatırımcıların Türk hisse senetlerine çok düşük katılım seviyesi, 2022'de olası çıkış kaynaklı oynaklığı azaltıyor. BİST100 için 12 aylık 3.000 hedef değerimiz mevcut seviyeden %45 yukarıya işaret ediyor. Hedef revizyonumuzun büyük bir kısmı, daha yüksek risksiz oran varsayımını dengeleyen kur ve enflasyon tahminleri tarafından yönlendiriliyor. Temel makroekonomik parametrelerdeki belirsizlik nedeniyle, kısa vadede bankalara karşı temkinli yaklaşırken, döviz kazandıran şirketleri, perakende gibi yüksek enflasyon ortamından yararlanan sektörleri ve normalleşmeden fayda sağlayacak sektörleri tercih ediyoruz.

En beğendiğimiz hisseler: AEFES, ARCLK, BIMAS, FROTO, GARAN, MAVI, MGROS, SOKM, TAVHL, THYAO ve TTKOM.

Küresel Zemin

- **Küresel ekonomiler toparlanmaya devam edecek**, ancak GSYİH büyümelerinde kademeli normalleşme ile yükseliş trendinin yavaşlaması bekleniyor
- **Omicron endişeleri 1Ç22'de devam ediyor**, ancak 2Ç22'den itibaren kademeli olarak açılma ve hareketlilikte artış gözlenecek
- **Enflasyon tüm ülkeler için temel endişelerden biri olmaya devam edecek**
- **Merkez Bankalarının piyasalarda muhtemel oynaklığa neden olabilecek sıkı para politikalarına geçiş**
- **Fed'in bilanço daraltması ve beklenen faiz artışları doları güçlü tutacak**, fonlama maliyetini ve GOÜ'lerden çıkışları artıracak
- **GSYİH büyümelerindeki normalleşme ve pandeminin etkisinin azalmasıyla** arz darboğazlarının yılın ilerleyen döneminde kademeli olarak ortadan kalkacağı tahmin ediliyor
- **Enerji fiyatlarının pandemi öncesi seviyelerin üzerinde kalması** muhtemel
- **Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetişim ile ilgili düzenlemeler**, kurumların ve yatırımcıların stratejileri üzerinde etkisini artıracak
- **ABD ve Çin öncülüğünde ve sürdürülebilirlik çalışmaları öncülüğünde altyapı yatırımlarında artış bekleniyor**
- **Olası jeopolitik gelişmeler:** İran ve ABD arasında olası yaptırım hafifletme görüşmeleri, ABD ve Çin ilişkileri, Türkiye'nin komşularındaki çatışmalar (Ukrayna, Suriye, Doğu Akdeniz) yıl içinde zaman zaman piyasaları etkileyebilir

2022 ve Türkiye

Yeni Ekonomik Model: Türkiye, ihracata dayalı büyümeyi, zayıf TL'yi, düşük faiz oranlarını ve cari fazlayı önceliklendiren yeni bir ekonomik modeli deniyor. Bu bilinmeyen ve oldukça alışılmışın dışında olan politikanın sonucu, 2022'nin ilk yarısında görülecek.

Kur Korumalı Mevduat (KKM): Bankalarda en az 3 ay vadeli KKM olarak plase edilen mevduatlar üzerinde TCMB ve Hazine tarafından kur koruması sağlanmaktadır. Bu yeni ürüne ilk tepki piyasada olumlu oldu. 3 ay ve daha uzun vadeli mevduatın toplam mevduat içindeki payı yaklaşık %8'dir. Ocak ayının sonuna doğru KKM'ye olan ilginin düzeyi hakkında daha iyi bir fikre sahip olacağız. Bakanın açıklamalarına göre toplam tutar, toplam bireysel mevduatın yaklaşık %2-3'ü olan 131 milyar TL'yi aştı. Edindiğimiz izlenim, şu ana kadarki ilginin büyük kısmı TL mevduat sahiplerinden gelmektedir. Kurumlar için sağlanan vergi avantajının, o taraftan da bir miktar katılımı teşvik etmesi beklenmektedir. Bu ve potansiyel yeni ürünlere gösterilen ilgi, önümüzdeki aylarda TL'nin performansını şekillendirecek.

Enflasyon: TL'deki değer kaybının geçiş etkisi, asgari ücretteki %50 artış ve son fiyat artışları ile üretici ve tüketici fiyat endeksleri arasındaki geniş fark, enflasyonun 2022'de %45-50 seviyelerine doğru yükseleceğinin sinyallerini veriyor. Enflasyon yıl sonuna doğru %25 seviyelerine inebilir.

Seçimler: Genel seçimler için normal program Haziran 2023'tür. Piyasada erken seçim olasılığı çok sık konuşulmakta, ancak erken veya zamanında olsun, yaklaşan seçimler muhtemelen 2022 boyunca uygulanacak ekonomi politikalarına etki edecektir.

Jeopolitik: Uzmanlar pek olası görmese de İran'a yönelik olası bir yaptırım indirimi Türkiye'nin enerji faturası üzerinde olumlu bir etki yapacaktır. Komşu ülkelerdeki (Ukrayna, Suriye, Doğu Akdeniz) gerginlikler yıl içinde zaman zaman piyasaları etkileyebilir. Türkiye'nin Rusya ve ABD ile olan ilişkilerinin ekonomik ve siyasi sonuçları olabilir.

Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetişim (ÇSK) ile ilgili düzenlemeler: 2021 yılının son haftasında BDDK Sürdürülebilir Finans Stratejisi'ni başlatırken, SPK bir tebliğ taslağı yayınladı. Kurumsal ve finansal kuruluşların ÇSK konusundaki çabalarının arttığını görüyoruz. Almanya'ya ihracat yapan firmalar, 2023'ten itibaren geçerli olacak düzenlemeye uyum konusunda daha yoğun olacak.

Kar Görünümü ve Halka Arzlar

Araştırma kapsamımızdaki şirketlerin kazançlarının 2021'de %89, 2022'de %53 yükselmesini bekliyoruz. Bankaların 2021'de %54 ve 2022'de %51 kar büyümesi, finansal olmayan şirketlerin ise 2021'de %175 ve 2022'de %55 kar artışı sağlamasını bekliyoruz.

Halka açık belli başlı şirketler, geçmişteki kur şoklarına kıyasla daha iyi korunuyor. Kısa bilanço döviz pozisyonları nedeniyle gelir oynaklığı, artan kaldıraç ve açık döviz pozisyonları ile 2017-2018'den bu yana azaldı.

Yüksek enflasyon, şirket bilançolarındaki dengeleri bozacak. Enflasyon muhasebesinin yokluğunda, şirketlerde fiktif kar oluşumu ve dolayısıyla daha yüksek vergi yükümlülüğü ve bilanço kompozisyonunun bozulması gibi etkiler oluşabilecektir. Bu dönemde finansal analiz ve şirket değerlemesi daha karmaşık hale gelebilir. Bununla birlikte, bazı sektörler yüksek enflasyon ortamından yararlanmaktadır. Perakende sektörünün yüksek enflasyon ortamından en çok yararlananlardan biri olduğunu düşünüyoruz.

Kısa vadede bankalara karşı temkinli bir bakışımız var. Marj görünümü kısa vadede çok destekleyici olsa da, yakın gelecekteki politika setindeki belirsizlik, kısa vadede bankalara karşı daha temkinli olmamıza neden oluyor. Ancak, bankaların 10 yıllık ortalama ABD doları piyasa değerlerinin üçte birinden işlem görmeleri nedeniyle orta vadede sektör için güçlü bir potansiyel görüyoruz.

İhracatçılar ve döviz kazanan şirketler, ortalamanın üzerinde kar artışı sağlayacak. Otomotiv, dayanıklı tüketim, havacılık, çelik, petrol, cam ve inşaat, zayıf kurdan olumlu yararlanabilecek sektörlerdendir.

Yeni halka arzlar yavaşlayabilir. 2021 halka arzlar için rekor bir yıldır. BİST'te toplam halka arz büyüklüğü 21,7 milyar TL olan 52 şirket, hem şirket sayısı hem de toplam büyüklük açısından son 10 yılın rekorunu kırdı. Bu, kısa vadede ilgiyi mevcut hisse senetlerinden yeni gelenlere yönlendiriyor. Belirsizlik ve oynaklık, 2022'deki halka arz planlarını erteleyebilir ve bu da mevcut hisselerle ilginin artmasına yardımcı olabilir.

Riskler. Pandeminin uzun süreli etkisi, hizmetler ve havacılık sektörlerindeki toparlanmayı daha da geciktirebilir. 2022 kar tahminlerimiz üzerindeki en büyük risk, kur oynaklığının yeniden artması veya para politikasında ani bir dönüş olmasıdır. Tüketicilerin satın alma gücünde beklenenden yüksek daralma veya ihracat pazarlarında beklenmeyen sorunlar da sektöre özgü risklere neden olabilir.

Değerleme

2021'de %26 yükselen BİST100, TL bazında pandemi öncesi seviyenin %84 üzerinde. Ancak ABD doları bazında endeks, son yükselişe rağmen 10 yıllık ortalamasının %45 altında işlem görüyor.

Hisse senetleri, yerli yatırımcı için enflasyon riskinden korunma aracıdır. Negatif reel getiri arttıkça, hisse senetleri belirli bir derecede risk toleransına sahip yerli yatırımcılar için bir alternatif görevi görür. Mevcut politika seti ve enflasyon görünümü, 2022'de TL mevduat ve tahvillerin negatif reel getirilerinin rekor seviyelere çıkacağını gösteriyor. Hisse senetleri muhtemelen daha iyi getiri arayışında olan bazı mevduat sahiplerini çekecektir. Bununla birlikte, oynaklığın özellikle yılın ilk yarısında yüksek seviyelerde kalması muhtemeldir. Kısa vadeli oynaklığa rağmen, hisse senetlerinin mevcut değerlendirme seviyeleri, uzun vadeli yatırımcılar için iyi bir yukarı yönlü potansiyel sunuyor.

Düşük yabancı takas oranı, hisse senedi piyasası için bir destektir. Yabancı yatırımcıların Türk hisse senetlerine çok düşük katılım seviyesi, 2022'de Fed'in faiz artırımını nedeniyle çıkış kaynaklı olası oynaklığı azaltıyor.

Türk hisse senetleri uzun vadeli yatırımcıları ödüllendirecek. 2022 tahminlerimiz, bankalar için 3,4x ve finansal olmayan şirketler için 7,8x olmak üzere tüm araştırma kapsamımız için 4,8x F/K oranına denk geliyor. BİST100'ün MSCI GOÜ endeksine %55 iskontosu tarihin en geniş seviyesindedir. BİST, yalnızca GOÜ emsallerine değil, aynı zamanda 8,4x olan tarihsel ortalama F/K çarpanına göre de iskontolu işlem görmektedir.

BİST100 için 12 aylık hedef değerimiz 3.000. Hedef revizyonumuzun büyük bir kısmı, daha yüksek risksiz oran varsayımını dengeleyen yeni kur ve enflasyon tahminlerimiz tarafından yönlendiriliyor. BİST100 için 12 aylık hedef değerimiz mevcut seviyeden %45'lik bir artışa işaret ediyor.

Model Portföy

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Yukarı	PD	Hacim	F/K			Sektöre özgü çarpan *			Görece Perf.	
			TRL	TRL	Potans.	US\$m	US\$m	2021T	2022T	2023T	2021T	2022T	2023T	1-ay	3-ay
En Çok Beğenilen Hisseler															
AEFES	Anadolu Efes	AL	29.60	45.00	52%	1,298	5.8	19.0	9.9	6.6	5.81	3.77	3.11	-15%	-4%
ARCLK	Arçelik	AL	53.75	75.00	40%	2,689	23.1	12.0	8.8	7.1	6.3	4.1	2.9	9%	13%
BIMAS	BİM	AL	70.25	100.00	42%	3,158	50.0	16.6	9.7	7.4	7.7	5.4	4.3	-9%	-18%
FROTO	Ford Otosan	AL	272.60	380.00	39%	7,083	47.2	15.7	12.4	11.0	13.5	7.4	6.9	2%	12%
GARAN	Garanti	AL	11.86	17.50	48%	3,688	262.6	3.9	2.7	2.9	0.7	0.5	0.5	3%	-9%
MAVI	Mavi Giyim	AL	68.75	100.00	45%	253	5.2	11.9	9.1	5.0	3.9	2.4	1.8	-10%	-34%
MGROS	Migros	AL	42.86	60.00	40%	575	12.2	74.4	11.5	6.8	3.4	2.4	1.8	-4%	-9%
SOKM	Şok Marketler	AL	14.28	20.00	40%	647	9.5	47.0	16.9	9.9	3.9	2.9	2.1	-5%	-10%
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	38.24	55.00	44%	1,029	30.9	13.1	14.1	12.0	10.3	3.9	2.4	-1%	1%
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	28.22	40.00	42%	2,884	212.3	3.1	3.3	3.1	10.3	3.9	2.4	25%	36%
TTKOM	Türk Telekom	AL	10.67	14.00	31%	2,765	22.3	8.2	6.2	6.2	3.3	2.7	2.1	8%	0%

* Bankalar için PD/DD, diğerleri için FD/VAFÖK; 14 Ocak 2022 kapanış fiyatları ile

En Beğendiğimiz Hisseler

- Anadolu Efes:** Fiyat artışları ve kurun gelirlere katkısı, normalleşme ve turizmin karlılığa etkisi, yüksek kar payı beklentisi, düşük borçluluk.
- Arçelik:** Yeni satın alımlar, yurt dışı ekonomilerde toparlanma, yurt içinde düşük faiz oranları, yüksek kar payı beklentisi, hisse geri alım programı.
- BİM:** Yüksek enflasyon ve yeni mağaza açılışları, güçlü talep, RK cezasından dolayı 2022'nin net kar büyümesi, hisse geri alım programı.
- Ford Otosan:** Azalan çip arzı sorunları, ertelenmiş talep ve e-ticaretin büyümesi, önümüzdeki 5 yıl boyunca yapılacak yaklaşık 3 milyar dolarlık yatırım, VW ile yapılan stratejik ortaklık, zayıf kurun ihracata katkısı, yüksek kar payı beklentisi.
- Garanti:** BBVA'nın 1Ç22'de sonlanması beklenen hisse alım teklifi güçlü bir destek. Banka muhafazakar bir karşılık politikası, ortalamasının üzerinde toplam karşılık oranı ve sektördeki en yüksek serbest karşılık miktarına sahip. Güçlü sermaye yeterliliği ve düşük kaldıraç gelecekte büyüme için sağlam bir temel teşkil ediyor. Bankanın ortalamasının üzerinde net faiz marjı ve özsermaye karlılığı sağlaması beklenebilir.
- Mavi Giyim:** Normalleşme ile artan satışlar, e-ticaretin katkısı, net nakit pozisyonuna geçiş potansiyeli, kar payı ödeme beklentisi.
- Migros:** Yüksek enflasyon, AVM'lerde trafik artışı, e-ticaret ve turizm katkısı, azalan borçluluk, RK cezasından dolayı 2022'nin net kar büyümesi.
- Şok Marketler:** Yüksek enflasyon ve yeni mağaza açılışları, RK cezasından dolayı 2022'nin net kar büyümesi, azalan borçluluk
- TAV Havalimanları:** Bahar ayları ile birlikte artacak trafik akışı, yakın geçmişte yenilenen Antalya kira sözleşmesi, Mayıs 2021'de portföye eklenen Kazakistan operasyonları, kura dayalı gelirler, olası yeni ihaleler.
- Türk Hava Yolları:** Bahar ayları ile birlikte beklenen trafik ve gelir artışı, kura dayalı gelirler, petrol fiyatlarının %50 hedge edilmesi.
- Türk Telekom:** Mobil segmentinin büyümenin öncüsü olması beklenirken fiyat artışlarının etkisi operasyonel giderler üstündeki baskıyı azaltabilir. Bankaların sahip olduğu payın satışı kısa vadede hisse fiyatı için katalizör olabilir.

Öneri ve Değerlemeler: Banka

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		PD/DD	
						2021T	2022T	2021T	2022T
Banka									
AKBNK	Akbank	AL	7.51	10.50	40%	3.6	2.6	0.53	0.45
GARAN	Garanti	AL	11.86	17.50	48%	3.9	2.7	0.67	0.54
HALKB	Halkbank	SAT	5.15	6.00	17%	8.3	2.1	0.29	0.26
ISCTR	İşbank	AL	7.96	10.00	26%	3.4	2.7	0.46	0.40
TSKB	TSKB	NÖTR	1.56	2.00	28%	4.1	2.6	0.62	0.51
VAKBN	Vakıfbank	NÖTR	3.88	5.00	29%	4.8	2.2	0.32	0.28
YKBNK	Yapı Kredi	AL	3.88	5.00	29%	3.1	2.2	0.55	0.45

Öneri ve Değerlemeler: Banka Dışı

Hisse	Şirket	Öneri	Fiyat	Hedef	Potans.	F/K		FD/FAVÖK	
						2021T	2022T	2021T	2022T
Beyaz Eşya									
ARCLK	Arçelik	AL	53.75	75.00	40%	8.8	7.1	6.3	4.1
Gıda									
AEFES	Anadolu Efes	AL	29.60	45.00	52%	9.9	6.6	5.8	3.8
COLLA	Coca-Cola İçecek	NÖTR	117.30	140.00	19%	10.1	8.5	7.4	4.4
ULKER	Ülker Bisküvi	NÖTR	18.16	23.00	27%	10.3	8.3	6.8	5.6
Gıda Perakende									
BIMAS	BİM	AL	70.25	100.00	42%	9.7	7.4	7.7	5.4
BIZIM	Bizim Toptan	NÖTR	13.67	17.00	24%	21.0	16.7	1.3	0.9
MGROS	Migros	AL	42.86	60.00	40%	11.5	6.8	3.4	2.4
SOKM	Şok Market	AL	14.28	20.00	40%	16.9	9.9	3.9	2.9
Havacılık									
PGSUS	Pegasus	NÖTR	105.40	130.00	23%	16.3	5.2	60.1	29.3
TAVHL	TAV Havalimanları	AL	38.24	55.00	44%	14.1	12.0	114.0	72.6
THYAO	Türk Hava Yolları	AL	28.22	40.00	42%	3.3	3.1	16.1	13.5
Otomotiv									
DOAS	Doğuş Otomotiv	NÖTR	50.00	60.00	20%	5.6	4.5	4.9	3.5
FROTO	Ford Otosan	AL	272.60	380.00	39%	12.4	11.0	13.5	7.4
TOASO	Tofaş	NÖTR	81.80	100.00	22%	10.1	7.6	9.4	6.0
Perakende / Giyim									
MAVI	Mavi Giyim *	AL	68.75	100.00	45%	9.1	5.0	3.9	2.4
Telekom									
TCELL	Turkcell	AL	19.39	27.00	39%	8.5	8.5	2.9	2.3
TTKOM	Turk Telekom	AL	10.67	14.00	31%	6.2	6.2	3.3	2.7

* 2021T Ocak 2022, 2022T Ocak 2023 için

Makroekonomik Tahminler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022T
GSYH büyüme (%)*	7.4%	2.8%	0.9%	1.8%	10.2%	3.5%
TÜFE, yıl sonu (%)	11.9%	20.3%	11.8%	14.6%	36.1%	25.5%
US\$/TRL, yıl sonu	3.78	5.28	5.96	7.36	13.02	14.50
US\$/TRL, ortalama	3.66	4.83	5.69	7.03	8.91	13.70
EUR/TRL, yıl sonu	4.53	6.05	6.67	9.04	14.73	16.24
EUR/TRL, ortalama	4.13	5.68	6.37	8.05	10.50	15.38
TCMB politika faizi (%)	8.0%	24.0%	12.0%	17.0%	14.0%	25.0%

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