
2022 Strateji Raporu

Global & yerel görünüm, beklentiler

Strateji & Araştırma Bölümü

21 Ocak 2022, İSTANBUL

- Genel bakış
- Stratejiye bakış-yönetici özeti
- Covid-19
- Makro | global & yerel
- Reel faiz & enflasyon beklentileri | global & Türkiye
- Finansman & dış borç görünümü | Türkiye
- Fiyatlama performansları
- Gelişmekte olan ülkeler & emtia
- Kredi notu & CDS | TR-GOÜ
- Faiz
- 2022 takvimi
- BIST
- Bankacılık sektörü
- Deniz Yatırım Model Portföy

■ Genel bakış

18 Ocak 2021 : Olumlu beklentilerin sabırla şekilleneceği yıl

10 Mayıs 2021 : Destekleyici koşullarla normalleşme

21 Ocak 2022 : Yüksek volatilité ile normale dönüş çabaları

- **Küresel ekonomi pandemiden endemiye geçiş sürecinde toparlanma gösteriyor; yüksek risk ortamı belirsizlik yaratıyor**
 - Gelişmiş-gelişmekte olan ülkeler arasındaki büyüme ayrışmasında ABD ve dünyanın geri kalanı arasındaki makas genişliyor
- **«Geçici» enflasyonist baskılar yönlendirmesi «normalleşme sürecinde kalacak olan tortular» şeklinde güncelleniyor**
 - Global çapta, genele yayılır şekilde ve uzun dönem ortalamalarına kıyasla daha yüksek enflasyon ortamına geçiş; ülkeler arası farklılaşma
- **4 ana fiyatlandırma teması: i) yüksek faiz hadleri ii) Fed'in tetikleyici olma rolü iii) getiri arayışının rotasyonu desteklemesi iv) arz-talep normalleşmesi**
 - **COVID-19 & Aşılama** | Pandemi başlangıcındaki panik ortamı sona erdi. Omicron ve benzeri varyantlar endemiye geçişi hızlandırabilir
 - **Global ekonomi** | Toparlanma 2021'e kıyasla daha düşük ve fakat pozitif patikada devam edecek; normalleşme politikalarına dair riskleri yukarı çekecek
 - **ABD** | Azalan mali destekler, 40 yılın zirvesindeki enflasyon, Fed'in para politikasını «daha erken ve daha hızlı» normalleştirme yönlendirmesi
 - **Euro Bölgesi** | Toparlanma çabaları devam edecek, çıktı açığı nispeten kapanacak, Fed-ECB faiz spreadi açılacak
 - **Çin** | Yapısal problemlerin belirginleşmesi, büyümenin yavaşlama riskinin ağır basması, sınırlı para politikası tepkisi
 - **Emtia fiyatları** | Yüksek seyirler genel hatlarıyla korunurken 2021 vari sert hareketlerden ziyade bant eğilimi, gruplar arası ayrışma
 - **USD** | Yılı 2 ayrı devrede takip: 1- Fed'in normalleşme beklentileri ve fiyatlaması 2- Piyasalar nezdinde «yeni normal» gerçeğinin kabullenilmesi
 - **Hisse senetleri** | Rekor yükseklerin düzeltme riskine rağmen getiri arayışı ve rotasyon
- **Emtia**
 - **Petrol** | OPEC+ hamleleri, normalleşme ve talebin toparlanması; yılın sürprizi İran'ın dönüşü ve arz-talep dengesini dengelemesi olabilir
 - **Altın & Gümüş** | Enflasyonist ortama rağmen aşağı yönlü beklentiler, altın-gümüş ayrışması
- **Özel başlık: Türkiye**
 - **Büyüme** | Trend seviyelere dönüş
 - **Enflasyon** | Yüksek çift hanelerde yılın ilk yarısında zirveye ulaşma, ikinci yarıda kısmen gerileme
 - **Ülke risk primi & Lira** | 5 yıl ortalamasının üzerinde CDS, atılan adımların ardından dengelenme arayışındaki lira
 - **BIST** | Reel getiri arayışı çabaları artan hızda devam edecek

Stratejiye bakış-yönetici özeti

2022 yılını «yüksek volatilité ile normale dönüş çabaları» şeklinde tanımlıyoruz. Global toparlanma çabalarının devam eden pandemi süreci ve endemiye evrilme aşamasında korunmasını beklerken, enflasyonist baskıların yılın genelinde hayatımızda olmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Fed'in Kasım ayından bu yana yaptığı yönlendirme farklılıkları faiz hadlerinin yukarı yönlü baskılanmasına neden olacak.

■ Global toparlanma çabaları daha az destekleyici koşullar ile yoluna 2022 yılında da devam edecek

- 2020 yılındaki küresel daralma sürecinin ardından atılan ciddi maliye ve para politikası adımları 2021'de genele yayılır şekilde yüksek büyüme performanslarının gözlenmesine imkan tanıdı. Söz konusu performansta kuşkusuz bir önceki yıla kıyasla baz etkileri de yüksek rakamların takip edilmesine neden oldu. 2022 yılı için de global toparlanma eğiliminin 2021'e kıyasla daha düşük ancak pozitif patikada devam etmesini bekliyoruz. Yılı tamamlamaya hazırlandığımız süreçte Güney Afrika çıkışlı Omicron varyantına yönelik beliren endişelerin şu aşamada zayıf kaldığı kanaatindeyiz. Genele yayılır şekilde yeni bir kapanma furyası olacağını düşünmüyoruz. Pandemiden endemiye geçiş sürecinin içerisinde olabileceğimize dair sorgulamalarımızı korumakla birlikte *i) devam eden aşılama süreci ii) hastaneye yatış ve vefat oranlarındaki düşüş iii) salgına yönelik bilincin daha yüksek olduğu* şeklindeki gözlemimiz büyümeye yönelik fikrimizin temelini oluşturuyor. Global çapta azalacak olan maliye ve para politikaları destekleri çerçevesinde bir yıla başlangıç yapıyoruz. İlerleyen süreç, normalleşme çabalarının biraz daha somut bir hal aldığı farklı bir noktaya ulaşmamızı sağlayacak. Üstelik bu kez 2008-09 sonrasında olduğu üzere «yüksek borç» ortamı da daha kötü bir hal almış durumda.

■ Daha farklı bir enflasyon ortamı ile karşı karşıyayız; her anlamda

- 2000 sonrası yakın dönemi hatırlayacak olursak, global ekonomide, bilhassa gelişmiş ülkeler nezdinde, 1980'li yıllara kıyasla düşük-stabil enflasyon ortamının ana tema olarak belirlediğini görüyoruz. Hatta Avrupa gibi kimi noktalarda zaman zaman deflasyonist baskıların dile getirildiği ve merkez bankalarına yönelik beklentilerin enflasyon ile mücadeleden ziyade enflasyon yaratmaya uygun koşulları sağlama şeklinde farklılaştığı deneyimler edindik. Öyle ki pandemiye giriş öncesinde ECB'de mevduat faiz oranı %-0.50 seviyesinde bulunuyordu. Bugün, hali hazırda, para politikası duruşları açısından farklı bir noktada değiliz. Kuşkusuz böylesi düşük enflasyon baskılarının gözlemlendiği sürecin farklı yapısal gerekçeleri söz konusuydu. Yaşlanan nüfus, değişen harcama tercihleri, farklılaşan trendler, ekonomilerin yapılarındaki değişim ve teknolojinin sanal ortamda harcamaya hızlı geçişi bahse konu gelişmeleri desteklemişti. Ancak, pandemi süreci ile birlikte daha farklı bir enflasyon ortamına geçişten söz etmek yanlış olmayacaktır. İlk etapta aralarında bizim de bulunduğumuz değerlendirmelerde «geçici» olarak nitelendirilen enflasyonist baskıların artık 2022'nin genelinde devam etmekle birlikte tam olarak hayatımızdan çıkmayacağı şeklindeki fikir güncellemesini yapmaya başlamış durumdayız. Arz-talep sürecindeki dengesizlikler, yeşil ekonomiye geçiş için ABD'de Biden yönetimi önderliğinde küresel çapta atılan adımlar, AB'nin getirdiği kriterler ve fosil yakıtlara yönelik yatırımların azalışı gelecek 5-10 yıllık süreçteki geçişin daha sancılı bir emtia fiyatları ortamını karşımıza çıkaracağını düşündürüyor. Ayrıca, pandemi ile mücadele sürecinde atılan ve daha önce deneyimlenmemiş ölçekteki maliye ve para politikası adımlarının yan etkilerinden birisi olan yüksek tasarrufların gelecek vadedeki talebi de canlı tutmaya devam etme riski bu yöndeki düşüncelerimizi destekliyor.

■ Fiyatlama temalarının temelde 4 başlık etrafında şekilleneceğini düşünüyoruz

- Yıl boyunca belirsizlik ortamının yürürlükte olmasını, bu durumun da yatırım kararlarını alma aşamasında yüksek oynaklık destekli güçlükler çıkaracağını değerlendiriyoruz. 2022'de 4 başlık etrafında yatırımcı davranışlarının oluşmasını bekleriz: *i) yüksek faiz hadleri ii) Fed'in tetikleyici olma rolü iii) getiri arayışının rotasyonu desteklemesi iv) arz-talep normalleşmesi.* Buna göre, yıl genelinde global çapta nominal ve reel faiz hadlerinin yükseleceği kanaatindeyiz. Fed'in Kasım ayından bu yana yaptığı kuvvetli iletişim destekli farklı yönlendirme para politikalarında normalleşme aşamasına geçildiği işareti veriyor. Varlık alımlarındaki aylık azaltımların devreye alınması ile başlatılan süreç, yılın ilk çeyreğinde daha hızlı bir yaklaşımla Mart ayı ortasında tamamlanacak, devamında ise ilk faiz artışı ve bilançonun daraltılması eylemleri ile devam edecek. Söz konusu gelişmeler Fed'in diğer ülkeler nezdinde de para politikalarının yeniden gözden geçirilmesi riski yaratması anlamına geliyor. Nitekim 2021'in neredeyse tamamında, gelişmekte olan ülkelerin kayda değer bir bölümünde politika faizlerinin yukarı yönde güncellendiğini takip ettik. Getiri arayışlarının ise devam edeceği düşüncesindeyiz. Pandemiden çıkış sürecini takiben görülen «büyüme» temalı hisse senetlerinden «değer» eksenli gruba geçişin hız kazanacağına inanıyoruz. Yine ABD'de federal fonlama oranı faizinin yükseltilmesi finans kesimi hisselerini de destekleyecektir. Son olarak 2021'de sık sık konuştuğumuz ve küresel enflasyona yönelik en önemli baskı unsuru olarak beliren arz-talep dengesizliğinin yılın ikinci yarısında normalleşmesini umut ediyoruz. Şayet burada kayda değer bir gelişme olmaz ise global para politikalarında erken ve daha hızlı sıkılaştırma riskinin belirmesi, devamında ise büyümenin toparlanma çabalarını negatif anlamda baskılaması senaryosunun her ne kadar istenmese de hayata geçmesi söz konusu olabilir.

■ 2022'de Fed açısından öncelik enflasyon olacak

- Mart 2021'den bu yana Fed tarafından gerçekleştirilen yönlendirmenin global merkez bankacılığında iletişim açısından farklı bir boyuta geçtiğini söylemek gerekiyor. Mayıs 2013 sonrası dönemden yatırımcılar ve gelişmekte olan ülkelerin çıkardıkları derslerin çok daha fazlası iletişim mekanizmasının kurgulanması anlamında Fed cephesinde gözleniyor. Yıl içerisinde öncelikle «tapering» sürecine yönelik yapılan yönlendirme Eylül ayı sonrasındaki geçişin ciddi bir hasar yaratmadan olmasına imkan tanıdı. Yine yılın son döneminde varlık alımlarının daha hızlı azaltılacağına yönelik kurulan iletişim de son derece başarılıydı. Aralık ayının ikinci yarısı ve ivmesi artar şekilde Ocak ayı başlangıcından bu yana yapılan yeni yönlendirme ise faiz artırımının Mart ayında varlık alımlarının sonlandırılmasını takiben gerçekleştirilebileceği ve hatta daha önemlisi de bilançonun daraltılmaya başlanacağı oldu. Ayrıca, pandemi öncesindeki son döngünün aksine, bilançonun küçültülmesi çok daha hızlı yapılabilir. Beklentimiz, Fed'in 2022'de 4x25bp şeklinde faiz artırımlarını gerçekleştirmesi. Ancak, enflasyon görünümünde daha inatçı bir tablonun oluşma ihtimalinin güçlenmesinde ise söz konusu rakam daha fazla olabilir. Bilançonun yılın ikinci yarısında daraltılmaya başlayacağını değerlendiriyoruz. Kendisine yasa ile verilen iki ana görevden birisi olan istihdamda manşet rakamların beklenti gerisinde kalması durumuna karşı piyasa koşullarının sanıldandan daha sıkı bir eğilim içerisinde olduğu kanaatindeyiz. Rekor düzeydeki işten ayrılma oranı, yine rekor yükseklerle yakın açık iş pozisyonları, artan ücretler ve özel sektör istihdamındaki toparlanma Fed'in kendi rotasını enflasyona çevirmesine kolaylık sağlıyor. Enflasyon beklentilerinin %2.5-3.0 aralığında dengelendiğini düşünecek olursak, daha inatçı bir tablonun şekillendiği senaryoda beklentiler de yukarı yönde güncellenebilir. Bu nedenle Fed'in işini şansa bırakmaktan imtina edeceğine inanıyoruz.

■ Fed'in kurduğu/kuracağı iletişim kadar karşı taraftan gelecek aksiyonlar da önemli

- 2021'de Fed'in farklılaşan iletişimine karşılık gelişmekte olan ülkelerin kayda değer bir kısmında para politikalarının önden yüklemeli şekilde sıkılaştırıldığını ve hatta 2022 başlangıcında da bu durumun devam ettiğini görüyoruz. Özellikle Rusya ve Brezilya gibi üyeler söz konusu sıkılaşma döngülerinde ön plana çıkarken, Doğu Avrupa üyelerinin de farklı bir patikada ilerlemediğini, kararlı duruşlarını da sağlıklı gelecek dönem iletişimleriyle desteklediklerini belirtmek gerekiyor. Amerikan para politikasına dair beklentilerin farklılaşmasının yanında yerel enflasyonist baskıların da artış göstermesi kuşkusuz bu sürecin yaşanmasına neden oldu. 2022 yılında gelişmiş ülkeler nezdinde ABD ve İngiltere'nin politika faizlerinde artış beklerken, ECB'de gerçekleştirdikleri yönlendirmelere paralel bu yönde bir adım atılacağı kanaatinde değiliz. Gelişmekte olan ülkeler grubu ise yapması gerekenlerin önemli bir kısmını –sıkılaşma anlamında- 2021'de gerçekleştirmiş olabilir. Ancak, yine de sıkı duruş adımlarının devam etmesi sürpriz olmaz. Fed'in nominal ve reel faizlerde artışın kapısını açacak muhtemel adımları diğer ülkelerdeki faiz hadlerinin de politika faizleri artırılmasa dahi yükselmesine neden olabilir. Buradan hareketle, ABD 10y tahvil faizinde %2-2.25 aralığına yönelimi ve global tahvil faizlerinin de yukarı yönde baskılanmasını bekliyoruz.

■ USD+ görünümünün 2022'de ana tema olması beklentisindeyiz

- Gerek 2021 yıl başlangıcında paylaştığımız düşüncelerimiz gerekse Mayıs'ta yaptığımız strateji güncellemesinde ana fiyatlama temamız «reflasyon» yaklaşımı üzerinden şekillenmişti. Bu nedenle Amerikan dolarının genel olarak zayıf seyredeceğini ve finansal koşulların destekleyici pozisyonda olacağını değerlendiriyorduk. Beklentimiz büyük çoğunlukla gerçekleşti. Emtia fiyatlarının ciddi yüksek seyrettiği ortamda DXY endeksi ortalama 92.5 seviyesinde oluşarak 2018'deki 93.6 düzeyinden bu yana en düşük noktada şekillendi. 2020'ye kıyasla ise yine ortalama %4 geri çekilmiş oldu. 2022 yılında DXY endeksinin 95-98 aralığında seyretmesini bekliyoruz. Zaman zaman değişecek beklentilere paralel-kısa vadeli volatilitesi yüksek fiyatlamalar oluşsa da endeksin 2019 ortalaması olan 97.4 civarından ciddi anlamda yukarı yönlü sapmasını beklemiyoruz.

■ Amerikan para politikasının bölge-ülke nezdinde ayrışması USD çaprazlarında farklı etkileşimler yaratacak

- Atlantik'in iki yakasında farklı para politikası yaklaşımlarının izleneceği bir süreç bizleri bekliyor. Bildiğimiz/beklentimiz Fed'in federal fonlama oranını artırırken bilançoğu da daraltmaya başlayacak olması. Bu nedenle sıkılaşmanın boyutu ilk etapta biraz daha sanılandan yüksek hissedilebilir. Öte yandan ECB'nin düşük faiz politikasını nispeten azalacak varlık alımları ile sürdüreceği beklentisi-yönlendirmesi faiz farkı nedeniyle USD-EUR ayrışmasını belirginleştirebilir. EURUSD paritesinde risklerin aşağı yönlü olduğu kanaatindeyiz. Yıl içerisinde 1.10-1.15 aralığında dalgalanma olmasını bekliyoruz. Avrupa'daki ekonomik toparlanma momentumuna göre kısa vadeli gelişmelerde EUR+ eğilimler gözlenirse de kalıcı olmasından yana değiliz. Diğer yandan Çin'de devam eden ve daha belirgin bir hal alan yapısal problemlerin gündemde kalmasını ve bu durumun da Çin büyümesini %5 ve aşağısına yönelik risklerle şekillendirmesini değerlendiriyoruz. PBOC her ne kadar politika faizi üzerinden ciddi indirim adımları atabilecek pozisyonda olmasa da zorunlu karşılık indirimlerinin bu yıl içerisinde de sürmesini ve maliye politikaları ile destekleyici koşullar sağlama fikrinin canlı kalmasını bekliyoruz.

■ Emtia grubunda sert yükseliş döngüsünü geride bıraktık; yeni normalde dengelenme teması ağır basacak

- Pandeminin ilk dönemlerinde sert şekilde daralan talep kaynaklı düşüş gösteren küresel emtia fiyatları 2021 yılını ciddi yukarı yönlü baskılanma ile tamamladı. Her ne kadar ürün gamı bazında performans açısından ayrışma olsa da Bloomberg emtia endeksi %27 yükseliş sergiledi. Yıl genelinde artan aşılama çabalarına paralel gözlenen normalleşme süreci talebin toparlanmasında etkili oldu. Petrol fiyatları \$90 civarına dek yükselirken, değerli metallerde ise altın ve gümüşün olumsuz ayrıştığı görüldü. Gıda fiyatları ise hem talep hem de mevsimsel koşullardaki dengesizlikler üzerinden artış patikası içerisinde yer aldı. Emtia sınıfına yönelik düşüncelerimiz 2022 yılında da genel olarak olumlu. Ancak, 2021'e kıyasla primlenmelerin daha dengeli olmasını, bir önceki yıl arz kaynaklı problemler nedeniyle anormal yükseliş sergileyenlerde ise aşağı yönde düzeltme olmasını bekleriz. Petrol fiyatlarında (Brent) \$70-80 aralığını yıl genelinde olası görüyoruz. Yine yeşil dönüşüm ve sürdürülebilirlik süreci kapsamında farklı grupların ayrışması da yaşanabilir. Değerli metallerde ons altının ortalamada \$1600 civarında şekilleneceği beklentisindeyiz. i) kripto varlıklara yönelen kesim kaynaklı azalan yatırımcı tabanı ii) ETF'lerin 2021'de 10 milyar doların üzerinde satış gerçekleştirilmesi iii) toparlanan fiziki talebe kıyasla yatırımcıların sermaye piyasalarında altın pozisyonlarını azaltma istekleri iv) Amerikan para politikasının sıkılaştırma döngüsüne girecek olması ve hız+adımların belirsizliği v) global enflasyon beklentilerindeki artışa rağmen merkez bankalarının ciddi anlamda eğri gerisinde kalmama çabaları gözetildiğinde ons altın pozisyonlanmasına pozitif şans tanımakta zorlanıyoruz. Yıla dair ortalama ons gümüş beklentimiz de \$22-23 aralığında oluşması yönünde. Ancak, ons altına kıyasla fosil yakıtlardan dönüş sürecindeki rolü de gözetildiğinde bir adım önde olumlu etkilenebileceğini değerlendirdiğimizi de eklemek isteriz.

■ Global ve yerel gündem gözetildiğinde orta-uzun vadeli tahmin yapmaktan uzak bir noktadayız

- 2022 yılında yapacağımız tüm değerlendirmelerde sık sık «belirsizlik» başlığına yer vereceğiz. Gerek global gerekse lokal koşullar gözetildiğinde bu durumun geçerli olduğunu ve varlık fiyatlamalarına yönelik orta-uzun vadeli tahmin yapmaktan sapılan bir noktada olduğumuzun altını kalın çizgilerle çizerek belirtmek gerekiyor. Küresel cephede Fed'in hangi hız ve zaman aralığında parasal sıkılaştırma gerçekleştireceğini net olarak bilmiyoruz. Son olarak Aralık ayında kamuoyu ile paylaşılan çeyrek dönemlik FOMC tahminleri 3x25bp faiz patikasına işaret etse de değişen koşullar 2000'den bu yana 25bp faiz adımının dışına çıkmayan Fed'in belki de farklı şekilde hareket etmesine neden olabilir. Ayrıca, bilanço daraltma süreci, arka plandaki hedef seviyenin ne olduğunun bilinmemesi ve bu esnada daha önce karşılaşılan aşkın rezervler gibi sorunların yeniden belirip belirmeyeceği gibi soru başlıklarını hatırlamanın doğru olduğu kanaatindeyiz. Belirsizlik başlığını konuşurken benzer durumun yerel varlıklara dair değerlendirmeler için de geçerli olduğunu söyleyelim. Değerlemelerde baz alınan risksiz faiz oranı (risk free rate) güncellememizi mevcut koşullar gözetildiğinde %17'den %20'ye güncelliyoruz. Aralık ayının ikinci yarısından bu yana atılan ve kurda stabilizasyonu sağlamaya yönelik hedefleri içeren adımlara kısa vadede şans vermenin doğru olduğuna inanıyoruz. Henüz DTH-lira dönüşümü arzu edilen seviyelerde olmasa da mevcut lira likiditesinin DTH yönelimini sınırlaması açısından kur korumalı mevduat hamlesini önemsiyoruz. Kur fiyatlamalarında stabilizasyonun sağlanması ülke risk primindeki yüksek seviyelerin normalleşmesinden, enflasyonda beklenti çıpalaması konusunun yeniden gündeme gelmesi ve diğer tüm varlık sınıflarının normal koşullar altında fiyatlama gerçekleştirmesine dek önemli bir rol üstleniyor. Buradan hareketle, büyüme, enflasyon ve varlık sınıflarına dair fikir paylaşımlarımızın yılın ilk yarısında sık sık güncellenebileceğini not düşmek isteriz. Önceliğimiz, daha belirgin iç ve dış koşullar altında tahmin yapmak.

■ Enflasyona dair gelişmeler yıl genelinde yakından izlenecek

- Yerel bazda gündemi yıl boyunca meşgul edecek olan ana konu başlığının enflasyon olduğunu düşünüyoruz. Son 20 yılın zirvesindeki TÜFE'nin seyri büyümeye etkisi açısından da yakından izlenecek. Beklentimiz, yüksek-çift hanelerdeki seyrin 2022'de devam etmesi. Yıl başlangıcında gerçekleştirilen zamların ardından Ocak ayı enflasyon verisinin de yukarı yönlü baskılanmanın devam etmesi şeklinde gerçekleşeceği kanaatindeyiz. İlk çeyrek içerisinde TÜFE'de zirve noktaya ulaşma ve son çeyrekteki düşürücü yönde olmasını düşündüğümüz baz etkisi faktörüne dek %30-40 aralığında yüksek-yatay seyretmesini bekliyoruz. Elbette bahse konu fikrimiz ağırlıklı liranın daha stabil bir patikada ilerlemesine bağlı. i) 44bp seviyesine ulaşan yüksek ÜFE-TÜFE spreadi ii) enflasyon beklentilerindeki ciddi bozulma iii) kur geçişkenliğinin henüz tamamlanmamış olması iv) asgari ücret zammı ve bunun diğer ücretler üzerindeki yukarı yönlü ayarlamayı tetikleyecek olması v) yıl genelinde primlenme seyrini koruyacağını düşündüğümüz global emtia fiyatları vi) küresel Amerikan dolarındaki yukarı yönlü risklerle finansal koşulların daha sıkı bir hal alması ithal edilen enflasyonun da yüksek olacağı gerçeğini karşımıza çıkarıyor. 2021'deki kuvvetli performansın taşıdığı düşürücü yöndeki baz etkisi, kur gelişmelerinin ardından iç talebin zayıf seyretme riski ve global ticaretin 2019'daki patikasına normalleşme ihtimali büyümenin trend seviyelerinde gerçekleşmesine zemin hazırlayabilir. Makro tahminlerimizin yıl içerisinde iç ve dış gelişmeler kaynaklı sık sık değişim gösterme riski nedeniyle 2022'nin ilk çeyreğini gözeterek hareket etmenin daha doğru bir yaklaşım olacağı kanaatindeyiz. Turizmdeki toparlanmanın 2019 yılı düzeylerine yaklaşmasını, liradaki zayıflamanın rekabet avantajını bu kanalda desteklemesini ve iç talepteki olası ivme kaybına paralel ithalatın daha dengeli seyretmesinden hareketle yönetilebilir-düşük seviyelerde cari açık oluşacağı üzerine senaryo kuruyoruz.

■ BIST için ana belirleyici unsur «getiri arayışı» teması olacak

- BIST 100 endeksi 2021'i Türk lirası bazında %25.8 yükselişle 1857 puan seviyesinden tamamladı. Böylece 2019'dan sonra üçüncü yılda da yatırımcılarına yerel para birimi bazında getiri sağlamış oldu. Öte yandan USD bazındaki performans ise %-29.35 oldu ve olumsuz tarafta şekillendi. Söz konusu durum 2020'deki %3.34 yükseliş gözetildiğinde 2018'den bu yana ilk kez döviz bazında kayıp anlamına gelmekte. **Makro tahminlerimizde ve risksiz faiz oranımızda yaptığımız güncellemeler neticesinde 12 ay vadeli BIST 100 endeksi hedef fiyatımızı 2750 puan seviyesinde belirliyoruz. Son kapanış düzeyi gözetildiğinde %37 yükseliş potansiyeline işaret etmekte.** Yıl genelinde reel faizlerdeki kayda değer eksi düzeylere paralel yüksek getiri arayışının BIST yatırımcısındaki ilgiyi desteklemesini bekliyoruz. Elbette yine diğer birçok başlıkta etkili olacağı üzere, liradaki stabilizasyon ve daha öngörülebilir makro veri patikası işlem hacminin yükselişine ve oynaklığın azalışına olumlu yönde katkı sağlayacak. 15-22 Aralık 2021 döneminde yaşanan sert düşüş sürecinde Endeks 100'ün 30 günlük oynaklık ölçümlemesi %20'li seviyelerden %50'nin üzerine taşınırken, 90 gün vadelide ise %18'den %32'ye ivmelenme gözlenmişti. 2022 yılında yüksek oynaklık eğiliminin en azından yılın ilk yarısı ölçeğinde devam edebileceğini düşünüyoruz. Söz konusu fikrimize global ve yerel koşullar birlikte katkı sağlamakta. Döviz geliri olan, ihracatçı konumdaki sektör-şirketler kaynaklı ayrışmanın devam etme ihtimalini yüksek görüyoruz. Taşıdıkları yüksek iskonto ve ülke genelindeki düşük yabancı yatırımcı payları gözetildiğinde bankacılık sektörü hisselerinin 2022'de 2021'e kıyasla daha olumlu bir yıl geçireceklerini düşünüyoruz. Ancak, yılı 0.47x'de tamamlayan ve Nisan'da 0.40x bölgesine dek gerileyen XBANK/XUSIN rasyosunun ciddi toparlanma göstermesi ve sanayi kesimi hisselerini performans açısından yenmesi ana senaryomuz değil. Hatırlatmak gerekirse, paritenin 2010 yılından gelen uzun vadeli trendi 0.80x civarında şekillenmekte.

■ Yerli-yabancı yatırımcı farklılaşmasında değişiklik kısa vadede kolay değil

- Gerek liradaki volatilité gerekse sıcak para ile ilgili paylaşılan resmi yönlendirmeler neticesinde yerel varlıklar nezdindeki yabancı payı oranlarının son yıllarda ciddi anlamda azalış gösterdiğine tanıklık ettik. BIST cephesinde 2017 yılında %65'in üzerine yükselen yabancı payı oranı 2021'i %40'lı seviyelere yakınsayarak tamamlarken, yıl içerisinde takip edilen toplam halka arz sayısının 52'ye ulaşması da yerli yatırımcı eğilimindeki artışı destekleyen unsurlardan birisi oldu. Ancak, mevcut koşullar altında Türk lirası likidite de dikkate alındığında, sermaye piyasalarındaki kayda değer gelişimin sadece yerli yatırımcı nezdindeki gelişmeler üzerinden şekillenmesi kolay değil. Reel getirilerdeki yüksek eksi seviyeler ile birlikte değerlendirdiğimizde, hisse senedi piyasalarına yerli yatırımcı ilgisinin 2022 yılı içerisinde de diğer koşulların sağladığı zaruret neticesinde devam etmesini bekliyoruz. Aralık ayının ikinci yarısında takip edilen yüksek volatilité destekli spot ve vadeli piyasalardaki düşüş hareketinin yatırımcı algısı üzerinde yarattığı 'temkinli' eğilim ise en azından ilk çeyrek sonuna dek etkisini hissettirme pozisyonunu koruyabilir.

■ Halka arzlar, sermaye piyasaları, stabilite

- Şirketlerin halka arz kanalı ile likiditeye erişim istekleri 2021 ivmesinde olmasa da korunacaktır. Burada kritik nokta, başta lira olmak üzere, tüm yerel varlıklardaki oynaklık düzeylerinin gerilemesi ve belirsizlik katsayısındaki azalışın sürdürülebilir olması. Kur cephesinde sağlanabilecek stabilizasyonun politika faizi ile piyasa faizleri arasındaki geniş makasın kapanmasına sağlayacağı düşürücü yöndeki katkı daha sağlıklı değerlemelerin yapılmasına imkan tanıırken, makro öngörülebilirliği desteklemesiyle orta-uzun vadeli portföylerin kurulmasına da zemin hazırlayacaktır. Benzer şekilde, getiri arayışı destekli başta yatırım fonları olmak üzere, diğer araçların da revaçta kalmaya devam edeceğini değerlendiriyoruz.

■ Model Portföyümüzde sektör-hisse seçici davranmaya ediyoruz

- Model Portföyümüz 2021 yılında nominal bazda %45.1 getiri sağladı ve BIST 100 endeksine göre rölatif %15.4, BIST getiri endeksine göre ise %11.6 ile daha olumlu bir performans ortaya koydu. Böylece 2019-21 döneminde ortalamada %49.8 getiri sergilemiş oldu. Özellikle Mayıs ayında paylaştığımız [Deniz Yatırım Strateji Güncelleme Raporu, Mayıs 2021](#) ile reflasyon temasına yönelik düşüncelerimizi portföye daha fazla yansıtırken, Ağustos sonrası dönemde de banka hisse senetlerinin sayısını ve payını yukarı çekmiştik. 2022 yılında da global normalleşme süreci etkilerinin sektör bazında gözleneceğine inanıyoruz. Raporumuzun sonraki kısımlarında detaylı şekilde yer vermekle birlikte kısaca birkaç noktayı ön plana çıkarmak gerekirse; **bankacılık sektörünün güçlü sermaye yapısı, Türkiye'nin cazip bir destinasyon olarak ön planda kalmaya devam etmesi ile turizmde toparlanma beklentimiz eşliğinde havacılık sektörü, yurt dışında büyüme hikayesi üzerinden seçici enerji sektörü üyeleri, yüksek enflasyon döneminde gelir büyümesi anlamında fayda sağlayacağını düşündüğümüz perakende ve telekom, yüksek ilginin güçlü bilançosu üzerinden korunacağını düşündüğümüz cam sektörü temalarına inanıyoruz.**

Stratejiye Bakış

■ Yurt dışı piyasalarda yatırım avantajları olduğunu düşünüyoruz

- 2022 Strateji Raporumuz ile birlikte Yurt Dışı Piyasalar Bölümümüzün yatırım avantajı öngördükleri detaylara da yer vermek istiyoruz. Buna göre:
- Önümüzdeki dönemde yurt dışı emtia ve hisse piyasalarının 3 farklı konu etrafında şekilleneceğini düşünüyoruz: *i) Omicron varyantı ve yeni olası varyantların etkileri*
ii) FED faiz artışı süreci ve küresel enflasyonun seyri *iii) Küresel ısınma ve enerji sorunu*
- Küresel piyasalarda, 2022’de, önceki yıllara kıyasla farklı temaların öne çıkmasını bekliyoruz. Özellikle 5G teknolojisi ve yeşil enerji alanlarındaki yatırımlar artarken, enerji ihtiyacı ön planda olmaya devam edecek. Konvansiyonel enerji kaynaklarına olan yatırımların azalması, ancak, bu ihtiyacı ikame edecek kaynakların henüz istenen boyutta olmaması sebebi ile enerji fiyatlarının yüksek seyretmesini bekliyoruz. Bununla beraber ABD’de beklenen en az 3-4 faiz artışı kaynaklı Amerikan dolarının diğer para birimleri karşısında değerli kalmaya devam edeceğini, aynı zamanda özellikle ABD’de bulunan finansal hisseler üzerinde faiz artışının olumlu yansımaları olabileceğini düşünüyoruz. Küresel enflasyonist baskının olası sıkılaştırma adımlarının üzerinde kalmaya devam edeceği düşüncesi ile hisse piyasalarına olan ilginin bu yıl da süreceği ve döngüsel büyüme hisselerinin geçiş sürecinde baskılanmakla birlikte (teknoloji grubu gibi) dengelenmeyi takiben toparlanma gösterebileceğini değerlendiriyoruz.

Stratejiye Bakış

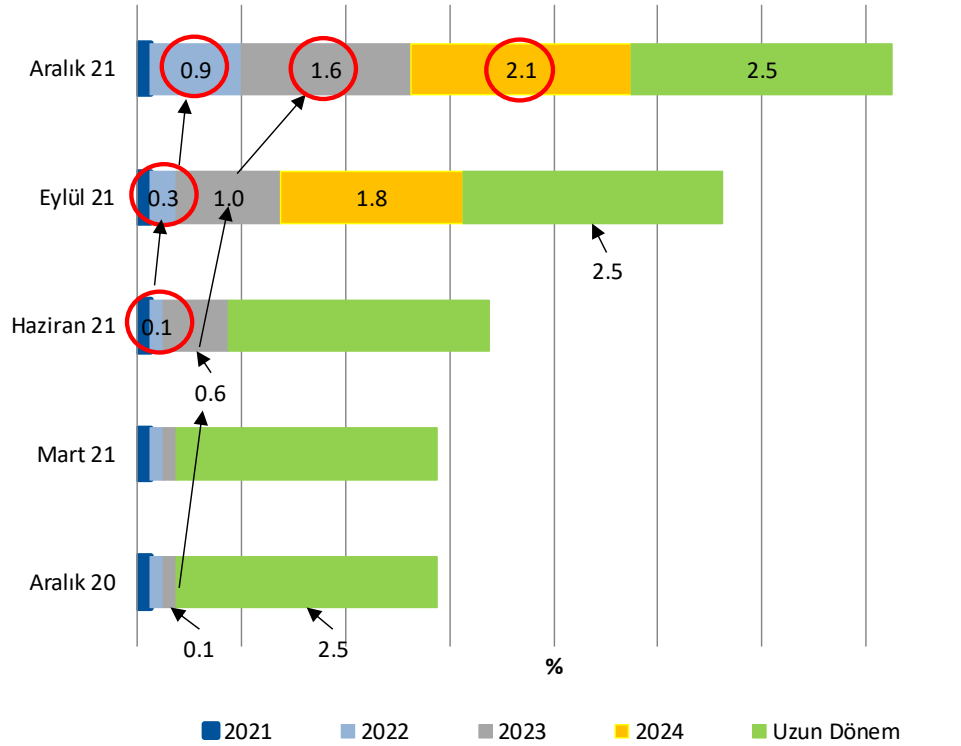
- **Baz senaryomuzdan yola çıkarak özellikle temettü verimi yüksek hisse senetlerinin yanı sıra konvansiyonel ve yeşil enerji grubu hisselerin ön planda olmasını bekliyoruz. Bu noktada aşağıdaki hisselerin ön plana çıkabileceğini kanaatindeyiz.**
 - **Verizon (US):** Uzun yıllara dayanan temettü verimi yüksek (%4.6) hisse aynı zamanda 2022'de 5G teknolojisinde de atağa kalkacak. ABD'nin en geniş servis sağlayıcısı olan Şirket, kısa vadede rakiplerinin önünde yer almak için 5G teknolojisine yönelik 3 yılda 10 milyar dolar yatırım yapmayı planlıyor ve bu yatırımın geri dönüşünü ise 4-5 yıl olacak şekilde öngörüyor. Hem temettü verimi hem de yeni teknoloji yatırımları önümüzdeki yıl hisseyi ön plana çıkarabilir. Sektörde yüksek rekabetin olması Verizon önündeki en büyük engel gibi görünüyor.
 - **Exxon (US):** ABD'nin en büyük petrol ürünleri şirketi olan Exxon yüksek temettü verimliliği ile (%5.6) uzun yıllardır ön plana çıkmakta. Globalde devam eden enflasyonist baskı, 2022'de küresel büyümenin devamını öngörmemiz ve konvansiyonel enerji kaynaklarına azalan yatırımların rekabeti baskılaması Şirket için 2022'de olumlu bir hikaye yaratma fırsatı sunmakta. Yeni varyantların piyasalar üzerinde baskı yaratması ve küresel ticareti etkilemesi hisse üzerindeki en büyük riskler olarak göze çarparken, sert düşüşlerin orta vade için fırsat yarattığına inanıyoruz.
 - **Rolls Royce (LN):** Dünyanın en önemli jet motoru üreticilerinden Rolls Royce aynı zamanda küçük çaplı enerji santralleri ve nükleer enerji konusunda 2 yıldır süregelen kötü performansını 2022'de kırabilir. 2021 yılı içerisinde küçük modüler reaktörler teknolojisine hem İngiliz hem de Katar Devlet fonundan yatırım alan Rolls Royce bu konuda yeşil enerji alanında öne çıkabilir. Aynı zamanda pandemi sürecinde azalan yeni uçak talebi jet motorlarına olan yönelimi kısarken, Rolls Royce zor günler geçirmişti. Pandemide beklenmeyen kötüleşme haberleri hisse üzerindeki en büyük risk konumunda.
 - **Bank Of America (US):** ABD'nin en büyük finansal holdinglerinden biri olan Şirket'in önümüzdeki dönemde ABD'de faizlerin artışından olumlu etkileneceğini düşünüyoruz. Ülkede büyümenin önümüzdeki yıl devam edecek olması gelirlerinin yaklaşık %40'ını konvansiyonel bankacılık ürünlerinden sağlayan Şirket için bir diğer olumlu faktör. Risk olarak ise tekrar yeni varyantların ağır kapanmalara yol açması ve fiyat üzerinde baskı oluşturması belirtilebilir.

■ Makro | global & yerel

Federal Reserve (Fed)

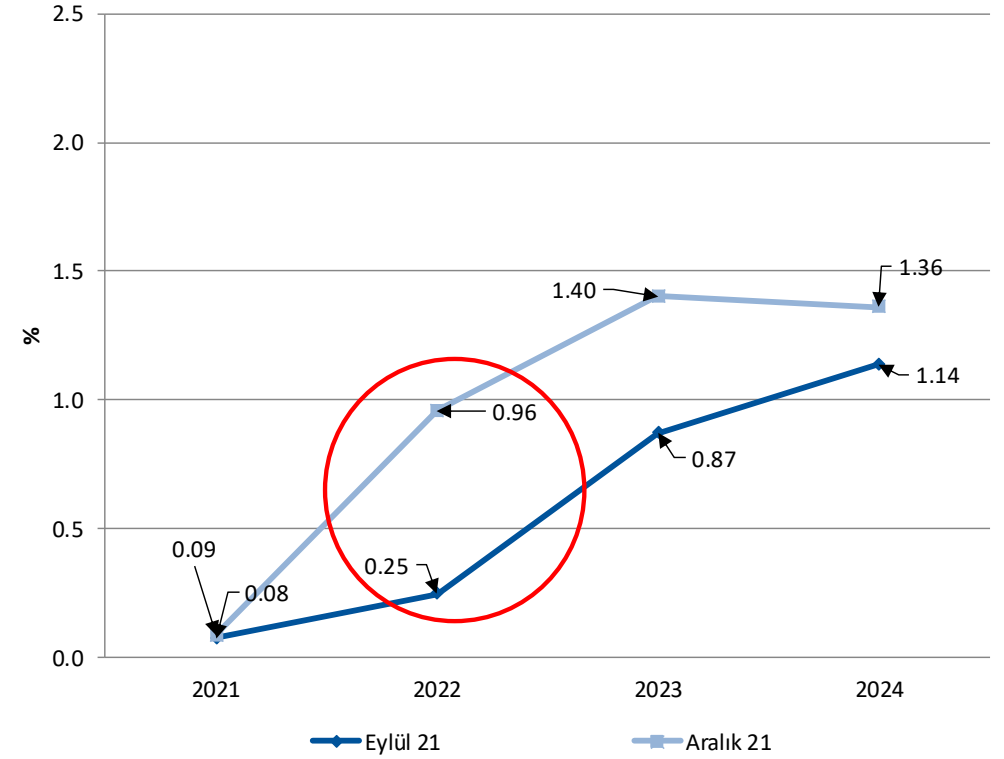
Global para politikalarının belirleyicisi ve yönlendiricisi konumundaki Fed'in piyasalar ile sağladığı iletişim 2021'in ikinci yarısında değişti. «Daha hızlı ve daha erken» Fed pozisyonlanması riski ile karşı karşıyayız. Aralık ayındaki son Dot Plot projeksiyonları üyelerin 2022'de 3x25bp faiz artırım patikasında ilerlemek istediklerini ortaya koydu.

FOMC DOTS medyan faiz oranları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Fed

FOMC toplantı tarihinde OIS faiz oranları

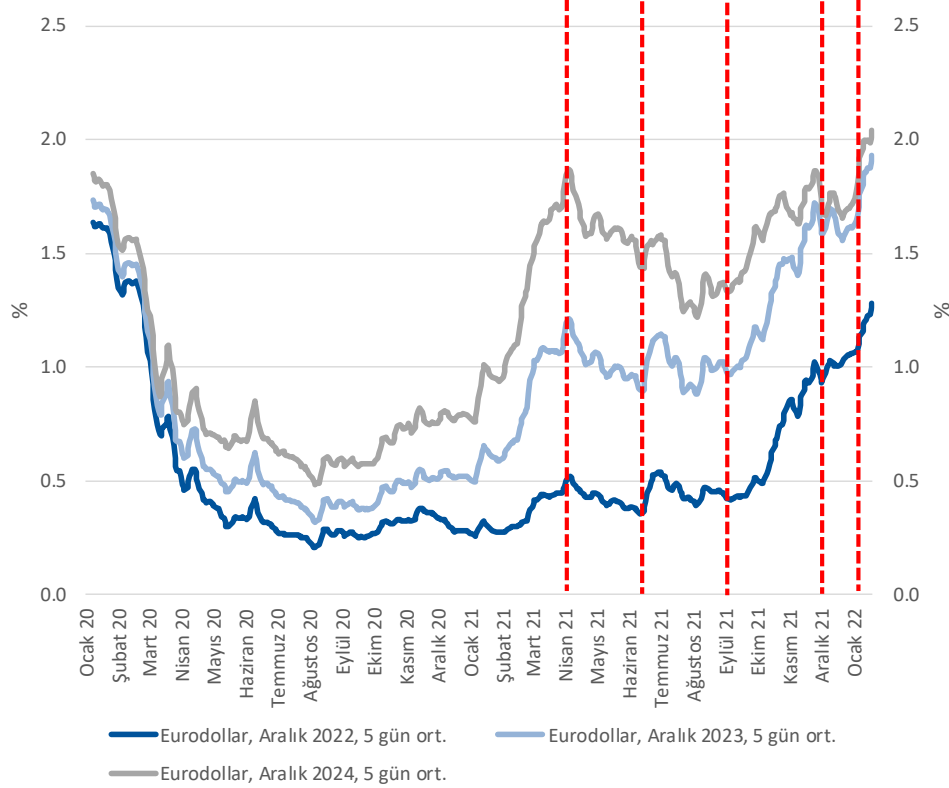


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Fed

Federal Reserve (Fed)

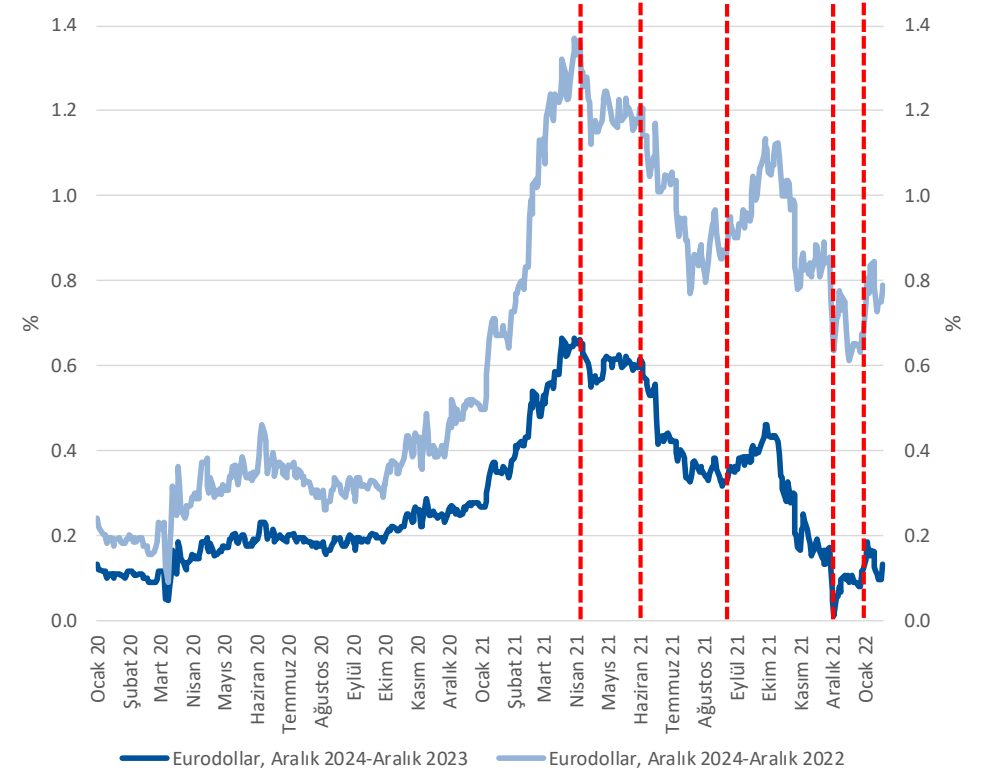
Nisan 2021’de enflasyon endişelerinin tetiklediği tahvil faizleri yükselişinin sonucu Fed’e dair beklentilerin de yukarı yönde güncellenmesi şeklinde olmuştu. Bu kez aynı durumun «daha ayakları yere basar hali» resmi faiz yönlendirmesi ve bilançooya dair beklentiler eşliğinde gerçekleşiyor. Eurodollar opsiyon kontratları 2022 sonunda Fed funds rate için %1.30 bölgesini geçmiş durumda.

Eurodollar kontratları, seçilmiş vadeler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Eurodollar kontratları arasındaki spreadler, seçilmiş vadeler

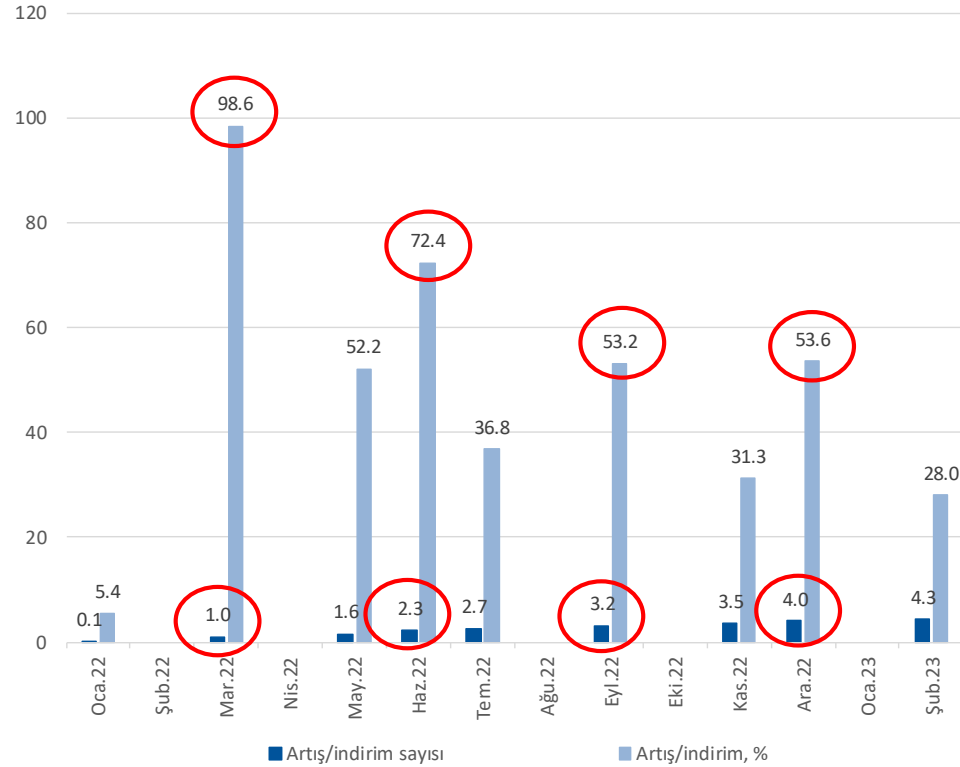


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Federal Reserve (Fed)

2022'ye dair piyasanın Fed faiz oranı beklentileri «atılacak adım sayısı» noktasında büyük çoğunlukla netleşti. Yıl için «en ciddi siyah kuğu riski» ise 22 yıldır 25bp faiz hamlesi çerçevesinin dışına çıkmayan Fed'in sıkılaştırma boyutlarını genişletmesi olabilir. Özellikle yıl başlangıcından bu yana söz konusu risk tartışılır durumda. Bu, global Amerikan doları fiyatlamada davranışlarının da ciddi farklılaşması demek.

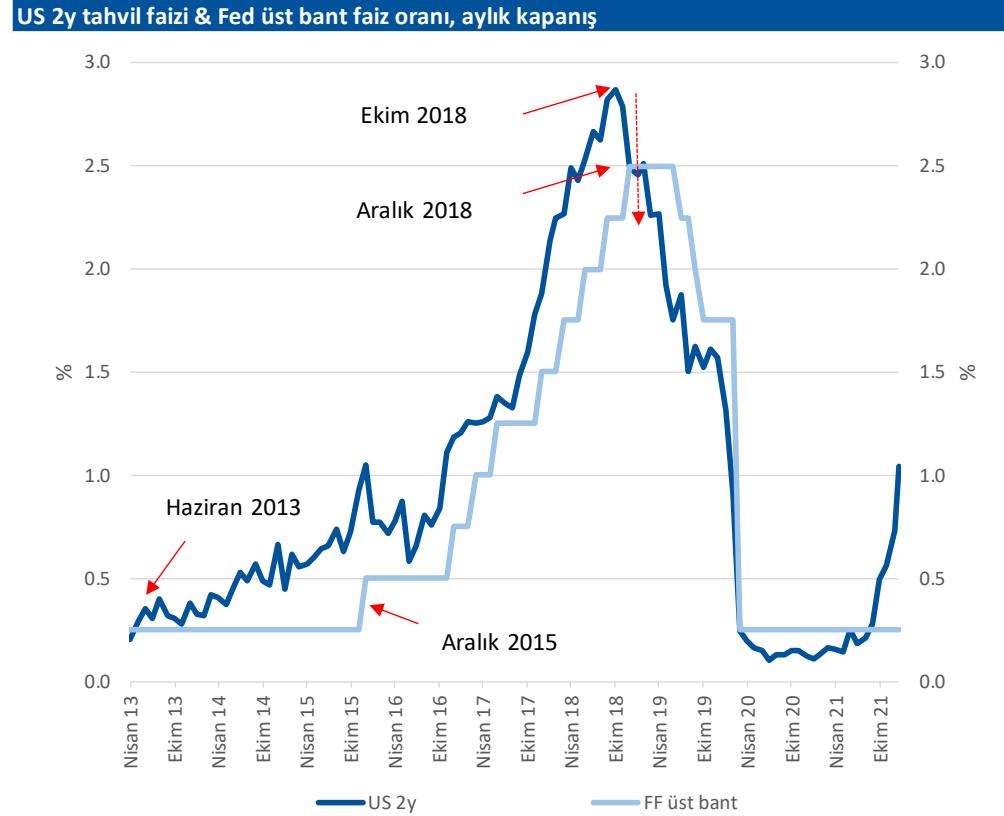
20.01.2022 itibarıyla piyasa federal fonlama faizi fiyatlamaları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Federal Reserve (Fed)

Bir diğer «siyah kuğu riski» olarak gördüğümüz başlık da bilançodaki daraltma operasyonunun faiz artırım döngüsü ile eşleşmesi. İkinci yarıda bu durumu sıklıkla tartışacağız. Fed'in yaptığı çalışmalar da gösteriyor ki denkleşme, faiz artırım adımlarının boyutunu artırıyor. 2y vadeli benchmark ABD tahvili Mayıs 2013 sonrasındaki süreçte sıkılaşmayı önden yapmış, sonrasında ise «yeni normal ile dengelenmişti.»

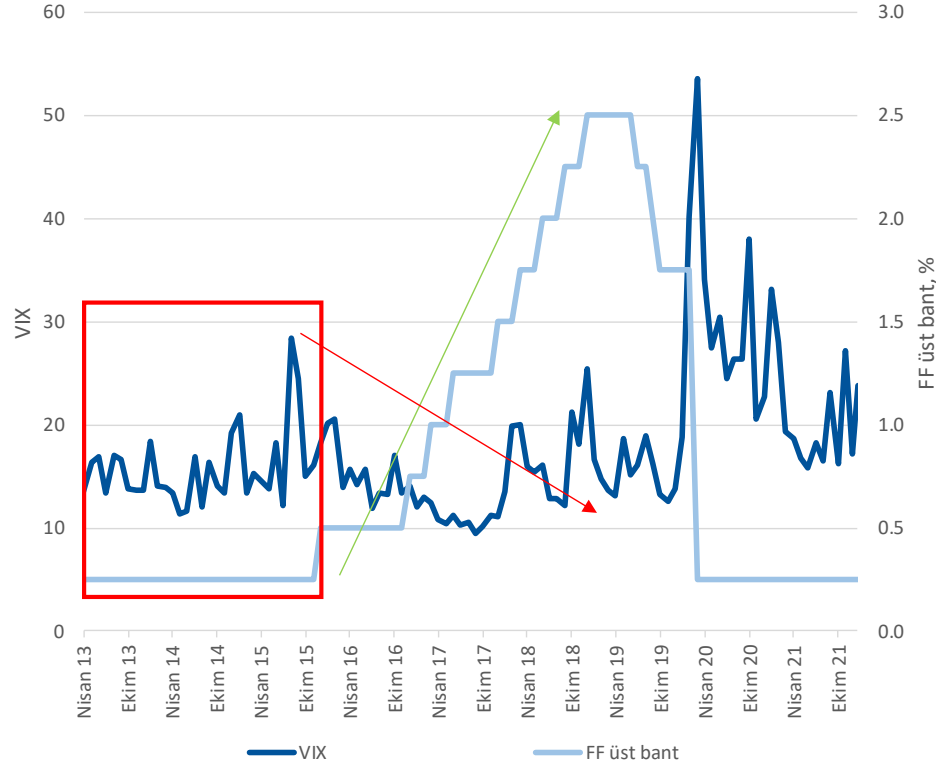


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Fed, oynaklık, normalleşme

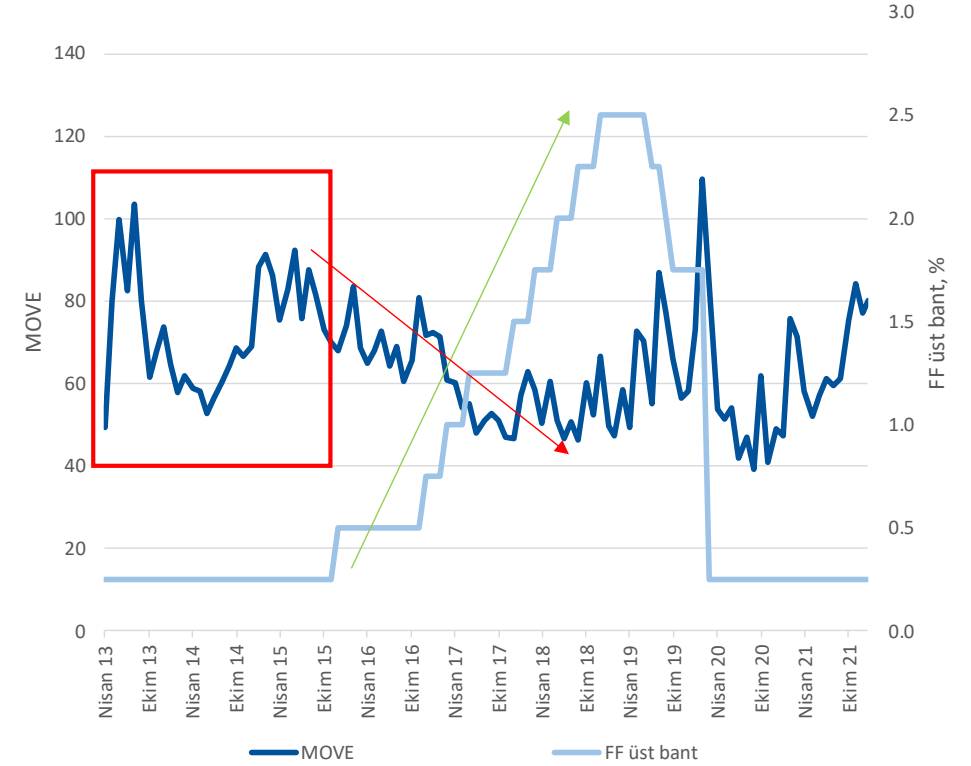
2022, para politikaları açısından geçiş dönemi özelliği taşımasının yanında global toparlanmanın «zamanlama olarak erken, boyut olarak da sıkı» finansal koşullar riski ile karşılaşması potansiyeli taşıyor. Yakın dönem Fed normalleşmesi öncesinde hisse senetleri (VIX) ve tahvillerde (MOVE) oynaklık düzeylerinin yükseldiği görüldü. Sürecin ileri safhalarında ise dengelenme eğilimi ağır bastı. Yine benzer durum olası.

VIX oynaklık endeksi & Fed üst bant faiz oranı, aylık kapanış



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

MOVE oynaklık endeksi & Fed üst bant faiz oranı, aylık kapanış



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel arz zinciri

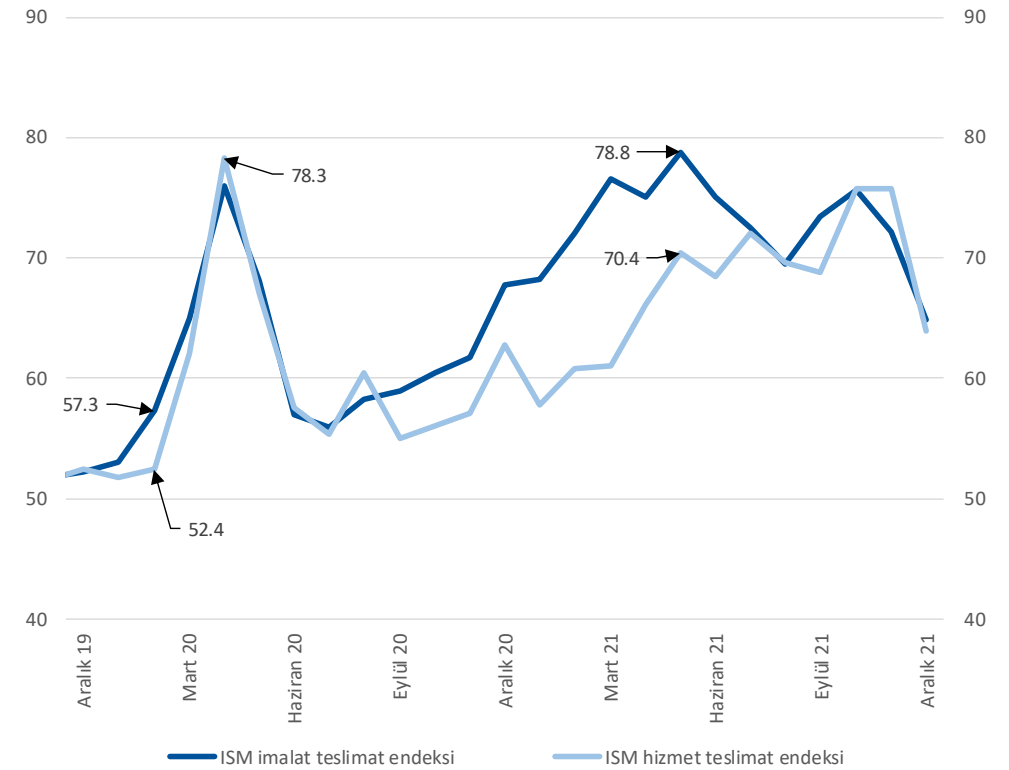
Salgın sürecinde global enflasyonun yapısal problemler dışarıda bırakıldığında hızlı yükselişinin temelinde arz zincirindeki aksama konusu yer aldı. Farklı ülkeler nezdinde devreye alınan korunma ve kapanma tedbirleri pandeminin ilk safhasındaki aksamada etkili olurken, ikinci kısımda ise talebin hızlı artışı ve bölgesel bazda ayrışan politikalar –Çin’in sıfır vaka yaklaşımı gibi- belirleyici rol üstlendi.

Breakwave vadeli kuru yük taşımacılık endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ISM teslimat endeksleri: İmalat & hizmet

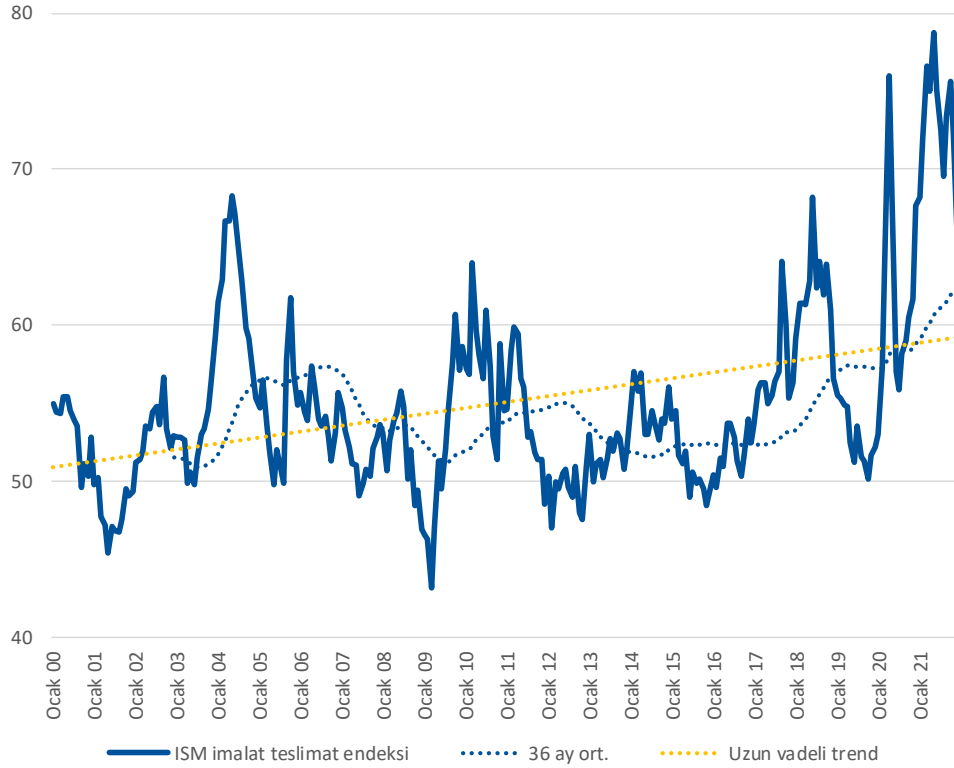


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel arz zinciri

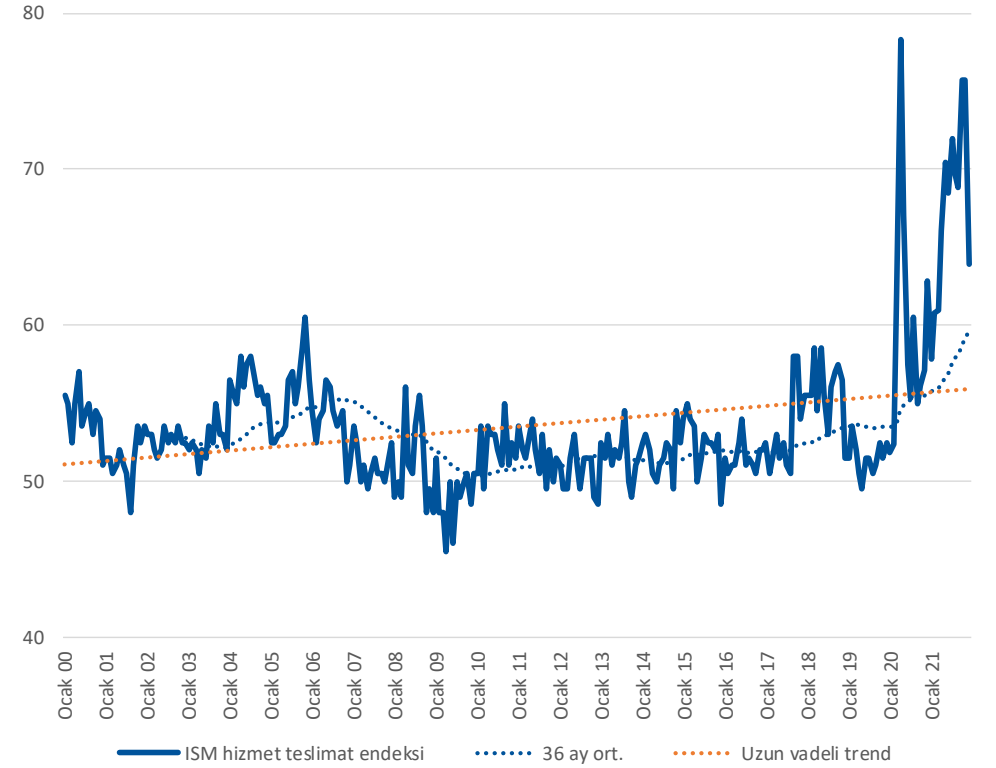
ABD’de açıklanan son ISM verileri (Aralık 2021’e ait) arz kanalında yaşanan problemlerin kısmen de olsa rahatladığını gösterse de hali hazırda uzun vadeli ortalamaların üzerindeki seyir ve trendden olumsuz ayrışma durumu sürüyor. Yılın son ayına ait perakende satış verileri de gösterdi ki Güney Afrika çıkışlı Omicron varyantı etkisi çok ciddi olmamakla birlikte bir tur daha aksamaya neden oldu.

ISM imalat teslimat endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ISM hizmet teslimat endeksi

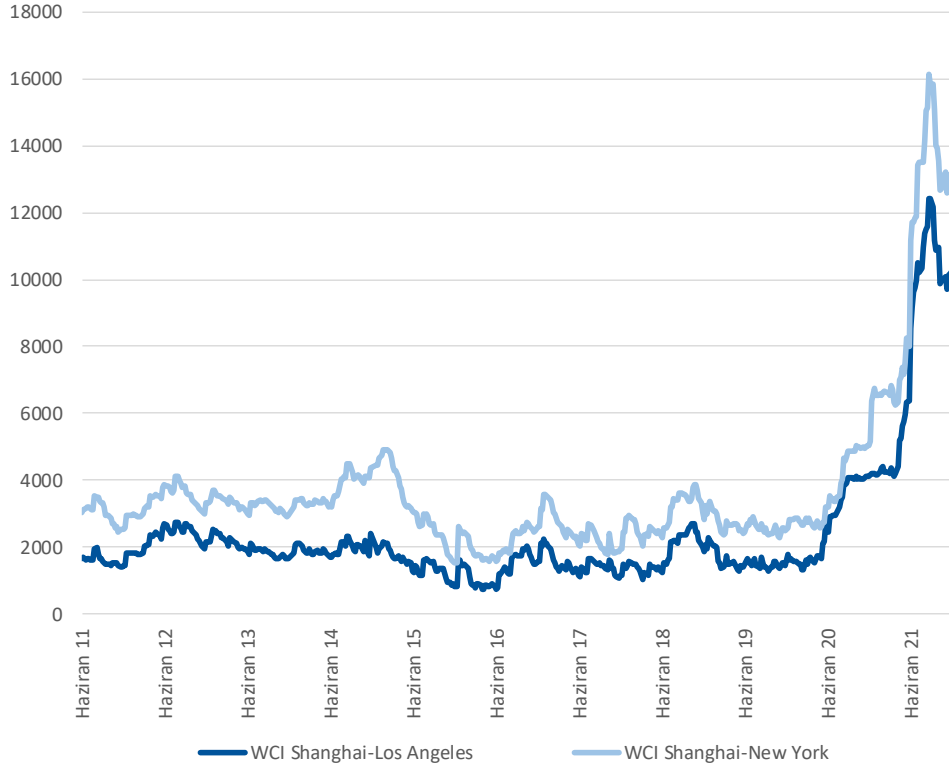


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel arz zinciri

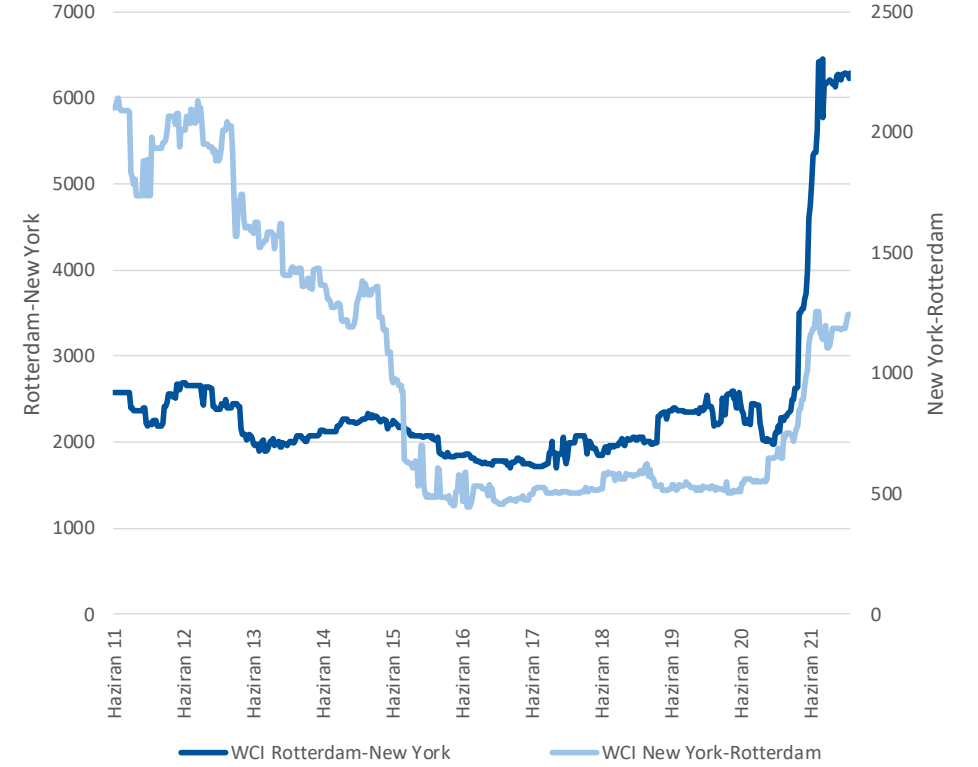
Dünyanın farklı noktalarında aynı sorunlar ağır bastı: Tedarik zincirindeki aksama ve navlun maliyetlerindeki artış. Asya'dan Avrupa ve Amerika kıtalarına dek geniş yelpazede takip edilen durum üretimin aksamasını ve fiyatlar genel düzeyindeki artışın standart dışı olmasını tetikledi. Başta otomotiv sektöründeki çip krizi olmak üzere aksamanın 2022'nin önemli kısmında hayatımızda olmasını bekliyoruz.

WCI: Shanghai'dan Los Angeles ve New York'a taşıma maliyeti



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

WCI: Rotterdam ve New York karşılıklı taşıma maliyetleri

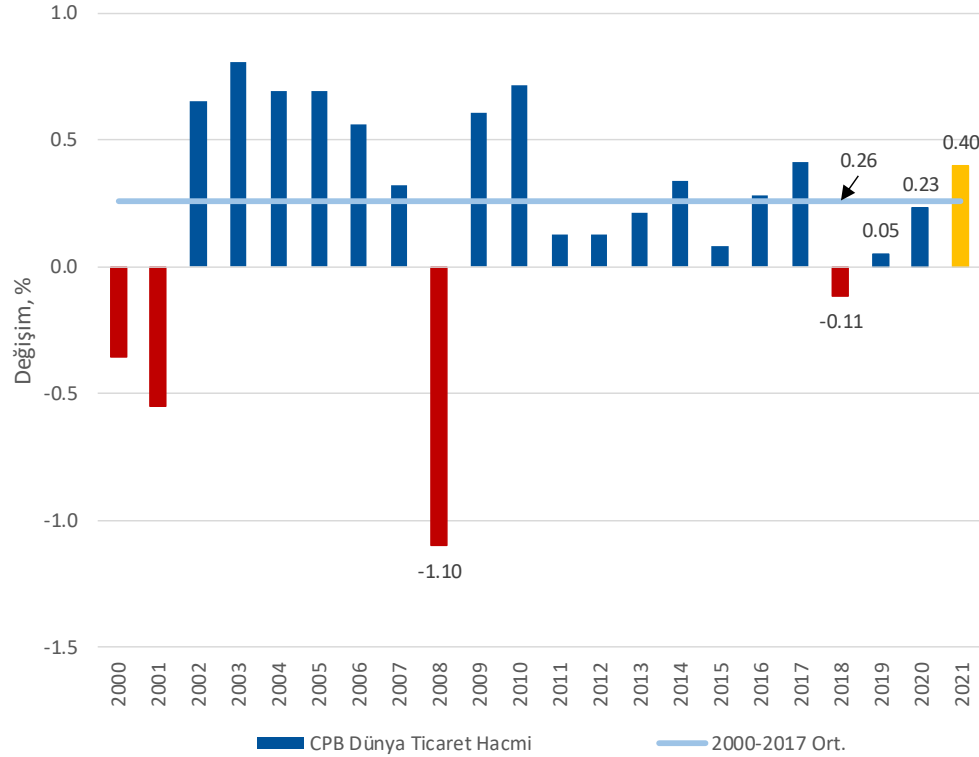


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Küresel ticaret & ihracat

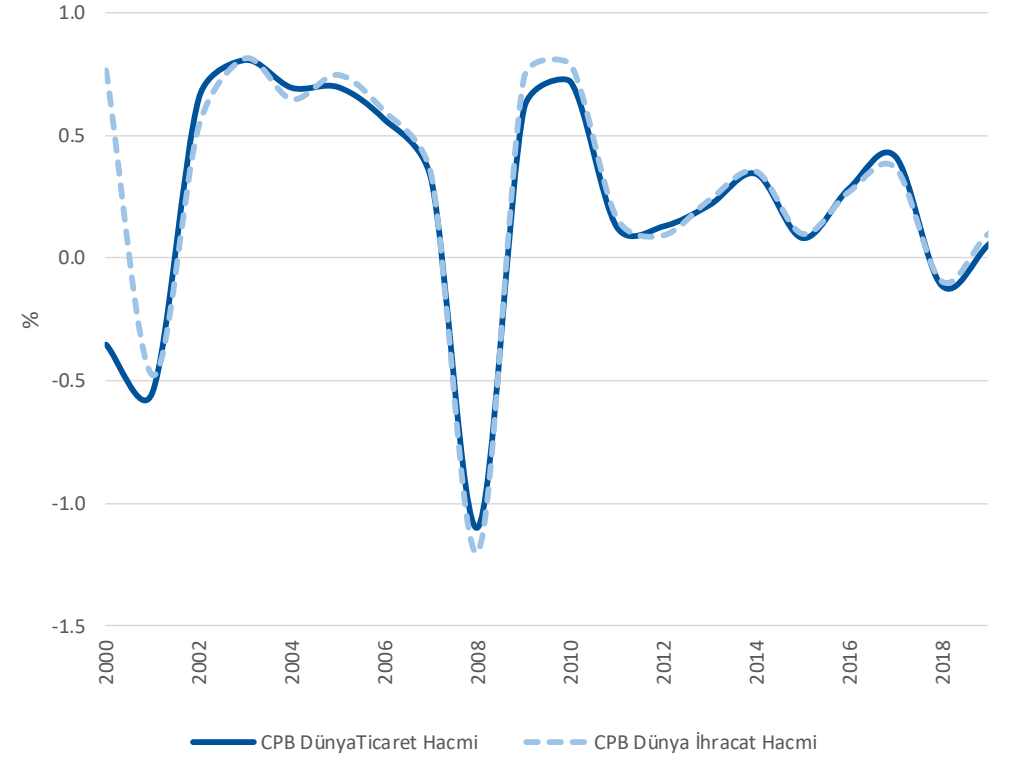
Pandemi kaynaklı üretim ve ticaret kayıplarına karşı alınan önlemler, sağlık tarafındaki pozitif gelişmeler ve normalleşme küresel ticaretin toparlanmasına katkı sağladı. Dünya ticaret hacminin yıllık ortalama değişimi Ekim dönemi verileri baz alındığında %0.40 artışla (yıllık) 2017'den bu yana en iyi performansa işaret ediyor.

CPB dünya ticaret hacmi, yıllık ortalama değişim, 2000-



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

CPB dünya ticaret & ihracat hacmi, yıllık ortalama değişim, 2000-

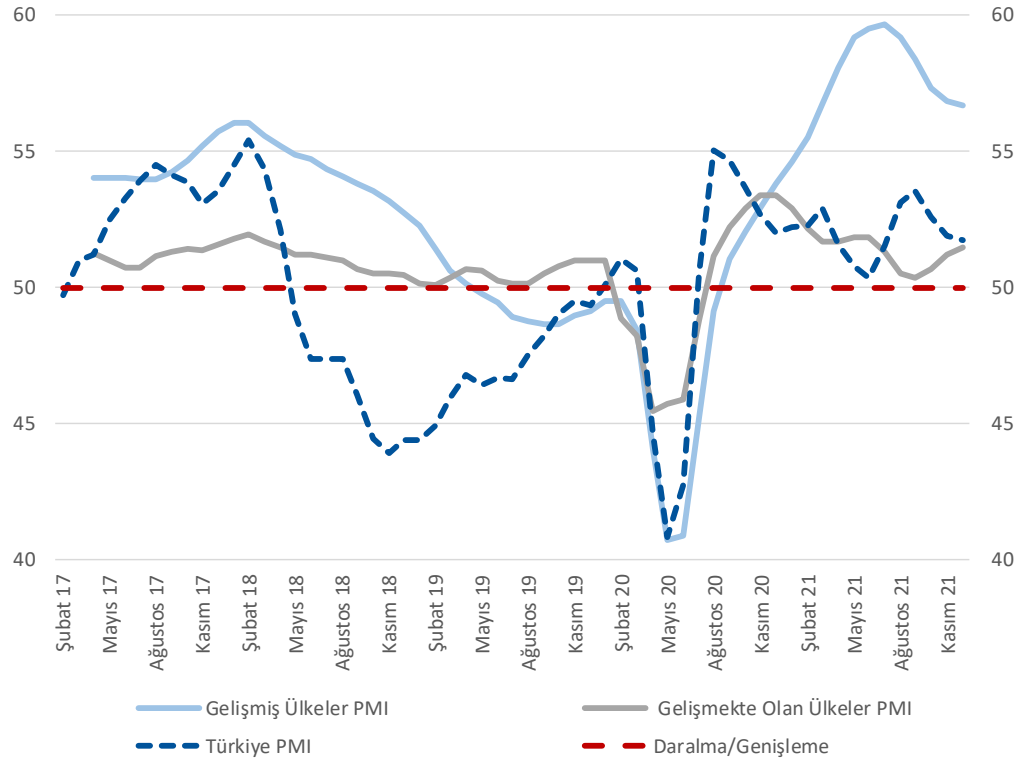


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Öncü göstergeler

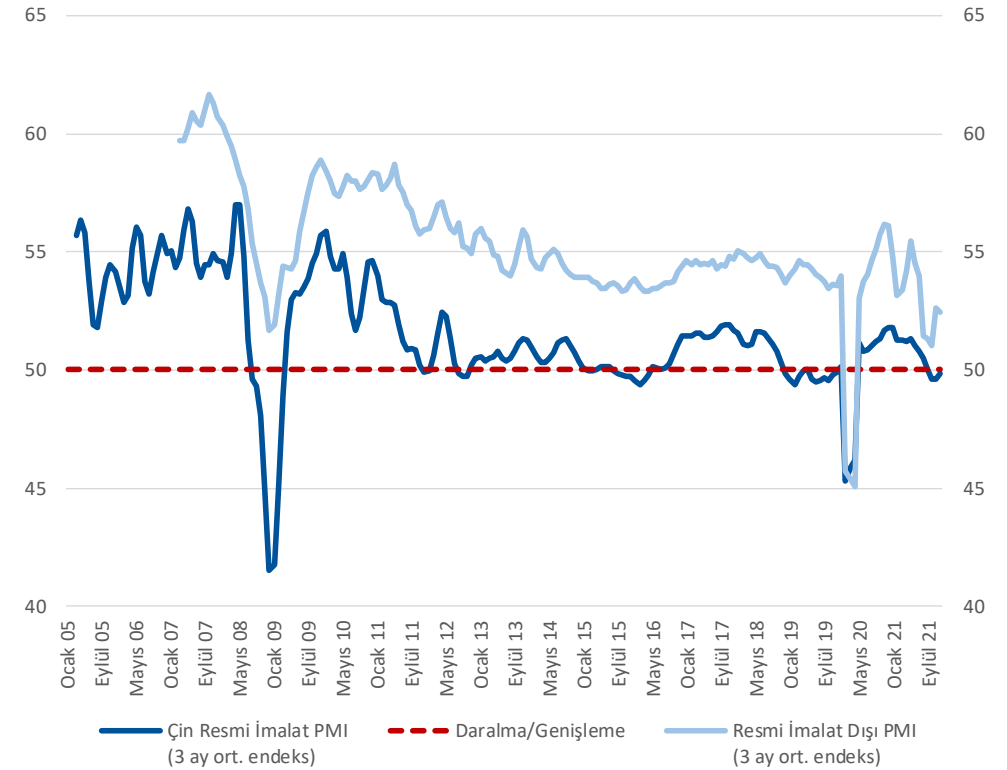
2020'nin ikinci yarısından bu yana global ekonomi salgın sürecinde karşılaştığı şok ivme kaybını telafi etme çabası içerisinde. Geride kalan yıl içerisinde öncü göstergeler genele yayılır şekilde toparlanma gösterdi. PMI verileri gelişmiş ülkeler nezdinde ilk 6 ay içerisinde test ettiği zirve noktalardan geri çekilmekle birlikte genişleme bölgesindeki seyrini devam ettiriyor. GOÜ grubu toparlanırken, Çin ise zayıf pozisyonda.

Seçilmiş ekonomik bölgeler, imalat PMI, 3 ay ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin imalat & yeni ihracat siparişleri PMI, resmi

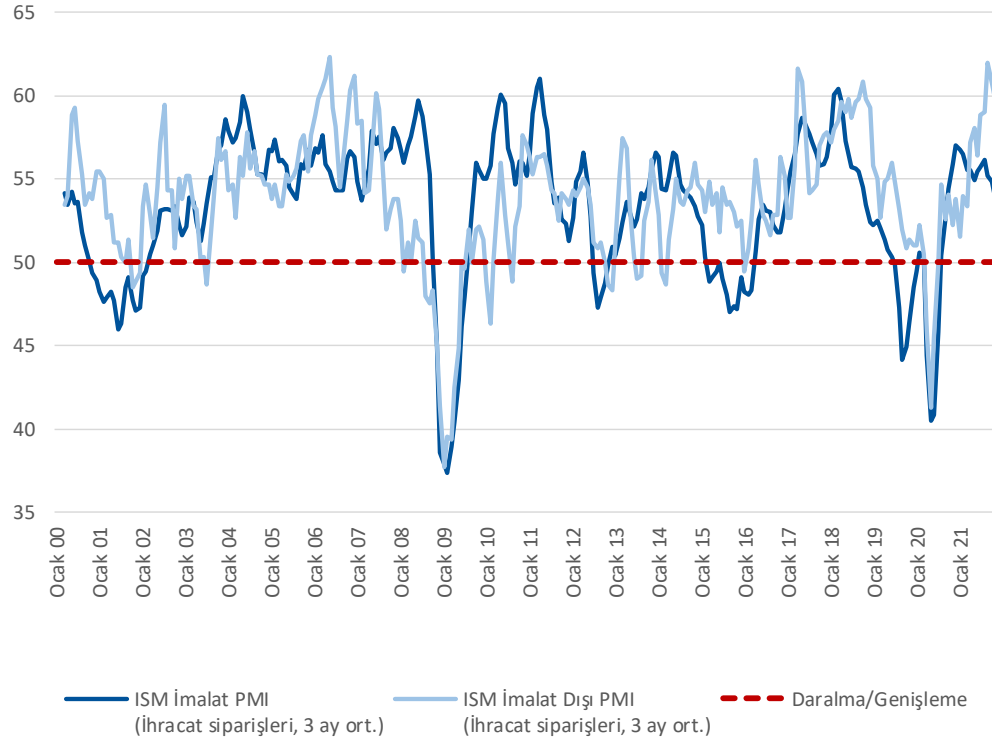


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Öncü göstergeler-ABD

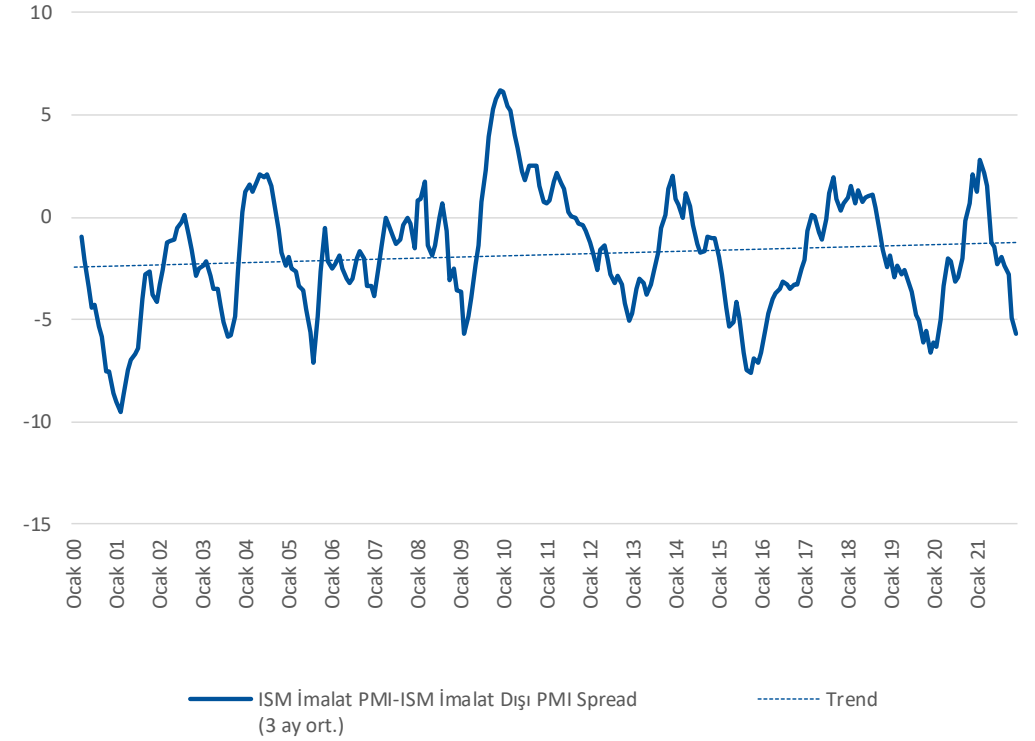
ABD en iyi konumdaki ülke. Global ekonominin itici gücü olan Amerikan ekonomisi bu rolünü pandemiden çıkış sürecinde de devam ettirdi. ISM endekslerindeki toparlanma normalleşme süreci ile birlikte imalat-hizmet sektörleri arasındaki değişimin de kapısını aralıyor. 2022'de bu eğilimin devamını görmemiz durumunda –beklentimiz bu yönde- enflasyonun bileşenleri de farklılaşmış olacak.

ISM imalat & imalat dışı PMI, ihracat siparişleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ISM İmalat PMI-ISM İmalat Dışı PMI Spread

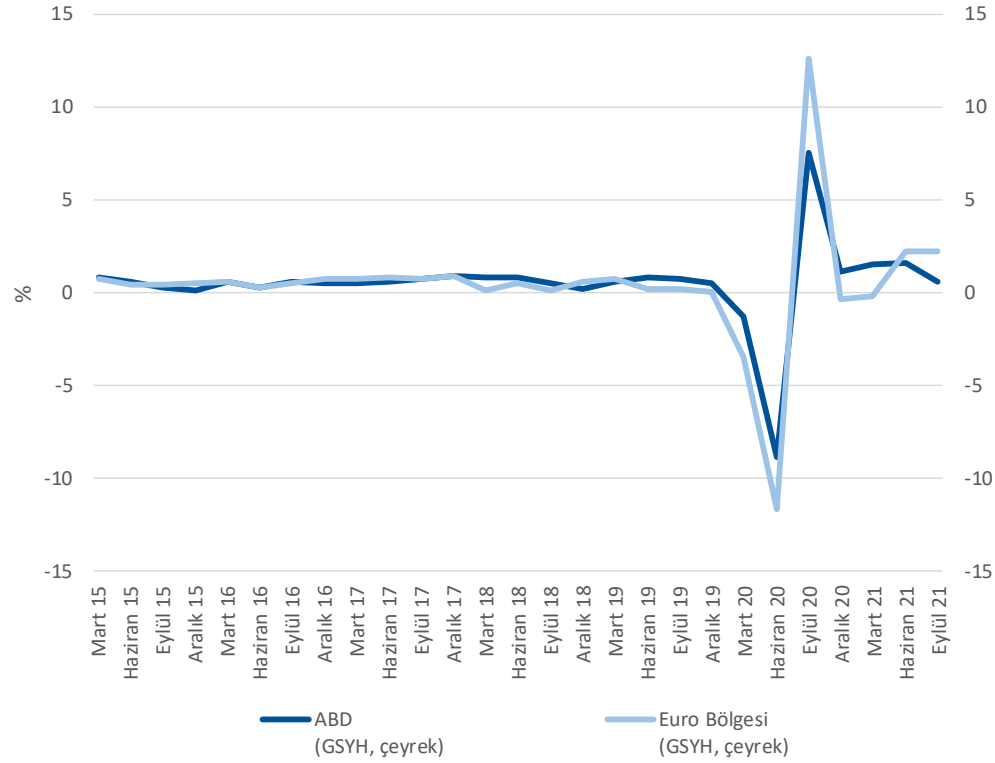


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

GSYH: ABD & Euro Bölgesi

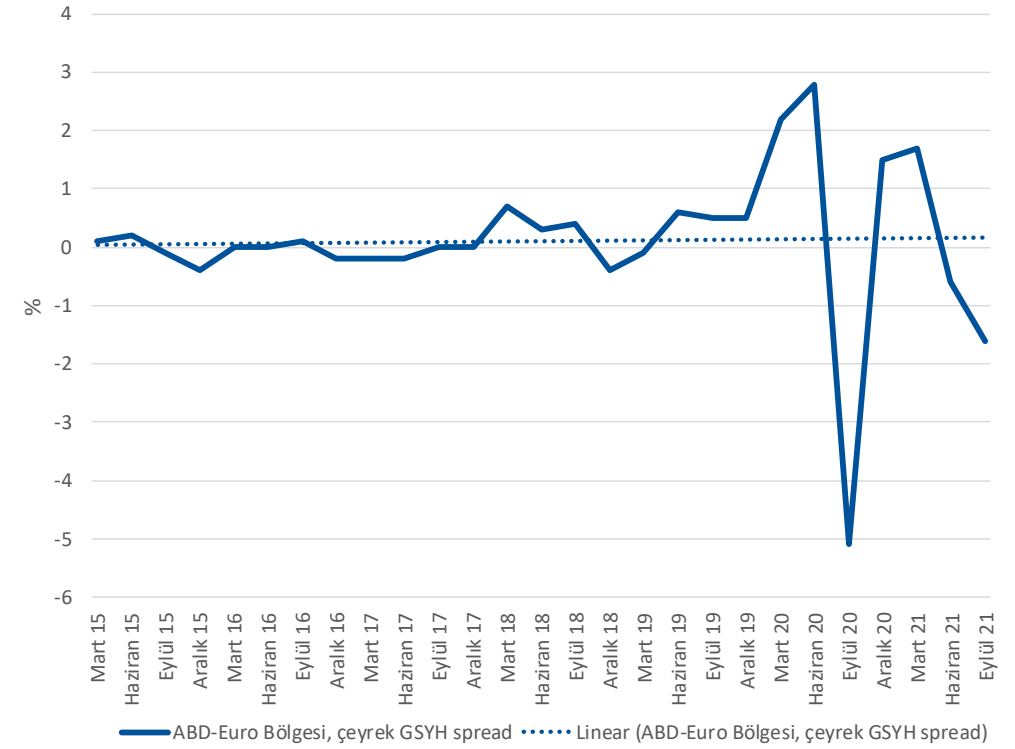
Büyüme performansları baz etkisinin de katkısıyla çift haneli seviyelere ulaştı. Yılın önemli bir bölümünde ABD-Euro Bölgesi büyüme ayrışması Amerikan ekonomisi lehine gelişirken, 3Ç döneminde ise Avrupa kıtasının performansı makasın kapanmasına işaret etti. 2022'de ABD ve Avrupa ekonomileri –aksi durum oluşmadıkça- kendi trendlerinin üzerinde bir kez daha performans sergileyecek.

ABD & Euro Bölgesi, GSYH, arındırılmış çeyrek dönem



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD & Euro Bölgesi, GSYH, arındırılmış çeyrek dönem

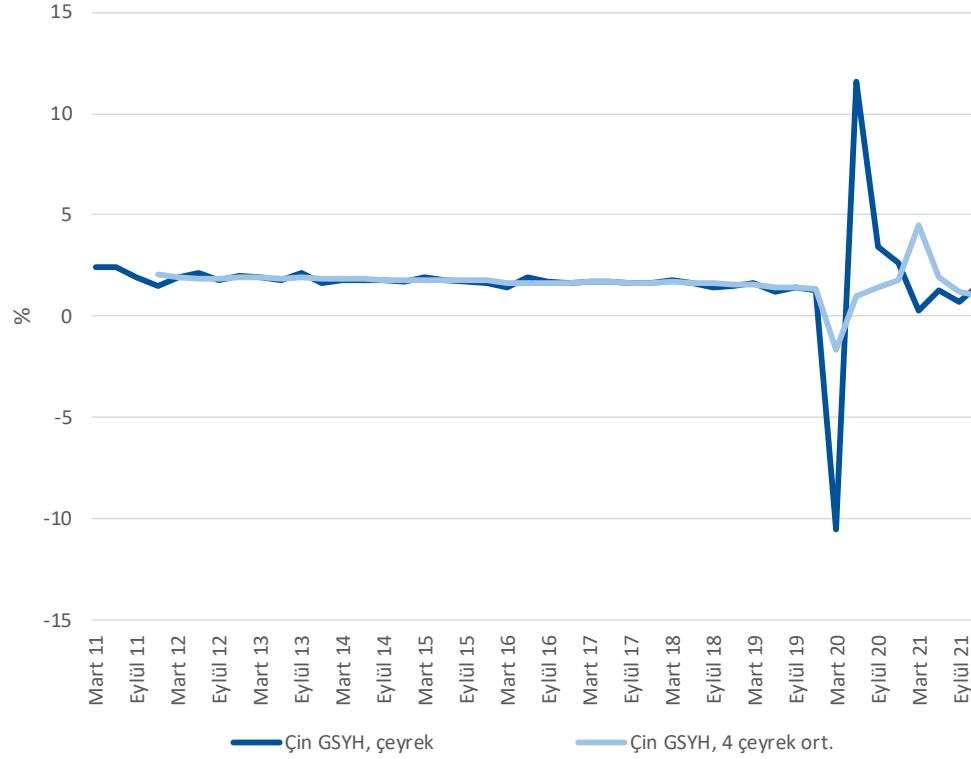


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

GSYH: Çin

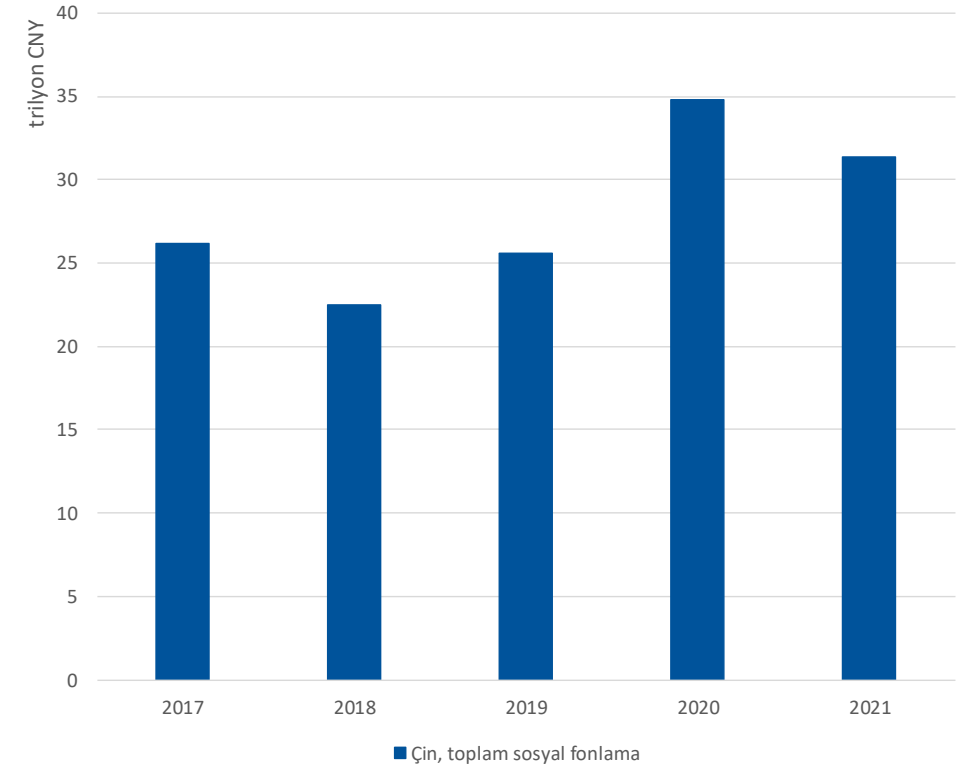
Çin ekonomisinde devam eden yapısal problemlerin başta gayrimenkul-inşaat sektörleri olmak üzere gün yüzüne çıktığı bir süreç yaşandı. Sıfır vaka politikasının kararlılıkla sürdürülmesi ekonominin ağırlıklı ticarete yönelmesine neden olurken, maliye politikaları ile destekleme çabaları devam etti. Zorunlu karşılık indirimlerinin de devreye alındığı 2021'in ardından 2022'de büyümenin <5% riski taşıdığını belirtelim.

Çin GSYH, çeyrek



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Çin, toplam sosyal fonlama, yıllık toplam

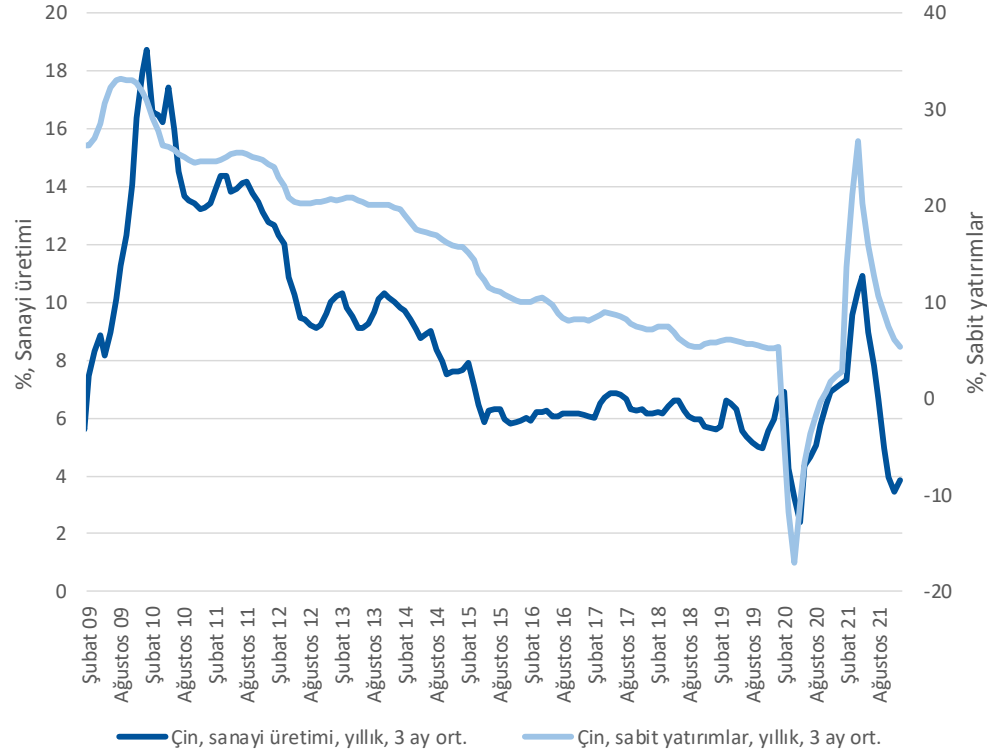


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

GSYH: Çin

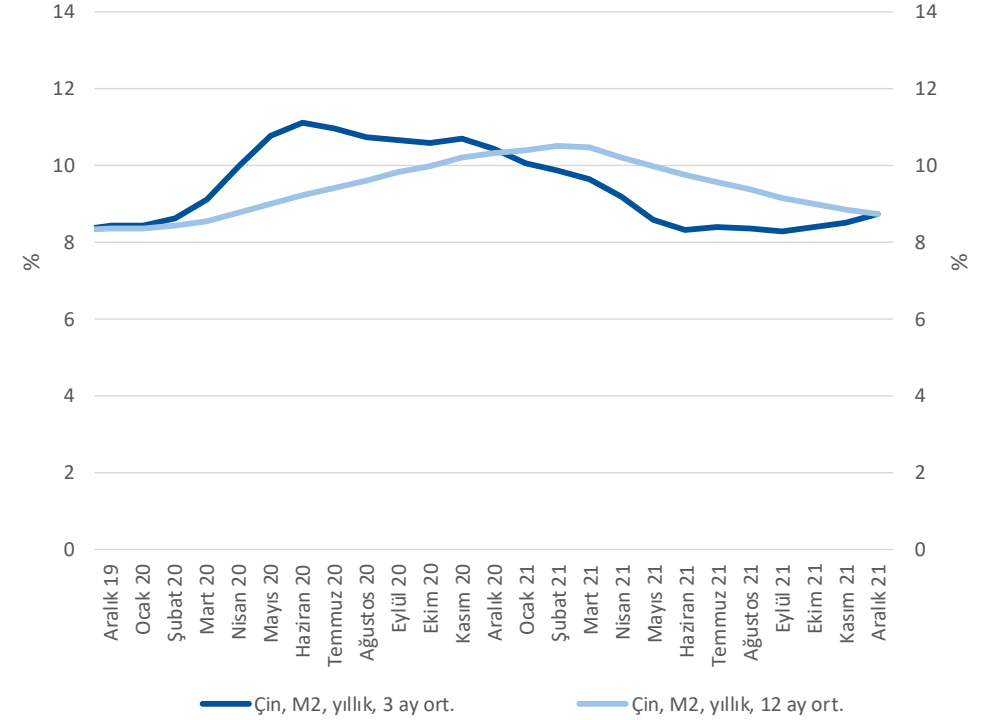
Regülasyon tarafından düzenlenen yabancı yatırımcı nezdinde yarattığı rahatsızlık son çeyrekte daha şiddetli hissedilen gayrimenkul sektörü kaynaklı sorunlarla yatırımlarda aşağı yönlü baskı oluşmasına neden oldu. PBOC, para arzında sınırlı artışa giderken, zorunlu karşılık indirimleri ve fonlamanın artırılması ile küçük-orta ölçekli şirketleri destekleyerek ekonomide büyümeyi korumayı amaçladı.

Çin, öncü göstergeler: Sanayi üretimi & sabit yatırımlar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Çin, para arzı

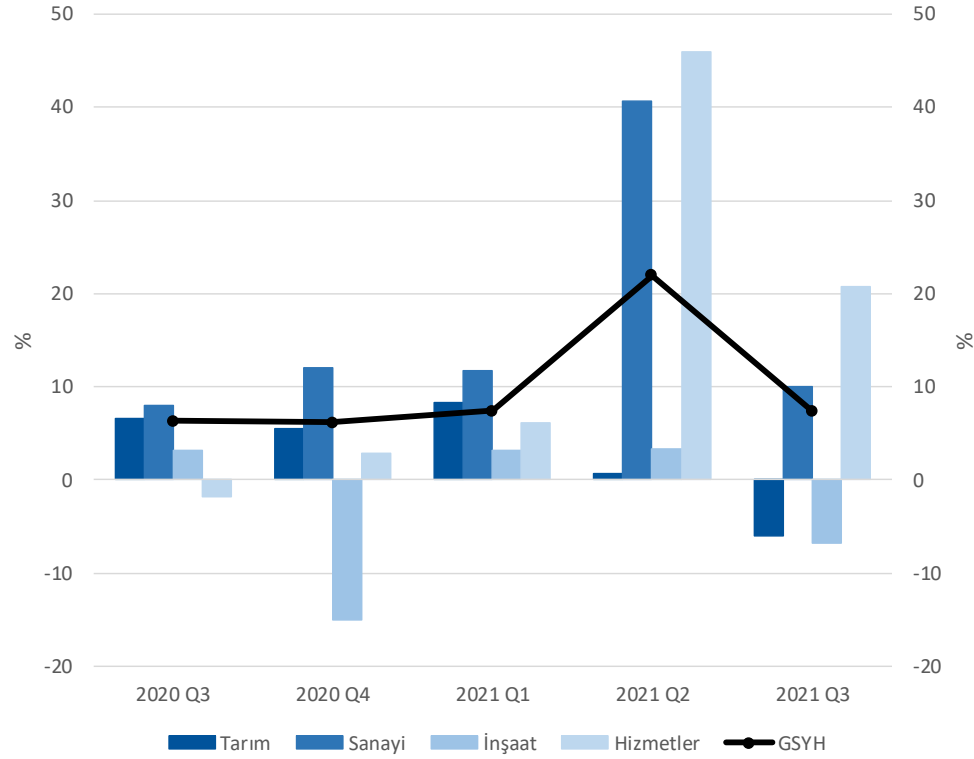


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

GSYH: Türkiye

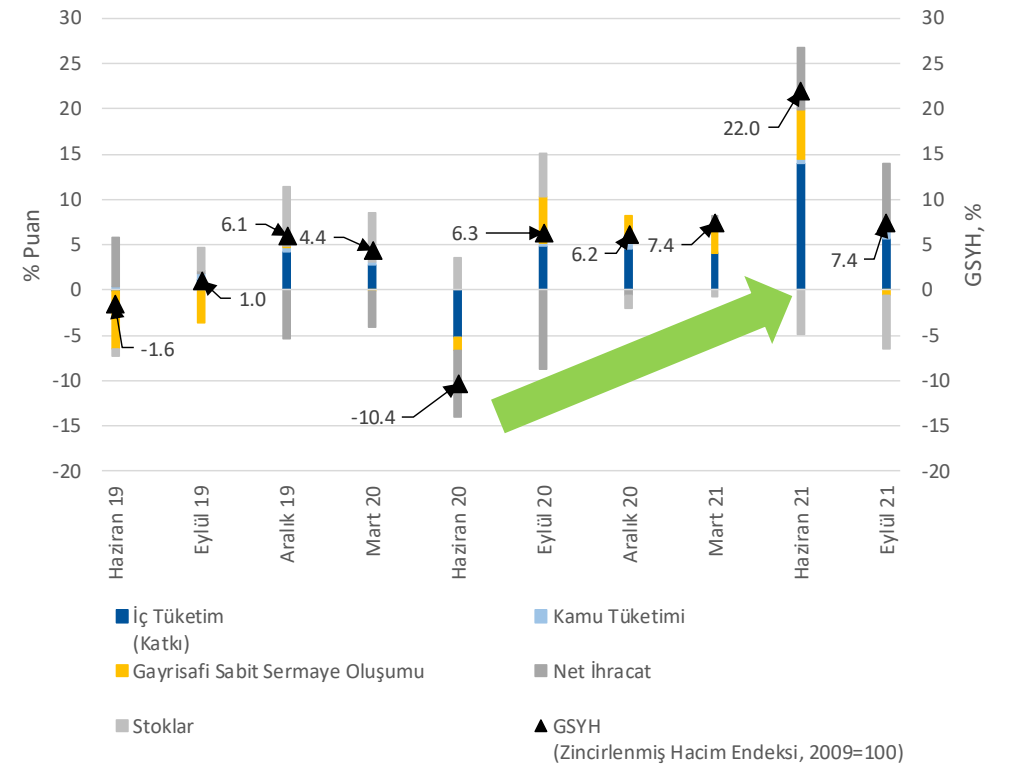
Salgın sürecinde üretimin devam etmesi ihracattaki momentumun artmasını sağlarken, zayıf lira performansı da büyümenin net ihracat katkısı önderliğinde şekillenmesine kısmen imkan tanıdı. Normalleşme sürecinin aşılama ile devreye alınması ilk yarıda baz etkisinin de desteğiyle çift hane büyüme rakamlarını gündeme getirdi. 2021'de >%10, 2022'de trend büyümesinin olduğu %3 civarı senaryomuz.

Seçilmiş iktisadi faaliyet kolları, GSYH performansı, zincirlenmiş hacim endeksi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

GSYH kırılımı

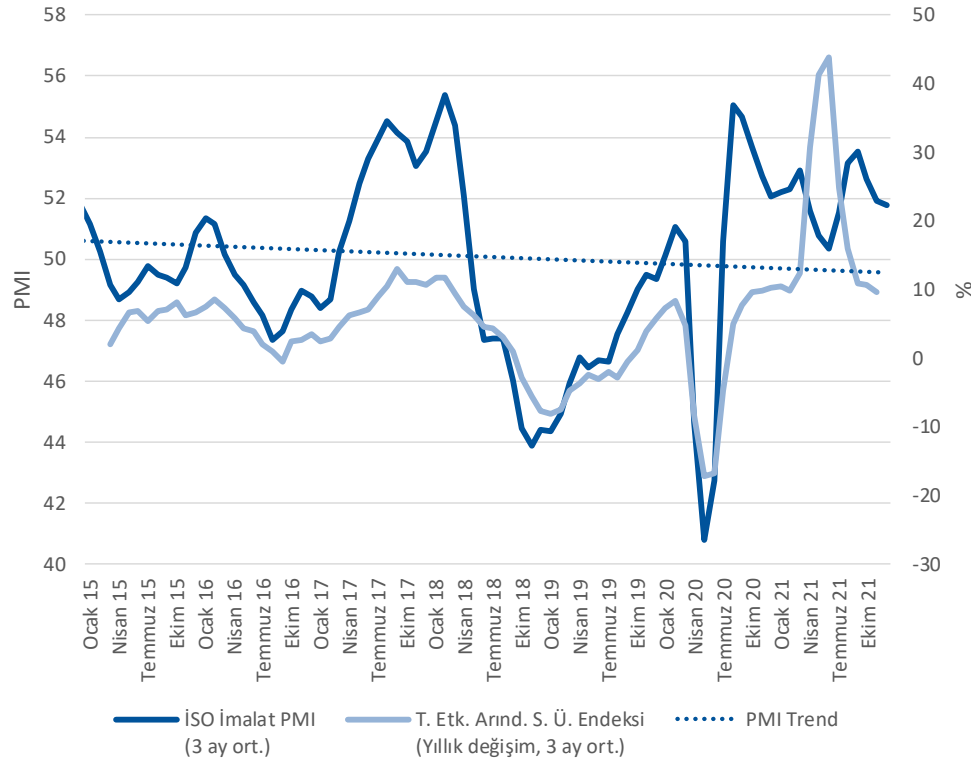


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, TÜİK

Öncü göstergeler: Türkiye

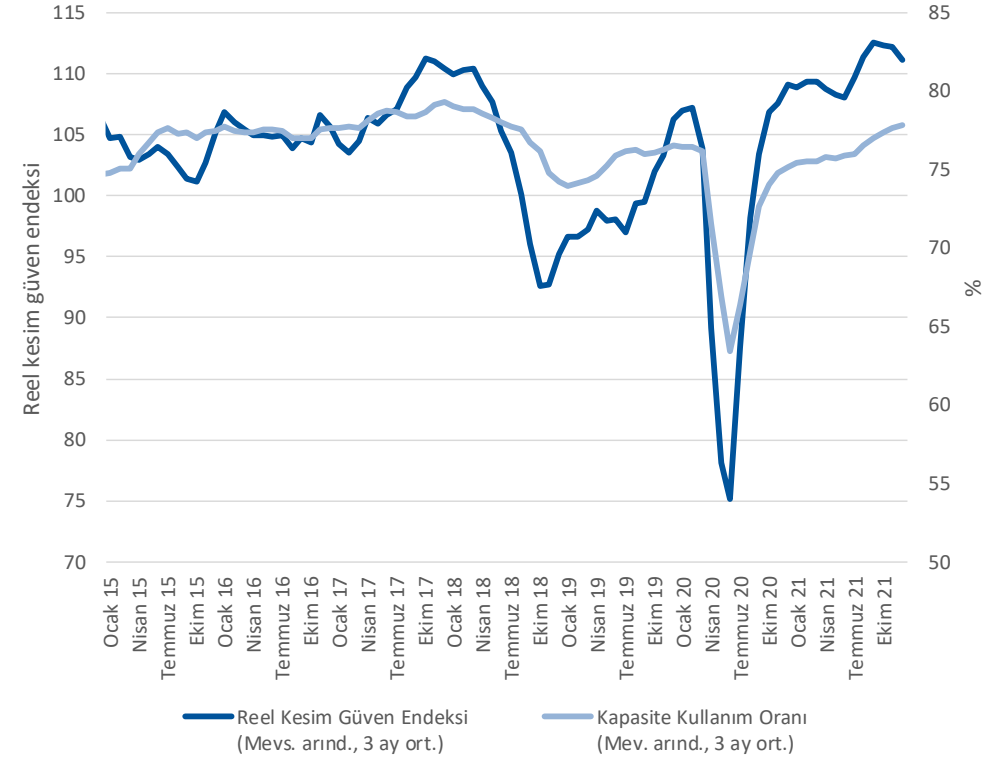
PMI, yıl genelinde genişleme bölgesinde oluşurken, kapasite kullanım oranı tarihi ortalamalarına yakınsadı, reel kesim güven endeksi yükseldi.

Türkiye özel sektör imalat PMI & Sanayi üretimi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, İSO, TÜİK

Türkiye reel sektör güven endeksi & kapasite kullanım oranı

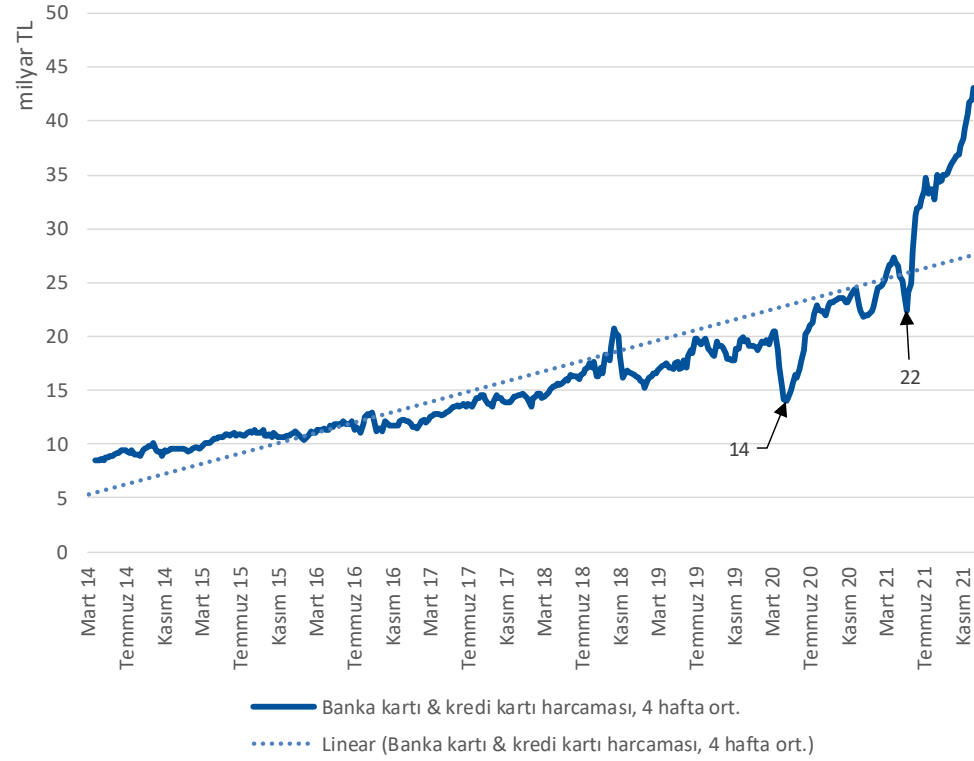


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, TCMB

Öncü göstergeler: Türkiye

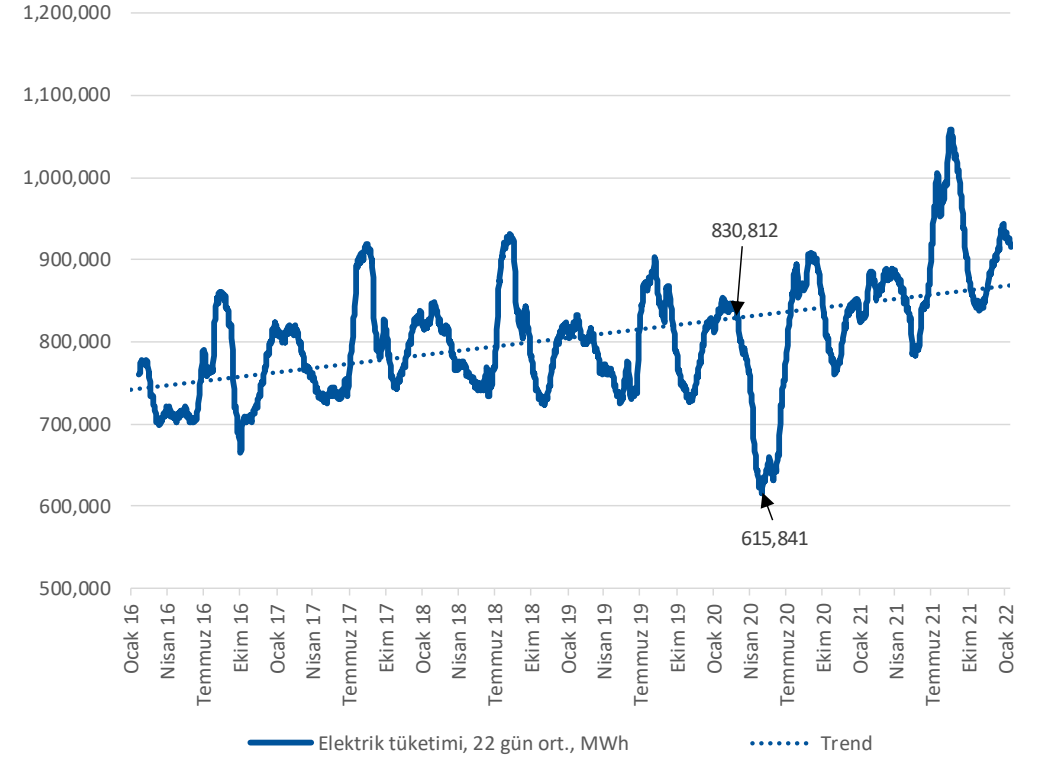
Kart harcamaları ve elektrik tüketimleri tarafında henüz olumsuz bir sinyal yok.

Banka kartı & kredi kartı harcamaları, 4 hafta ort.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Elektrik tüketimi

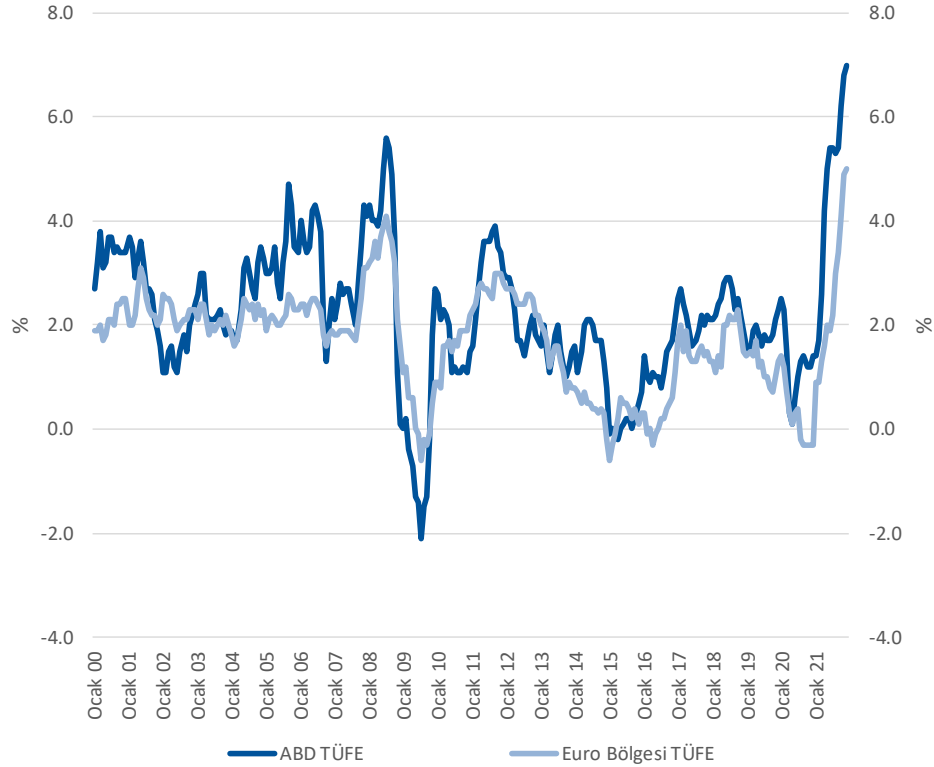


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TEİAŞ

Enflasyon: ABD & Euro Bölgesi

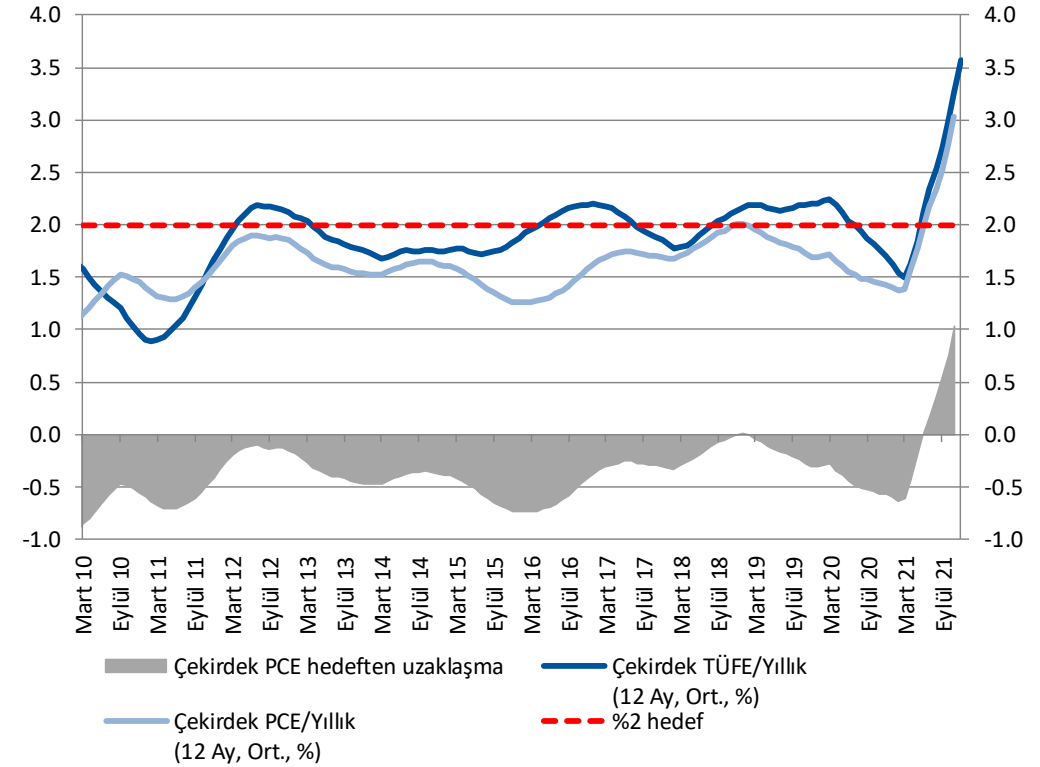
Arz-talep kaynaklı dengesizliklerin derinleşmesi, artan emtia fiyatları, tasarrufların ekonomilerde yeniden açılış süreçlerine paralel tüketime dönüşmesi ve destekleyici finansal koşullar enflasyonun dünya çapında genele yayılır şekilde yükselmesine neden oldu. ABD'de Fed'in gösterge enflasyonu (PCE) yeni para politikası çerçevesine uygun şekilde yükselirken, politikalarda normalleşme zarureti doğurdu.

ABD & Euro Bölgesi TÜFE, yıllık değişimler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

ABD çekirdek TÜFE, çekirdek PCE, 12 ay ort., hedeften uzaklaşma

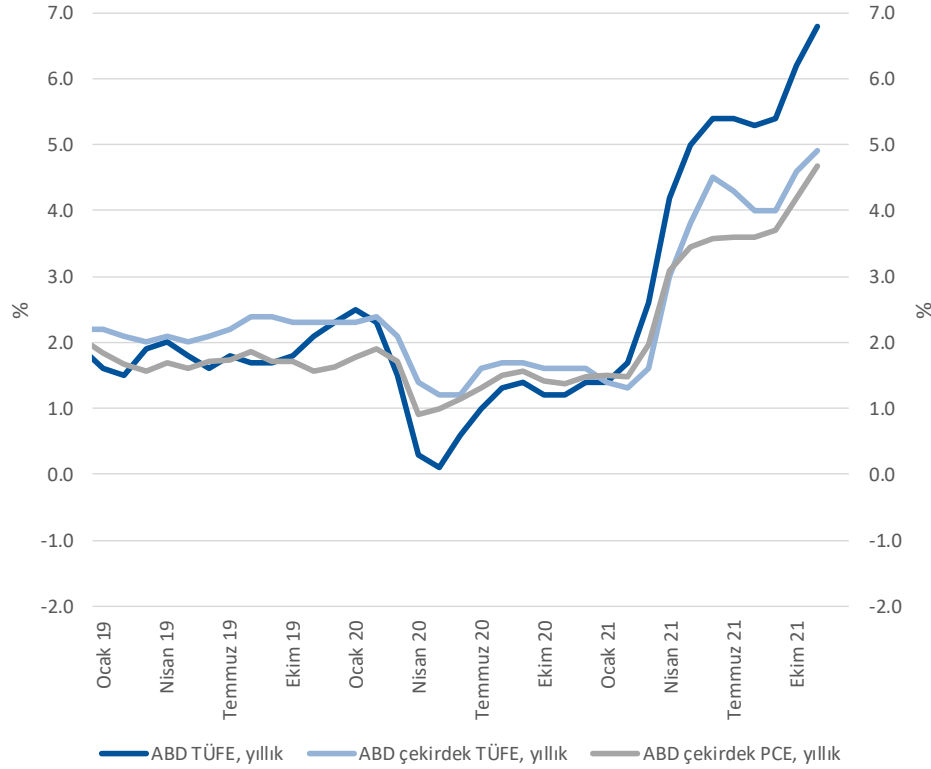


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Enflasyon: ABD

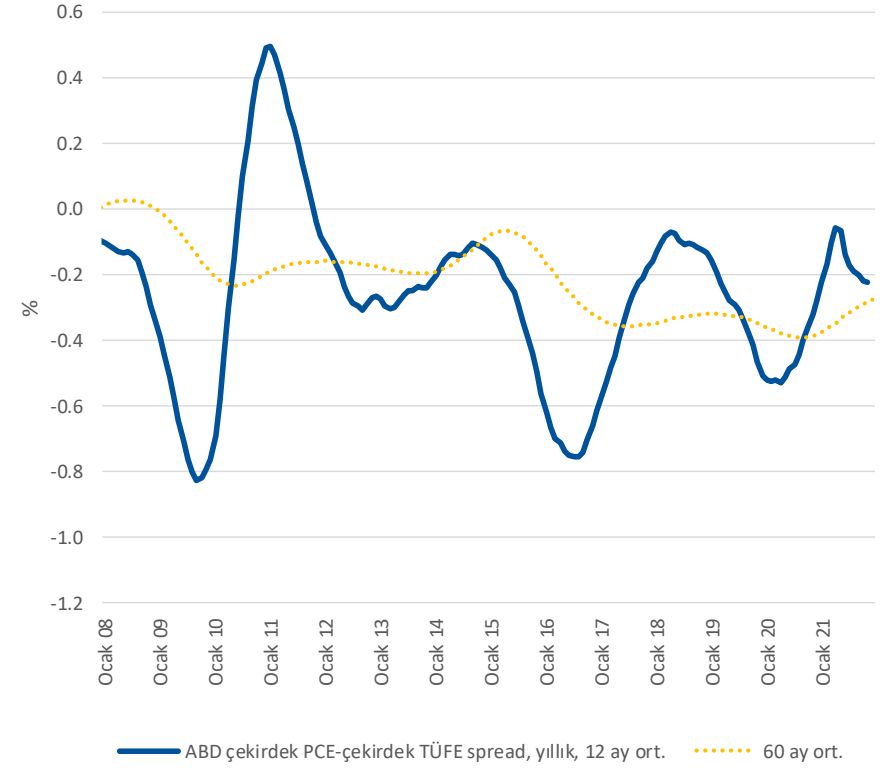
Çip krizinin hali hazırda devam etmesi (Aralık'ta teslimatlar 20 hafta üzerine tırmandı), imalat-hizmet ayrışması, ikinci el oto, havacılık, dışarıda yeme-içme gibi kalemlerdeki volatilité ve ücretlerdeki toparlanma enflasyonun tüm göstergeler nezdinde yükselmesine neden oldu. 2022'nin ilk yarısında yukarı yönlü baskıların devamını, ikinci yarıda ise kısmen sakinleme beklentisindeyiz. Hedefin üzeri durum sürecektir.

ABD enflasyon göstergeleri, yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD enflasyon göstergeleri, yıllık spreadler

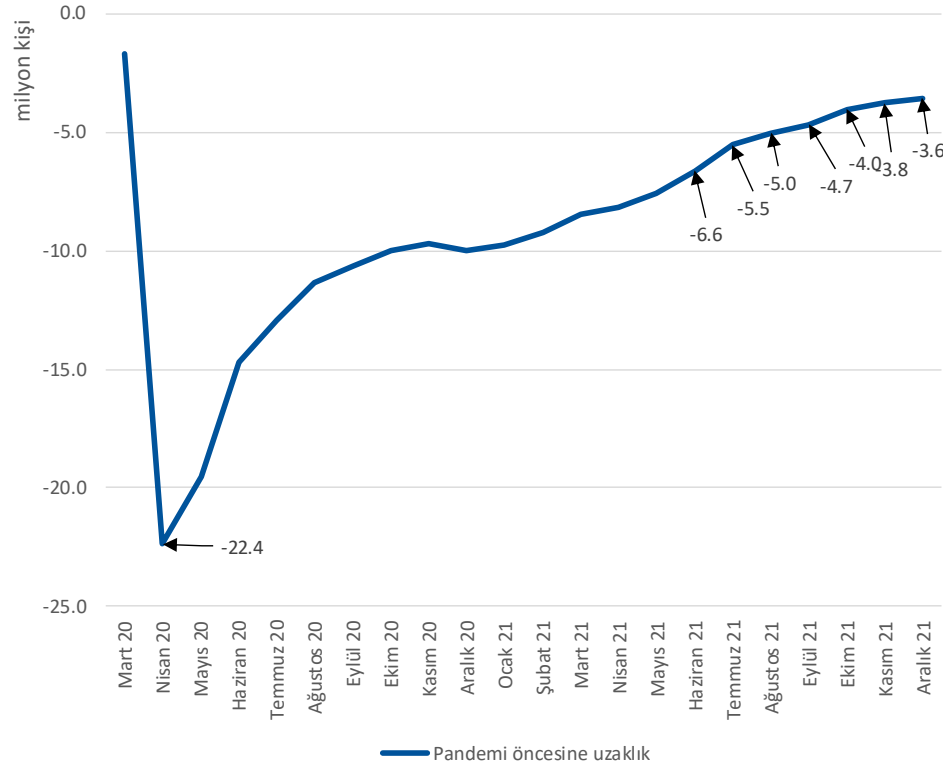


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

İstihdam & ücret: ABD

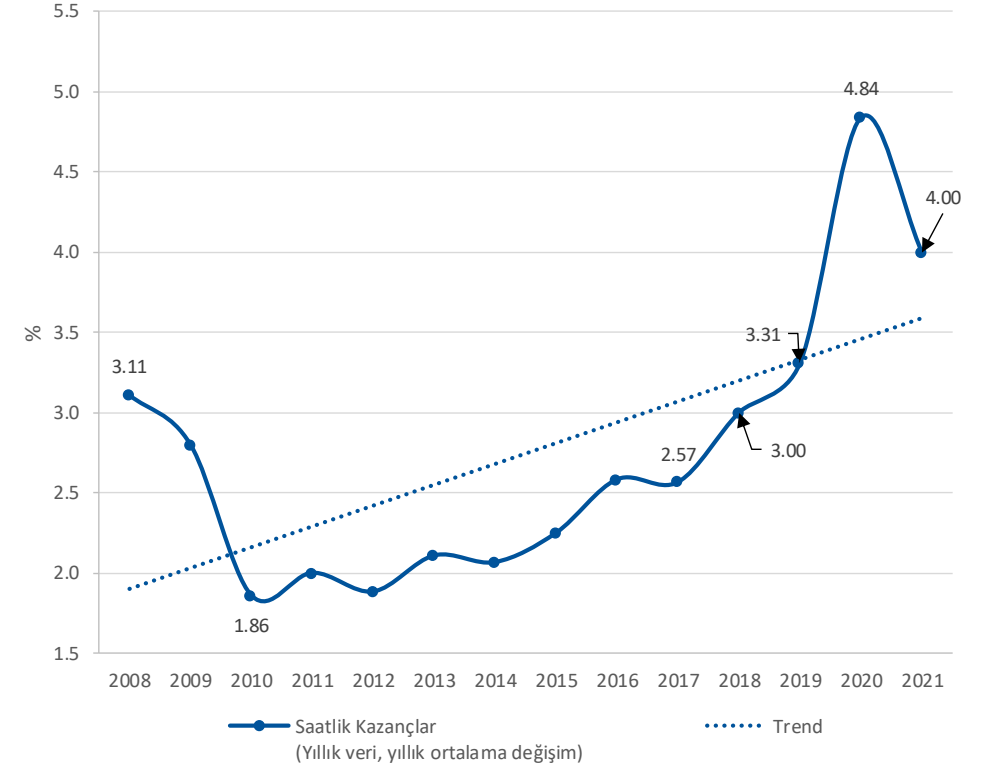
Amerikan ekonomisi 2020 yılında tarım dışı sektörlerde -9.4 milyon kişi kayıp göstermişti. 2021'i ise +6.4 milyon kişinin yeniden işe dönüşü ile tamamladı. Hali hazırda pandemi öncesine kıyasla -3.6 milyon kişinin eksik istihdamı söz konusu olsa da iç piyasa tek bir verinin çizdiği tablodan çok daha iyi durumda. Ücretlerde eksik arz kaynaklı toparlanma olurken, farklı göstergeler «sıkı koşullar» fikrini destekliyor.

ABD toplam tarım dışı istihdam



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

ABD ortalama saatlik kazançlar, 2008-

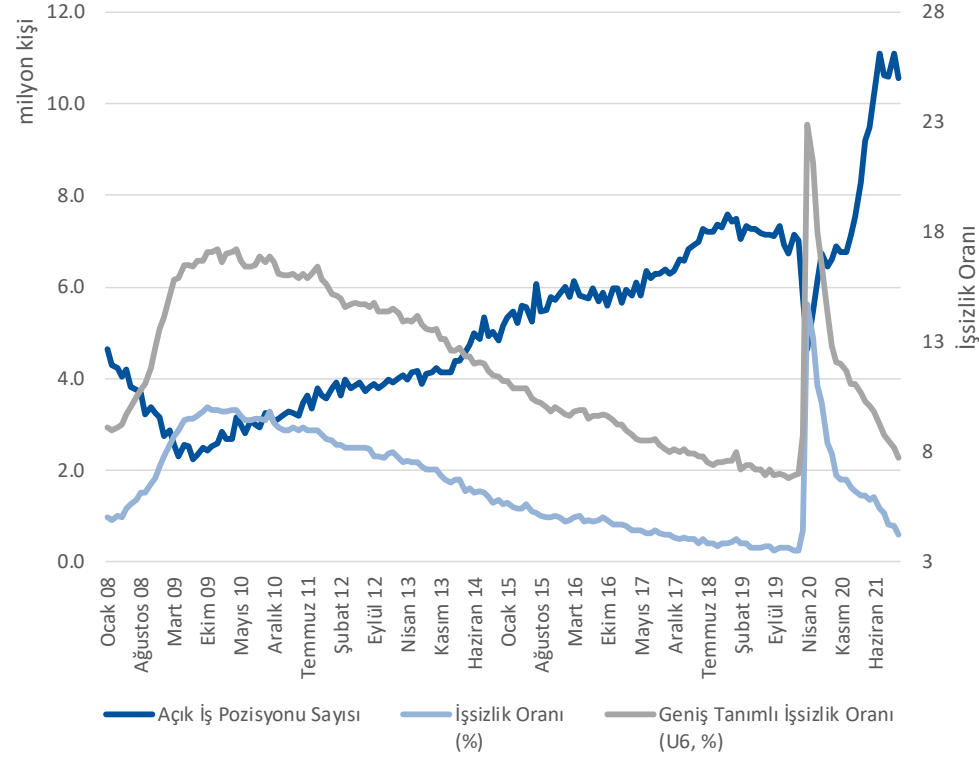


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

İstihdam piyasası: ABD

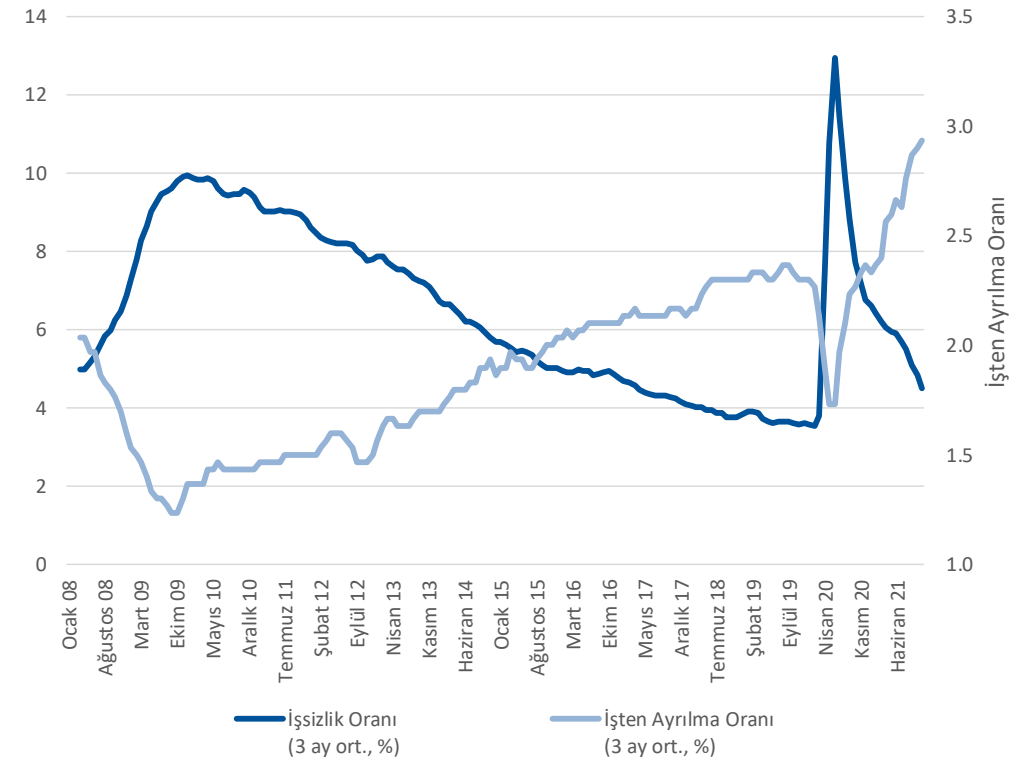
İşsizlik oranı uzun dönemli ortalamalarına yakınsar durumda. «Sıkı istihdam piyasası koşulları» fikrini destekler en önemli olgu ise JOLTS raporu detaylarında yer alıyor. Açık iş pozisyonu sayısı Kasım'da 11 milyon kişi sınırında rekor yüksek noktasına yakın bulunurken, işten ayrılma oranı ise %3 ile zirvede. Pandemi koşullarının azalmakla birlikte sürüyor olması manşet rakamlardan analiz yapılmasını güçleştiriyor.

ABD açık iş pozisyonu, işsizlik oranı, geniş tanımlı işsizlik oranı, aylık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD işsizlik oranı, işten ayrılma oranı

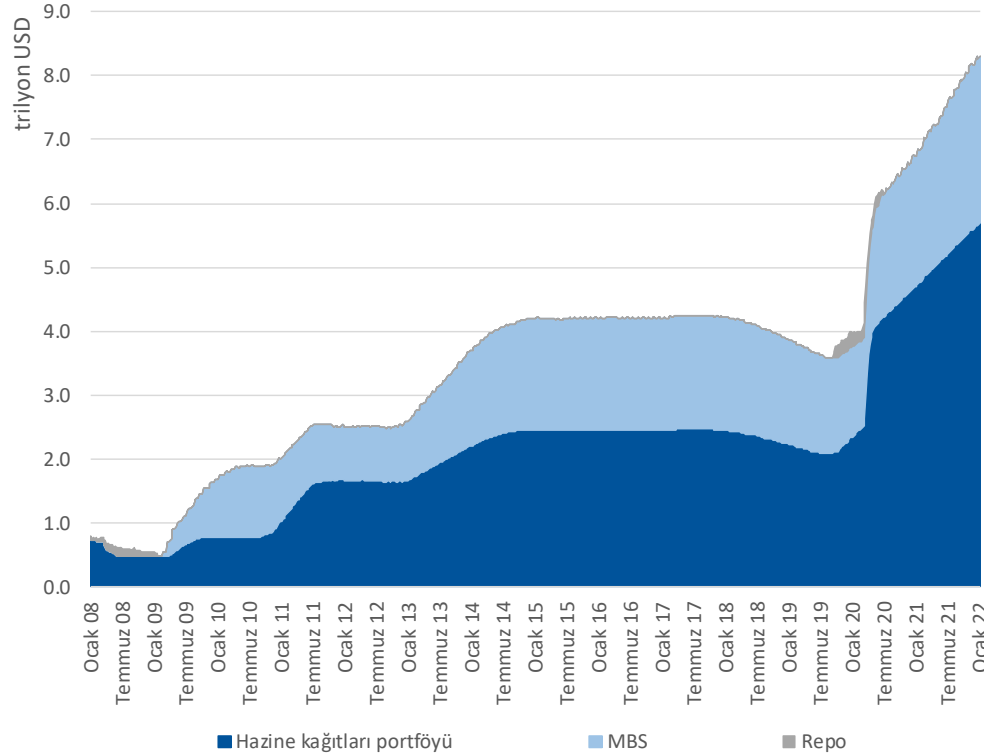


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Para politikası: ABD

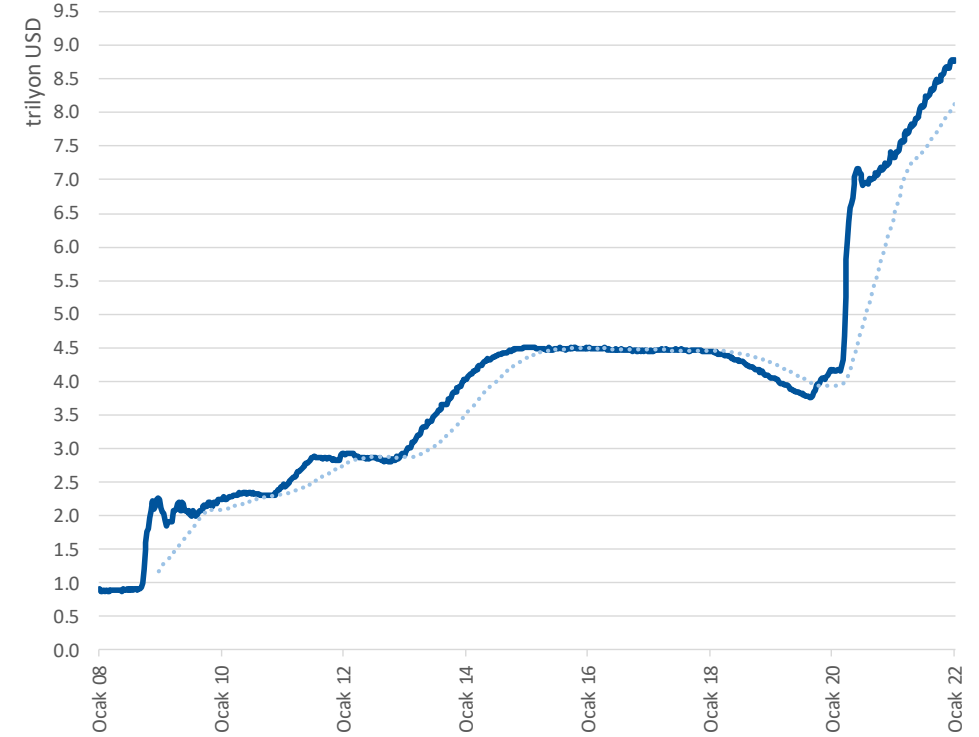
Fed bilançosu 8.7 trilyon dolar ile zirvede seyrederken, pandemi öncesine kıyasla 4.4 trilyon dolar genişleme gösterdi. Fed'in yönlendirmelerine paralel bilanço daraltma operasyonunun yılın ikinci yarısında başlamasını öngörüyoruz. Federal fonlama oranında ana senaryomuz 4x25bp artış yapılması. Bilanço daraltma operasyonu faiz ayarlamasının etkisini yukarı çekme riski taşıyor.

Fed bilançosu, seçilmiş varlıklar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Federal Reserve bilançosu

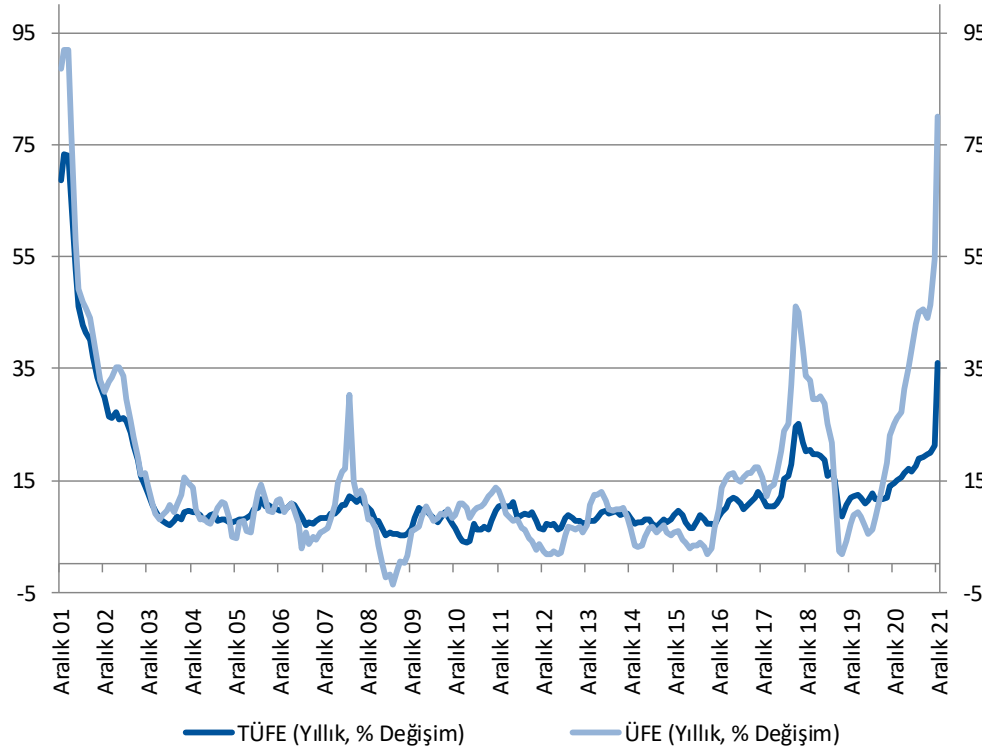


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg
İkinci seri 52 hafta ortalamayı ifade etmektedir.

Enflasyon: Türkiye

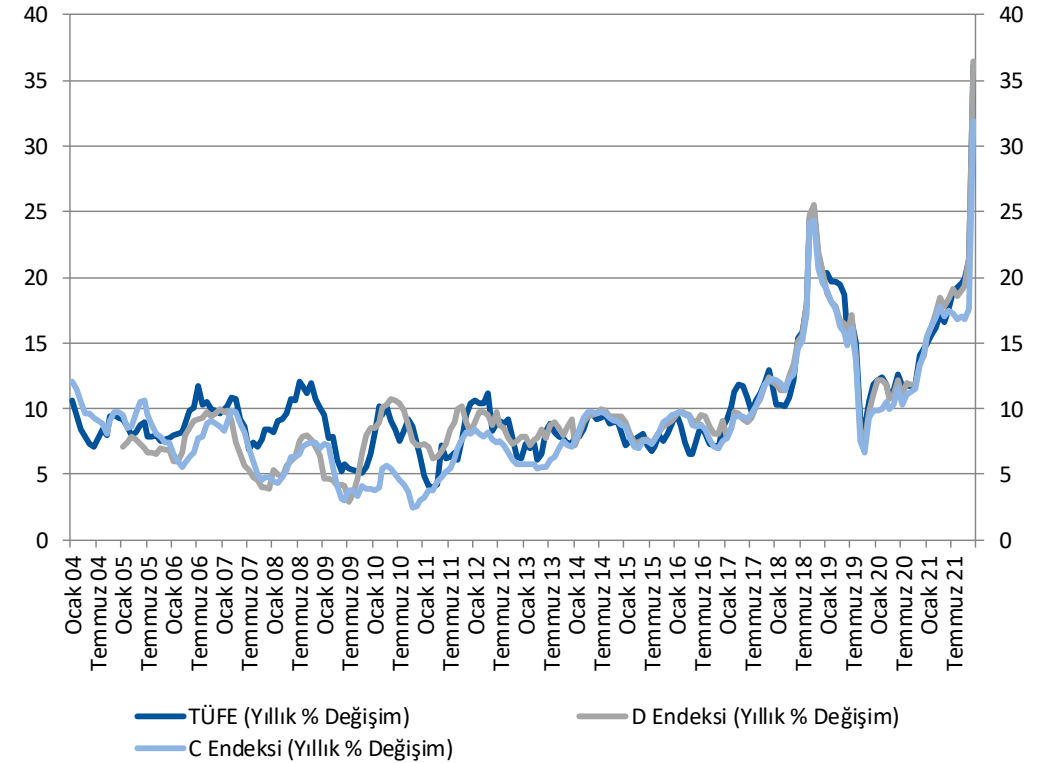
2021'de Türkiye'de manşet ve çekirdek enflasyon göstergelerinin tamamı yüksek çift hane seviyelerden kapanış gerçekleştirdi. TÜFE %36.1, ÜFE %79.9 seviyelerine ulaşarak 2002 sonrasının en yüksek noktalarından kapanış yaparken, ÜFE-TÜFE spreadi de 44 puan oldu. 2022'de yüksek çift hanelerdeki kalma riski devam ediyor. Beklentilerdeki çıpalama ve lira stabilizasyonu belirleyici olacak.

TÜFE & ÜFE



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

TÜFE, çekirdek göstergeler

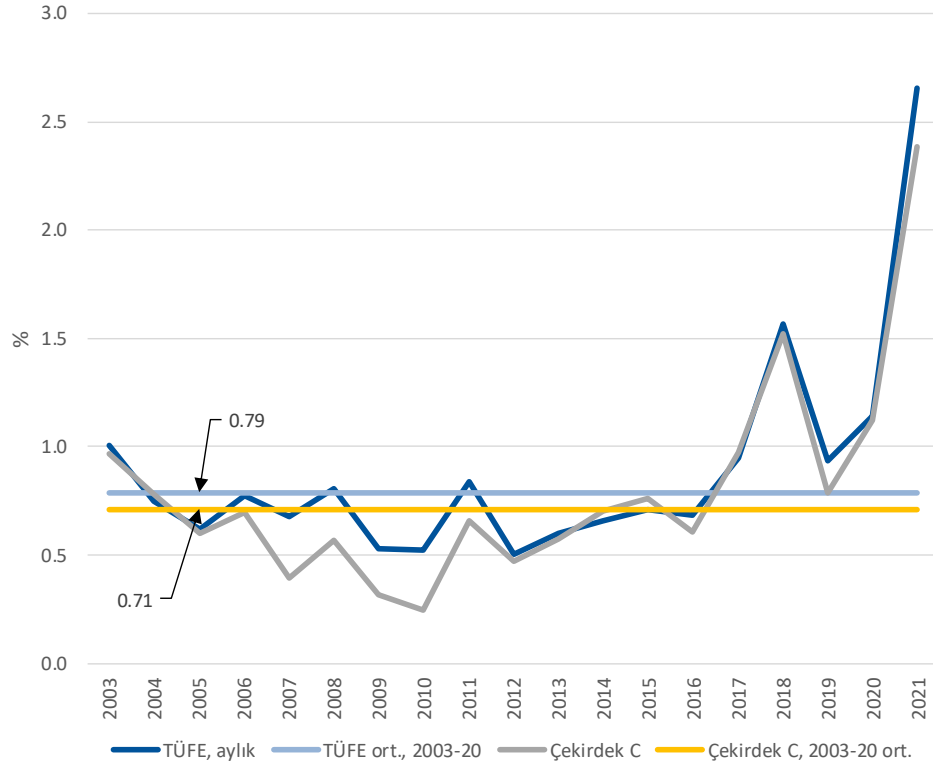


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Enflasyon: Türkiye

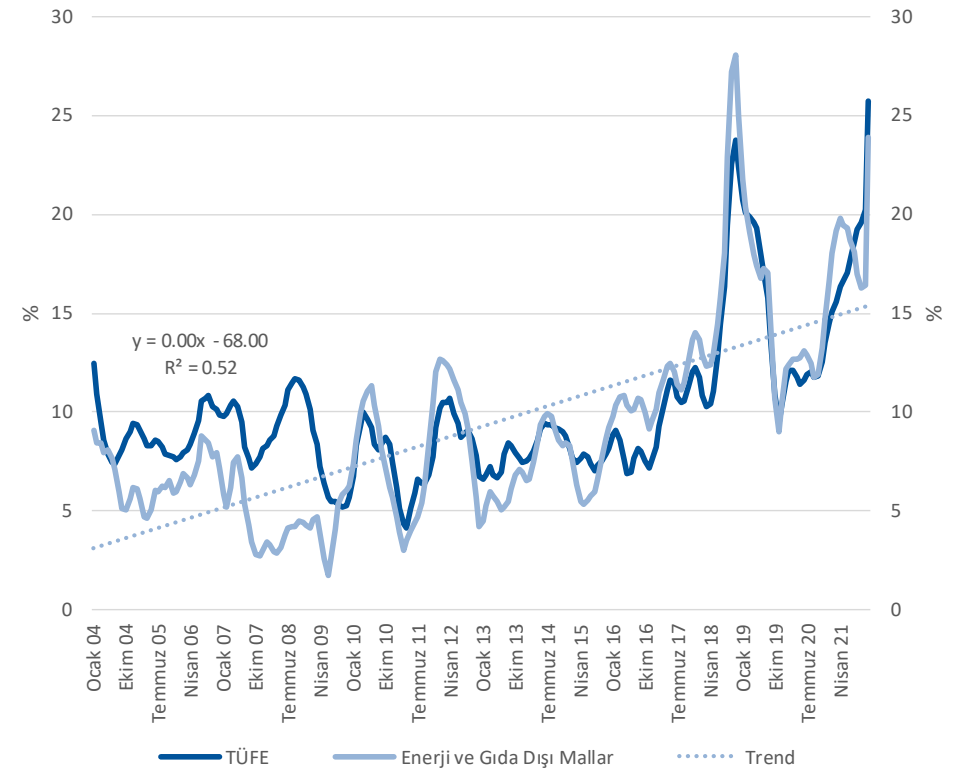
Çekirdek göstergelerin seyri uzun dönem ortalamalarından (2003 sonrası) ciddi anlamda yukarı yönde sapma gösterdi. Enflasyon sepetindeki yükseliş genele yayılır ölçekte oldu. Liradaki zayıflık dış dünyadan sağlanan ithalatın maliyetinde baskı yarattığından global emtia fiyatlamasının hissedilir etkisi daha fazla oldu.

TÜFE, çekirdek C endeks, ortalamalar



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, TÜİK

TÜFE & enerji ve gıda dışı mallar, 3 ay hareketli ortalama, yıllık değişim

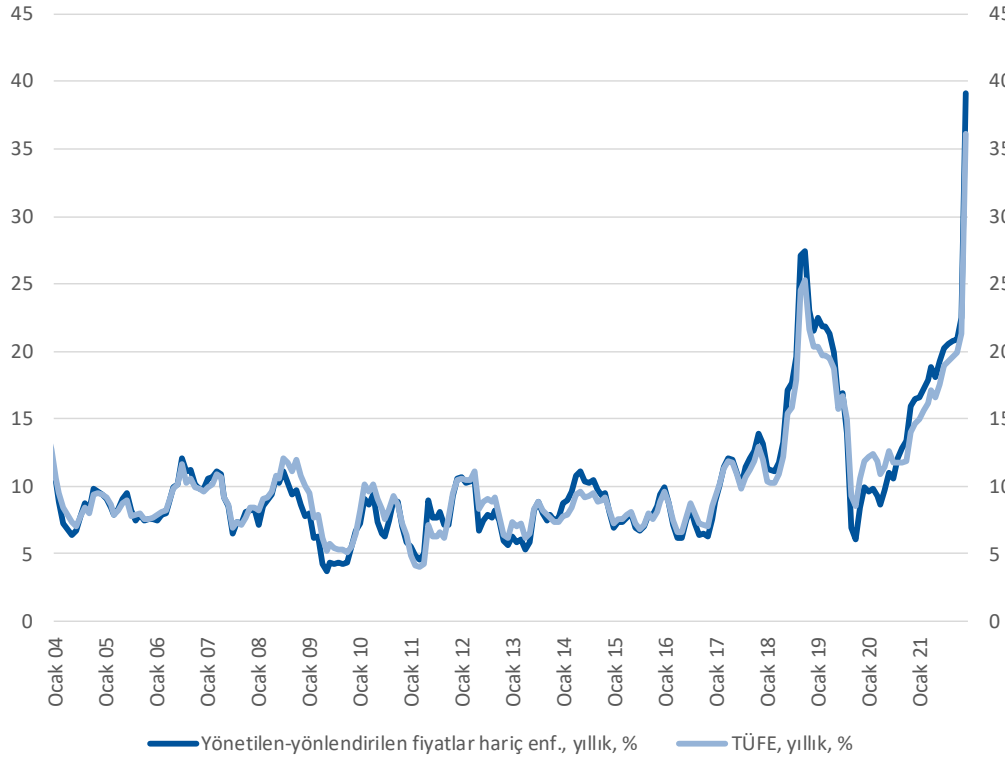


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Enflasyon: Türkiye

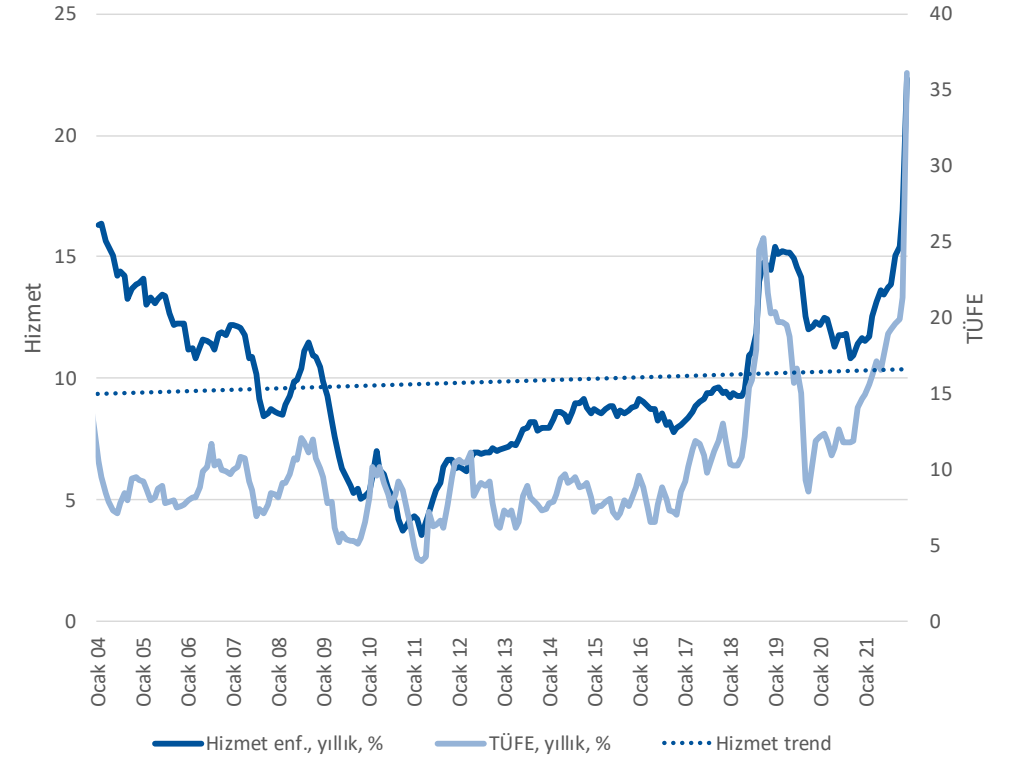
Kur geçişkenliğinin son 2-3 yıllık dönemde 2000 sonrası ortalamalarına kıyasla daha yüksek düzeylerde gerçekleşmesi ve yeniden normalleşme sürecinde artan enflasyonist baskılar genele yayılır fiyat artışlarının gözlenmesine neden oldu. Normal şartlarda geçişkenlikten diğer gruplara göre daha az etkilenen hizmet kaleminde de son çeyrekte +9 puan (aylık, toplam) artış gözlemlendi.

TÜFE & yönetilen-yönlendirilen fiyatlar hariç enf., yıllık



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

TÜFE & hizmet enflasyonu, yıllık

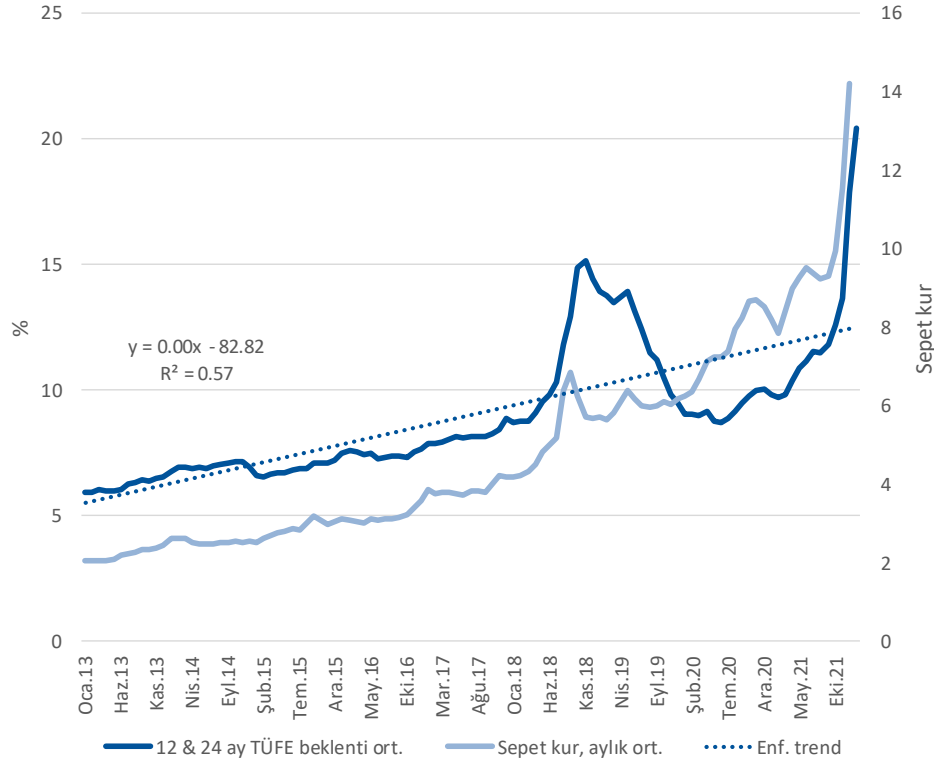


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

Enflasyon: Türkiye

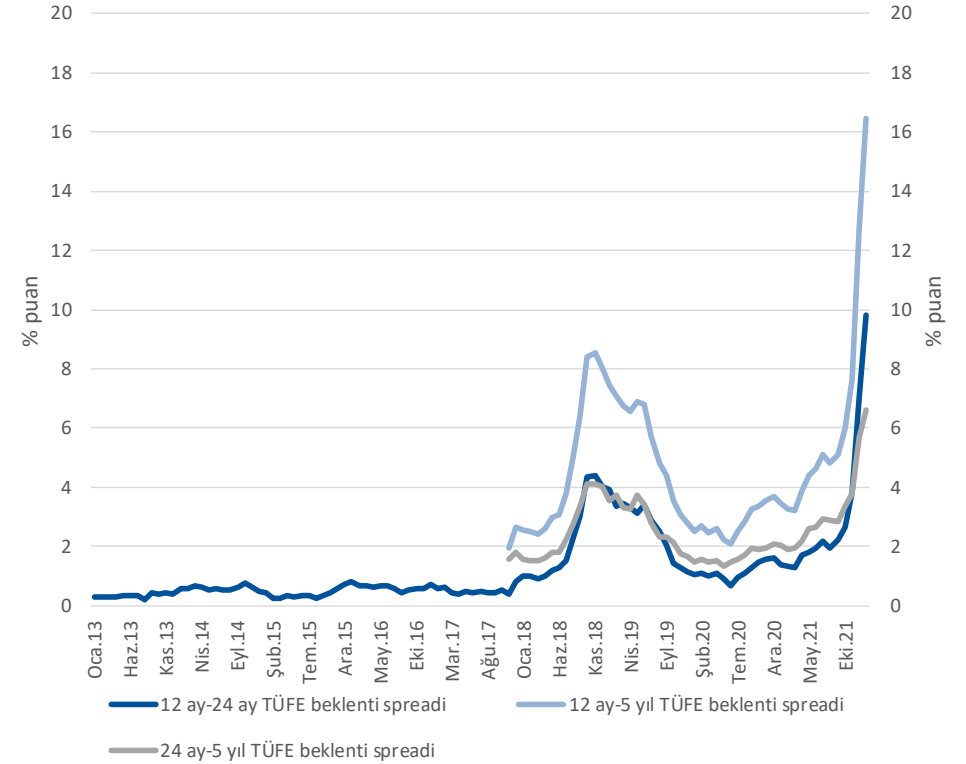
Enflasyon beklentilerindeki bozulma yılın son çeyreğinde hız kazandı. 12 ve 24 ay vadeler için beklenen TÜFE seviyelerine ait ortalama Aralık 2020'de %10.04 seviyesinde oluşurken, Ocak 2022'de %20.46'ya yükseldi. Sepet kur değişimi son 1 yılda ortalama %28 olurken, Brent petrolün varilindeki değişim ise %76 düzeyinde gerçekleşti.

Enflasyon beklentileri, sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Enflasyon beklentileri



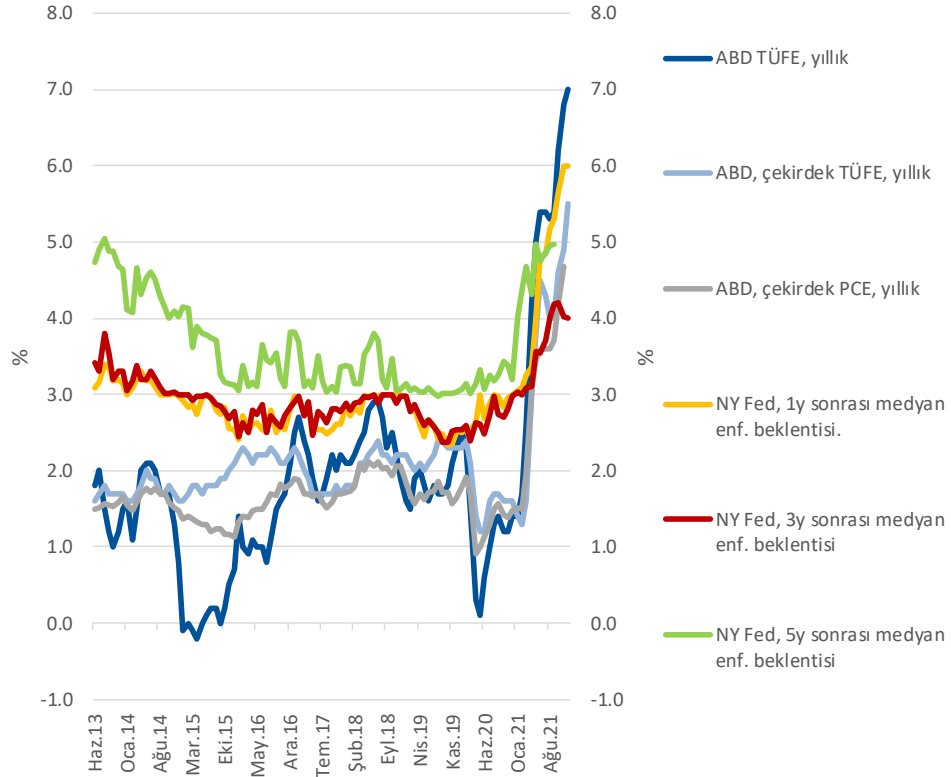
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ Reel faiz & enflasyon beklentileri | global & Türkiye

Enflasyon beklentileri

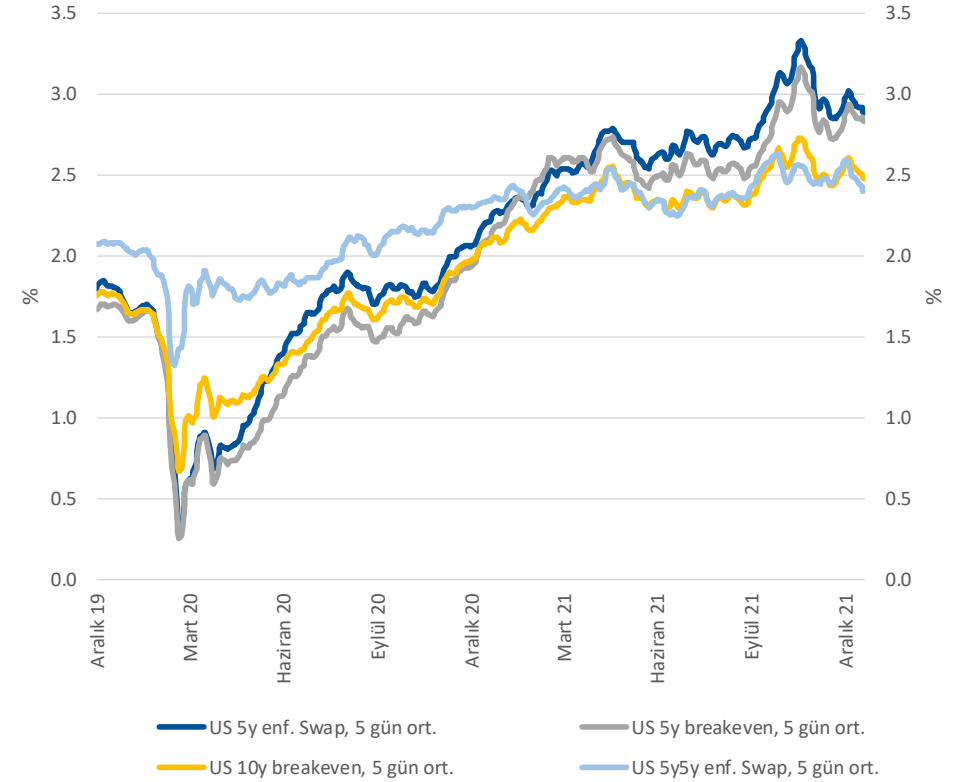
Global enflasyon beklentileri ABD önderliğinde yükseliyor. Genişlemeci maliye ve para politikalarının yarattığı fazla tasarruflar pandemi sürecinde henüz tam olarak kullanılmış değil. Emtia grubundaki sert fiyat yükselişleri, arz zincirindeki aksamının sürmesi ve hizmet sektöründeki normalleşme «enflasyon tortuları» konusunu bir süre daha konuşmaya devam etmemize neden olacak.

ABD enflasyon göstergeleri: gerçekleşen & beklentiler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

ABD enflasyon beklentileri, piyasa fiyatlaması

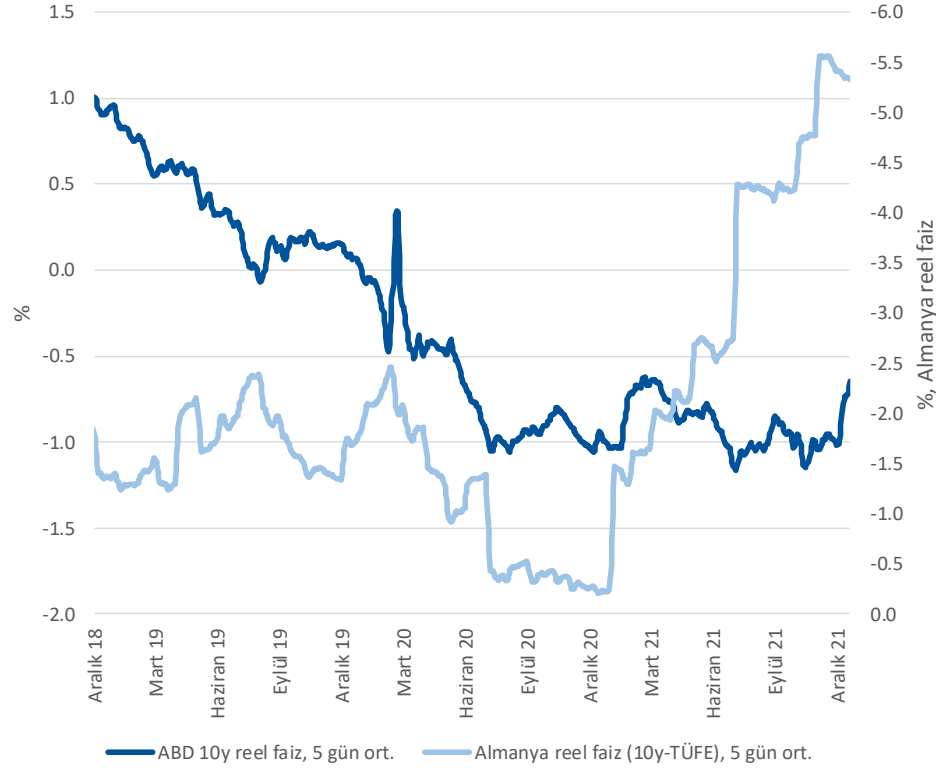


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Reel faiz

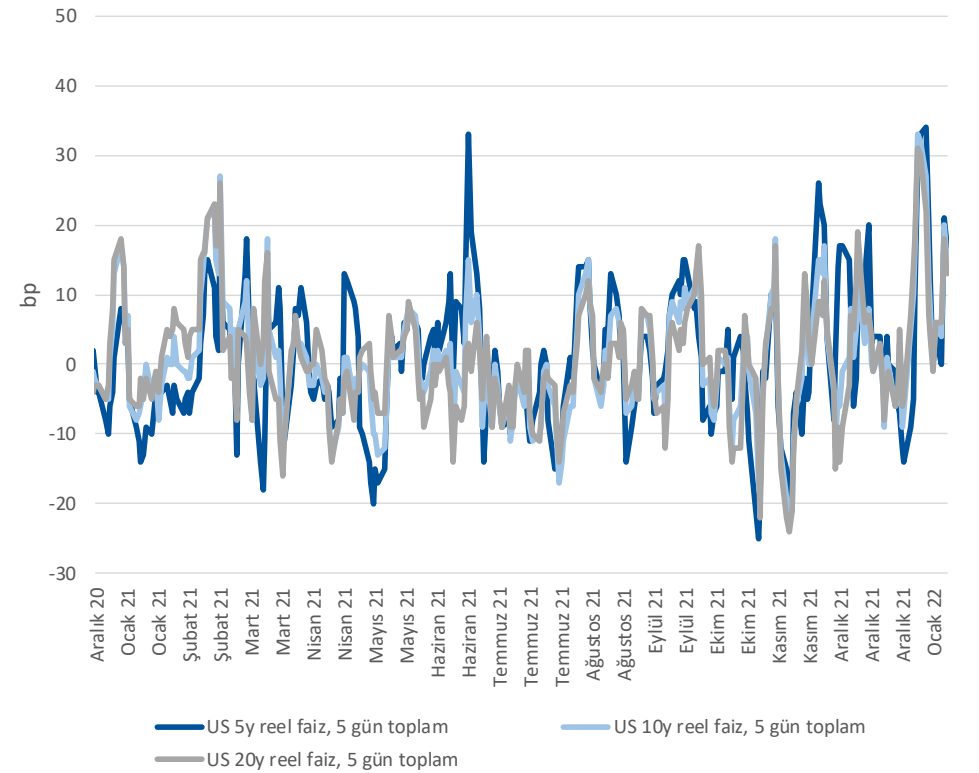
Fed'in politika faizinde artış döngüsüne gireceği kesinleşmiş olmakla birlikte hangi hız ve faiz adımları patikasında ilerleyeceği henüz tam olarak bilinmiyor. Ayrıca, bilançonun daraltılması ve yine hızı da önemli bir soru işareti. Bu nedenle her ne kadar %3 civarında enflasyon beklentileri dengelenmiş gibi görünse de 2022'de reel faizlerdeki yükselişin negatif yansımaları olabileceğini düşünüyoruz.

ABD & Almanya 10y reel faiz



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

ABD reel faizler: 5y, 10y, 20y

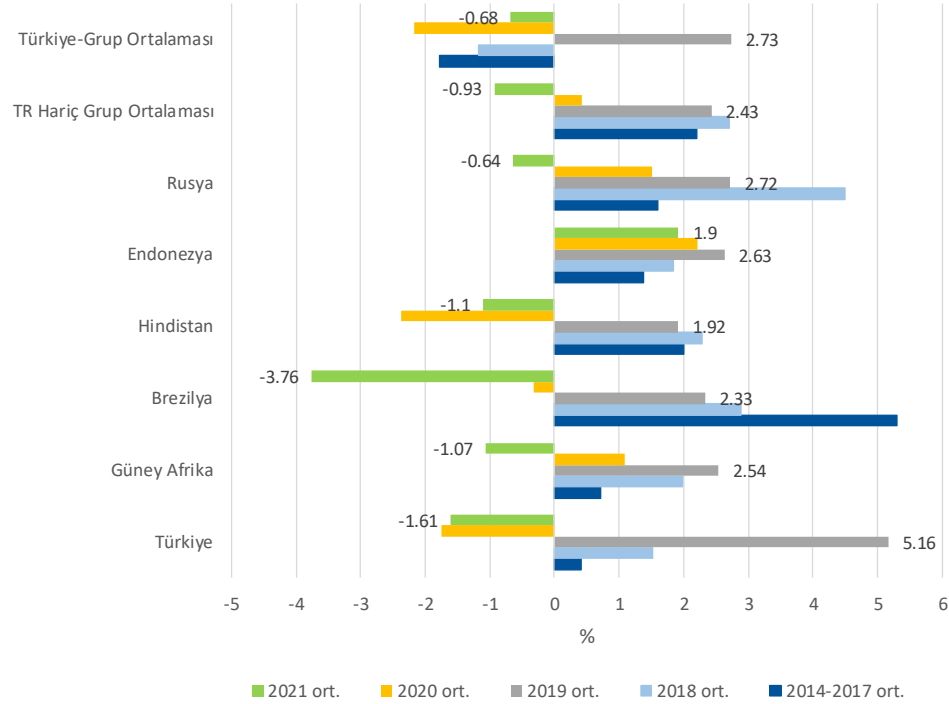


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Reel faiz: Türkiye

Gelişmekte olan ülkeler pandemi sürecinde küresel ekonomide devreye alınan genişlemeci tedbirlere paralel 2020 yılının tamamını, 2021'in ise ilk yarısını negatif faiz evreninde geçirdiler. Normal koşullarda çok fazla gündeme gelmeyen bu durum global enflasyondaki artış ve Fed'in yönlendirmeleri ile değişti. Türkiye'de son çeyrekteki faiz indirimleri ve enflasyondaki yükseliş makasın açılmasına neden oldu.

Seçilmiş GOÜ reel faizleri

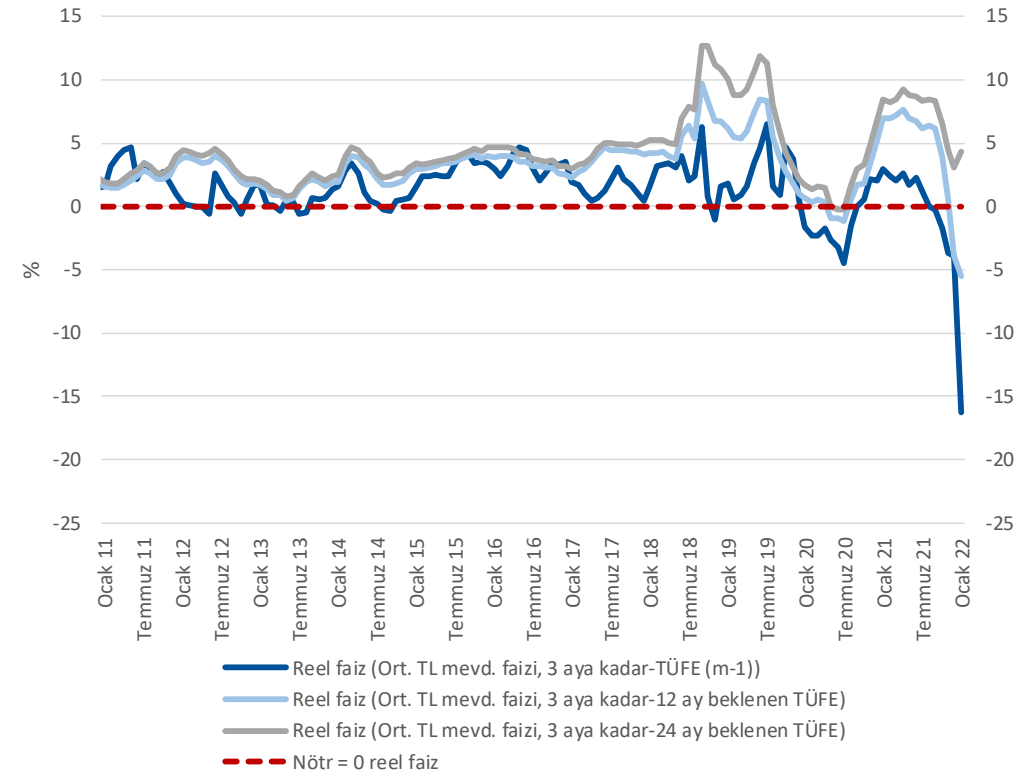


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Reel faiz hesaplaması için ülkelerin resmi politika faizlerinden tüketici fiyatı seviyeleri çıkarılmıştır.

Türkiye için politika faizi ortalaması olarak AOFM kullanılmıştır.

Türkiye, reel faiz, 3 aya kadar mevduat faizine göre



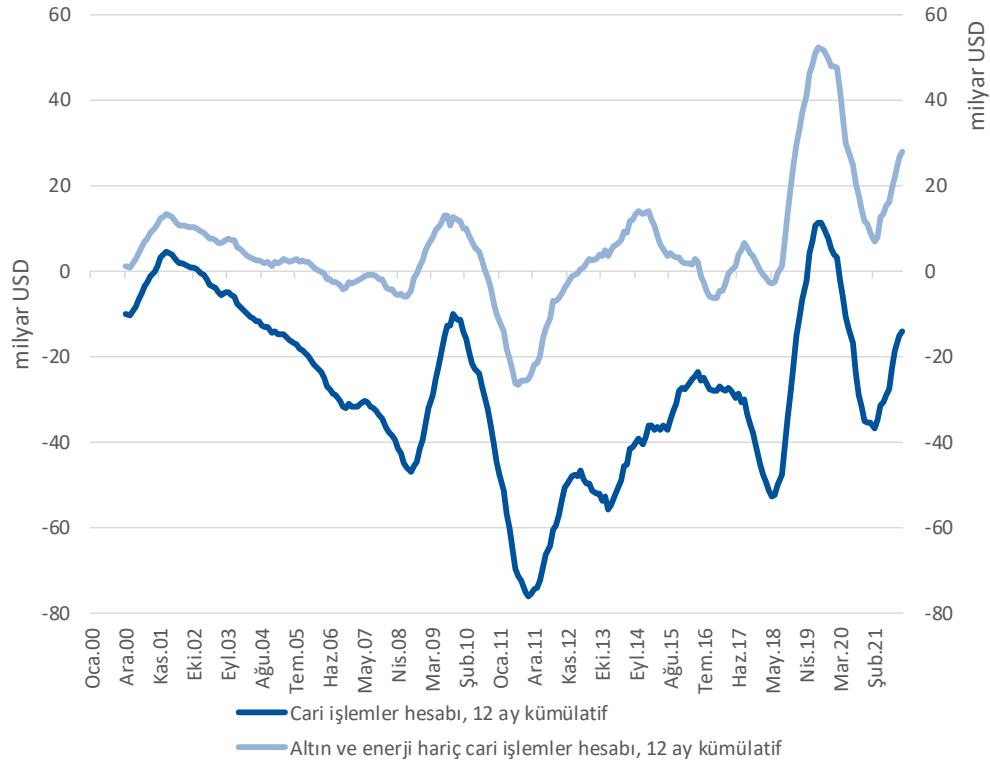
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ Finansman & dış borç görünümü | Türkiye

Ödemeler dengesi: Türkiye

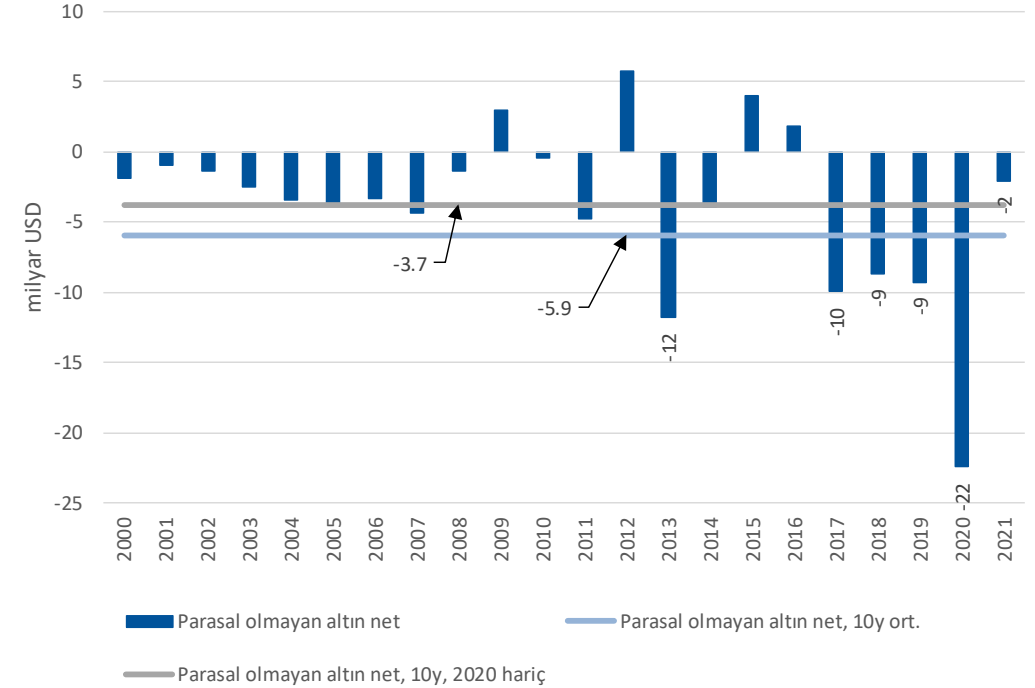
Cari işlemler hesabı 2020’de verdiği -35.5 milyar dolarlık açık rakamının ardından 2021’de ciddi anlamda daralma gösterdi ve Kasım dönemi itibarıyla (12-ay kümülatifte) -14.2 milyar dolar seviyesine dek yükseldi. Söz konusu eğilimde 225 milyar dolar düzeyindeki güçlü ihracat ve net parasal olmayan altın kaleminin 20 milyar dolar düşüş göstermesinin yanında +20 milyar dolar seyahat geliri (net, 11 ay) belirleyici oldu.

Cari işlemler & çekirdek cari işlemler hesapları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, TCMB

Parasal olmayan altın yıllık & 10y ort.

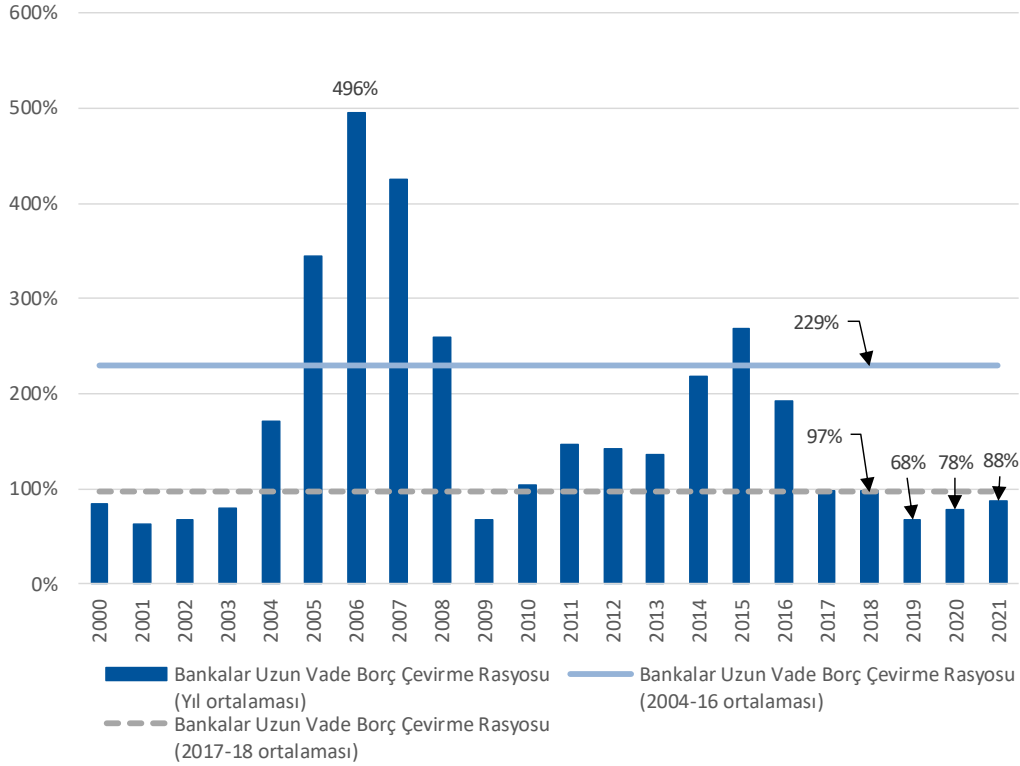


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Ödemeler dengesi: Türkiye

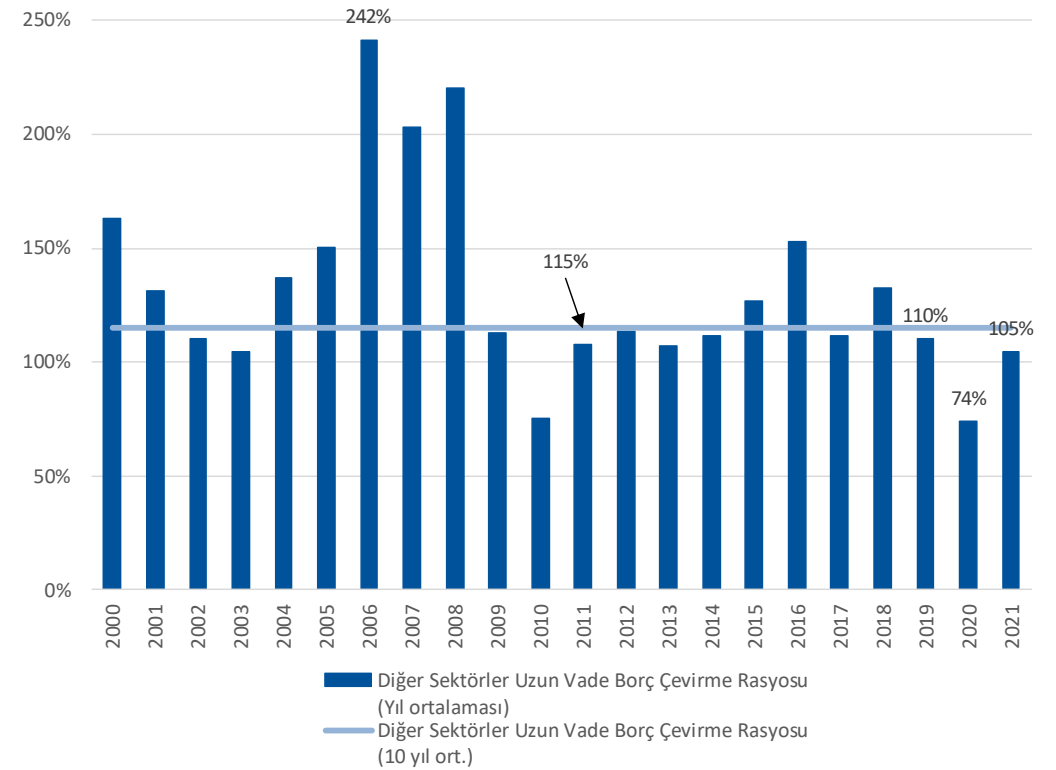
Fonlama tarafında banka ve özel sektörün borç çevirme oranları yakın dönem ortalamalarına paralel seyretti, problem gözlenmedi. Bankaların uzun vade borç çevirme rasyoları 2016 sonrası dönemdeki eğilimleri ekseninde gerçekleşirken, özel sektörde 2020 ortalaması olan %74'ün üzerinde %105 seviyesi takip edildi.

Bankalar borç çevirme rasyosu, uzun vade



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Diğer sektörler borç çevirme rasyosu, uzun vade

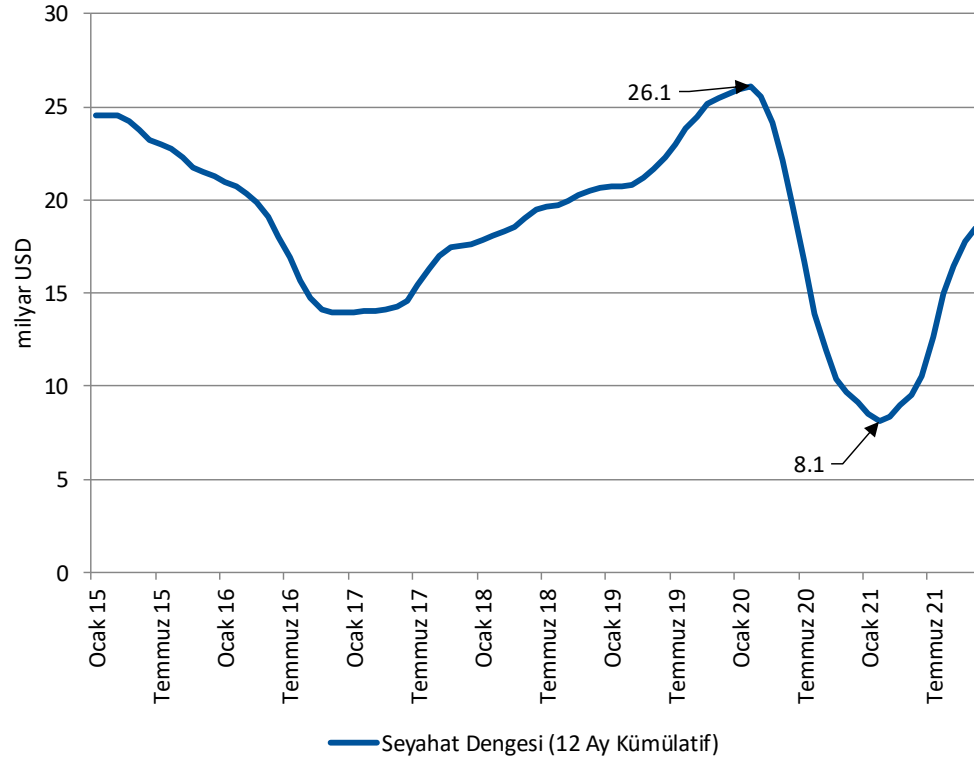


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Ödemeler dengesi: Türkiye

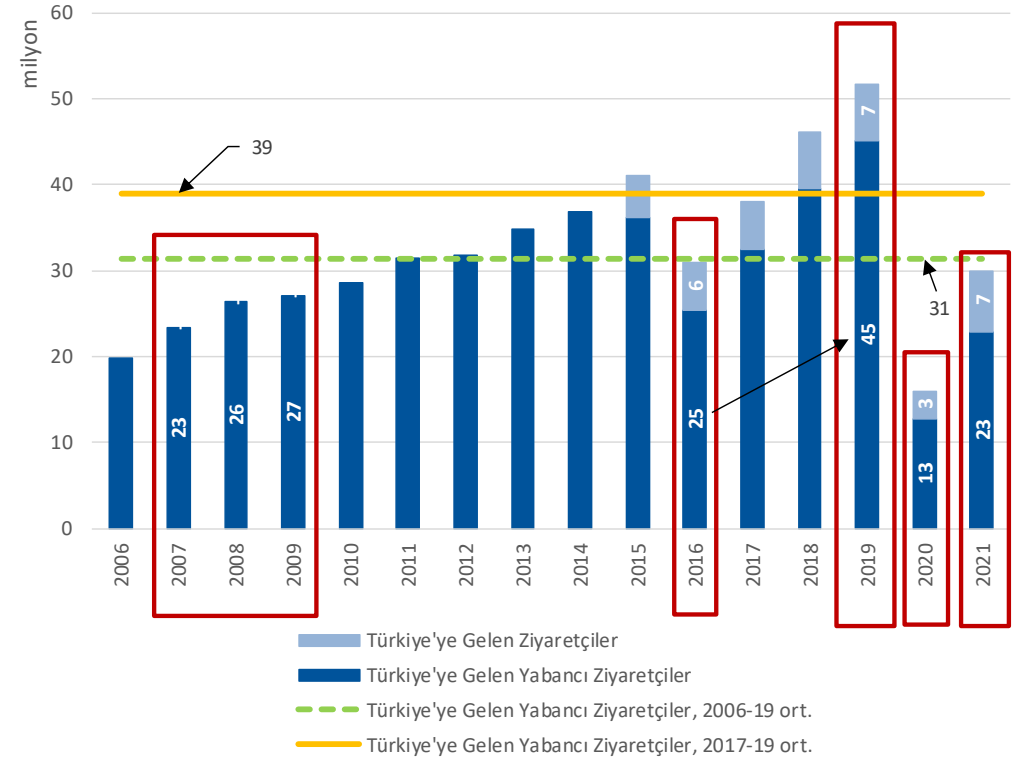
2022 yılında turizm kanalı üzerinden cari dengenin olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Devam eden pandemi koşullarına rağmen 2021'de toplam kişi sayısı 2006-19 ortalamasına yakınsama gösterdi. Aşılamanın küreselde genele yayılması, pandeminin endemiye evrilme eğilimi ve liradaki zayıflamanın döviz bazında yabancı turistler açısından avantaj sağlamasıyla toplam rakam 2019 seviyelerin doğru toparlanabilir.

Seyahat dengesi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Turizm gelişmeleri, kırılımlı toplam rakam

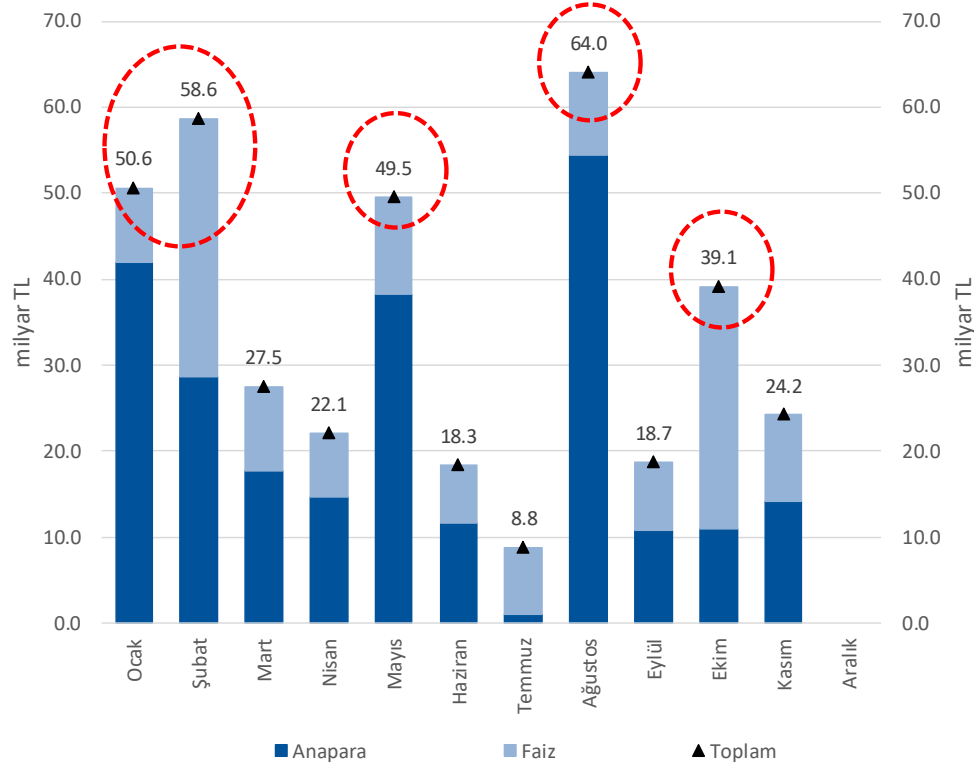


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bakanlık verileri

Borç projeksiyonları: Türkiye

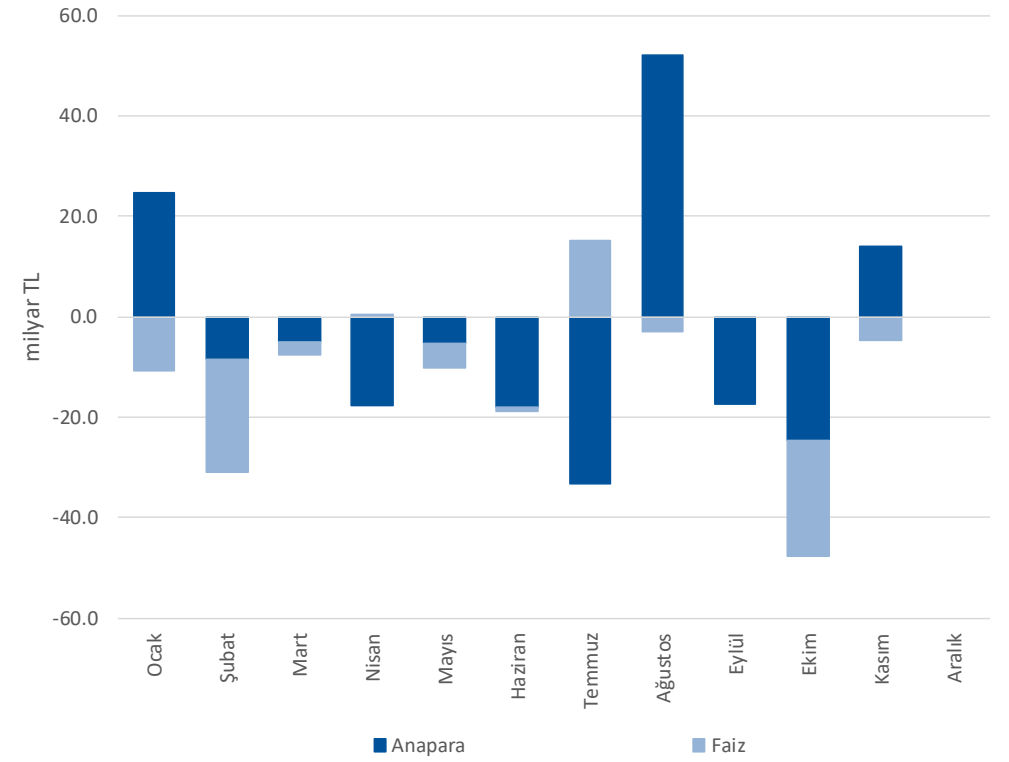
Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın paylaştığı Aralık ayı projeksiyonlarına göre, iç borç ödeme açısından en yoğun dönemler Ocak, Şubat, Mayıs, Ağustos ve Ekim ayları olarak karşımıza çıkıyor. Hazine Finansman Programı'na göre, 2022'de toplam borç servisi 505.9 milyar lira, iç borç çevirme rasyosu %103 ve dış borçlanma rakamı ise 11 milyar dolar seviyelerinde öngörüldü.

Merkezi yönetim iç borç ödeme projeksiyonları, 2022



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim iç borç ödeme projeksiyonları, 2022-21 değişim

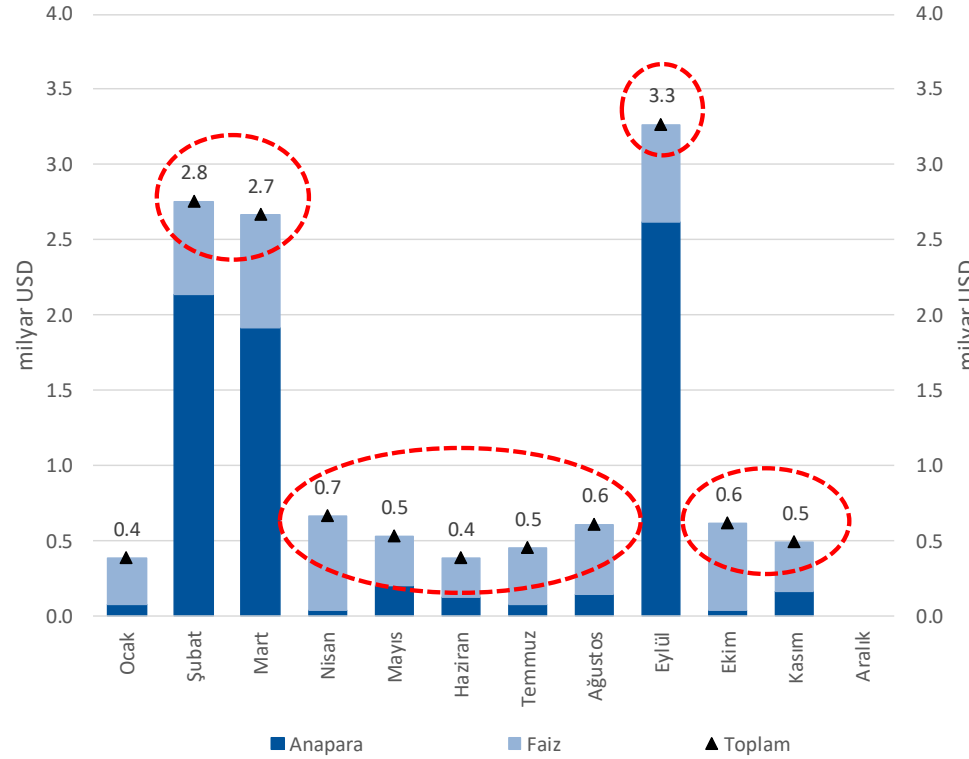


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Borç projeksiyonları: Türkiye

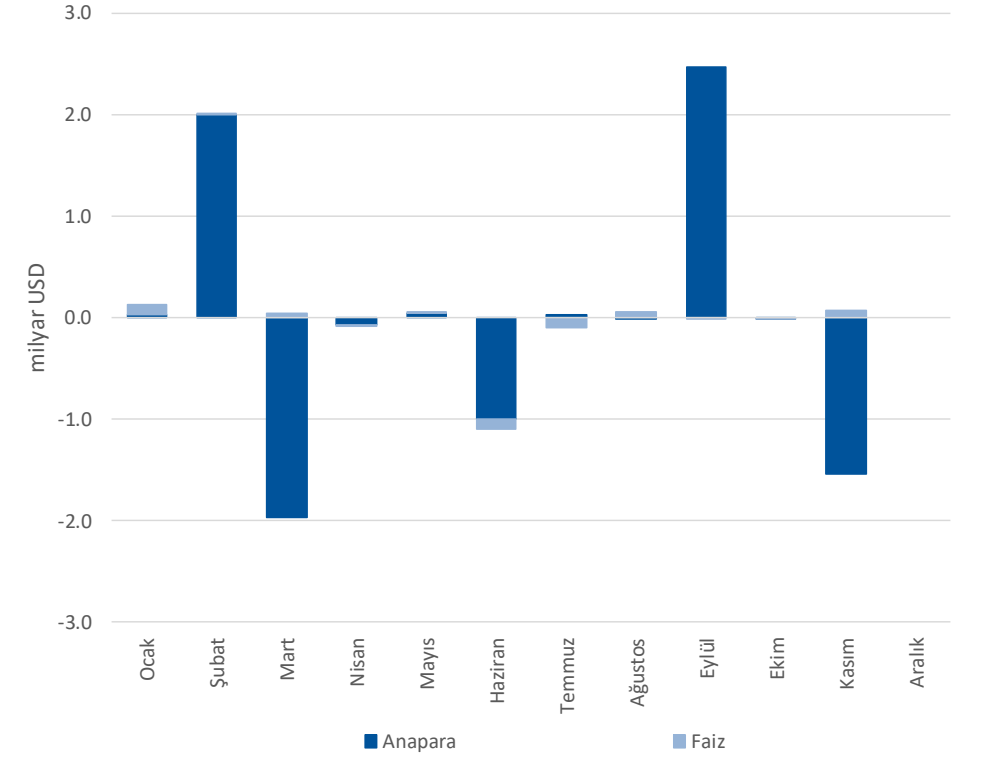
Aynı raporun dış borç projeksiyonlarına göre ise en yoğun dönemler Şubat, Mart ve Eylül olarak şekillenmekte. Yıl içerisinde öngörülen toplam dış borç ödemesi 12.8 milyar dolar düzeyinde karşımıza çıkıyor. 2022-25 dönemindeki toplam ödeme rakamı ise 55.6 milyar dolar.

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları, 2022



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Merkezi yönetim dış borç ödeme projeksiyonları, 2022-21 değişim

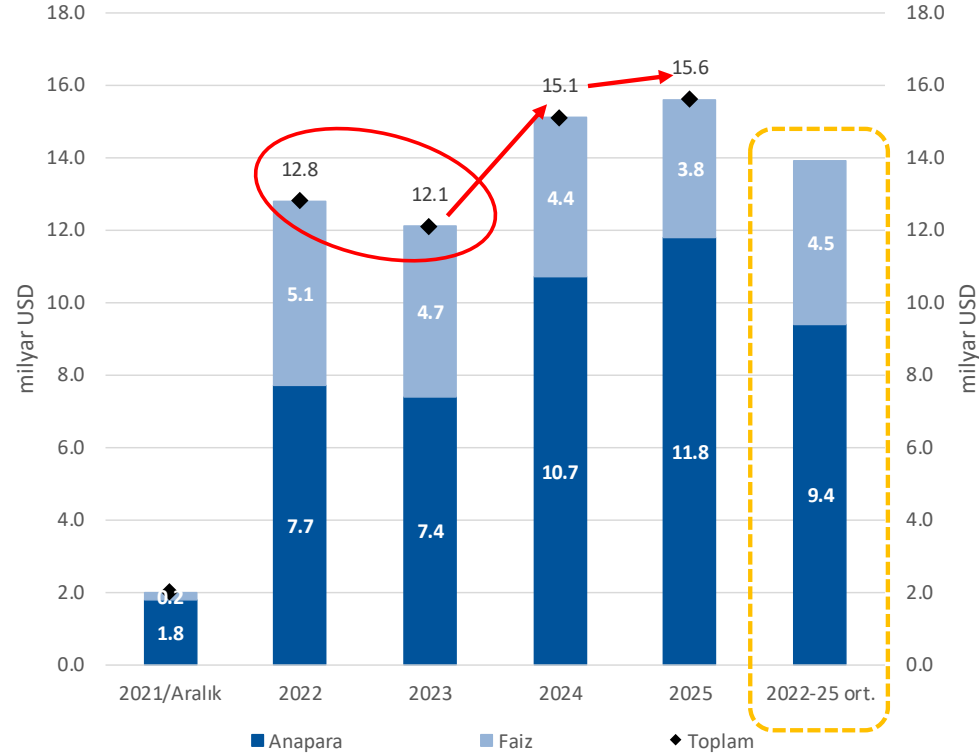


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Borç projeksiyonları: Türkiye

Gelecek 4 yıl vade dikkate alındığında, merkezi yönetim dış borç projeksiyonlarında 2022-23 dönemi ortalaması 12.5 milyar dolar, 2024-25 ise 15.4 milyar dolar.

Merkezi Yönetim Dış Borç Ödeme Projeksiyonları

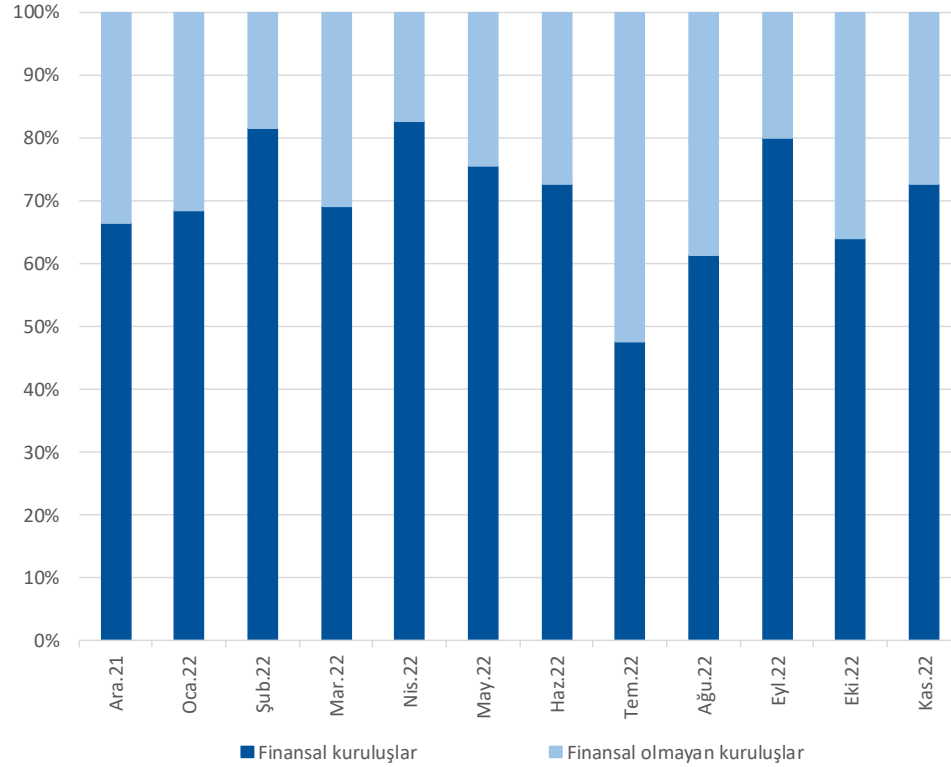


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Hazine ve Maliye Bakanlığı

Özel sektör yurt dışı kredi ödeme: Türkiye

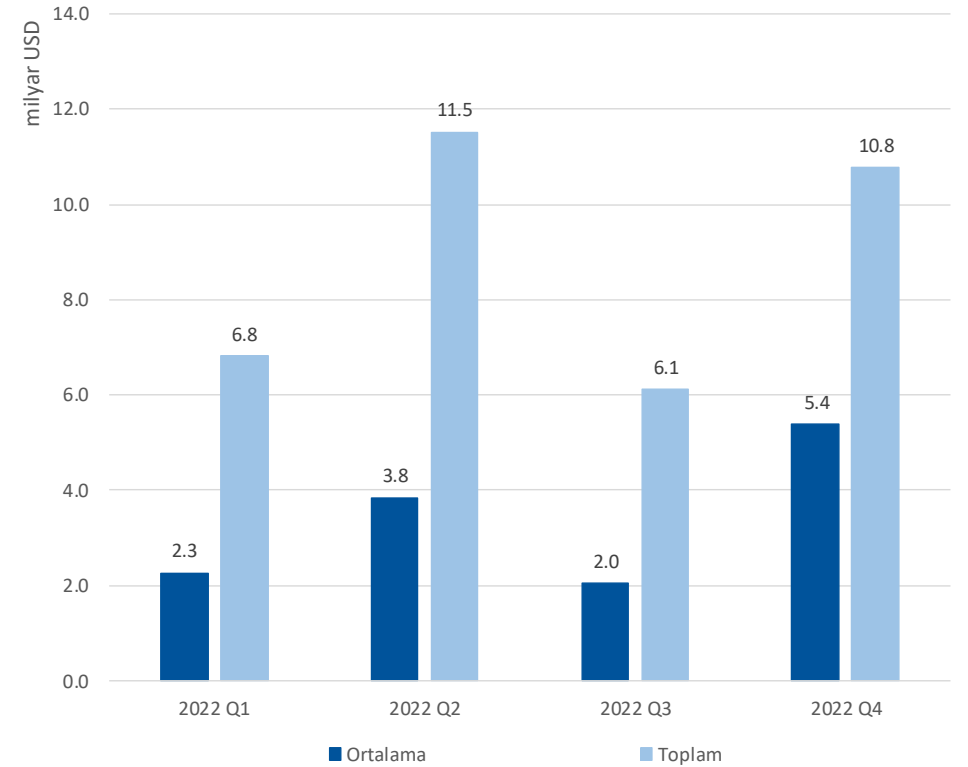
TCMB tarafından paylaşılan verilere göre, Aralık ayı itibarıyla, gelecek 12 ay içerisinde özel sektörün toplam yurt dışı kredi ödeme tutarı finansal ve finansal olmayan kesim nezdinde 40.4 milyar dolar. Söz konusu rakamın %71'i finansal kuruluşların olup, bu rakamın da %65'i bankalara aittir. Sendikasyonların çok daha yüksek rakamların roll edildiği yıllarda sorunsuz geçmiş olması 2022 açısından güven veriyor.

Özel sektör yurtdışı kredi ödeme dağılım & takvim



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Özel sektörün yurt dışından sağladığı kredi borcunun 1 yıla kadar olan vade dağılımı

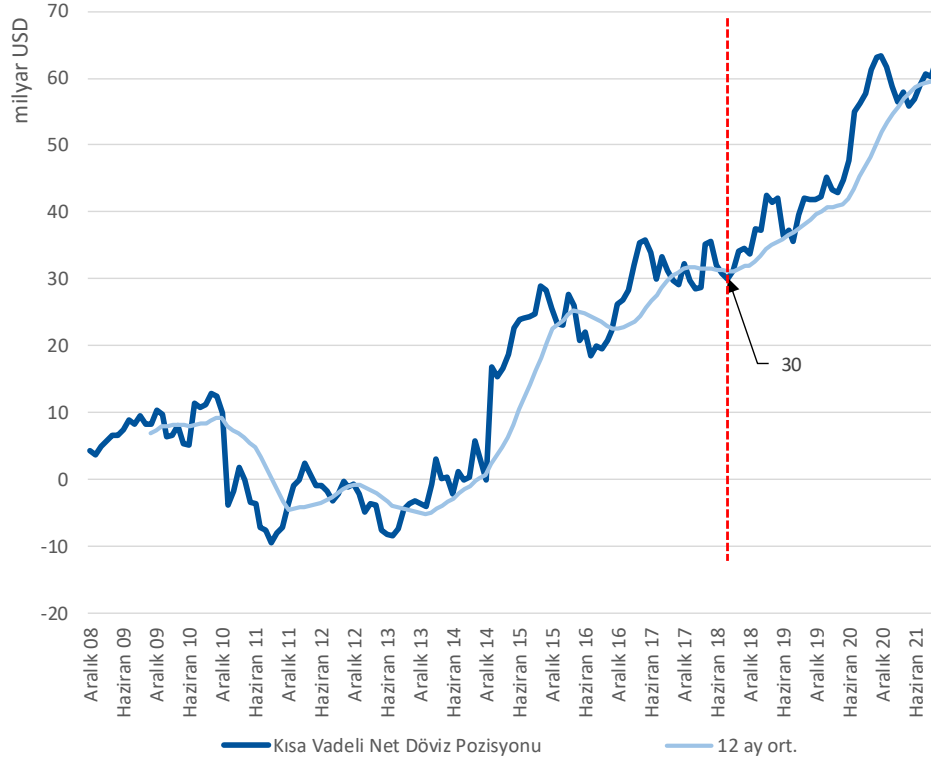


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Finansal kesim dışı firmalar: Türkiye

Ekim sonu verilerine göre, finansal kesim dışı firmaların net döviz pozisyonu -116.3 milyar dolar. Ancak, kısa vadeli net döviz pozisyonu ise +63.1 milyar dolar. Bu rakam, Ağustos 2018'deki +30 milyar dolar ile karşılaştırıldığında kısa vadeli borçlara yönelik ödeme endişelerini bertaraf ediyor. Yükümlülüklerin varlıklara oranını da 2.61'den (Ağustos 2018) 1.72'ye dek gerileme olarak hesaplıyoruz. Kaldıraç azalıyor.

Finansal kesim dışı firmalar, kısa vadeli net döviz pozisyonu



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Finansal kesim dışı firmalar, döviz varlık-yükümlülük gelişmeleri, yurtdışı krediler



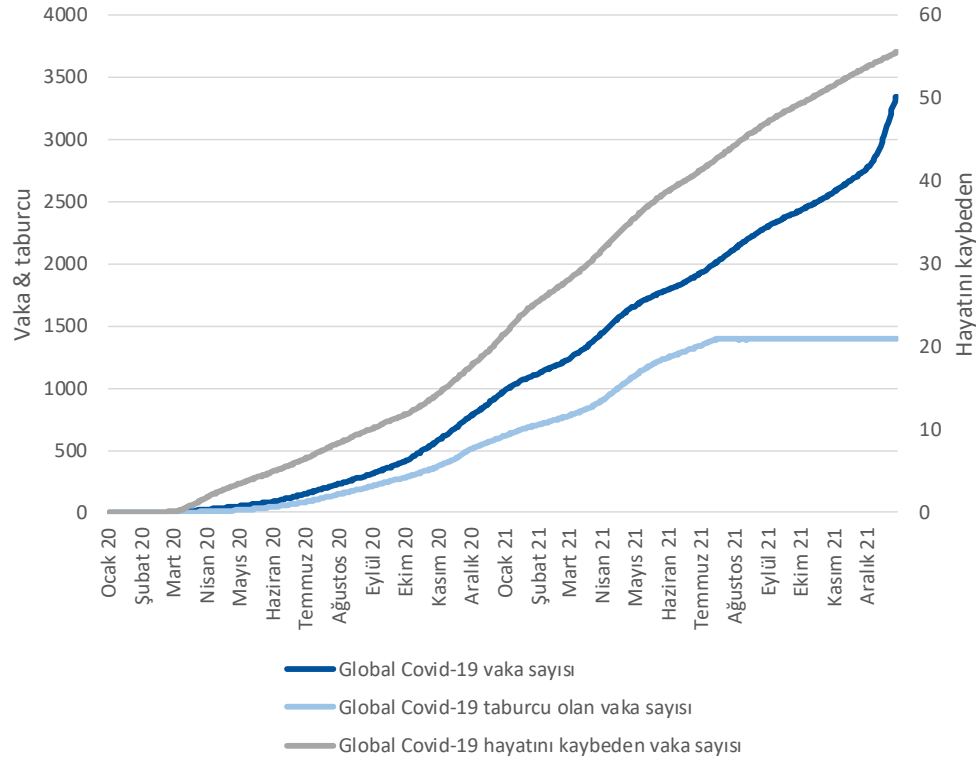
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ Covid-19

Pandemi-Global

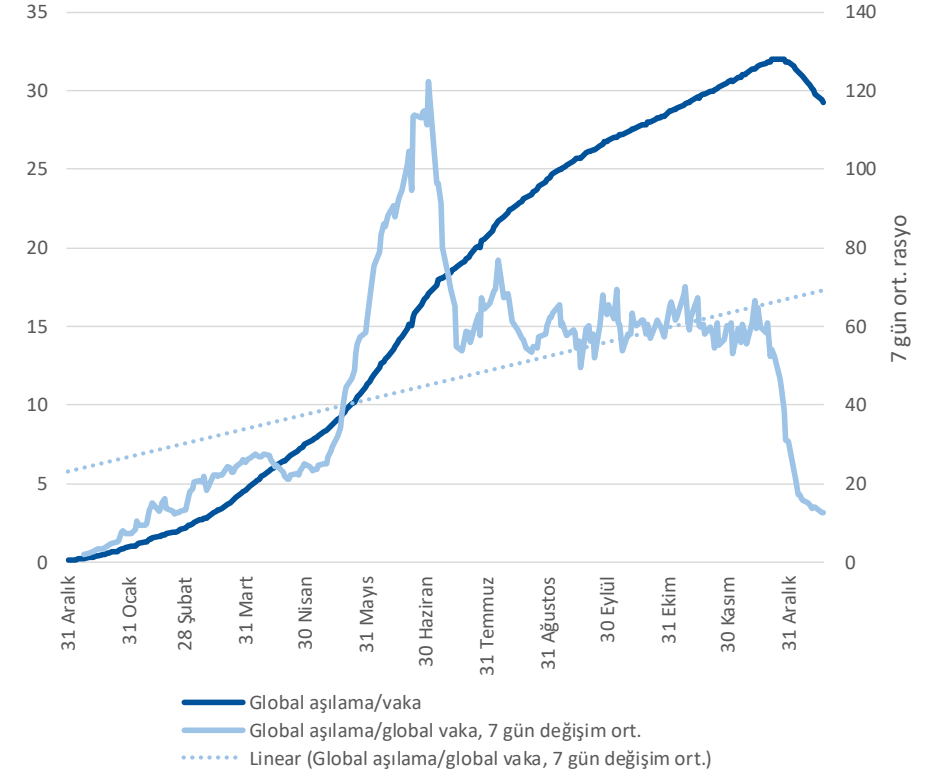
Salgının ilk zamanlarındaki kafa karışıklığından ciddi anlamda uzaklaşmış durumdayız. Aşılama süreci 2021’de gelişmiş-gelişmekte olan ülkeler ayrışmasına neden olurken, ekonomik toparlanma üzerinde de etkileri hissedildi. 2022’de bu durumun nispeten daha dengeli bir boyuta geçtiğini göreceğimizi düşünüyoruz. Omicron varyantı teyit etti ki aşılamanın genele yayılması ekonomiden sosyal hayata önemli.

Global Covid-19 vaka sayıları, kişi, /100000



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Global aşılama performansı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Pandemi-Aşılama

Aşılama sürecinin yanında hastalığa yakalanan kişi sayısının da küresel çapta ciddi seviyelere gelmiş olması «doğal bağışıklık kazanımı» kavramına yönelik tezleri destekliyor. Uzmanlara göre, 2022’de sürecin pandemiden endemiye evrilme ihtimali artıyor. Bu nedenle, gelecek vadede kapsamlı ekonomik kapanmalar ve hayatın yavaşlatılması gibi önlemlere başvurulacağını senaryomuza dahil etmiyoruz.

Seçilmiş ülkeler, rasyolar, toplam aşılama	31.12.2020	20.01.2022	Değişim
Global vaka	83,645,901	339,690,016	256,044,115
Global aşılama	10,265,454	9,846,245,022	9,835,979,568
Aşılama-vaka spread	- 73,380,447	9,506,555,006	9,579,935,453
Aşılama/vaka rasyo	0.12	28.99	28.86
Toplam aşılama			-
ABD	3,133,818	530,430,844	527,297,026
Almanya	131,626	160,422,145	160,290,519
BAE	-	23,202,105	23,202,105
Birleşik Krallık	947,206	136,905,995	135,958,789
Brezilya	-	349,495,232	349,495,232
Çin	4,500,000	2,951,846,000	2,947,346,000
Endonezya	-	302,026,157	302,026,157
Fransa	-	133,043,145	133,043,145
Güney Afrika	-	29,084,975	29,084,975
Hindistan	-	1,635,621,657	1,635,621,657
İspanya	-	87,645,324	87,645,324
İsrail	800,000	17,722,883	16,922,883
İtalya	14,813	122,166,535	122,151,722
Japonya	-	202,465,017	202,465,017
Rusya	440,000	150,887,291	150,447,291
Türkiye	-	140,311,232	140,311,232

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

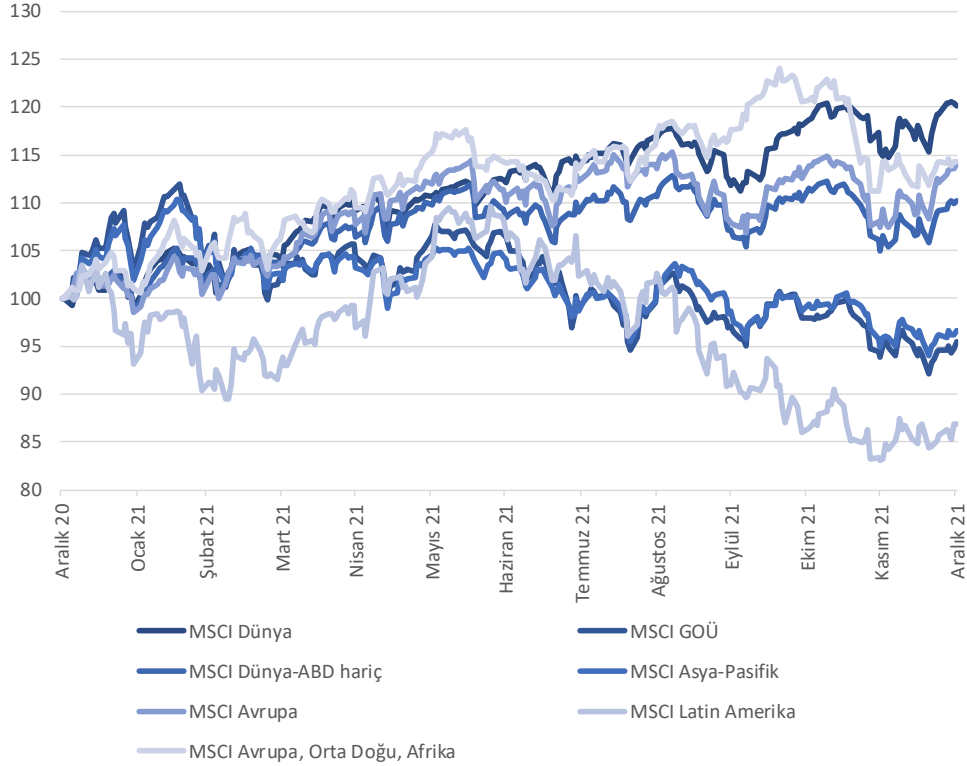
Ülke sıralaması harf dizinine göre.

■ Fiyatlama performansları

Hisse senedi endeksleri

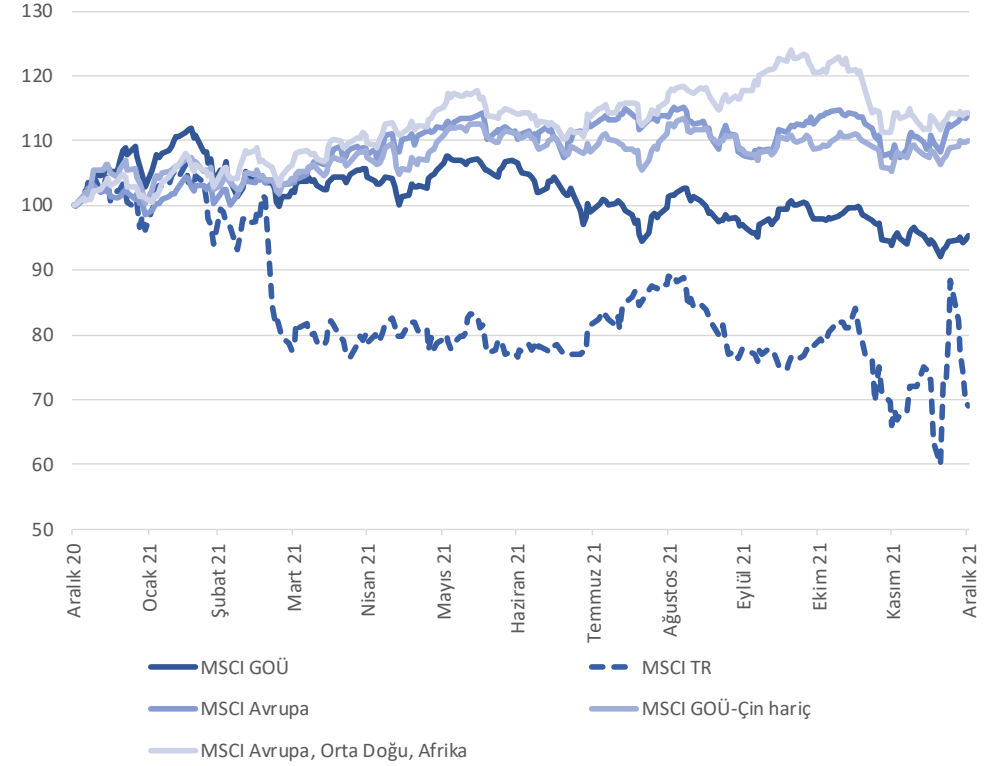
Devam eden pandemi sürecinde devreye alınan para ve maliye politikaları 2021'de genel risk iştahının yüksek seyretmesini sağladı. Gelişmiş ülkelerdeki varlıklar gelişmekte olanlara kıyasla belirgin şekilde iyi trade etti. MSCI dünya endeksi yılı %20 artışla tamamlarken, GOÜ cephesindeki performans %-5 oldu. Çin hariç GOÜ hesaplaması ise %10 yükselişle pozitif ayrıştı. Çin ve Çin hariç EM ayrışması dikkat çekici.

Seçilmiş MSCI endeksleri, 2021 yılı performansları, USD, 31.12.2019=100



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş MSCI endeksleri, 2021 yılı performansları, USD, 31.12.2019=100

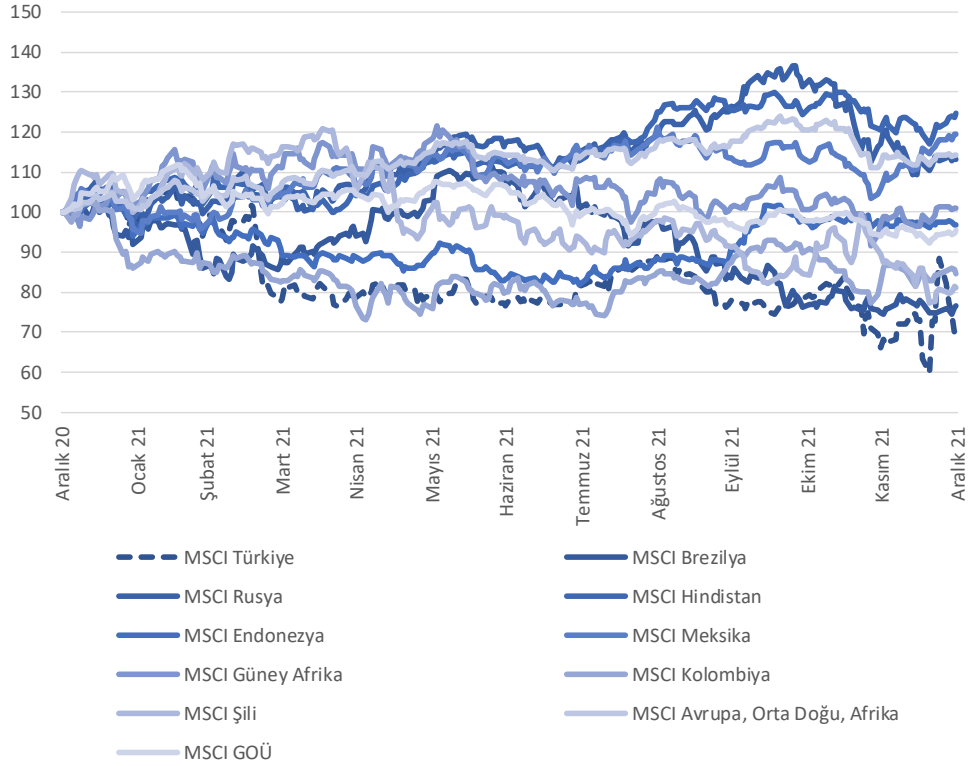


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-seçilmiş GOÜ

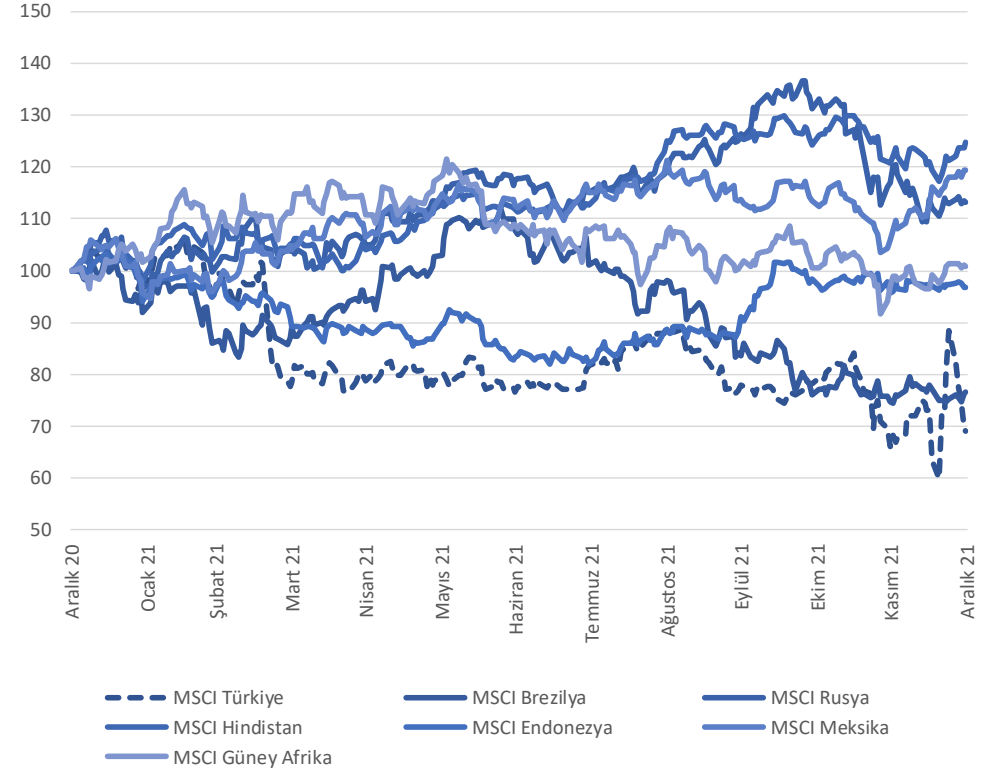
MSCI Türkiye endeksi geride kalan yılda USD bazında %31 değer kaybetti ve %24 düşüş gösteren Brezilya'dan sonra en kötü performansı ortaya koydu. Seçilmiş endeksler nezdinde en iyi performans ise %25 yükselişle Hindistan'da takip edildi. Meksika %20, Rusya ise %13 primle yılı tamamladı.

Seçilmiş MSCI endeksleri, 2021 yılı performansları, USD, 31.12.2020=100



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş MSCI endeksleri, 2021 yılı performansları, USD, 31.12.2020=100

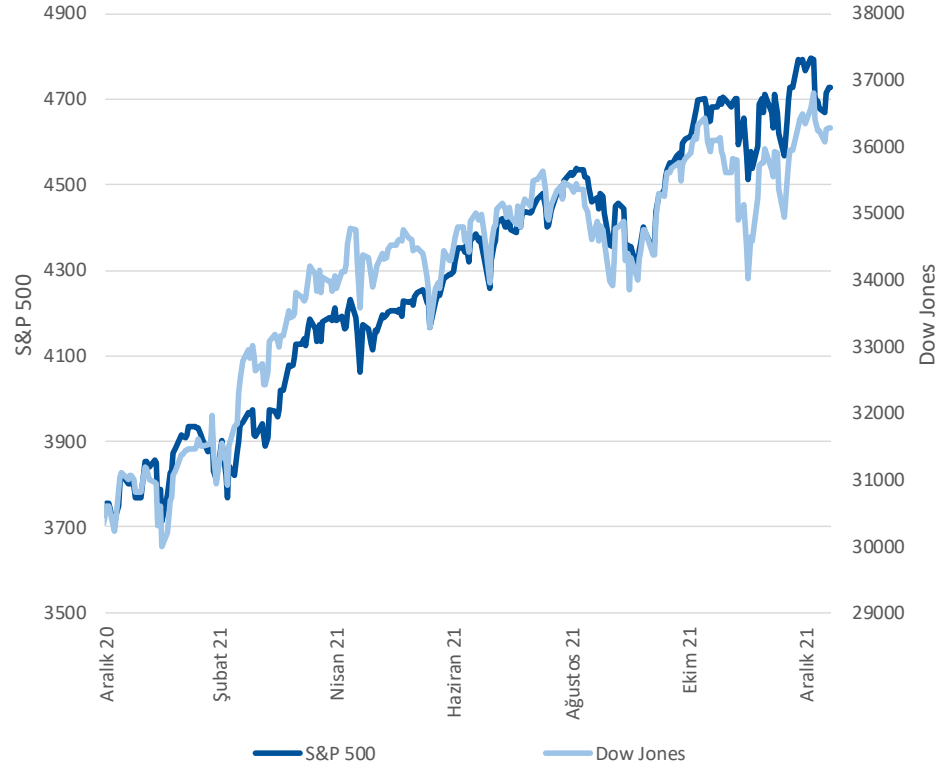


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-ABD

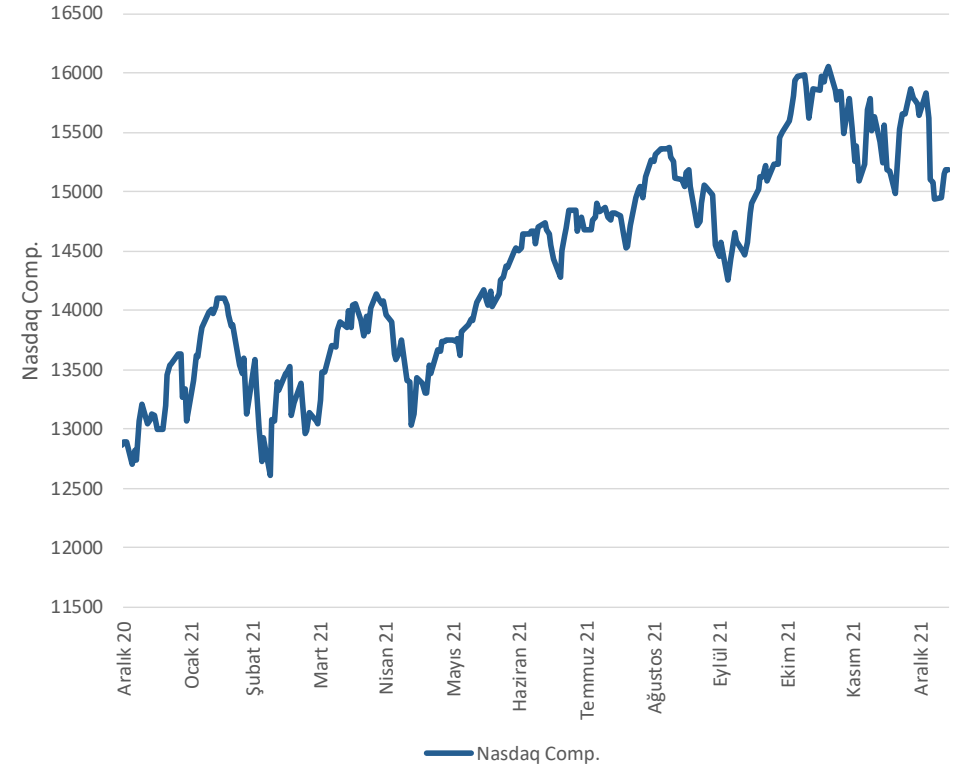
Majör ABD endekslerinde yıl içerisinde teknoloji grubunda yer alan hisse senetlerinin kendilerine has olumlu fiyatlamaları gündemi meşgul etse de S&P 500 endeksi Nasdaq bileşik endekse kıyasla daha pozitif performans sergiledi. S&P 500 endeksi %27 artışla 2019 ve 2020 yıllarından sonra 2021'i de hem artı bölgede hem de çift hanede tamamlamış oldu.

Seçilmiş ABD hisse senedi endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş ABD hisse senedi endeksleri

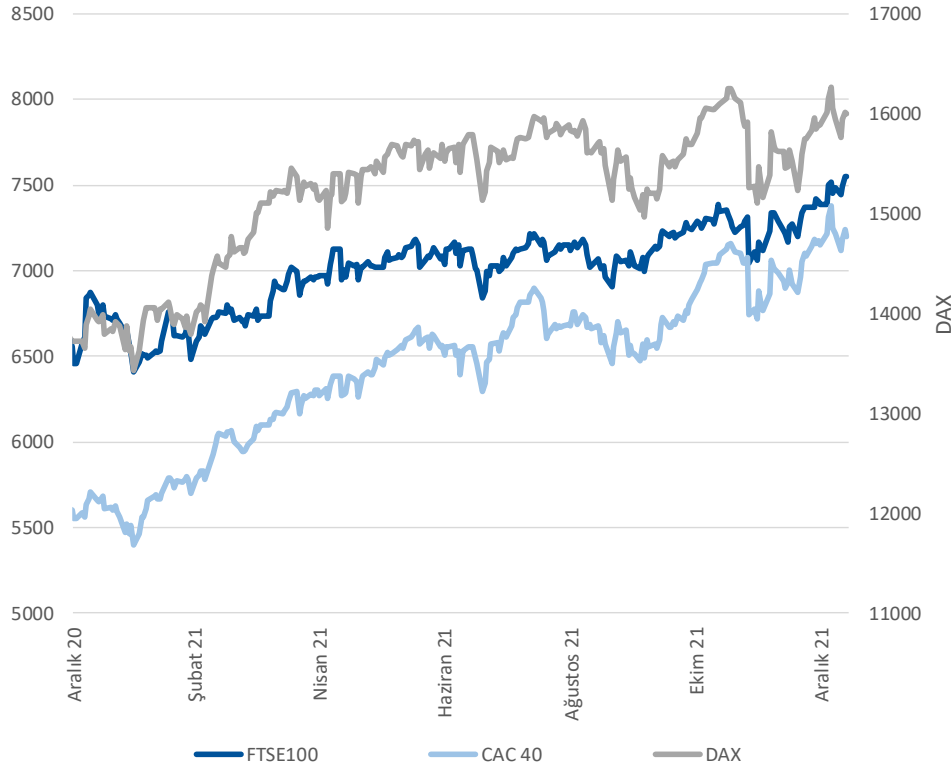


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Hisse senedi endeksleri-Avrupa & Asya

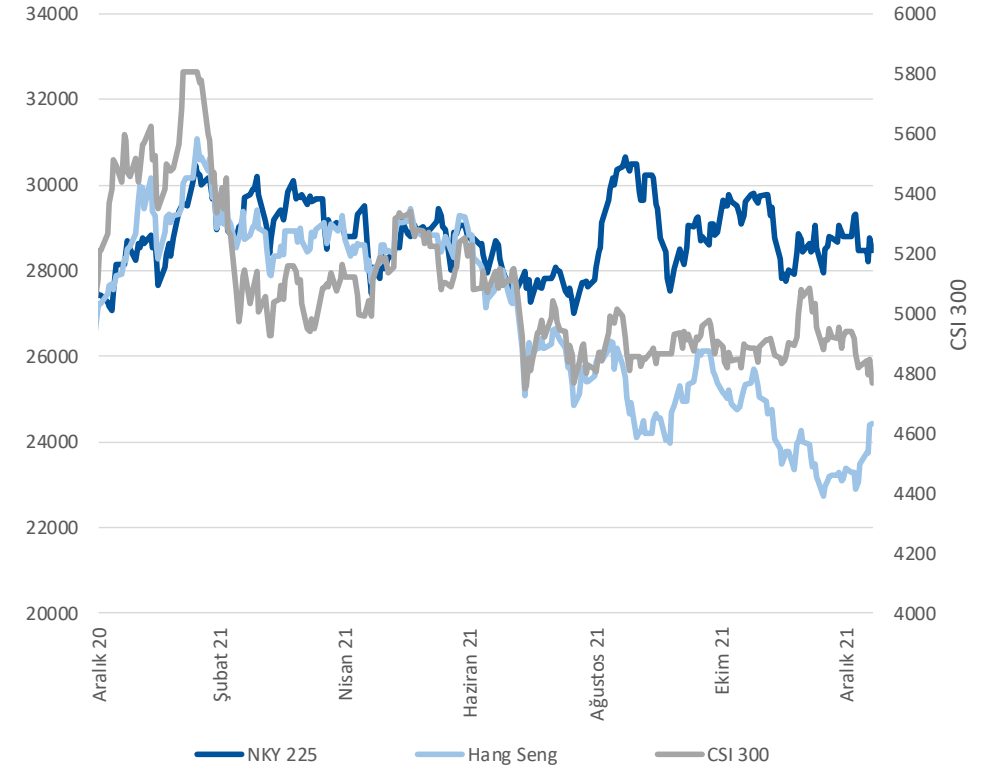
Global risk iştahındaki yüksek seyir Avrupa'da yer alan endekslerin de olumlu seyretmesine imkan tanırken, Asya yıl genelinde baskı altında kaldı. Fransa'da ana endeks %29 yükselirken, DAX %16, FTSE 100 ise %14 ile takip edildi.

Seçilmiş Avrupa hisse senedi endeksleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş Asya hisse senedi endeksleri

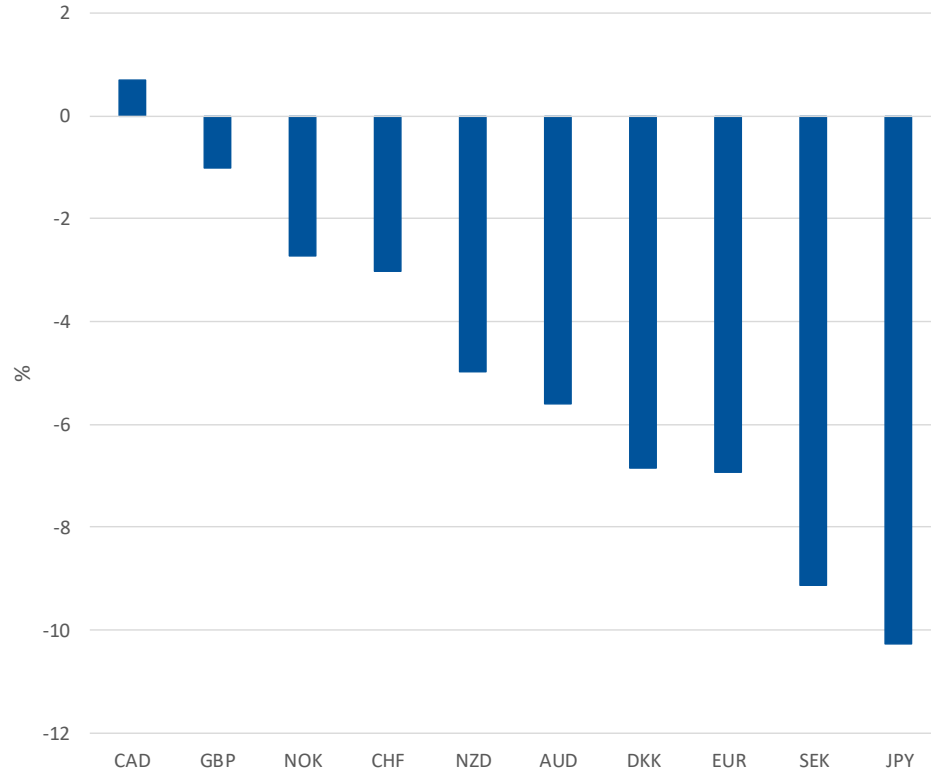


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Çapraz pariteler

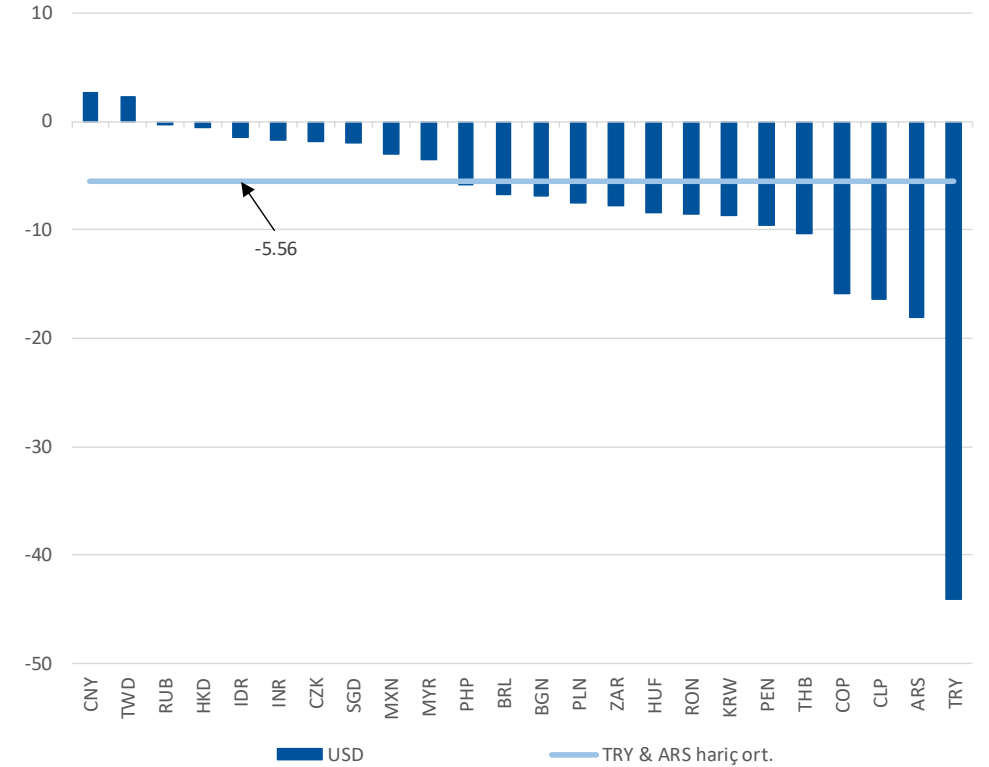
Yılın genelinde ortalamada zayıf seyreden Amerikan dolarına karşı Haziran FOMC toplantısı sonrasında yapılan para politikası yönlendirmelerine paralel G10 grubu içerisinde CAD hariç değer kayıplarının genele yayıldığı görüldü. Benzer durum gelişmekte olan ülkelerin para birimleri için de geçerli oldu. Asya'da yer alan üyeler sınırlı-olumlu ayrışırken, TRY yılı %-44 ile tamamladı.

G10 FX performansı, USD çapraz, 31/12/20-31/12/21



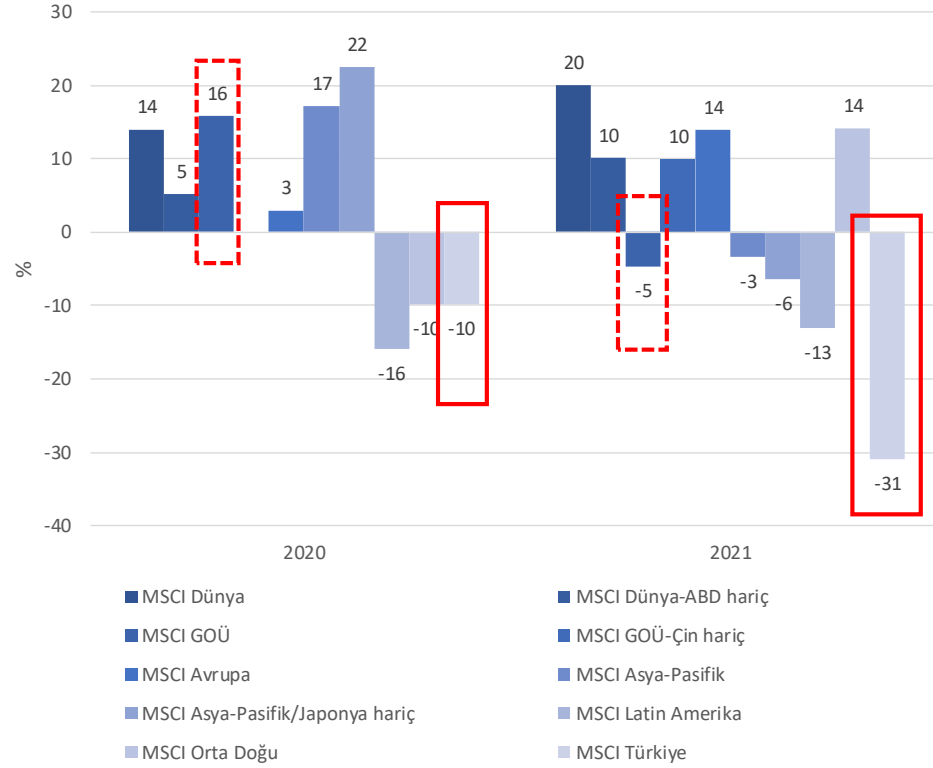
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

GOÜ FX performansı, USD çapraz, 31/12/20-31/12/21



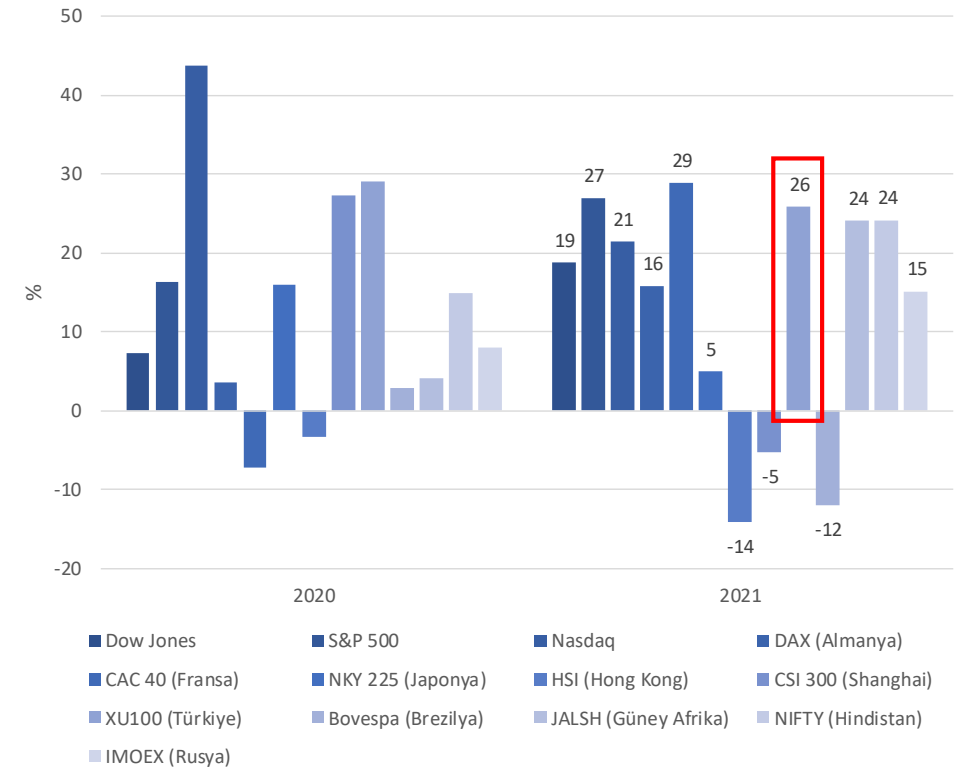
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş MSCI endeksleri, yıllık değişim, USD bazında performans



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

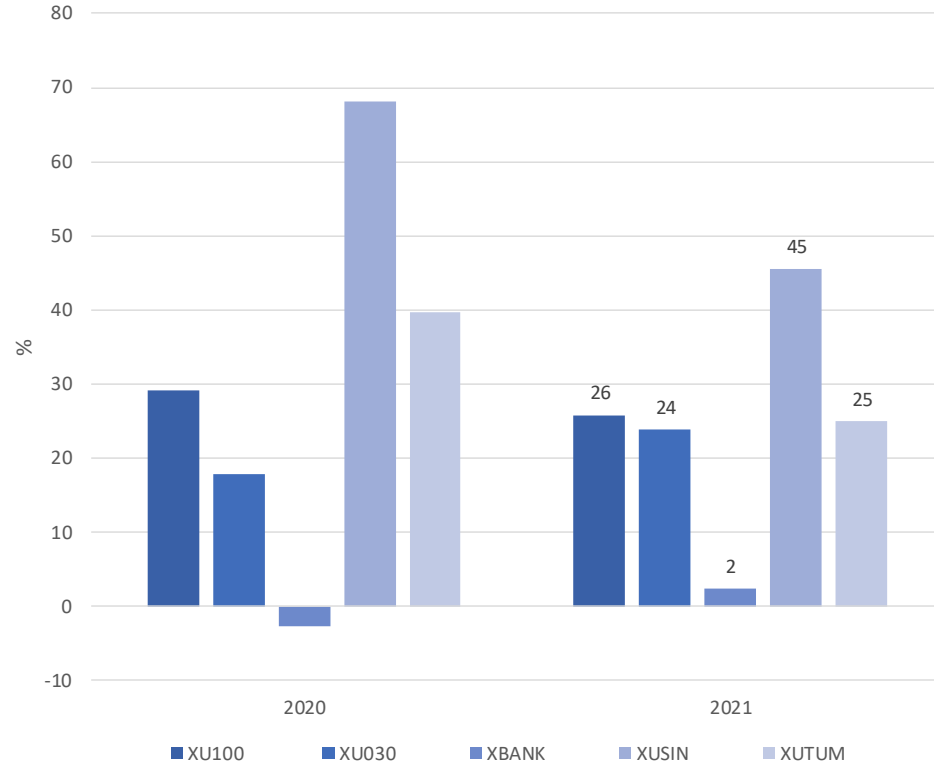
Seçilmiş endeksler, yıllık performans, yerel para birimi bazında



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

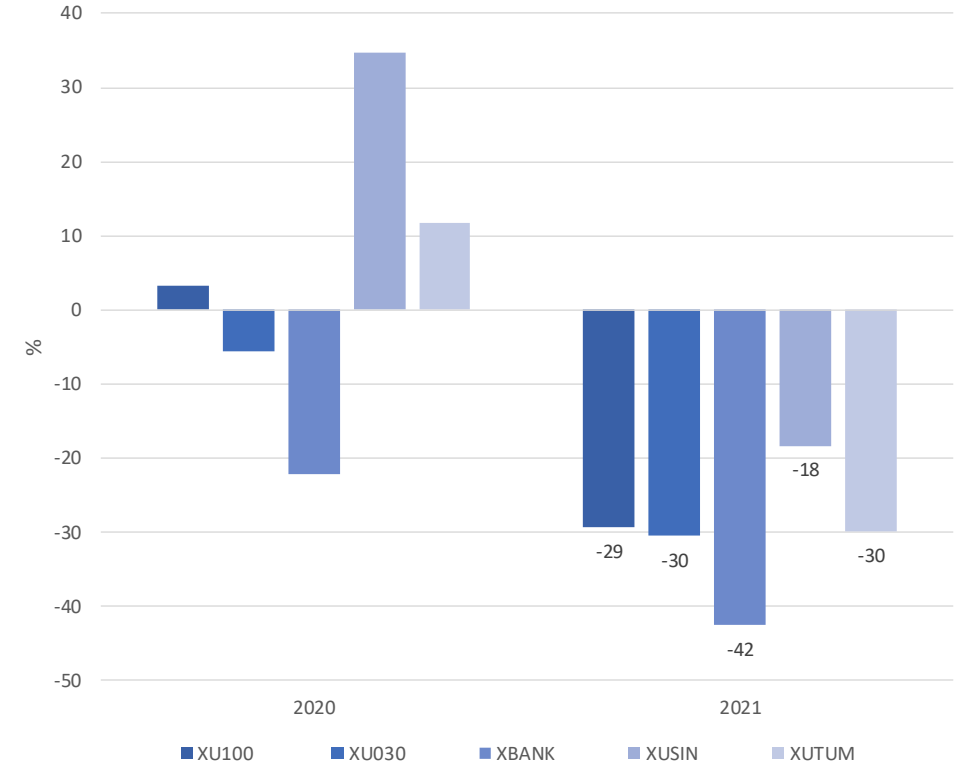
2021 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

Seçilmiş BIST endeksleri, yıllık değişim, TRY bazında performans



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

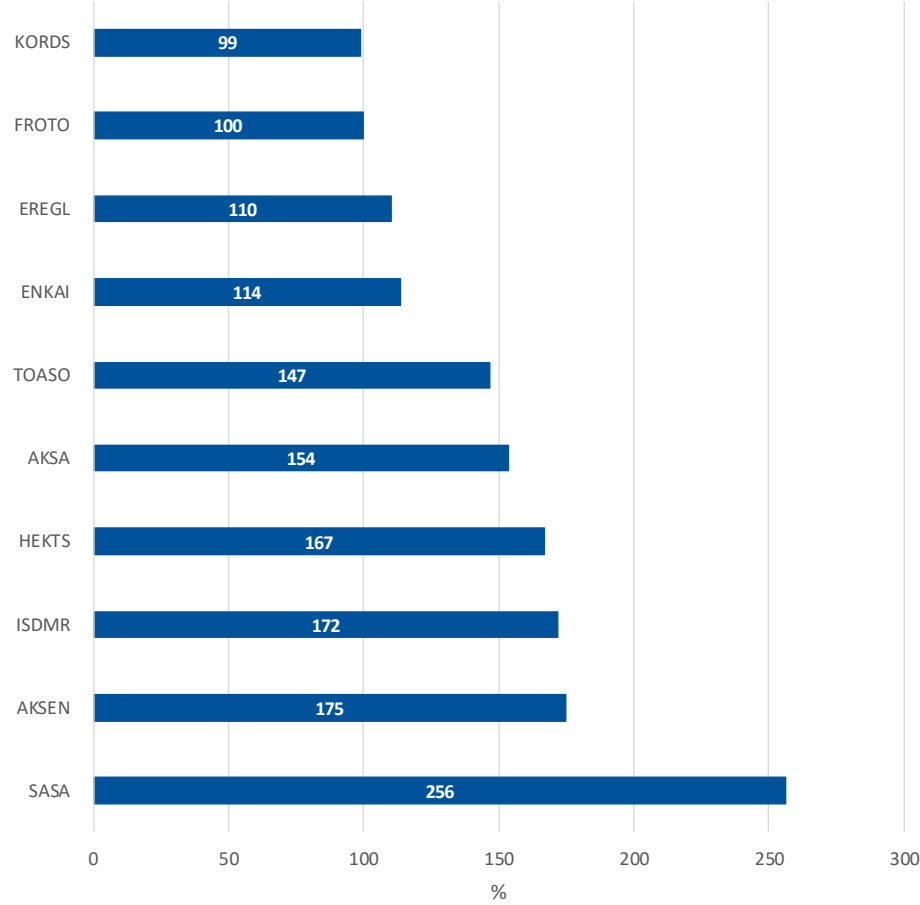
Seçilmiş BIST endeksleri, yıllık değişim, USD bazında performans



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

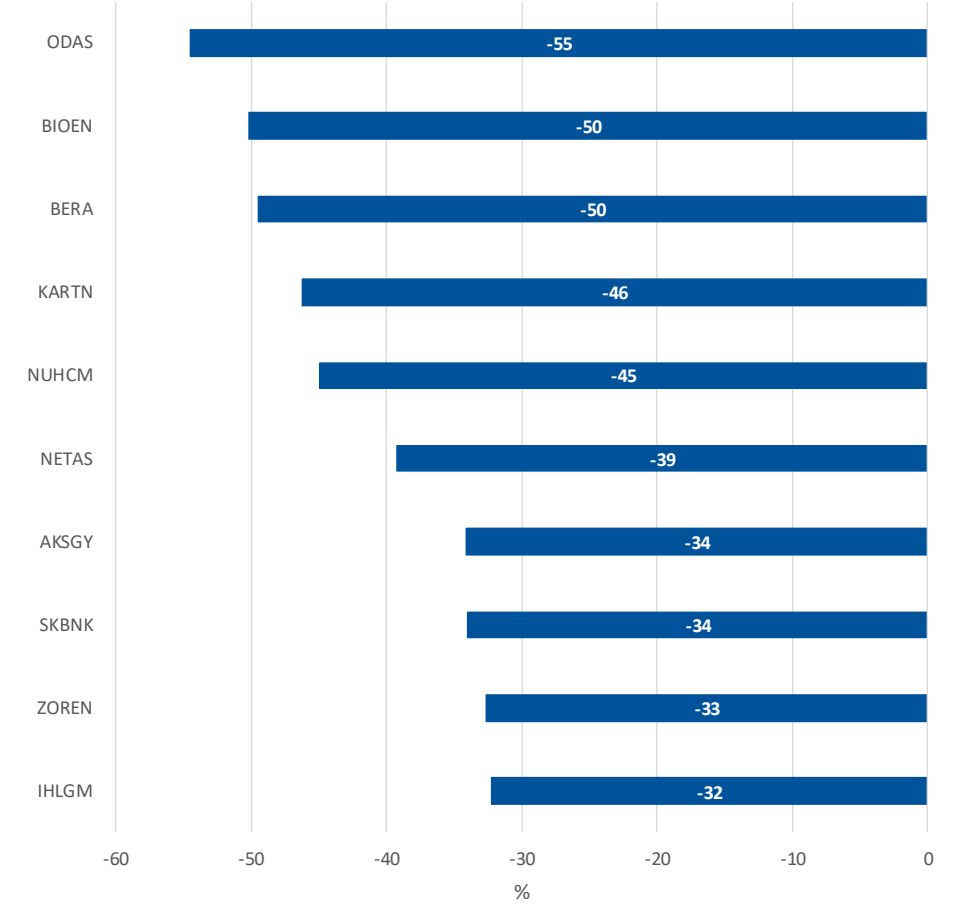
2021 karşılaştırmalı varlık grubu performansları

BIST100 endeksinde en fazla değer kazanan ilk 10 hisse senedi, 2021



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

BIST100 endeksinde en fazla değer kaybeden ilk 10 hisse senedi, 2021



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Seçilmiş gösterge	2020	2021	Değişim
XU100	1477	1858	26%
USDTRY	7.44	13.30	79%
EURTRY	9.08	15.08	66%
GBPTRY	10.16	18.06	78%
AOFM (%)	17.03	14.00	-3.03
Benchmark 2y (TRY, %)	14.52	22.74	8.22
Benchmark 10y (TRY, %)	12.90	24.32	11.42
Benchmark 10y (USD, %)	5.41	7.60	2.19
XAUUSD (Ons)	1898	1829	-4%
Altın (TRY, gr)	454	782	72%
5y CDS (bp)	306	564	257

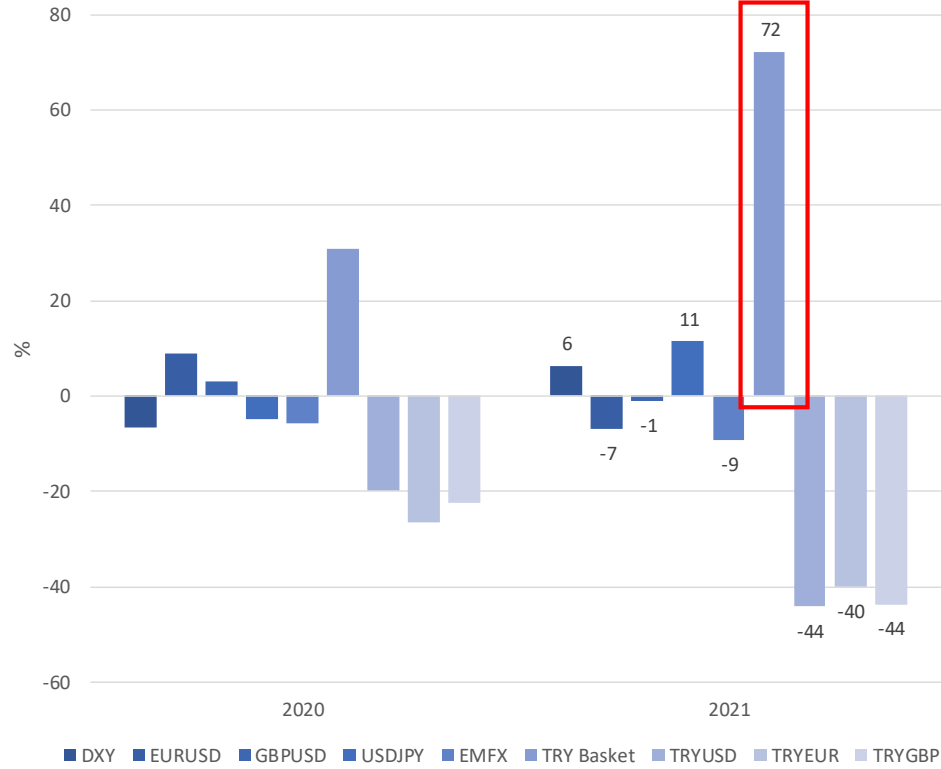
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Tahvil ve eurobond faizlerindeki değişim % puan şeklindedir.

Seçilmiş gösterge	2020	2021	Değişim
MSCI Dünya	2690	3232	20%
MSCI GOÜ	1291	1232	-5%
S&P 500	3756	4766	27%
DXY	90	96	6%
XAUUSD (Ons)	1898	1829	-4%
Brent (Varil, USD)	52	78	50%
Bloomberg Emtia Endeksi	78	99	27%
GOÜ FX (JPMorgan)	58	53	-9%
ABD 10y (%)	0.91	1.51	0.60
Almanya 10y (%)	-0.57	-0.18	0.39

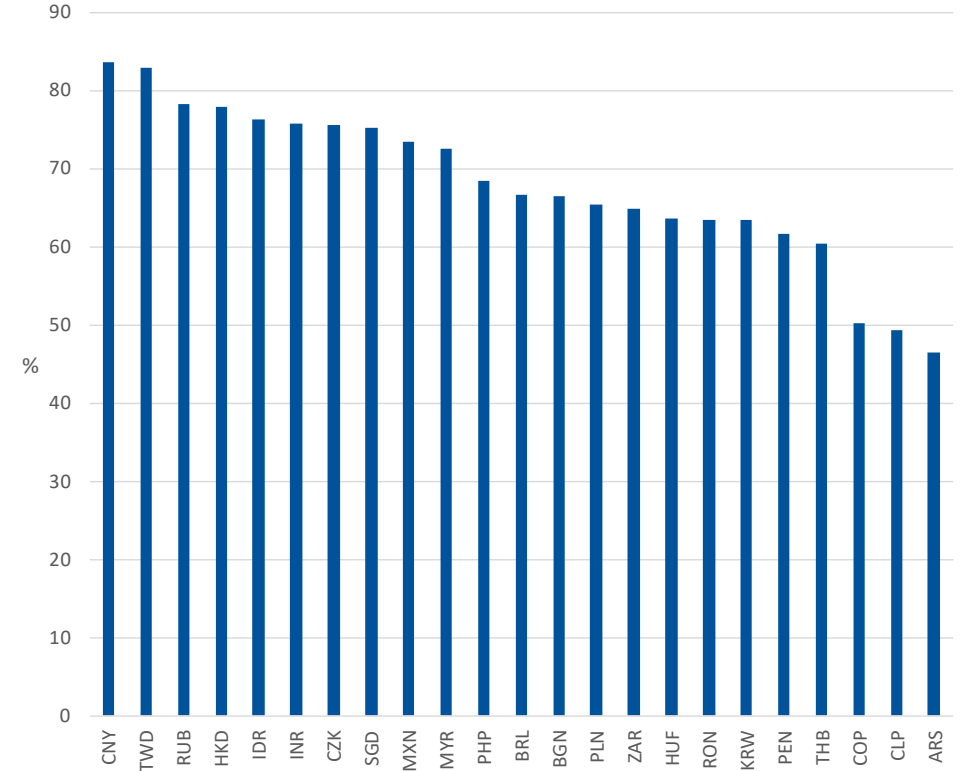
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş FX performansları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ FX performansları, 2021, TRY karşısında



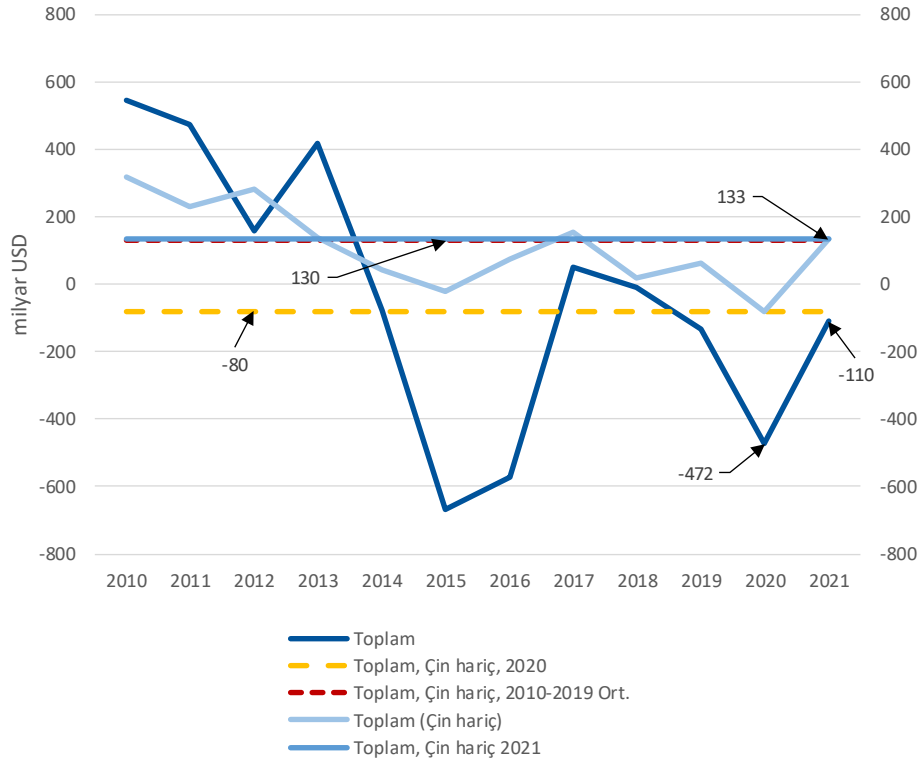
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

■ Gelişmekte olan ülkeler & emtia

GOÜ sermaye akımı

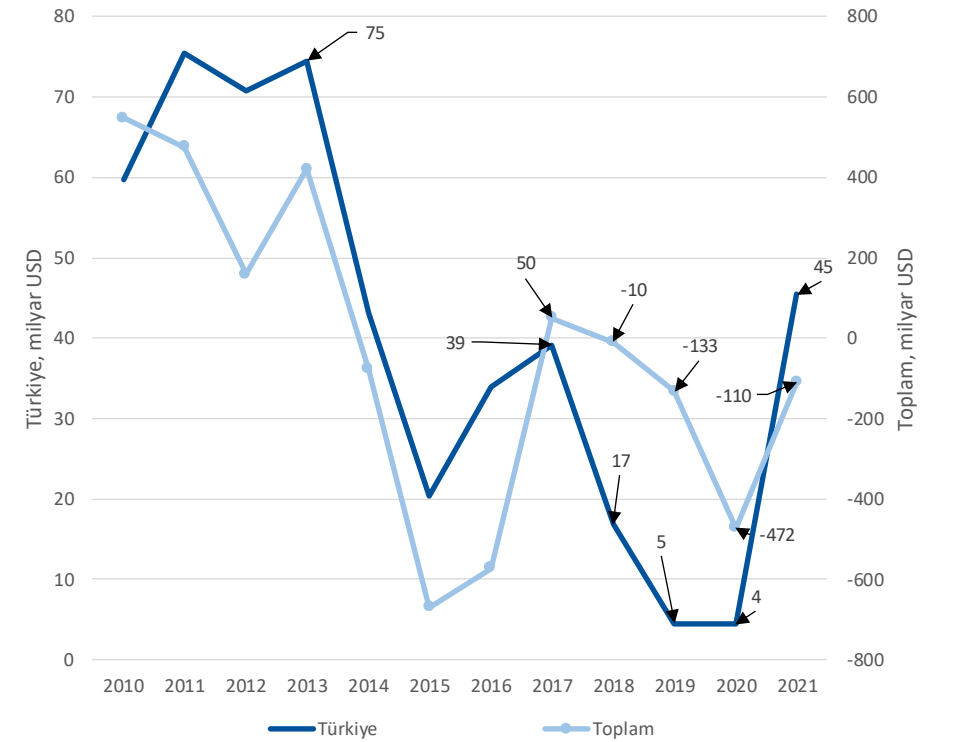
Gelişmekte olan ülkeler grubu içerisinde Çin'in ağırlığı nedeniyle sermaye ve fon akımlarında yapılan analizlerde ayrıştırmak gerekiyor. IIF hesaplamalarına göre, grup genelindeki sermaye çıkışı (Çin dahil) 2021 yılında -109.7 milyar dolar düzeyinde gerçekleşti. Çin'i dışarıda bıraktığımızda ise söz konusu rakam +133.2 milyar dolar ile 2017'den bu yana en yüksek seviyesine ulaşıyor.

Net sermaye akımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, IIF
Bazı üye ülkelerde veri dönemi içerisinde data açıklanmamış ve/veya güncellenmiş olabilir.

Net sermaye akımı

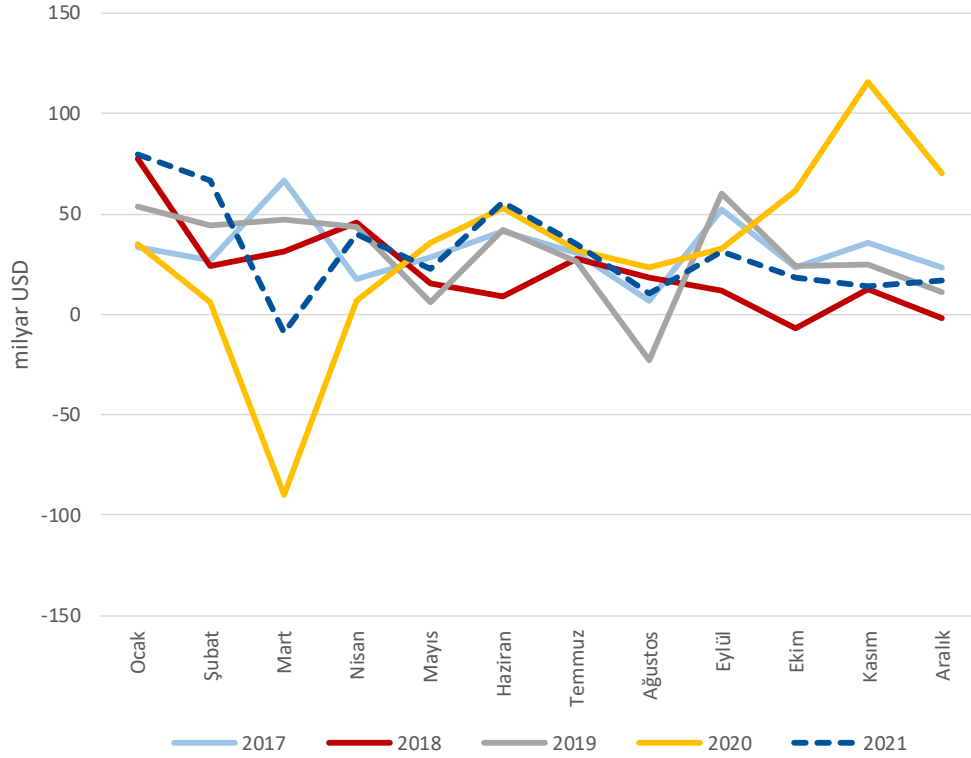


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, IIF
Bazı üye ülkelerde veri dönemi içerisinde data açıklanmamış ve/veya güncellenmiş olabilir.

GOÜ portföy akımı

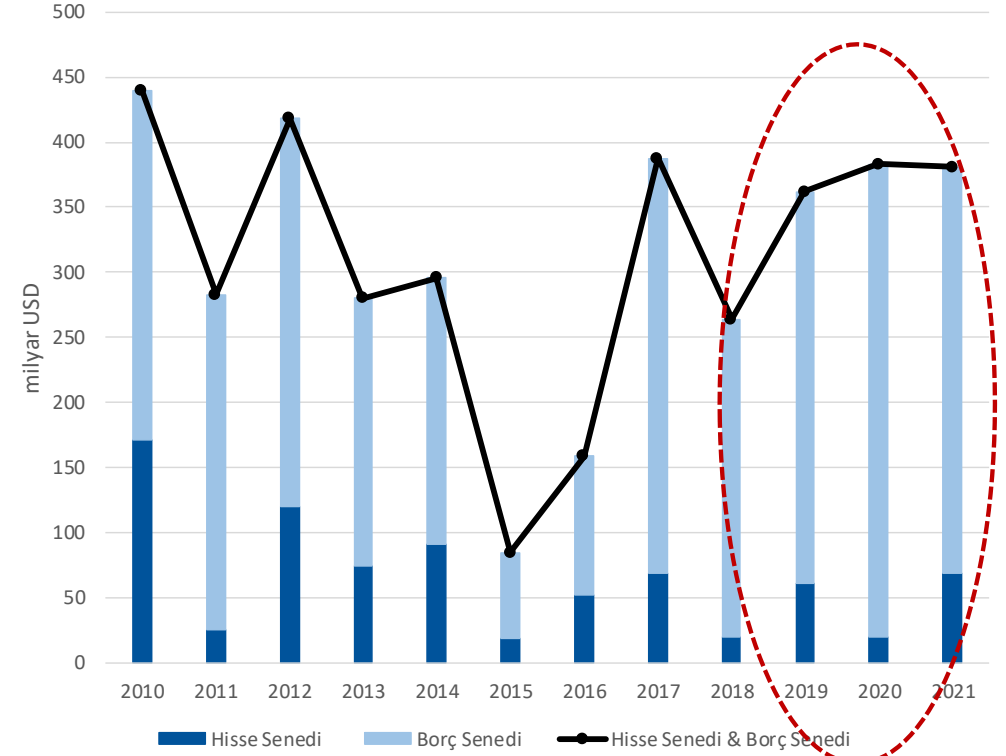
Grup geneline yönelik portföy akımları 2021'de 2020 rakamının %99'unu roll etmeyi başararak 380.6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Yılın genelinde tahvil piyasalarında yaşanan oynaklık ve Fed'in değişim gösteren iletişimi nedeniyle borç senetleri 311.5 milyar dolar ile genel eğilimi domine etmesine rağmen 2020'nin gerisinde kaldı. Hisse senetleri ise +69.1 milyar dolar 2020'nin %360 üzerinde oluştu.

GOÜ portföy akımı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, IIF

GOÜ portföy akımı

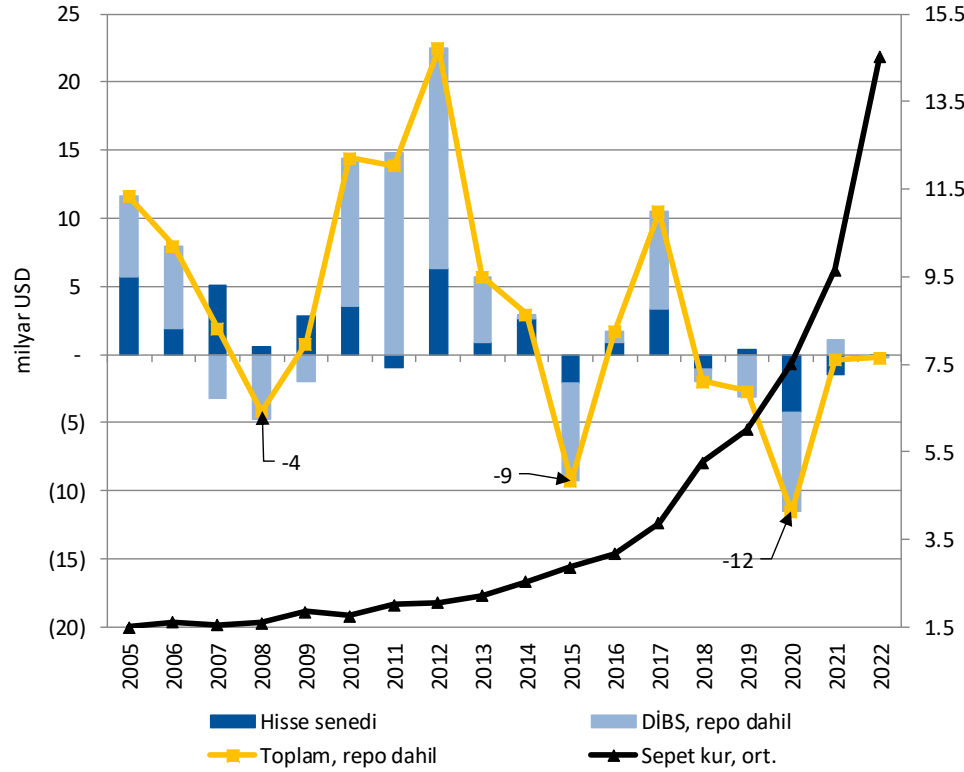


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, IIF

TR portföy akımı

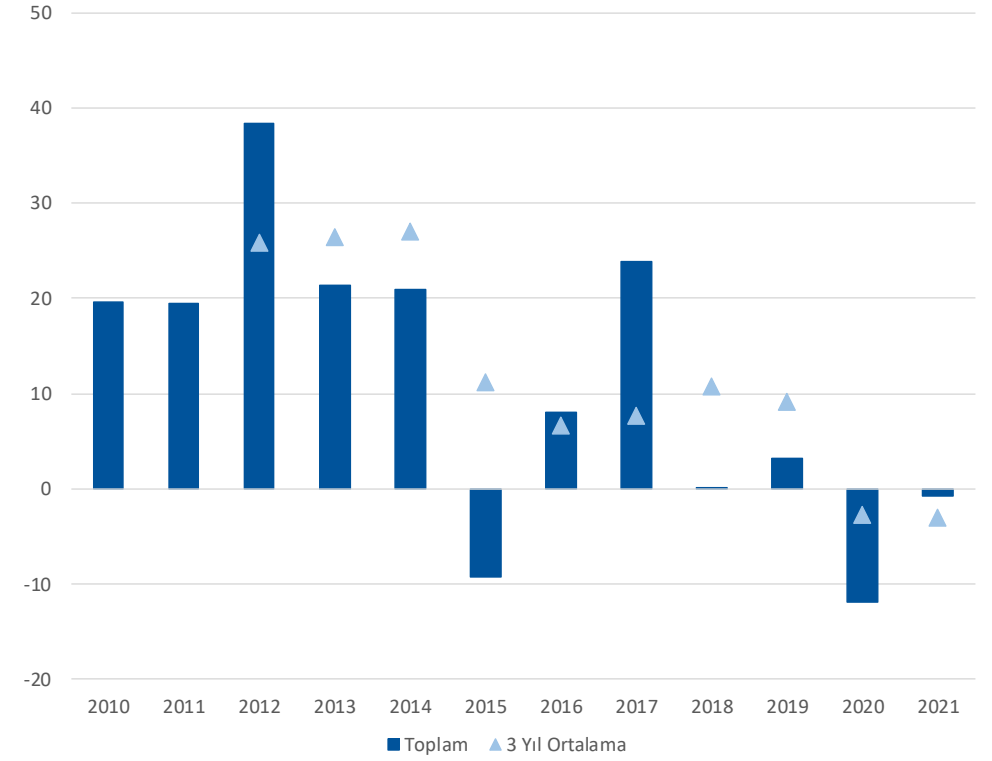
2017 sonrasında olduğu üzere portföy akımlarının zayıf seyri 2021 yılı nezdinde de geçerli oldu. TCMB tarafından açıklanan haftalık verilerden yaptığımız hesaplamaya göre, yurt dışı yerleşikler yılı repo dahil işlemlerde +0.16 milyar dolarlık pozisyonlanma ile tamamladılar. Hisse senetlerinden -1.43 milyar dolar çıkış olurken, DİBS (repo dahil) +1.06 milyar dolar ile takip edildi. Yabancı payındaki düşüş devam etti.

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri & ortalama sepet kur



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Türkiye portföy akımı

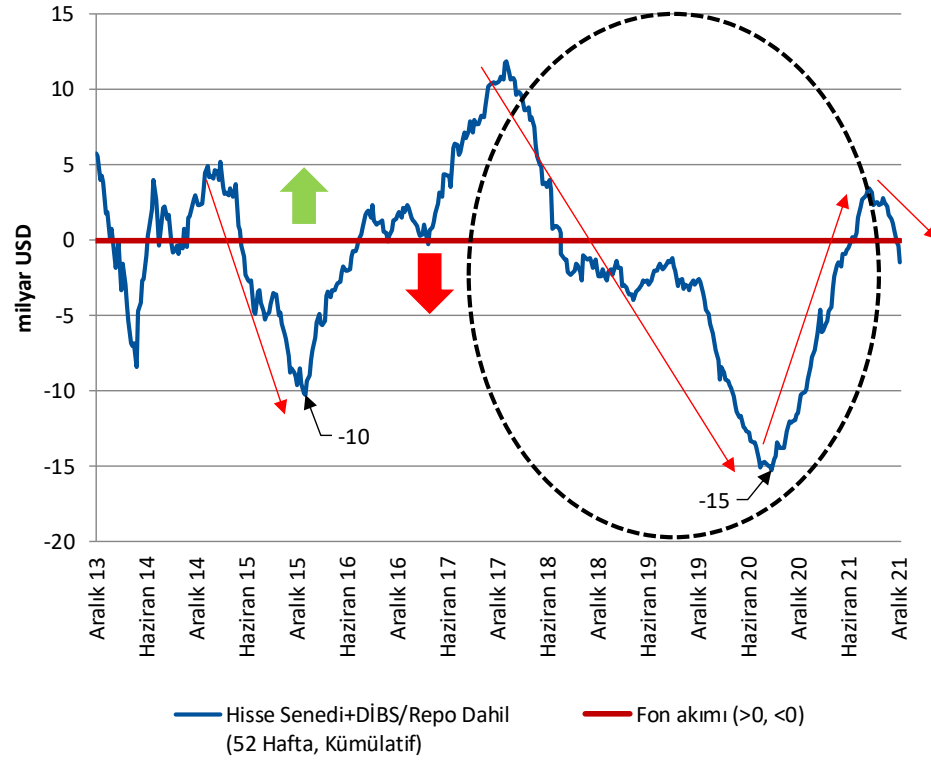


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, IIF

TR portföy akımı

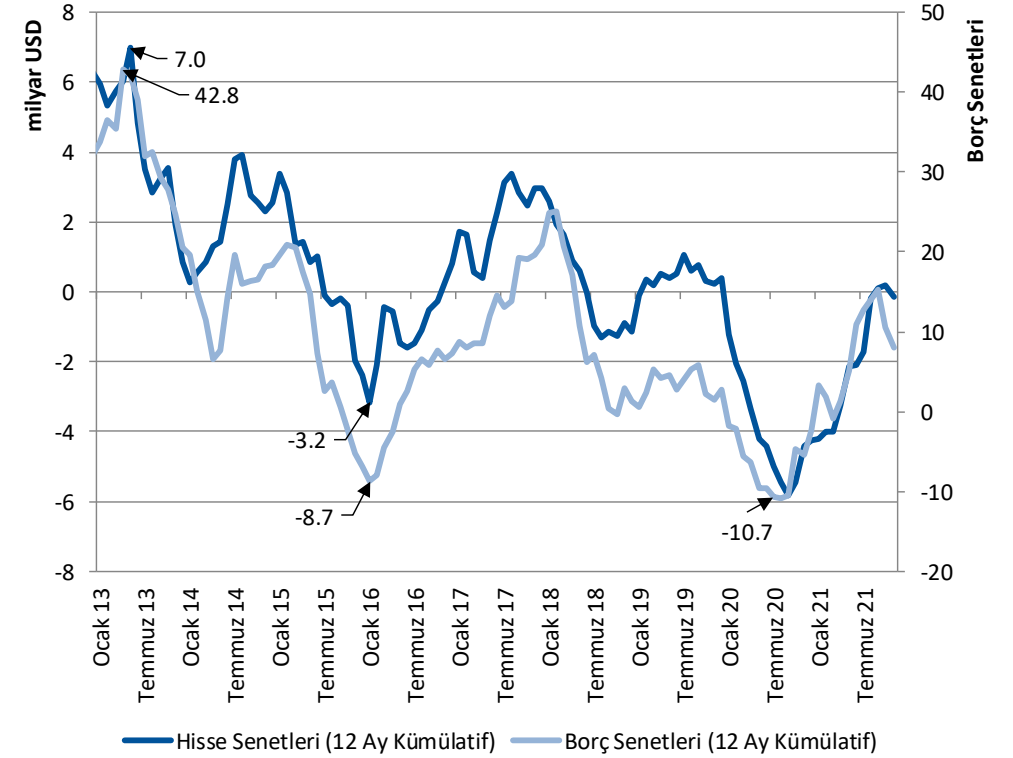
Türk varlıklarında, bilhassa hisse senetlerinde, emsallerine kıyasla yüksek iskontoya rağmen düşük yabancı yatırımcı pozisyonlanması eğilimi devam ediyor. BIST cephesinde %40 civarı, borçlanma senetlerinde ise %4'e yakın yabancı payı seviyelerine gelinmiş durumda. 2022'de başta Türk lirası olmak üzere yerel varlıklarda stabilite sağlanması durumunda pozisyonlanmanın kısmen artmasını bekleriz.

Yurt dışı yerleşik kişi hareketleri, hisse & DİBS (repo dahil), 52 hafta kümülatif



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Portföy yatırımları, 12 ay kümülatif

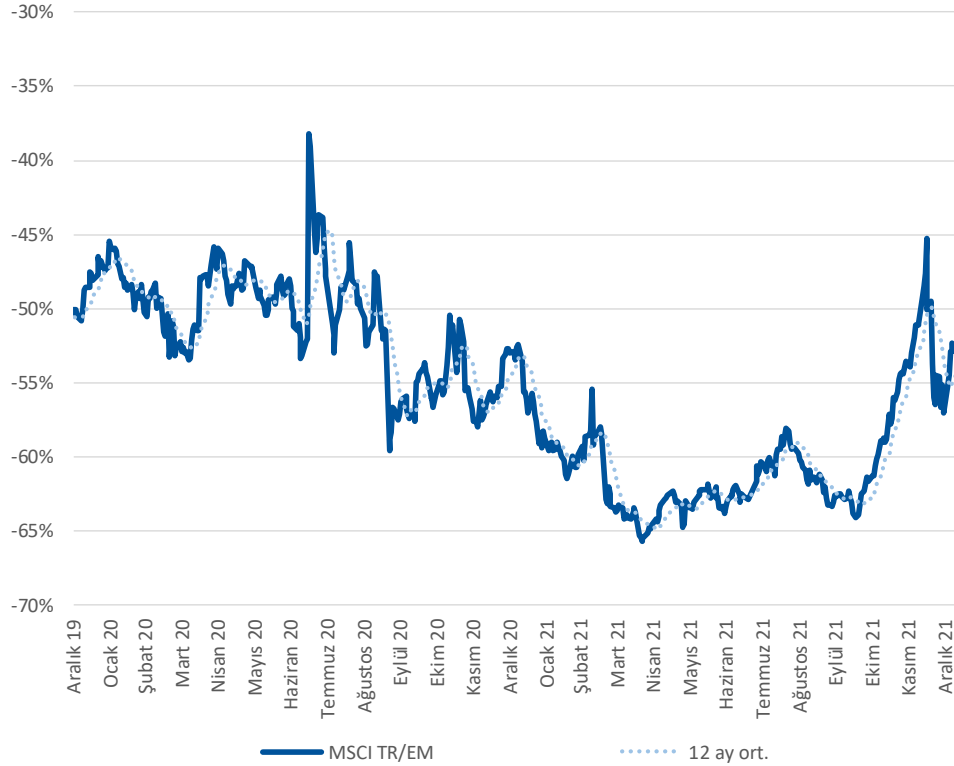


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

TR & emsal ülkeler fiyatlamaları

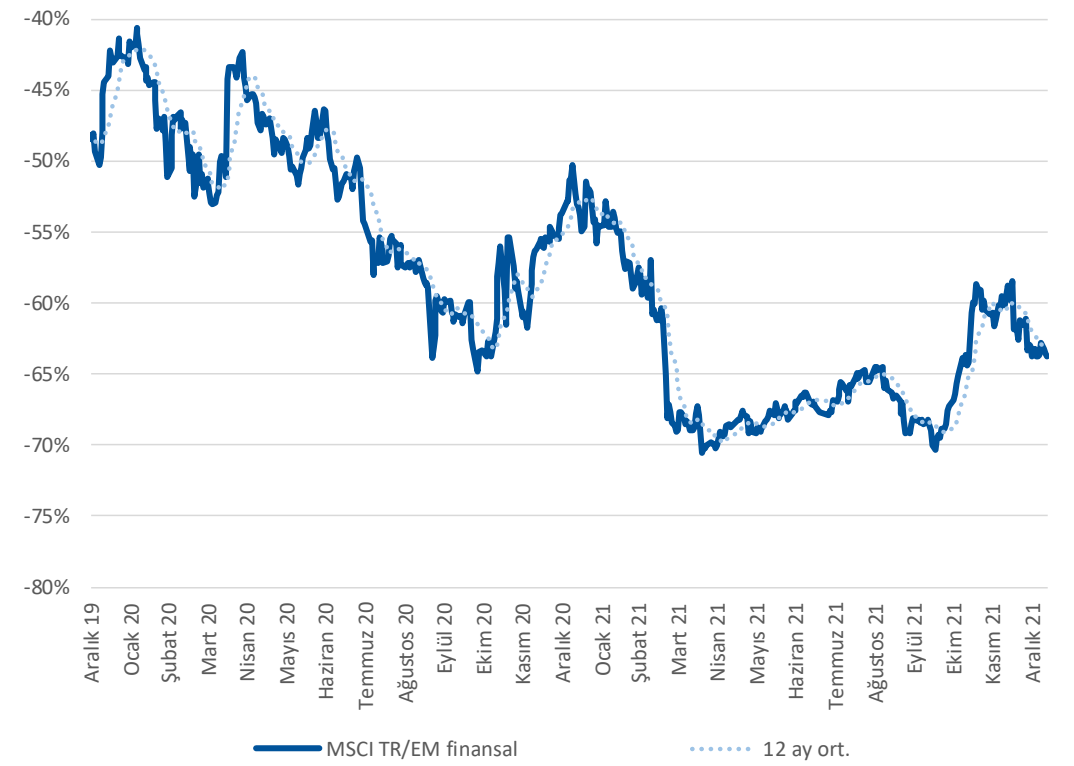
12 ay sonrasına ait fiyat/kazanç oranları üzerinden yaptığımız hesaplamalara göre MSCI TR endeksi GOÜ grubu emsallerine kıyasla Ekim ayında test ettiği %-64 iskontonun ardından BIST cephesinde yaşanan hızlı yükselişle birlikte %55 bölgesine doğru toparlanma gösterdi. Bankacılık sektörü hisselerindeki yüksek iskonto durumu ise %-65 civarında devam ediyor. Türk varlıkları emsallerine kıyasla ucuz konumda.

MSCI TR & MSCI EM, f/k



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

MSCI TR & MSCI EM, finansal, f/k

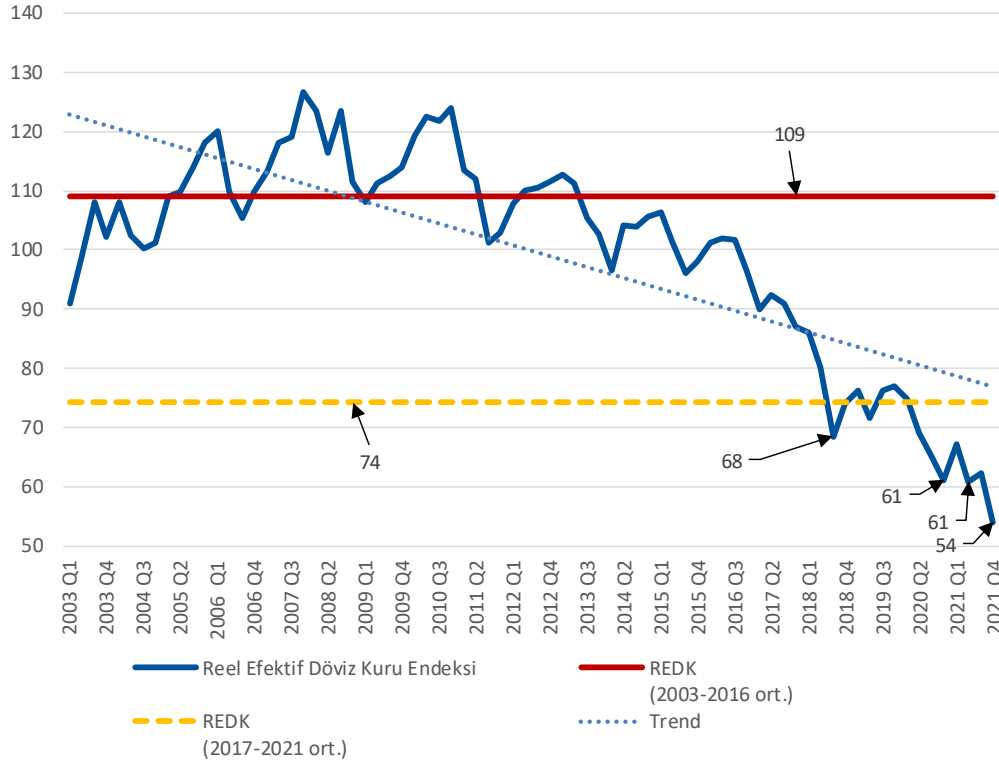


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Reel efektif döviz kuru (REDK)

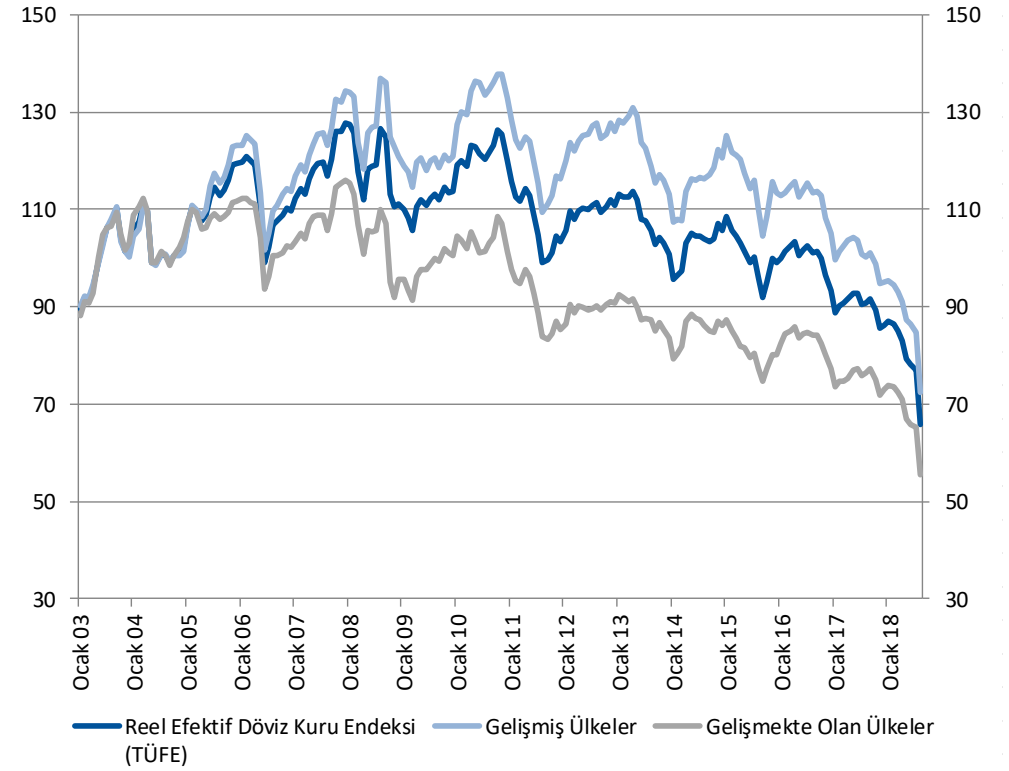
TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi 2021 yılında ortalama %9.4 gerilerken seri içerisindeki tarihi düşük seviyelerini yeniledi. Endeks, son 5 yıldır zayıf seyrederken, son olarak 2016'da ortalama performans açısından yatay seyrederek (%) değerini korumayı başardı.

Reel efektif döviz kuru endeksi, çeyrek ortalaması



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

Reel efektif döviz kuru endeksleri

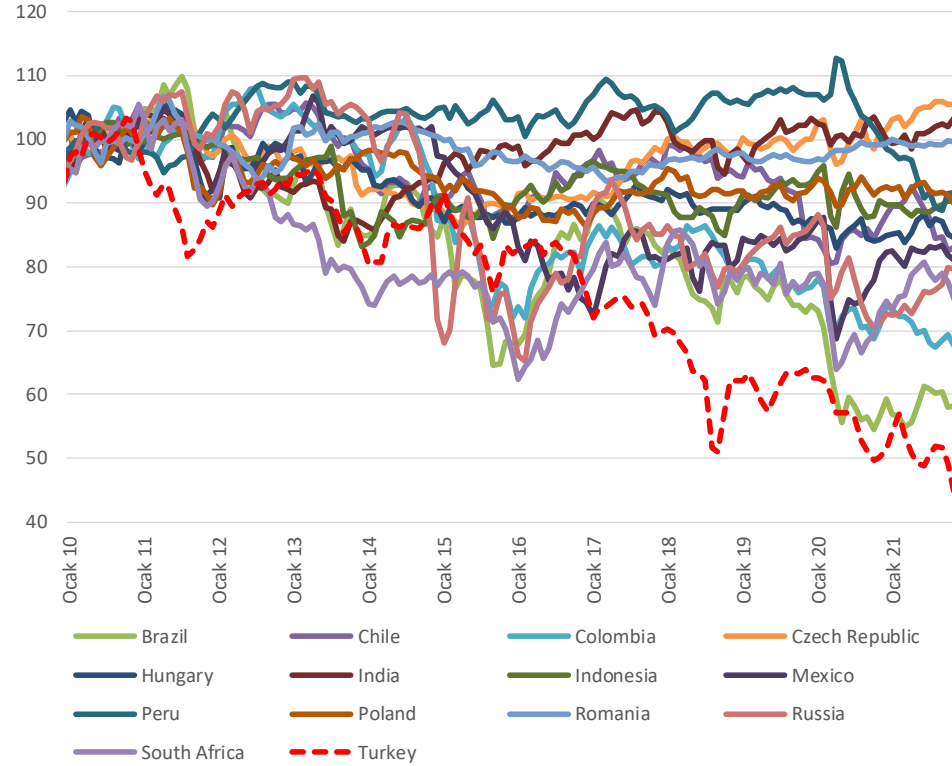


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Reel efektif döviz kurları-seçilmiş GOÜ çaprazları

BIS tarafından yapılan hesaplamaları baz alarak yaptığımız seçilmiş gelişmekte olan ülkeler para birimlerine ait reel efektif döviz kurları içerisinde lira 43.98 düzeyi ile (son veri Kasım 2021'e ait) en düşük seviyede bulunuyor. En yakın konumda bulunan para birimi ise 58.24 ile Brezilya reali.

BIS, seçilmiş gelişmekte olan ülkeler, reel efektif döviz kuru endeksleri, 2010=100

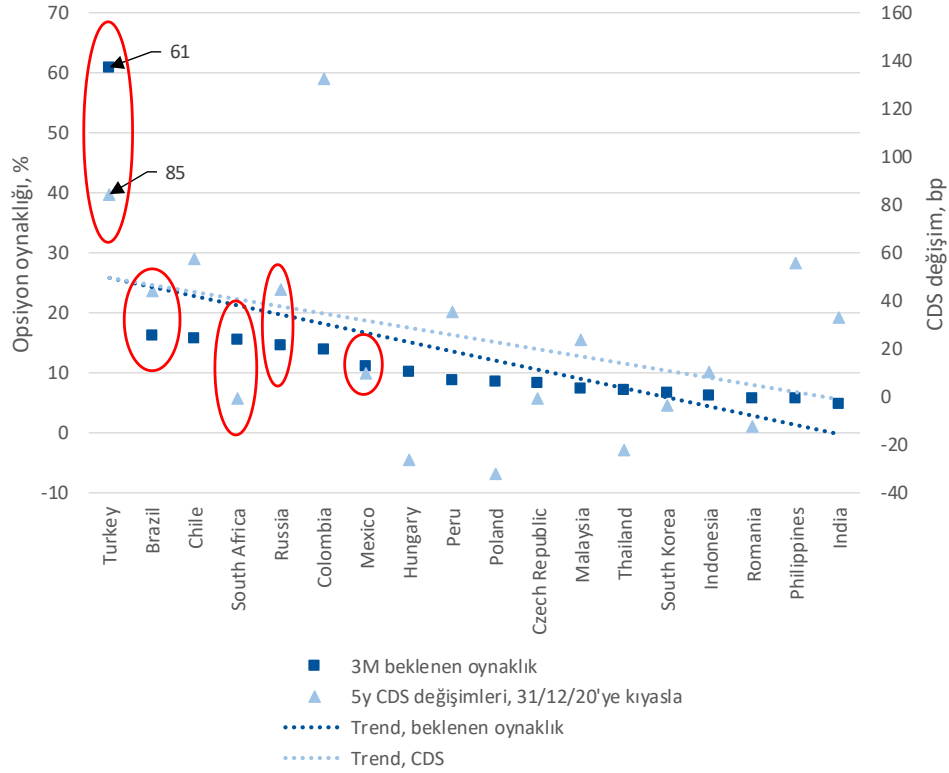


Kaynak: BIS, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Beklenen kur oynaklığı & CDS

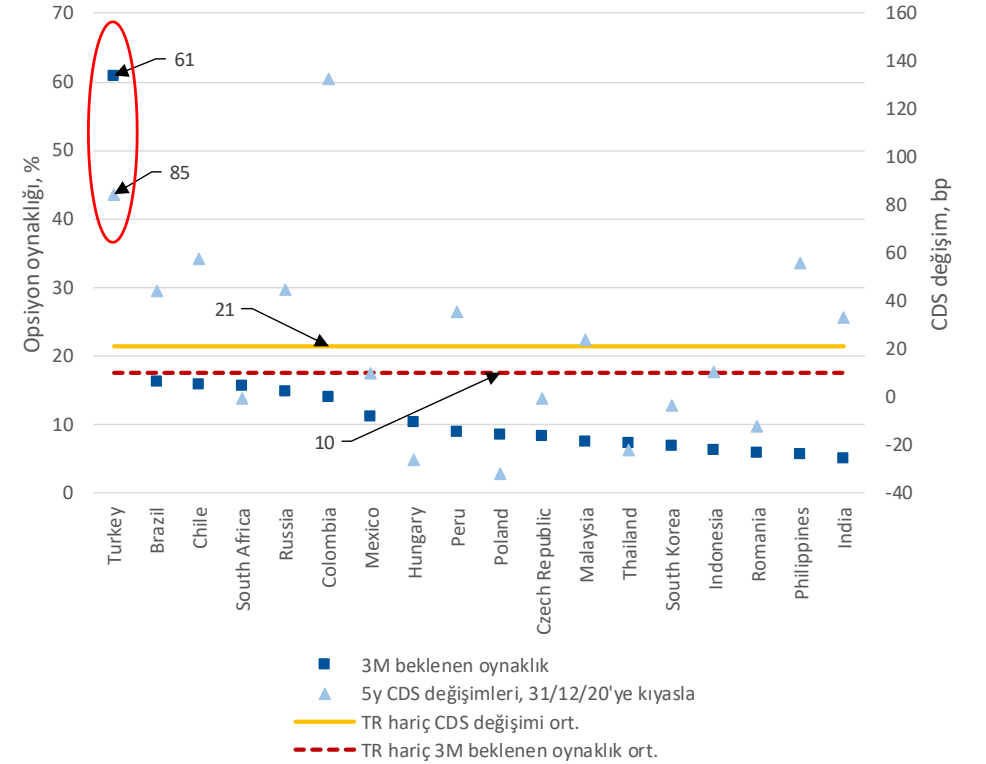
Gelişmekte olan ülkelerin 5y vadeli risk primleri yılı ortalamada Türkiye hariç +21bp ile sonlandırırken, Türkiye’de CDS 85bp artış gösterdi. Özellikle son çeyrek içerisinde gözlenen volatilité risk priminin yükselişinde belirleyici olurken, kur cephesine dair beklenen opsiyon oynaklıklarında da artış takip edildi.

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 31/12/21 kapanış



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş GOÜ FX, beklenen opsiyon oynaklığı & CDS değişimleri, 31/12/21 kapanış

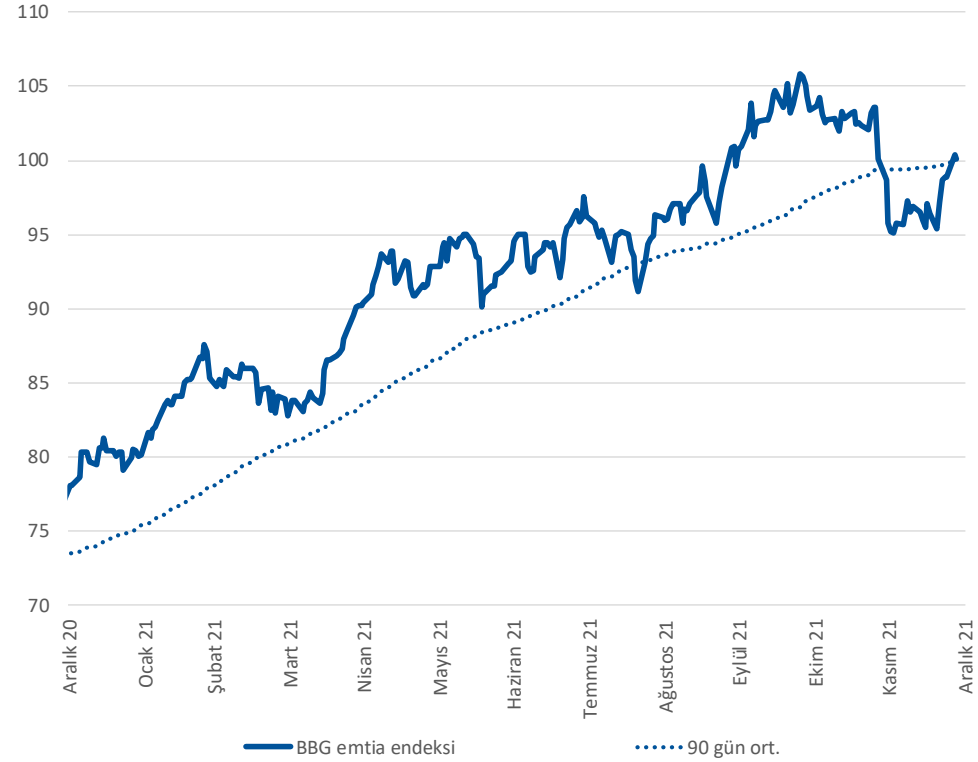


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Emtia

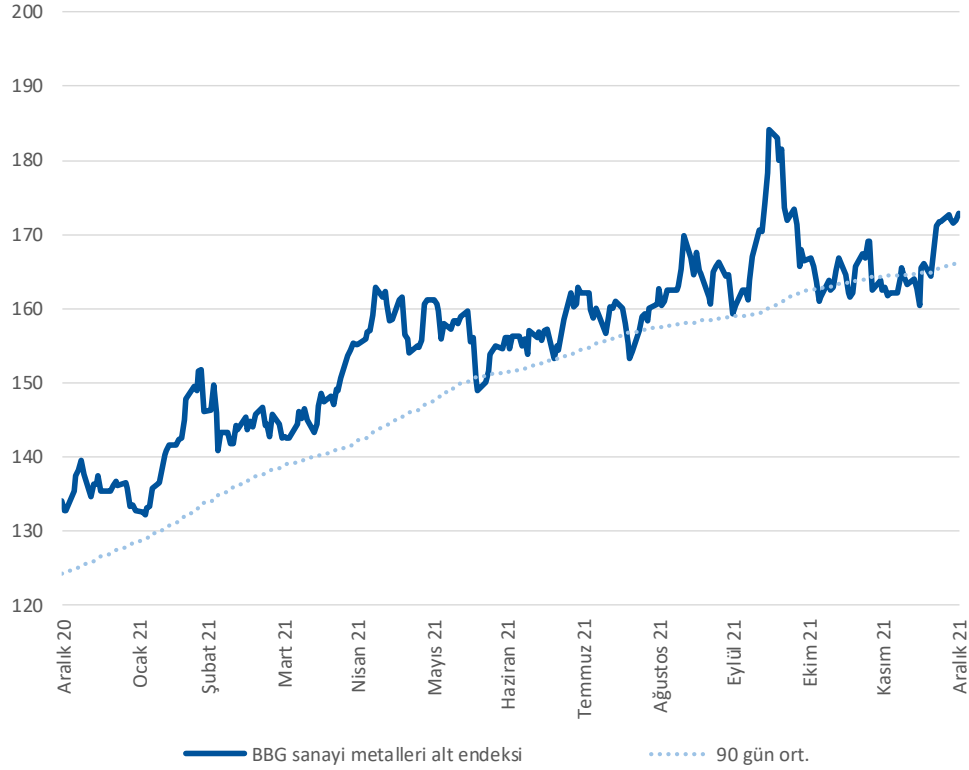
Artan aşılama sürecinin normal hayata dönüşü imkan tanınması ve yüksek tasarrufların desteklediği tüketim arz-talep dengesizliklerinin yönetilmesi zor bir hal almasına neden olurken, emtia fiyatları genele yayılır şekilde artış sergiledi. Bloomberg emtia endeksi yılı %27 yükselişle tamamlarken, endeks açısından 1979'daki %56 düzeyindeki performanstan bu yana en yüksek artış takip edildi.

BBG emtia endeksi, 2021



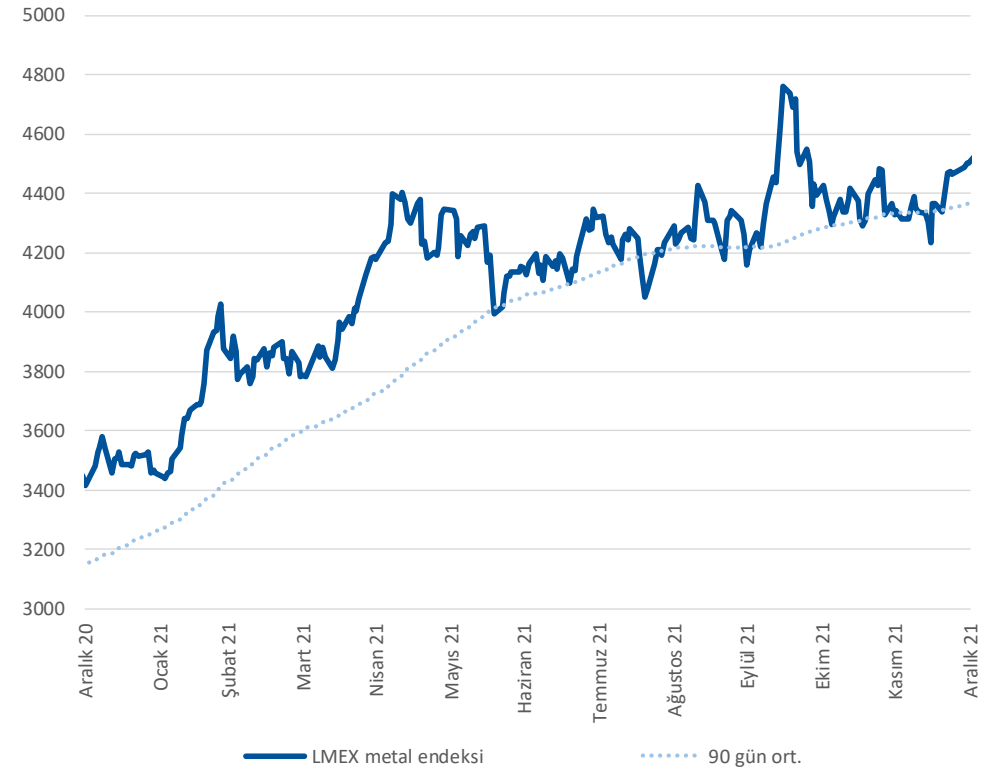
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş gösterge emtia endeksleri



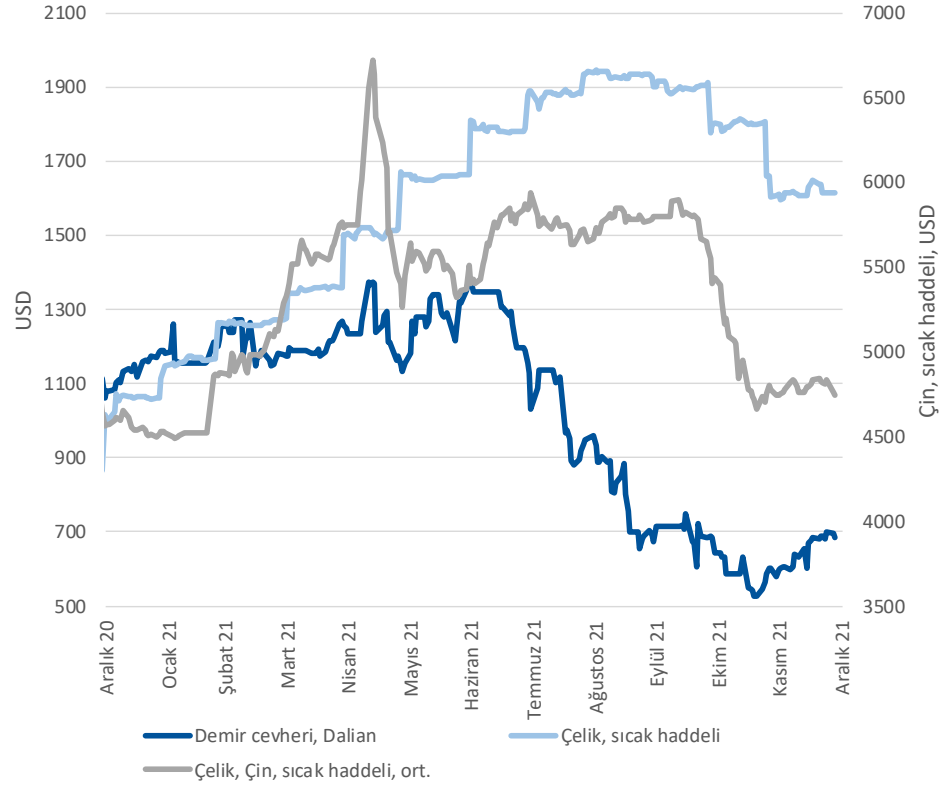
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

LMEX metal endeksi



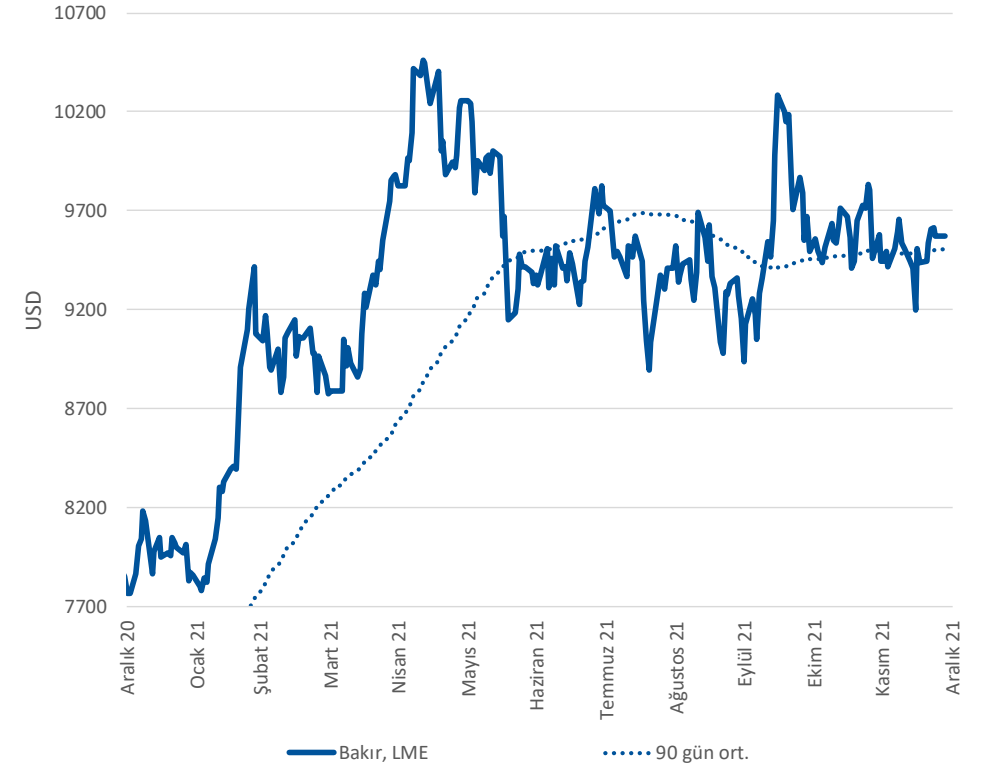
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş emtia serileri, aktif kontratlar



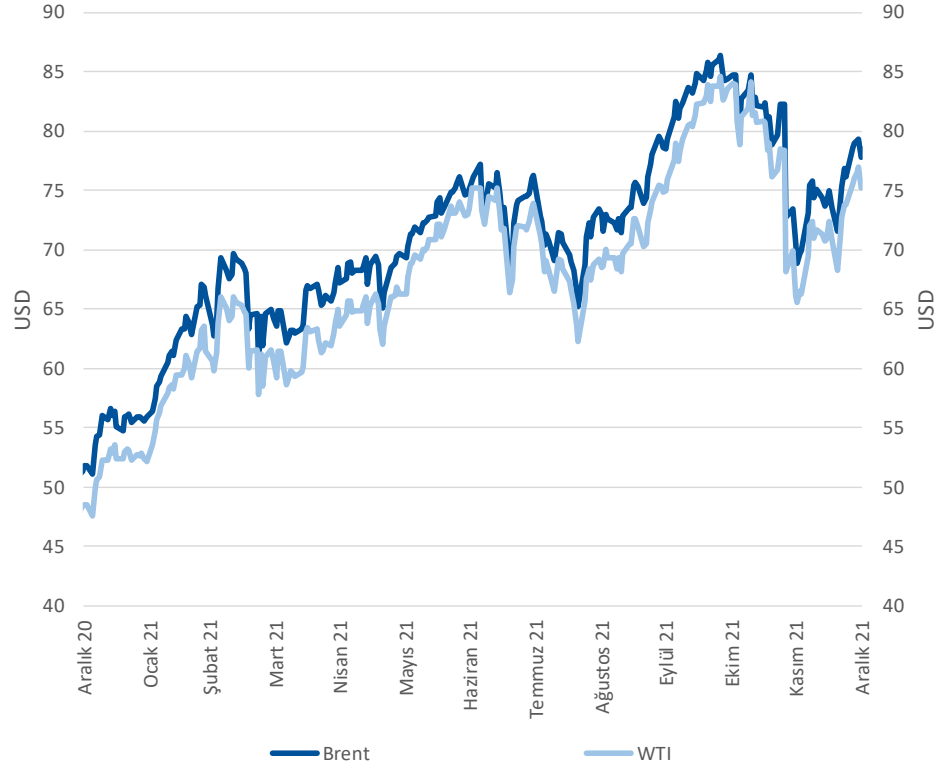
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş emtia serileri, aktif kontratlar



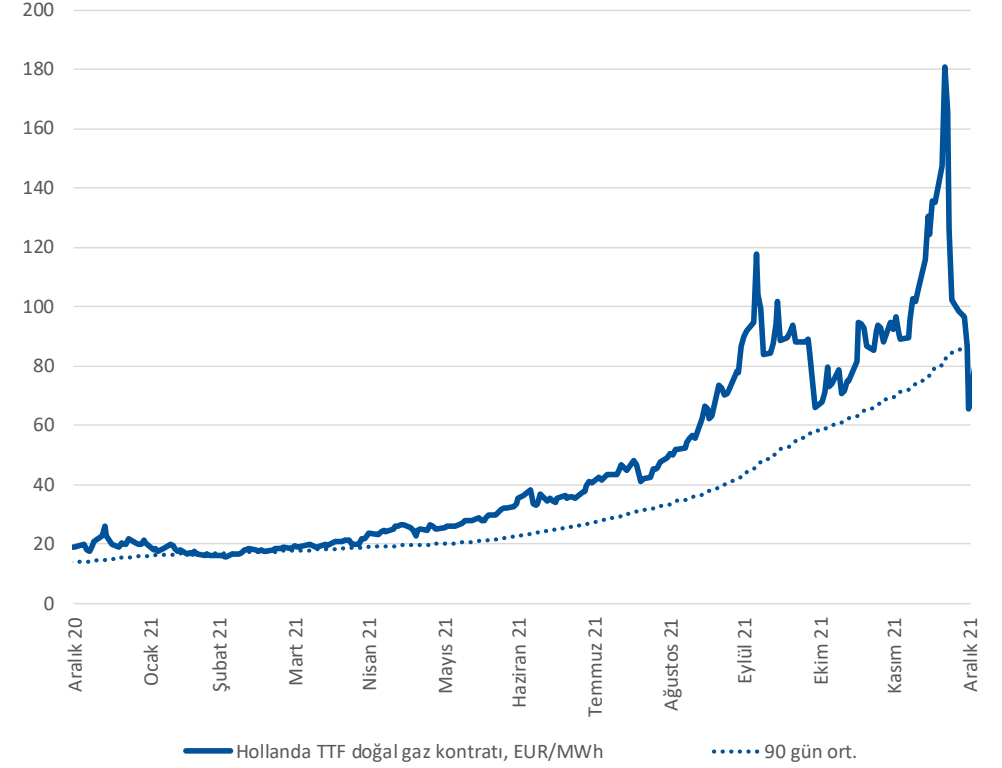
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Seçilmiş petrol kontratları



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Doğal gaz fiyatları: Hollanda kontratı

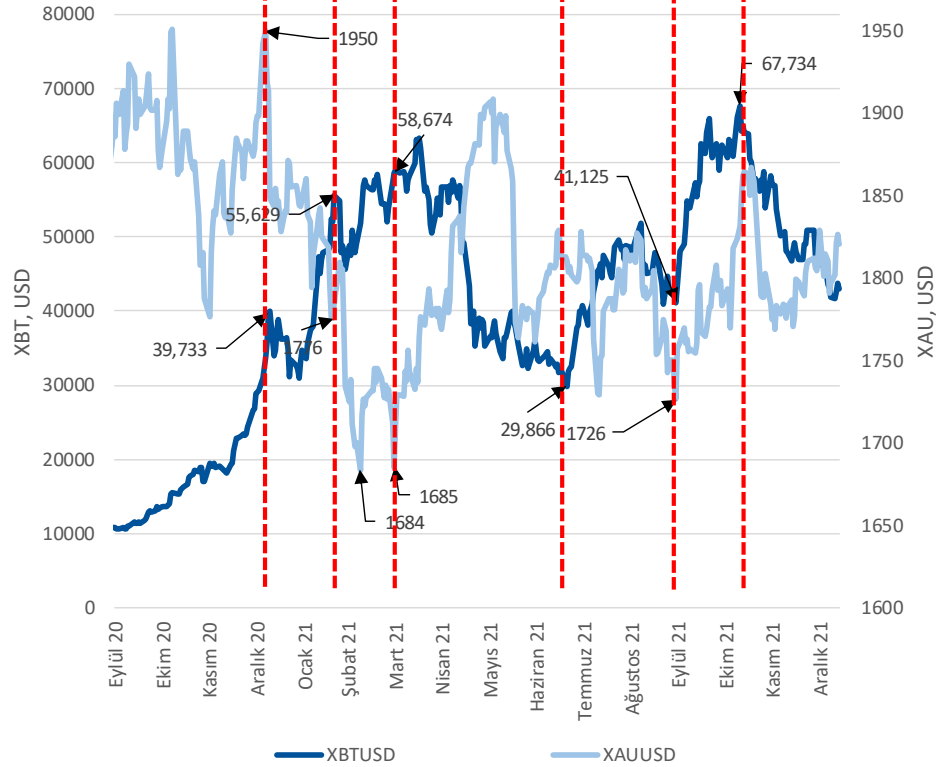


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Emtia-1.4.1

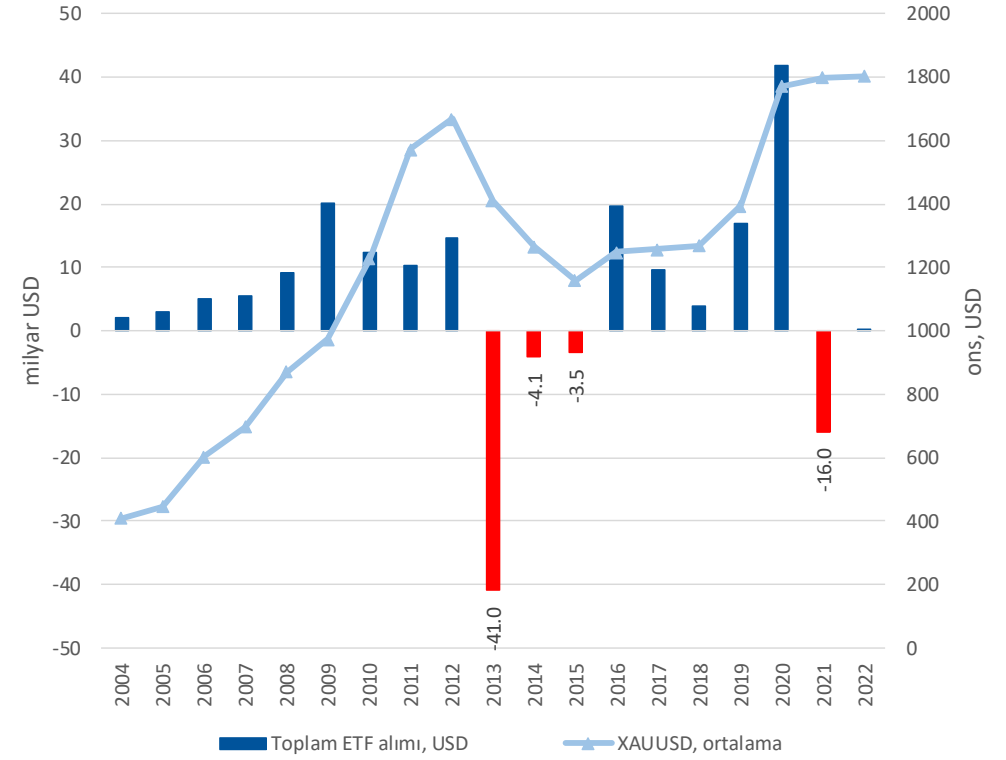
Kripto varlıklara olan ilgi artışı klasik altın yatırımcısının tabanında kaymaya neden olurken, 2020 yılındaki yükselişin ana belirleyicisi konumunda olan ETF'lerin gerçekleştirdiği 16 milyar dolarlık satış da ons altındaki baskılamada etkili oldu. Değerli metal 2021'i ortalamada %2 yükselişle sonlandırdı. Beklentimiz, 2022 yılında ortalama \$1600 seviyesinden kapanış gerçekleşmesi.

XBTUSD & XAUUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Toplam ETF alımı & ons altın, ort.

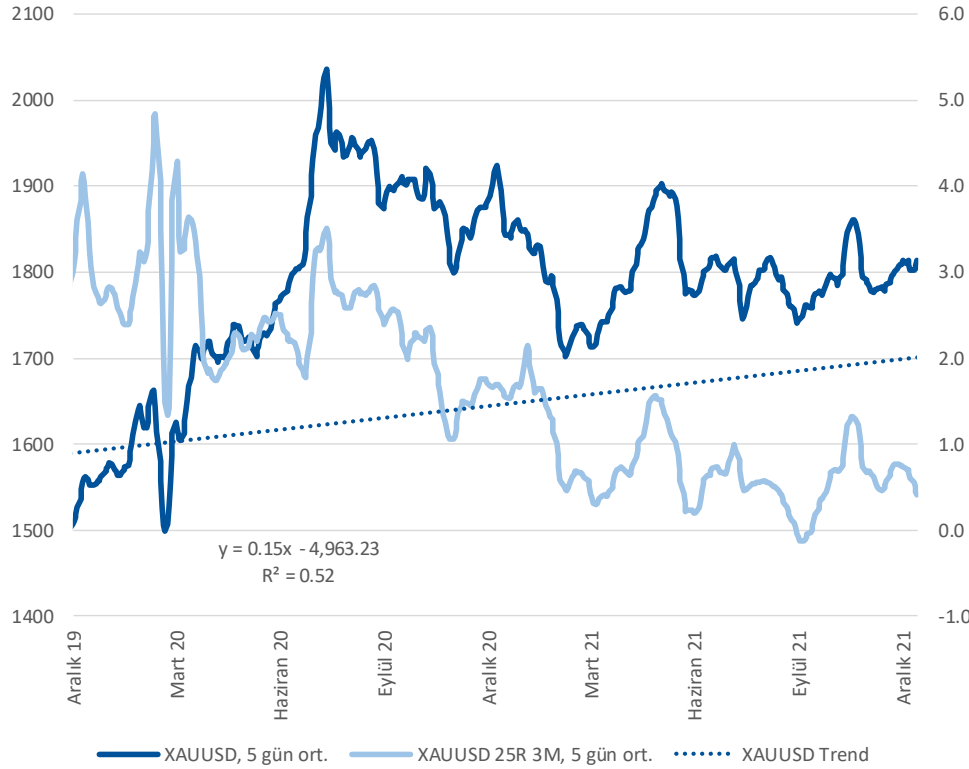


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Emtia-1.4.1

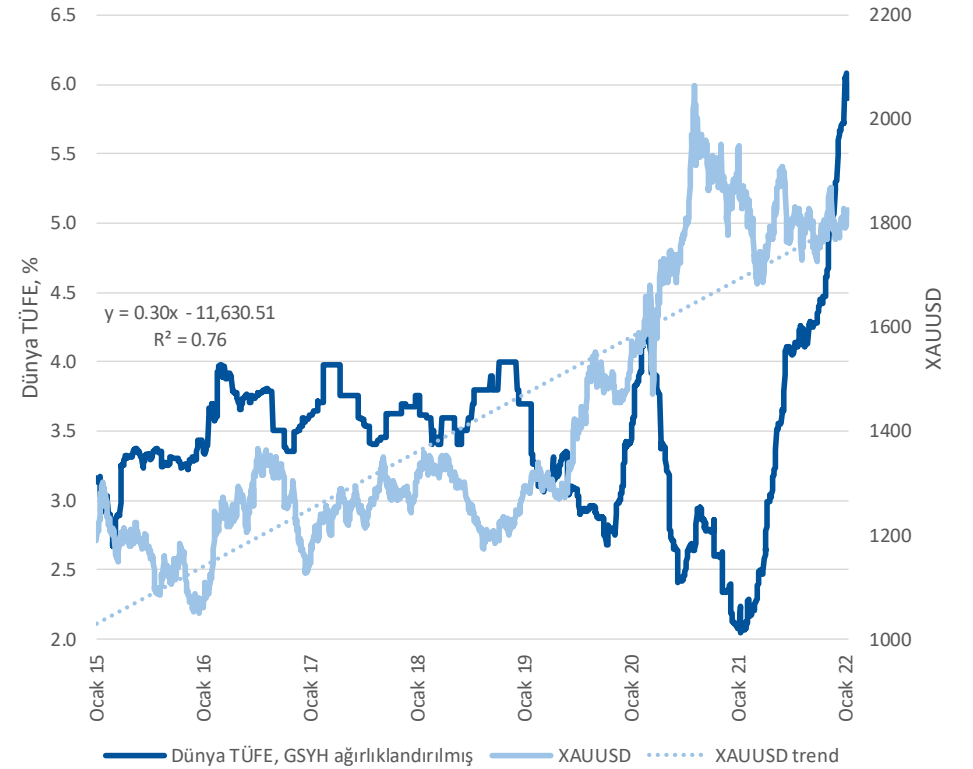
Geride kalan yılda ons altına yönelik beklentilerimizde 3 kez aşağı yönde güncellemeye gitmiş ve son olarak 27 Eylül'de ortalama \$1805 düzeyini paylaşmıştık. Geçmiş dönem analizlerimiz, global enflasyonist baskılardaki artışın altına yönelimi desteklediğini gösterse de klasik fiyatlama ekseninden çıktığımızı düşünüyoruz. Fed'in normalleşme-sıkılaştırma süreci ve kontrollü enflasyon beklentileri riskleri zayıflatıyor.

XAUUSD & 25R 3M



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Dünya enflasyonu (TÜFE) & XAUUSD



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

■ Kredi notu & CDS | TR-GOÜ

Kredi notu & CDS

2021 yılını kredi notu görünümleri açısından bir kez daha olumsuz patikada kapattık. Moody's nezdinde yatırım yapılabilir ülke notunun 5, S&P'de 4 ve Fitch cephesinde ise 3 basamak altında derecelendiriliyoruz. 5y vadeli (USD) ülke risk primimiz de (CDS) emsallerimizden negatif tarafta ayrılmaya devam etti.

Kredi notu değerlendirme sınıfları				
	Görünüm	S&P Negatif	Moody's Negatif	Fitch Negatif
Yatırım yapılabilir		AAA	Aaa	AAA
		AA+	Aa1	AA+
		AA	Aa2	AA
		AA-	Aa3	AA-
		A+	A1	A+
		A	A2	A
		A-	A3	A-
		BBB+	Baa1	BBB+
		BBB	Baa2	BBB
		BBB-	Baa3	BBB-
Spekülatif	Yatırım yapılamaz	BB+	Ba1	BB+
		BB	Ba2	BB
		BB-	Ba3	BB-
		B+	B1	B+
		B	B2	B
		B-	B3	B-
		CCC	Caa1	CCC
		CC	Caa2	CC
		C	Caa3	C
	İflas veya benzeri		CI	Ca
		R	C	NR
		SD		
		D		
		NR		

Türkiye'nin kredi notu seviyesini ifade etmektedir.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kurumlar

Seçilmiş Ülkeler	S&P	Moody's	Fitch	CDS (5Y, USD, bp)
Türkiye	B+	B2	BB-	563
Güney Afrika	BB-	Ba2	BB-	203
Brezilya	BB-	Ba2	BB-	205
Rusya	BBB-	Baa3	BBB	124
Hindistan	BBB-	Baa3	BBB-	86
Endonezya	BBB	Baa2	BBB	75

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

CDS değerleri 2021 kapanışlarına aittir.

Ülke	Moody's	S&P	Fitch
Türkiye	B2	B+	BB-
Ruanda	B2	B+	B+
Papua Yeni Gine	B2	B-	Rating yok
Bolivya	B2	B+	B
Kosta Rika	B2	B	B
Nijerya	B2	B-	B
Jameika	B2	B+	B+
Mısır	B2	B	B+
Kırgızistan	B2	Rating yok	Rating yok
Kamboçya	B2	Rating yok	Rating yok

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg
Moody's sınıflamasında ortak ülkeler karşılaştırması

Ülke	Fitch	S&P	Moody's
Türkiye	BB-	B+	B2
Brezilya	BB-	BB-	Ba2
Fildişi Sahili	BB-	BB-	Ba3
Güney Afrika	BB-	BB-	Ba2
Guatemala	BB-	BB-	Ba1
Umman	BB-	B+	Ba3
Ürdün	BB-	B+	B1
Özbekistan	BB-	BB-	B1
Dominik Cumhuriyeti	BB-	BB-	Ba3
Bangladeş	BB-	BB-	Ba3

*Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg
FITCH sınıflamasında ortak ülkeler karşılaştırması*

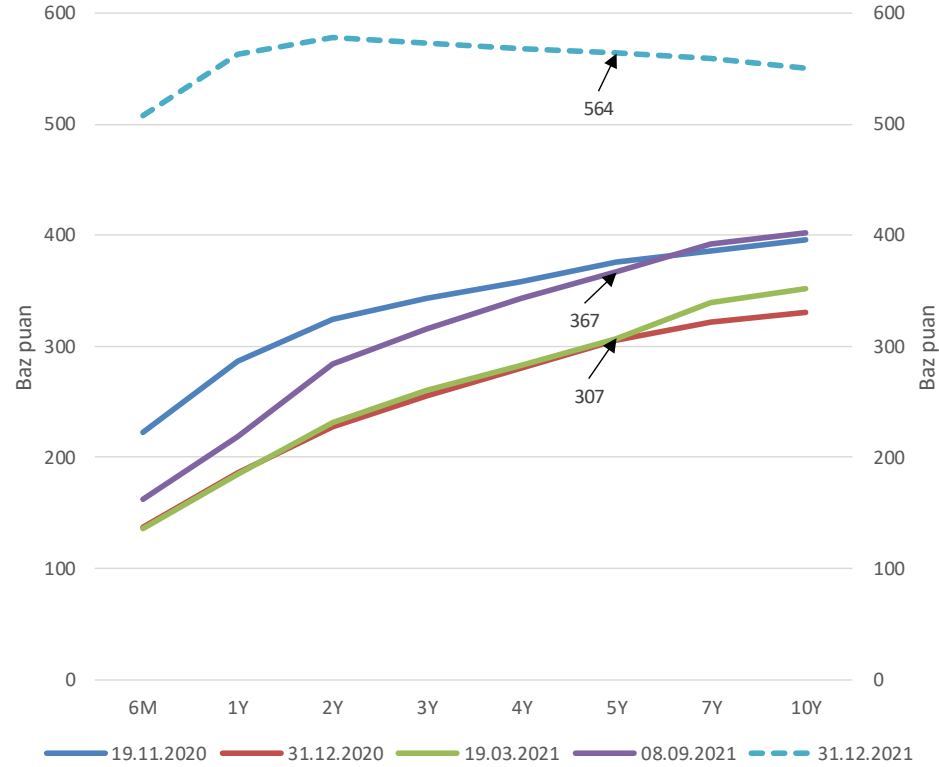
Ülke	S&P	Fitch	Moody's
Türkiye	B+	BB-	B2
Bahamalar	B+	Rating yok	Ba3
Benin	B+	B+	B1
Ermenistan	B+	B+	Ba3
Fiji	B+	Rating yok	B1
Ruanda	B+	B+	B2
Umman	B+	BB-	Ba3
Bolivya	B+	B	B2
Bahreyn	B+	B+	B2
Senegal	B+	Rating yok	Ba3
Jameika	B+	B+	B2
Ürdün	B+	BB-	B1
Arnavutluk	B+	Rating yok	B1
Cook Adaları	B+	Rating yok	Rating yok

Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg S&P sınıflamasında ortak ülkeler karşılaştırması

CDS

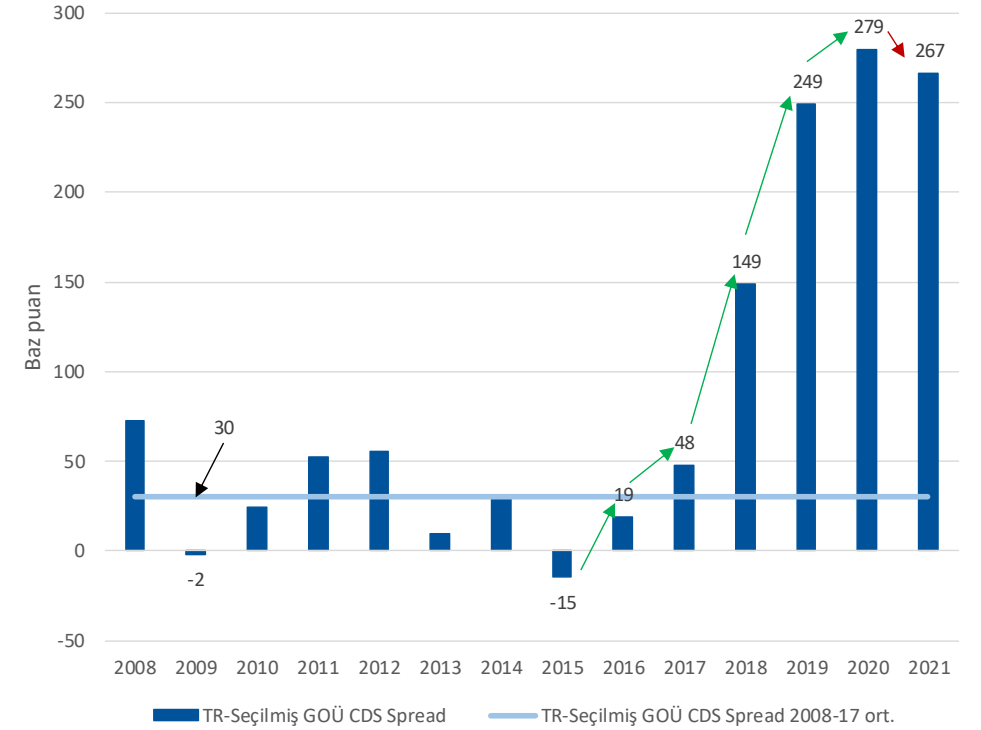
Ülke risk primi geride kalan yılı farklı vadelerdeki eğri yataylaşması ile tamamladı. Bir önceki yıl uzun vadelerdeki fiyatlamaların nispeten daha yüksek olduğu bir tablo söz konusuydu. 5y vadeli CDS 2020’de ortalama 453bp seviyesinde gerçekleşirken, 2021’de 400bp oldu. Risk primindeki yükseliş ağırlıklı son çeyrekte takip edildi. Seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin CDS değerleri ile ortalama spread ise 267bp oldu.

Türkiye CDS eğrisi, seçilmiş vadeler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Türkiye & Seçilmiş GOÜ CDS performansı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

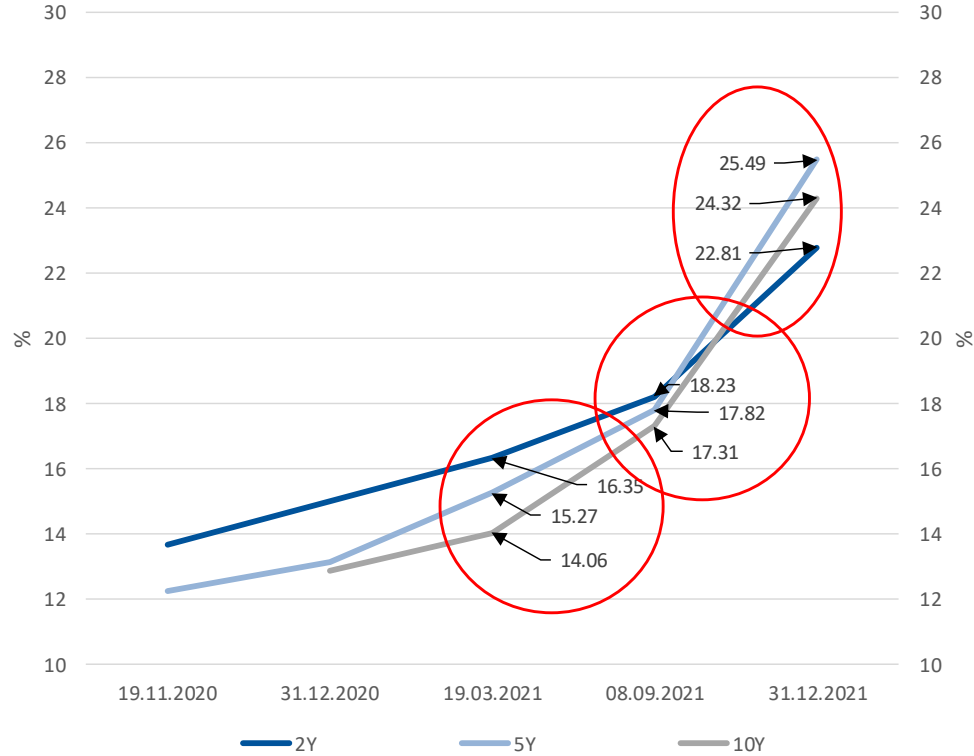
Seçilmiş GOÜ: Brezilya, Rusya, Meksika, Endonezya, Güney Afrika

■ Faiz

Faiz

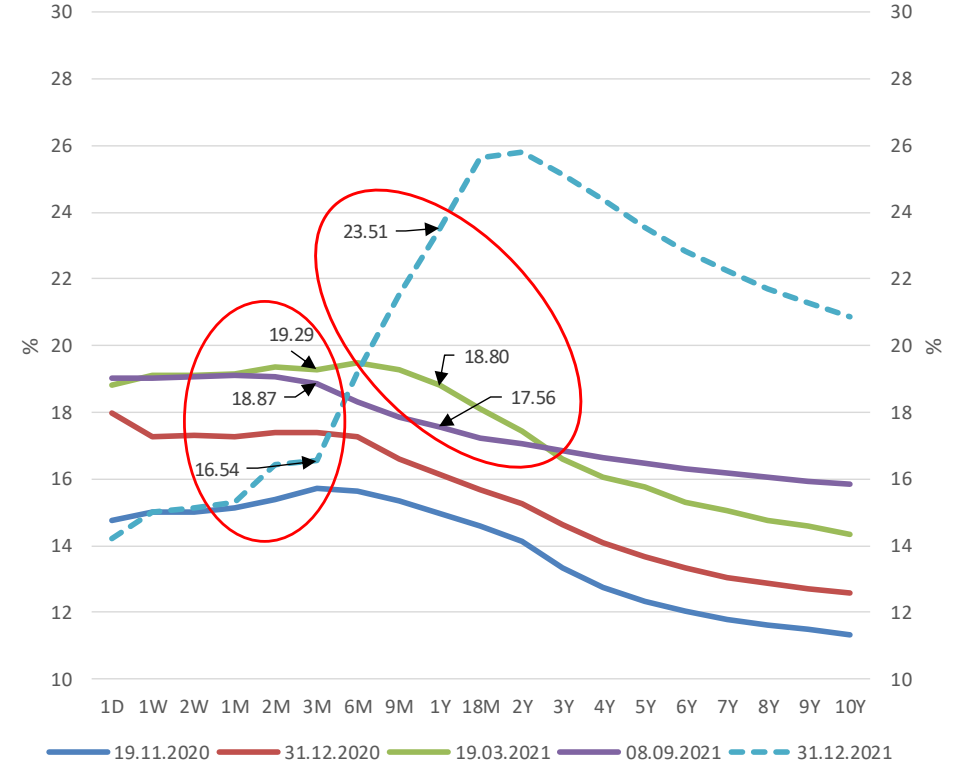
Merkez Bankası'nın Eylül-Aralık döneminde gerçekleştirdiği 500bp politika faizi indiriminin etkileri tahvil faizleri ve gecelik swaplar nezdinde beklendiği şekilde hissedilmedi. Gösterge niteliğindeki faizler politika faizinin üzerinde oluşurken, 10y vadeli tahvilde faiz rekor düzeyi test etti. Benzer ayrışma durumu mevduat, kredi ve swap faizleri için de geçerli oldu.

Türk lirası faizler, getiri eğrisi, seçilmiş vadeler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesapları, Bloomberg

TRY OIS getiri eğrisi, seçilmiş vadeler

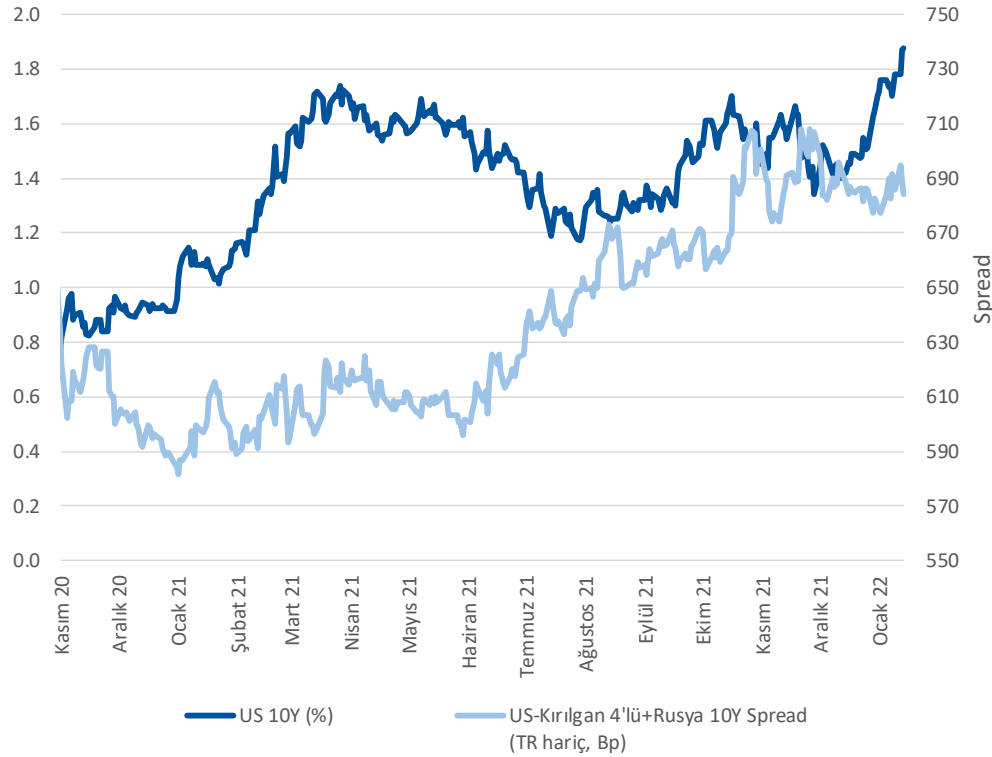


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Bloomberg

Faiz

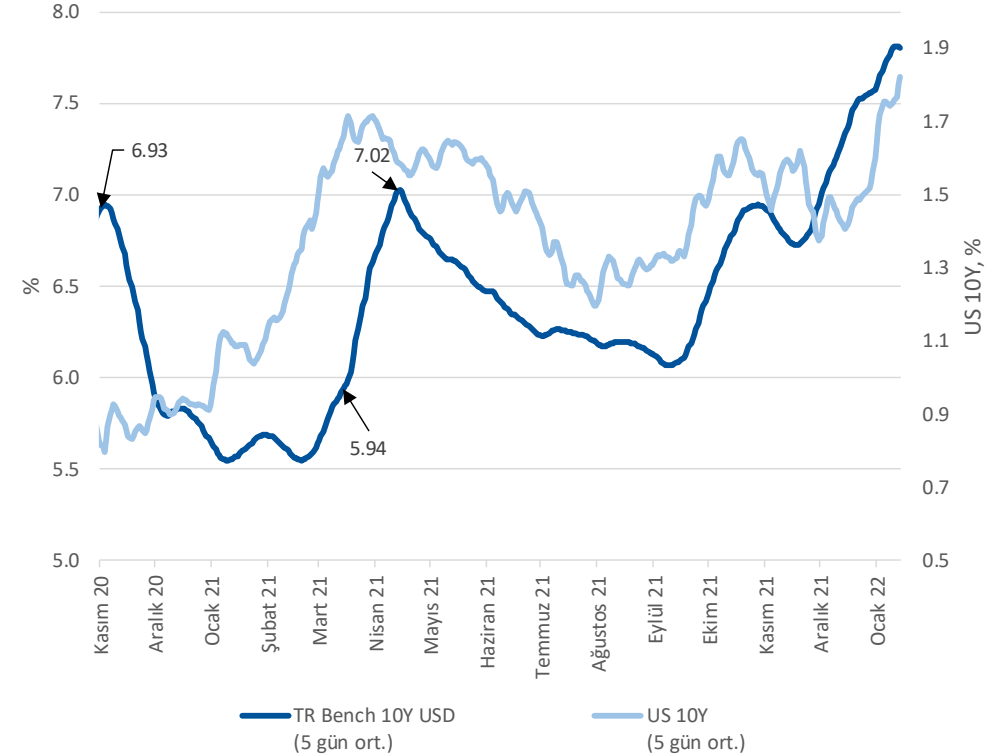
Global cephede özellikle yılın ikinci yarısında belirginleşen Fed'in farklılaşan yönlendirmesi gelişmekte olan ülkelerin yabancı para tahvil faizleri üzerinde Mayıs 2013 ölçeğinde henüz etkili olmadı. Düşük yabancı yatırımcı pozisyonlanması ve önden parasal sıkılaştırmaya gitmeye başlamış olmaları çoğunlukla riskleri dengeledi. 2022'de bilanço ve faiz politikasına yönelik gelişmeler baskıyı artırabilir.

ABD 10y tahvil faizi & ABD-seçilmiş GOÜ tahvil spreadi



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Kırılğan 4'lü: Güney Afrika, Brezilya, Hindistan, Endonezya

TR & US 10Y

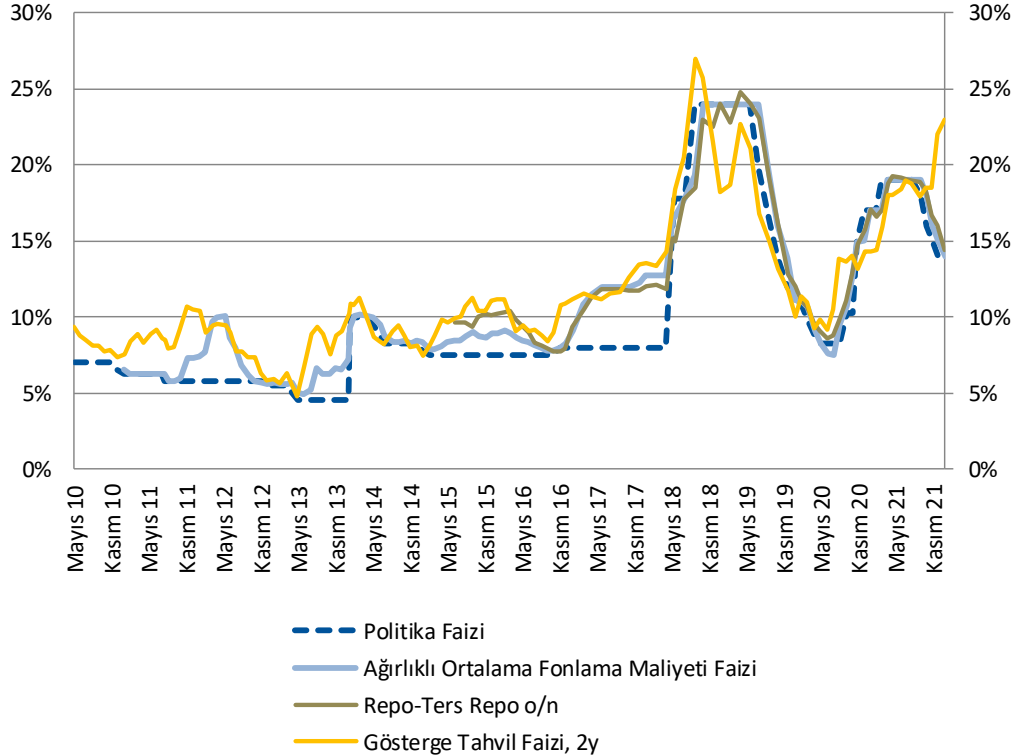


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

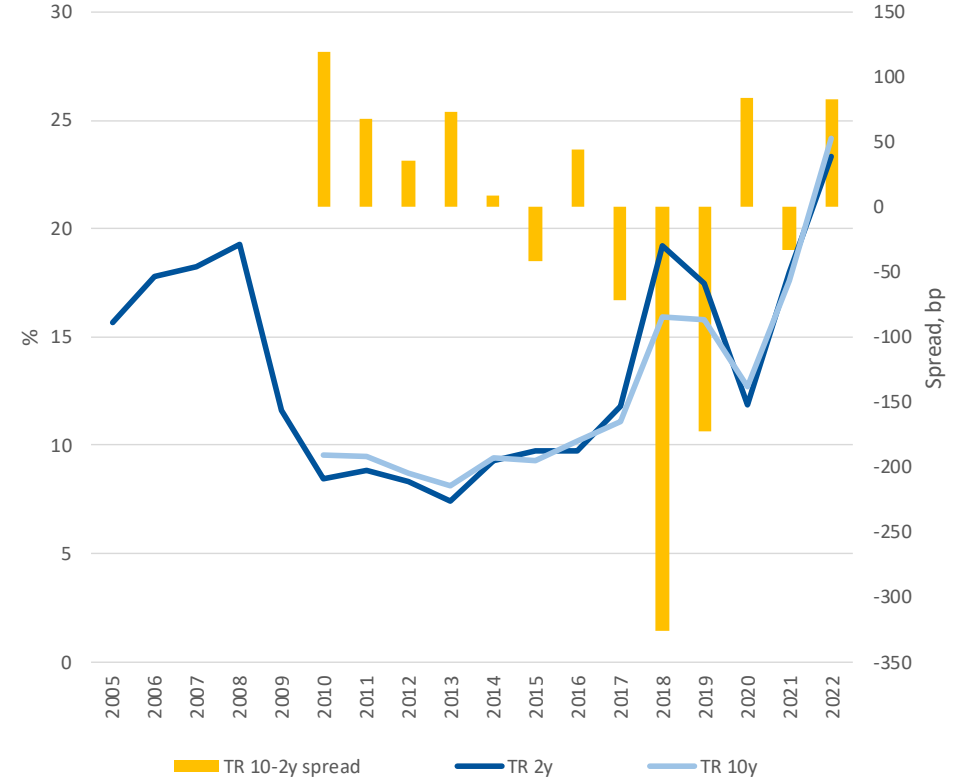
TL tarafta getiri eğrisi dikleşirken orta-uzun vadelerde faizler birbirine yakınsamış durumda. Enflasyon seyrine yönelik belirsizlik azalışı ve liraya yönelik atılan stabilizasyon adımlarının dengelenmeyi sağlaması halinde yatırımcı açısından avantaj sağlayan bir tablo söz konusu olabilir. Henüz mevduat faizlerindeki yükseliş ve vadenin kısa olması bu duruma uygun koşullar sağlamış değil.

TCMB politika faizleri, seçilmiş göstergeler



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

TR benchmark spreadler, yıl ortalamaları

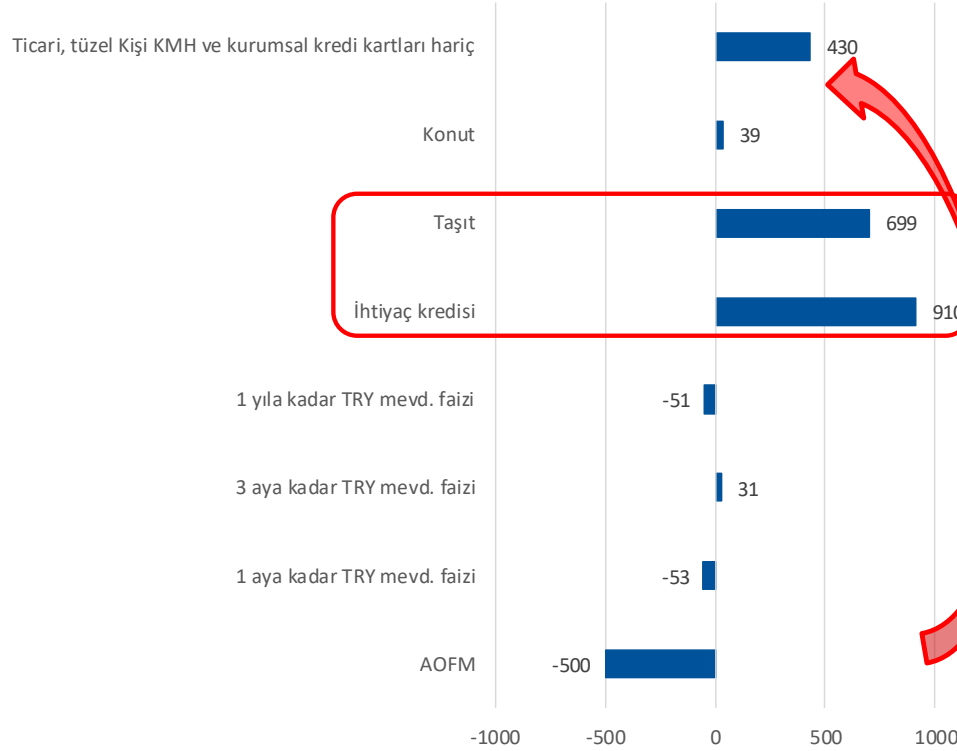


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, Bloomberg

Faiz

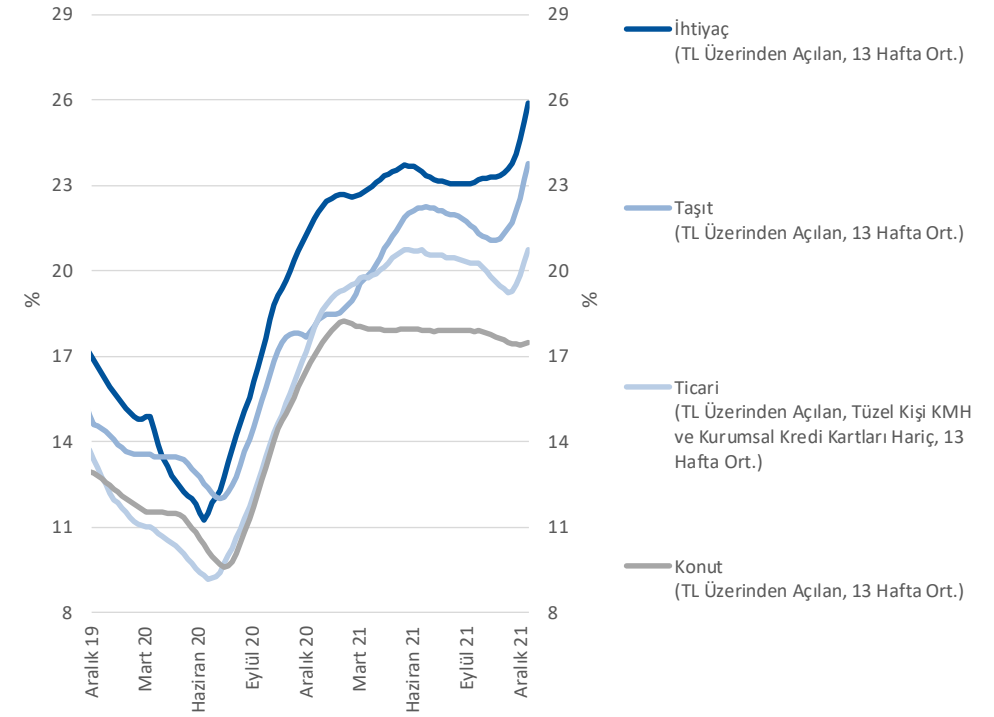
Mevduat faizleri yıl sonu etkisinin de artan şiddeti ile birlikte 2021'de %25 seviyelerine dek yükseliş gösterdi. TCMB'nin kamuoyu ile paylaştığı ağırlıklı ortalama mevduat faizleri (akım) indirimlerin başladığı Eylül ayına kıyasla kısa vadede artış, uzun vadede ise düşüşe işaret ediyor. Kredi faizlerinde iç talebe yönelik alınan regülasyon önlemlerinin de etkisi var. Ancak, yine de ticari kredi faizleri artmış durumda.

Seçilmiş lira maliyet göstergeleri, Eylül PPK toplantısına göre değişim, bp



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları, TCMB

Kredi faizleri



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TCMB

■ 2022 takvimi

2022 YILI SEÇİLMİŞ MERKEZ BANKALARI TOPLANTI TARİHLERİ						
Dönem	TCMB	FED	ECB	BOJ	BOE	PPK
Ocak	20	26		18		FOMC öncesi
Şubat	17		3		3	
Mart	17	16	10	18	17	FOMC sonrası
Nisan	14		14	28		
Mayıs	26	4			5	FOMC sonrası
Haziran	23	15	9	17	16	FOMC sonrası
Temmuz	21	27	21	21		FOMC öncesi
Ağustos	18				4	
Eylül	22	21	8	22	15	FOMC sonrası
Ekim	20		27	28		
Kasım	24	2			3	FOMC sonrası
Aralık	22	14	15	20	15	FOMC sonrası
Toplantı sayısı	12	8	8	8	8	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili merkez bankaları

2021 YILI TCMB AÇISINDAN ÖNEMLİ RAPOR TARİHLERİ		
Dönem	Enflasyon Raporu	Finansal İstikrar Raporu
Ocak	27	
Şubat		
Mart		
Nisan	28	
Mayıs		27
Haziran		
Temmuz	28	
Ağustos		
Eylül		
Ekim	27	
Kasım		25
Aralık		

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TCMB

Türkiye Kredi Notu Değerlendirme Tarihleri			
Dönem	Moody's	Fitch	Standard and Poor's
Ocak			
Şubat		11	
Mart			
Nisan			1
Mayıs	27		
Haziran			
Temmuz		8	
Ağustos			
Eylül			30
Ekim			
Kasım	25	18	
Aralık			

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, ilgili kuruluşlar

■ BIST

BIST & enflasyon

Yüksek enflasyon ortamında, düşük seyreden reel faizler ile birlikte, yerel varlıklardaki getiri arayışının 2022’de yüksek olmasını bekliyoruz. Bu noktada ilk öne çıkan finansal araç ise hisse senetleri, yani BIST. 2000 sonrası döneme baktığımızda, enflasyonun yüksek seyrettiği yılları takip eden dönemlerde BIST’e olan ilgide de artış yaşanıyor.

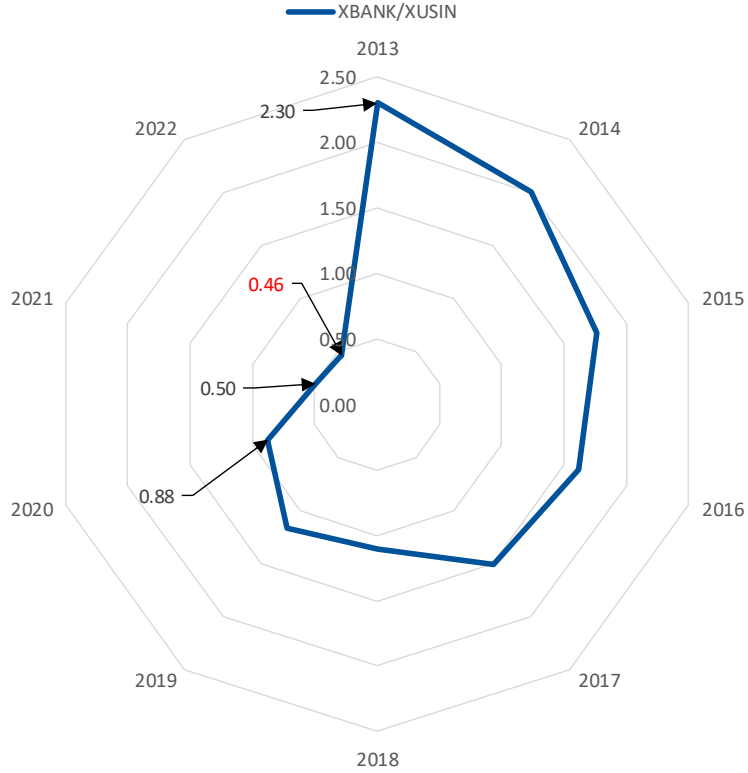
Yıl	TÜFE	BIST 100 değişim, TRY	BIST 100 değişim, USD	XBANK değişim, TRY	XBANK değişim, USD	XUSIN değişim, TRY	XUSIN değişim, USD
2000	39.0	-38.0	-50.0			-32.3	-45.5
2001	68.5	46.1	-32.3			64.1	-23.9
2002	29.7	-24.8	-34.5	-35.2	-43.6	-13.4	-24.5
2003	12.7	79.6	112.8	110.3	149.3	64.8	95.3
2004	9.4	34.1	38.8	51.1	56.4	28.1	32.6
2005	7.7	59.3	60.2	95.0	96.1	49.1	50.0
2006	9.7	-1.7	-6.3	-4.9	-9.5	-0.8	-5.5
2007	8.4	42.0	71.7	47.4	78.2	31.3	58.8
2008	10.1	-51.6	-63.1	-53.3	-64.4	-51.2	-62.8
2009	6.5	96.6	102.5	113.5	119.8	91.6	97.3
2010	6.4	25.0	20.8	20.2	16.2	38.5	34.0
2011	10.5	-22.3	-36.4	-31.3	-43.7	-8.1	-24.7
2012	6.2	52.6	61.2	64.6	73.8	34.0	41.5
2013	7.4	-13.3	-28.1	-25.0	-37.7	-3.5	-20.0
2014	8.2	26.4	16.3	30.4	19.9	26.3	16.2
2015	8.8	-16.3	-33.0	-24.6	-39.6	-7.8	-26.1
2016	8.5	8.9	-9.9	8.0	-10.6	15.2	-4.7
2017	11.9	47.6	37.4	32.3	23.1	54.8	44.1
2018	20.3	-20.9	-43.4	-31.3	-50.8	-19.0	-42.0
2019	11.8	25.4	11.5	36.0	21.0	32.7	18.0
2020	14.6	29.1	3.3	-2.7	-22.1	68.2	34.7
2021	36.1	25.8	-29.4	2.4	-42.5	45.5	-18.3

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg
Değişimler yıllık % olarak alınmıştır.

BIST

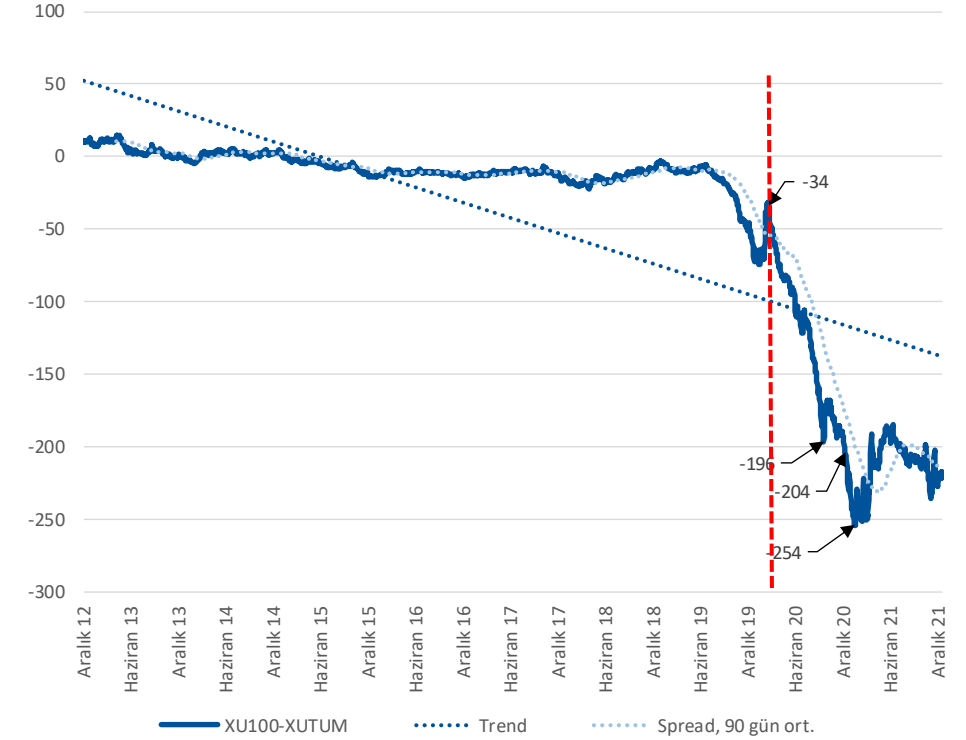
Banka-sanayi ayrışmasında kısa vadede önemli bir trend değişikliği beklemiyoruz. Ancak, 2022’de rasyonun (XBANK/XUSIN) yakın döneme kıyasla biraz daha toparlanmasını yüksek olasılık görüyoruz. Azalan yabancı yatırımcı pozisyonlanması ve yüksek iskonto bankacılık sektörü hisselerinde dipten dönüş noktalarına yakın olduğumuzu düşünüyoruz. 2022’ye dair beklentilerimiz de olumlu.

XBANK/XUSIN rasyosu, 2013-2022, ortalama



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

XU100-XUTUM spread

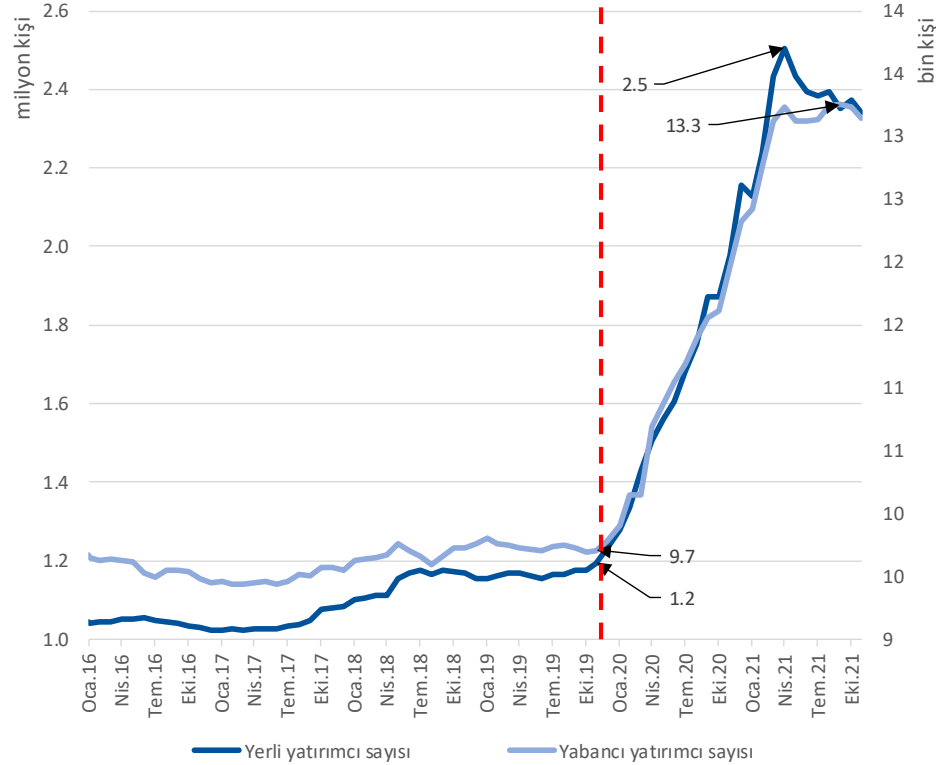


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg CDS serisi ters çevrilmiştir.

BIST

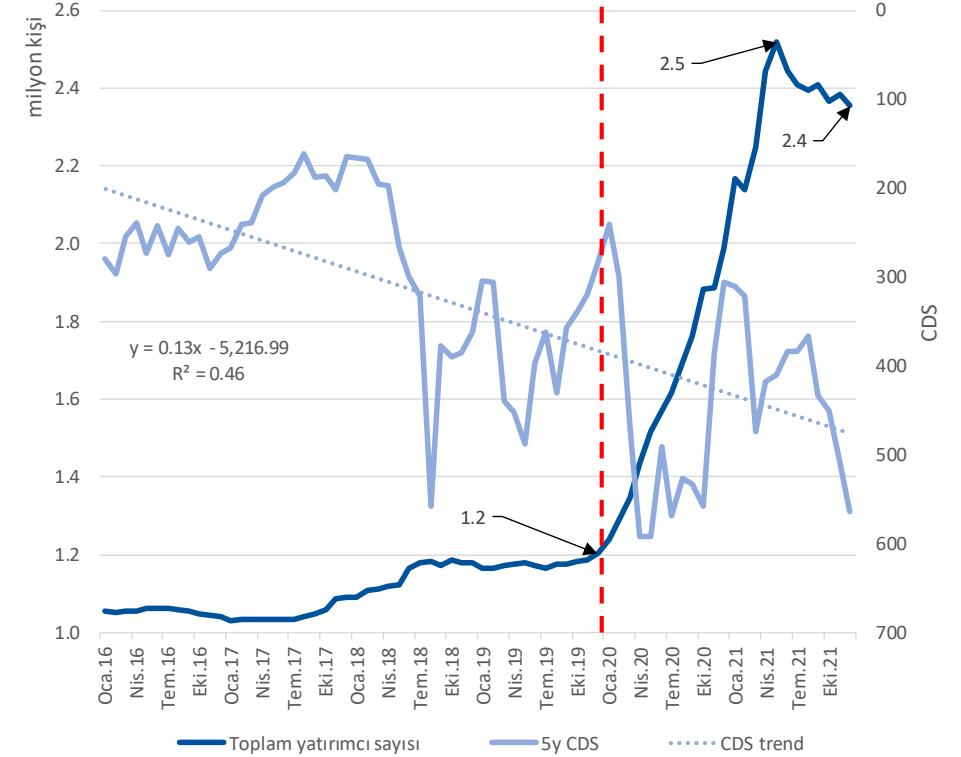
Pandemi sürecinin ilk dönemlerindeki hızlı yatırımcı sayısı artışı 2021 yılında seyrini aşağı yönde çevirdi. Normalleşme sürecindeki artış, yerel varlıklardaki volatilité, risk primindeki yükseliş ve farklı enstrümanlara ilgi dengelenme sürecini beraberinde getirdi. Hali hazırda 2019 sonundaki rakamın toplamda 1 milyon kişi üzerinde oluşum söz konusu. Hisse senedi piyasalarına ilginin 2022'de korunacağını düşünüyoruz.

Pay senedi yerli & yabancı yatırımcı sayısı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, MKK

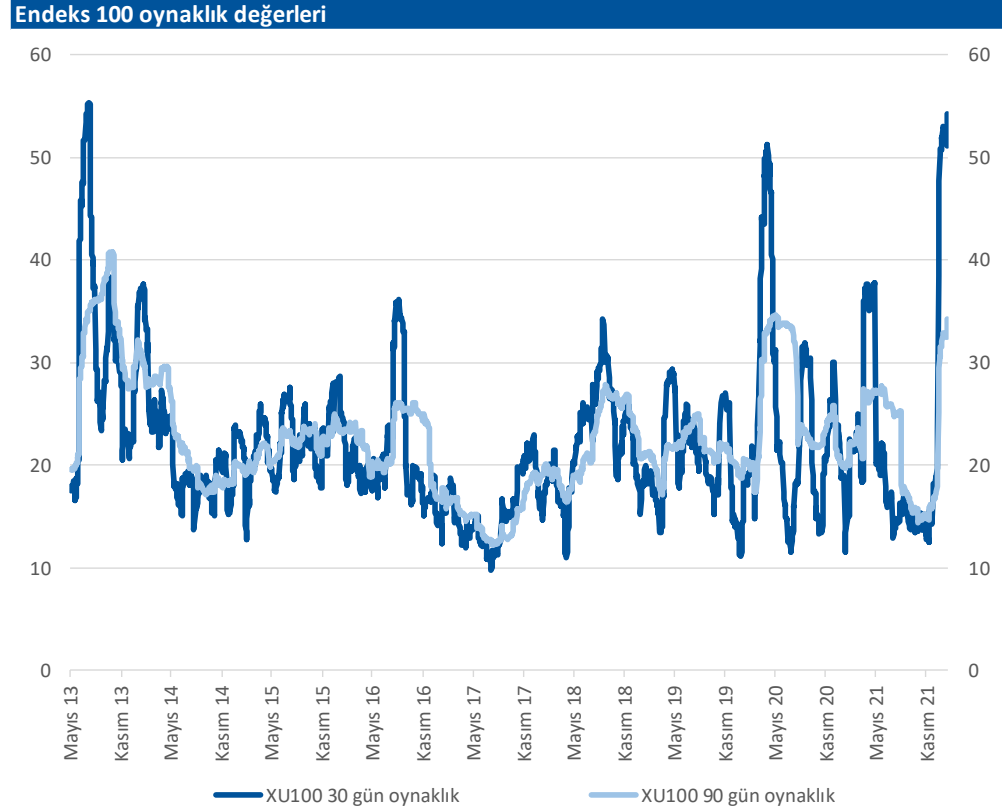
Pay senedi toplam yatırımcı sayısı



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, MKK
CDS serisi ters çevrilmiştir.

BIST

Aralık ayından bu yana BIST cephesinde oynaklık seviyeleri oldukça ciddi seviyelerde seyrediyor. Seans içerisindeki oynaklık kısa vadeli işlemlerde baskılanma yaratırken, orta-uzun vadeli portföy yapısı oluşturmanın önemini bir kez daha hatırlatıyor. Fiyatların dengelenme süreci biraz daha zaman alabilir. Çeyrek dönem finansalları oynaklık azalışına katkı sağlayabilir.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

■ Bankacılık sektörü

2022 Bankacılık sektörü görünümü

- 2022 yılı senaryomuzu beş ana beklenti üzerine kurguladık: *i) yüksek enflasyon seyrine bağlı olarak TÜFE'ye endeksli bonoların net faiz marjına oldukça yüksek bir katkı sağlaması ii) kredi büyümesinin özellikle TL tarafta 2021 yılına göre daha yüksek olması ve YP kredilerin gerileme eğilimini sürdürmesi iii) Takipteki kredi oranının BDDK'nın esneklikleri 1 Ekim 2021'den itibaren sonlandırması ile sınırlı bir yükseliş göstermesi ve kredi risk maliyetinin (kur etkisi dahil) 2021'e biraz daha yükselmesi ancak geçmiş yıllara göre daha düşük kalması iv) mevcut durumda yüksek seyreden kredi/mevduat faiz makasının yılın kalan kısmında daha düşük bir seviyede şekillenmesi v) operasyonel giderlerin yüksek oranlı bir büyüme sergilemesi.*
- Faiz marjı yılın ilk yarısında kredi/mevduat faiz makasındaki yüksek seyirden dolayı oldukça kuvvetli olacaktır. Ancak, rekabet koşullarına bağlı olarak ilk çeyrek sonrasında kredi büyümesinin hızlanmasını ve bunun da kredi/mevduat faiz makasını bir miktar daraltıcı etki yapmasını bekliyoruz. Yıl genelinde ise TÜFE'ye endeksli bonoların katkısı ile 2021 ortalamasının oldukça üzerinde şekillenmesini bekliyoruz. 2022 yıl sonu TÜFE beklentisi TCMB piyasa katılımcıları anketinde %30 seviyelerine yaklaşmış durumda. Mevsimsellik dikkate alındığında Ekim/Ekim enflasyonu bu oranın bir miktar üzerinde olabilir.
- Kredi büyümesini 2021'e göre daha kuvvetli bekliyoruz. Son dönemde bireysel kredi büyümesi biraz yavaşlama eğilimindeydi, bunun terse dönmesini beklemeyiz. Ancak, yıl genelinde, 2022'de, bireysel kredi büyümesi biraz daha artabilir. Ticari taraf kredi büyümesini domine etmeye devam edebilir. Kamu bankalarının sermayelendirilmesi kredi büyümesini biraz daha hızlandırabilir.
- Kredi risk maliyeti ise ekonomik büyümeye bağlı olarak 2021'e göre kısmen yukarıda şekillenebilir. Önümüzdeki dönemi kredi kalitesi açısından değerlendirdiğimizde, YP kredi riskinin 2018 yılı Mayıs ayından bu yana reel sektör üzerinde gerilemiş olmasını önemli bir kazanım olarak değerlendiriyoruz. Bununla birlikte reel sektörün ürün fiyatlama geçişlerini tüketici tarafına kısmen yansıtıyor olmaları ve tüketici cephesinde de gelir artışı etkisinin yılın ilk yarısında yüksek seyredeceği dikkate alındığında bireysel tarafta da belirgin bir takibe intikal olmayabileceğini düşünüyoruz. Ancak, BDDK'nın sağlamış olduğu esnekliğin 1 Ekim itibarıyla sonlanması ve o tarihten bu yana kademeli olarak kredilerin takibe alınıyor olması 2022'de 2021'e göre daha yüksek, ancak, 2018-2020 dönemindeki kredi risk maliyetinin daha altında bir kredi risk maliyeti oluşabileceğini tahmin etmemize neden oluyor.
- Komisyon gelirlerindeki büyüme kredi büyümesine paralel %20 seviyelerinde olabilir. Ancak, ödeme sistemleri daha düşük TCMB faiz oranlarına bağlı olarak komisyon gelirlerindeki gelişimi baskılayabilir. Faaliyet giderleri ise enflasyona paralel olarak yüksek bir artış gösterebilir.
- **Ortalamada 2.07x F/K ve 0.41x F/DD çarpanları ile işlem gören bankaların tamamı için kuvvetli kar momentumunu da göz önünde bulundurarak AL olan önerimizi koruyoruz. Piyasa tahminlerinin yakın zamanda önemli ölçüde yukarı revize edilebileceğini düşünüyoruz. Ana ortağı BBVA'nın gönüllü çağrıya gitmesi beklenen Garanti Bankası'nı oldukça sağlam ve cazip finansallarına rağmen hisse fiyat performansı rakiplerinin gerisinde kaldığı için Model Portföy'de en çok tercih ettiğimiz banka olarak ön plana çıkarıyoruz.**

Bankacılık sektörü hisse önerileri ve hedef fiyatlarımız

Öneri ve Hedef Fiyatlar

	Fiyat, TL		Yükselme Potansiyeli	Öneri
	Cari	Hedef		
AKBNK	7.84	10.30	31%	AL
GARAN	11.94	17.20	44%	AL
HALKB	5.49	7.30	33%	AL
ISCTR	8.19	11.60	42%	AL
VAKBN	3.94	5.40	37%	AL
YKBNK	4.02	5.90	47%	AL
TSKB	1.56	2.10	35%	AL

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Cari Fiyatlar 20 Ocak itibari ile

Değerleme Çarpanları

	F/K		F/DD		Karlılık	
	2021T	2022T	2021T	2022T	2021T	2022T
AKBNK	3.71	1.97	0.55	0.43	16.3%	24.6%
GARAN	3.87	2.25	0.67	0.52	19.2%	26.1%
HALKB	9.16	2.41	0.31	0.28	3.5%	12.0%
ISCTR	3.18	2.01	0.46	0.38	16.2%	20.9%
VAKBN	3.51	2.06	0.30	0.26	9.1%	13.8%
YKBNK	3.23	1.89	0.57	0.44	19.8%	26.5%
TSKB	4.13	2.72	0.63	0.51	16.4%	20.9%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Cari Fiyatlar 20 Ocak itibari ile

Net Kar Tahminleri , BDDK solo, milyon TL

	2020	y/y	2021T	y/y	2022T	y/y
AKBNK	6,267	16%	11,003	76%	20,746	89%
GARAN	6,238	1%	12,974	108%	22,268	72%
HALKB	2,600	51%	1,482	-43%	5,645	281%
ISCTR	6,811	12%	11,599	70%	18,377	58%
VAKBN	5,010	79%	4,386	-12%	7,462	70%
YKBNK	5,080	41%	10,527	107%	17,981	71%
TSKB	733	-6%	1,057	44%	1,608	52%

Kaynak: Şirketler ve Deniz Yatırım Araştırma

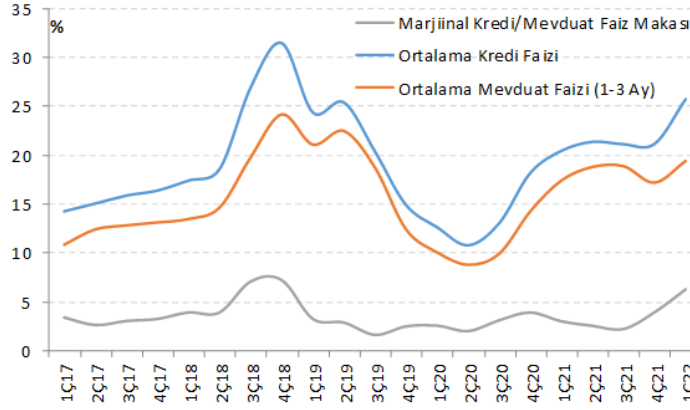
Ana Operasyonel Beklentiler

	Net Faiz Marjı			Net Kredi Risk Maliyeti		
	2020	2021T	2022T	2020	2021T	2022T
AKBNK	4.5%	3.4%	6.1%	2.7%	1.2%	1.8%
GARAN	5.6%	4.4%	6.1%	3.5%	2.0%	1.8%
HALKB	3.6%	2.4%	3.2%	1.6%	1.7%	1.3%
ISCTR	4.5%	3.4%	4.9%	2.6%	2.0%	1.8%
VAKBN	3.6%	1.5%	3.1%	2.0%	0.7%	1.2%
YKBNK	4.1%	3.4%	5.6%	3.3%	1.9%	2.1%
TSKB	4.0%	4.2%	4.6%	2.5%	2.9%	2.5%

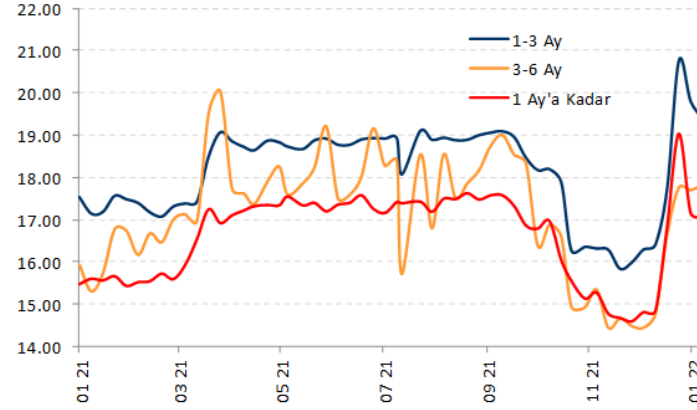
Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

Kredi/mevduat faiz makası yakın dönemde bankaların marjını yukarı taşıyor

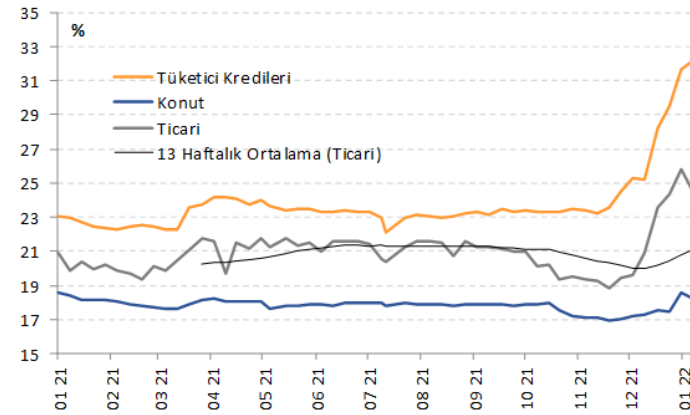
Kredi ve Mevduat Faiz Oranları, Çeyrek Ortalaması, Son Veri 14 Ocak :



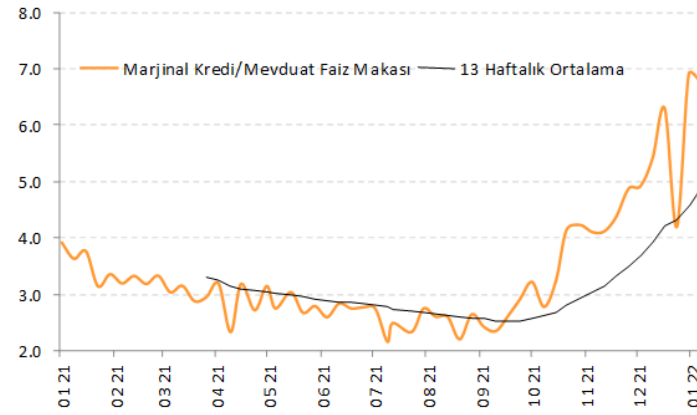
Mevduat Faiz Oranları, Son Veri 14 Ocak 2022



Kredi Faiz Oranları, Son Veri 24 Aralık 2021



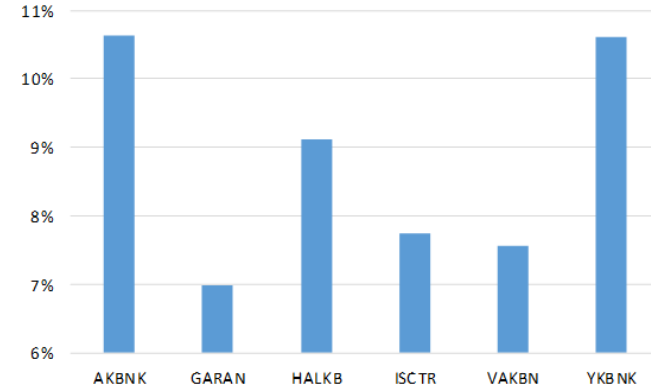
Haftalık Marjinal Kredi/Mevduat Faiz Makası, Son Veri 24 Aralık 2021



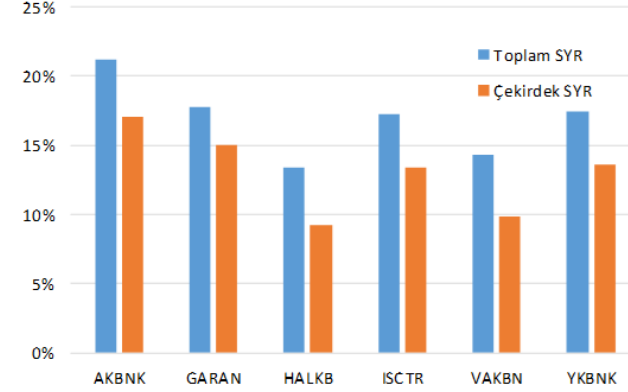
Kaynak: TCMB, BDDK, Deniz Yatırım Araştırma

SYR karşılık oranları yüksek, TÜFE'ye endeksli bonolar destekliyor, YP mevduat ise gerileme eğilimine girebilir

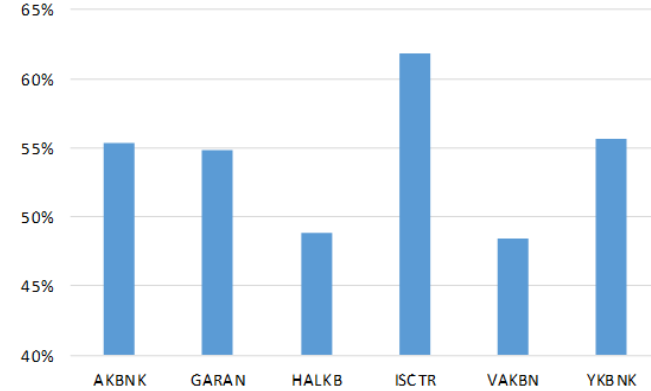
TÜFE'ye Endeksli Bonolar / Faiz Kazandıran Varlıklar



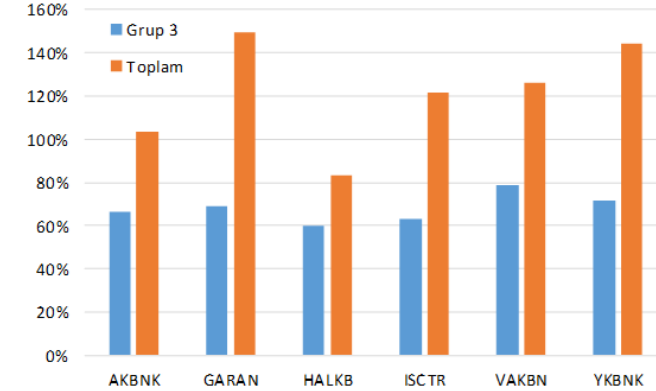
Sermaye Yeterlilik Oranları



YP Mevduat / Toplam Mevduat



Takipteki Kredi Karşılık Ayırma Oranları (serbest karşılık hariç)

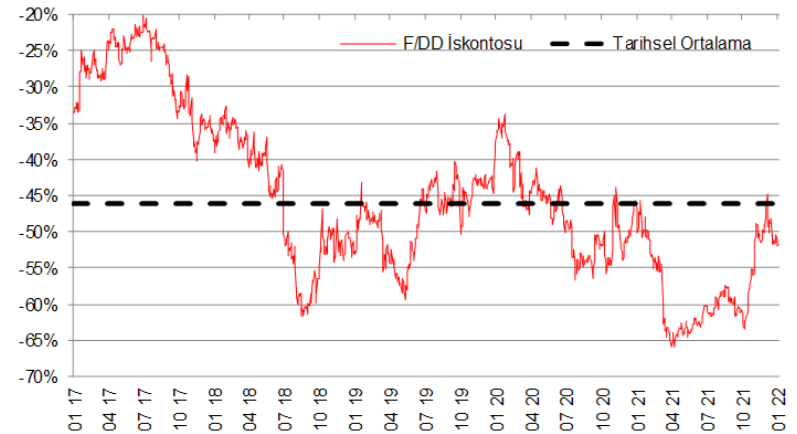
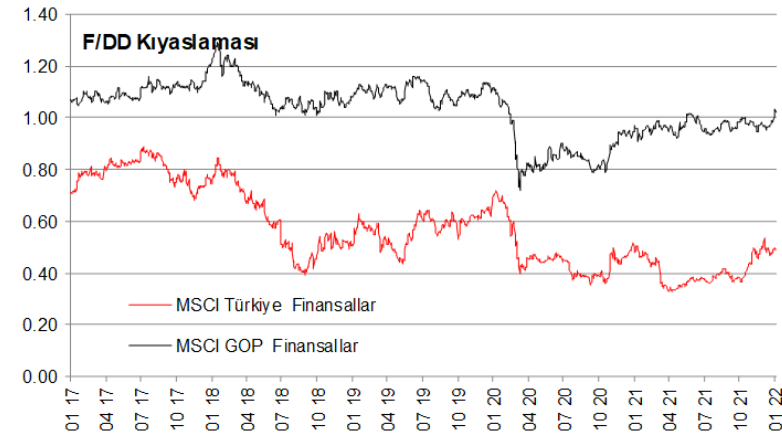
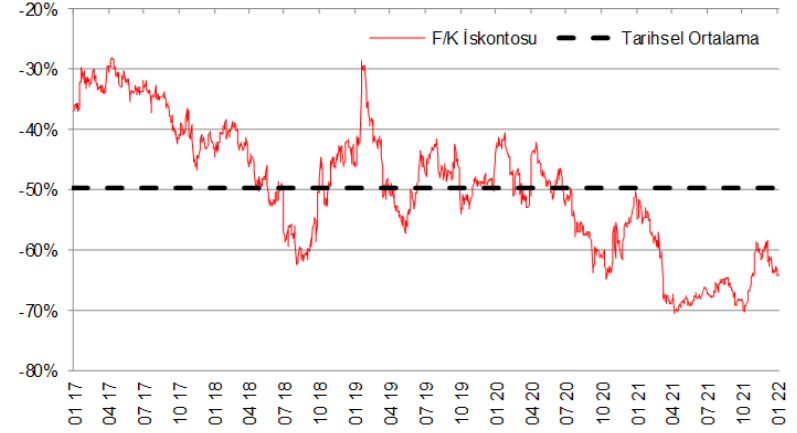
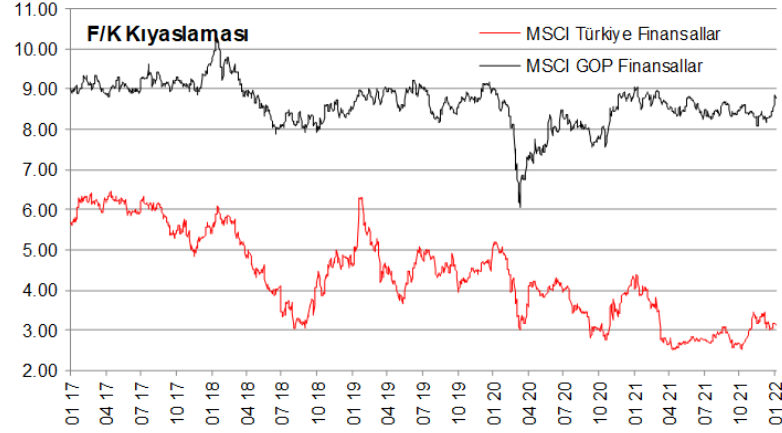


Kaynak: Bankalar, Deniz Yatırım Araştırma

Banka hisse çarpanları oldukça cazip ve karlılık yüksek

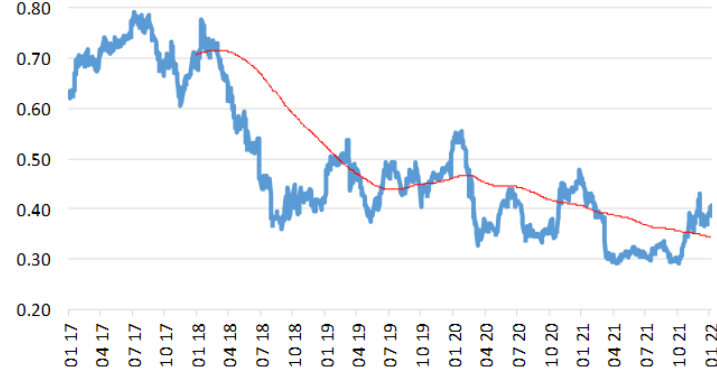
12-a ileri F/K	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	1.97	2.20	2.39	1.97	1.98	1.84	2.56	2.07
Son 1 Yıl	1.82	2.19	2.73	1.67	2.39	1.51	3.20	1.97
Son 3 Yıl	4.06	4.21	5.35	2.91	3.19	3.11	3.54	3.55
Son 5 Yıl	4.88	4.87	5.37	3.61	3.49	3.52	3.88	4.19
İskonto/Prim								
Cari	-5%	6%	15%	-5%	-4%	-11%	24%	-
Son 1 Yıl	-8%	11%	38%	-15%	21%	-23%	62%	-
Son 3 Yıl	14%	18%	51%	-18%	-10%	-13%	-1%	-
Son 5 Yıl	16%	16%	28%	-14%	-17%	-16%	-7%	-
12-a ileri F/DD	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	0.43	0.52	0.27	0.38	0.26	0.44	0.51	0.41
Son 1 Yıl	0.36	0.45	0.25	0.30	0.27	0.33	0.52	0.34
Son 3 Yıl	0.49	0.55	0.24	0.36	0.30	0.38	0.52	0.40
Son 5 Yıl	0.60	0.66	0.32	0.44	0.38	0.42	0.59	0.49
İskonto/Prim								
Cari	6%	27%	-32%	-7%	-35%	8%	0.25	-
Son 1 Yıl	4%	31%	-27%	-14%	-22%	-5%	0.52	-
Son 3 Yıl	20%	36%	-41%	-12%	-27%	-6%	0.28	-
Son 5 Yıl	23%	35%	-35%	-10%	-22%	-15%	0.20	-
12-a ileri Özkaynak Karlılığı	AKBNK	GARAN	HALKB	ISCTR	VAKBN	YKBNK	TSKB	Ortalama
Cari	24.1%	26.3%	12.0%	21.0%	14.3%	26.7%	21.9%	21.5%
Son 1 Yıl	22.7%	23.4%	11.3%	19.8%	12.3%	24.7%	18.2%	19.6%
Son 3 Yıl	15.5%	16.5%	7.3%	14.6%	11.2%	16.3%	16.0%	13.9%
Son 5 Yıl	14.7%	15.9%	7.9%	14.0%	12.2%	14.7%	16.5%	13.4%
İskonto/Prim								
Cari	12%	22%	-44%	-2%	-34%	24%	0.02	-
Son 1 Yıl	15%	19%	-43%	1%	-37%	26%	-0.07	-
Son 3 Yıl	12%	19%	-47%	5%	-19%	18%	0.15	-
Son 5 Yıl	9%	18%	-41%	4%	-9%	9%	0.23	-

Yukarı revize edilebilecek beklentiler ile f/k iskontosunun daralması beklenebilir

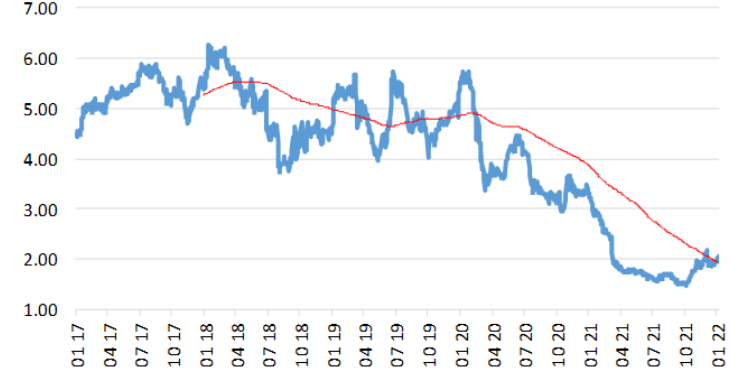


GOÜ bankacılık karlılıklarına göre daha iyi noktaya gelmemize rağmen değerlendirme oranları hali hazırda oldukça düşük seviyelerde

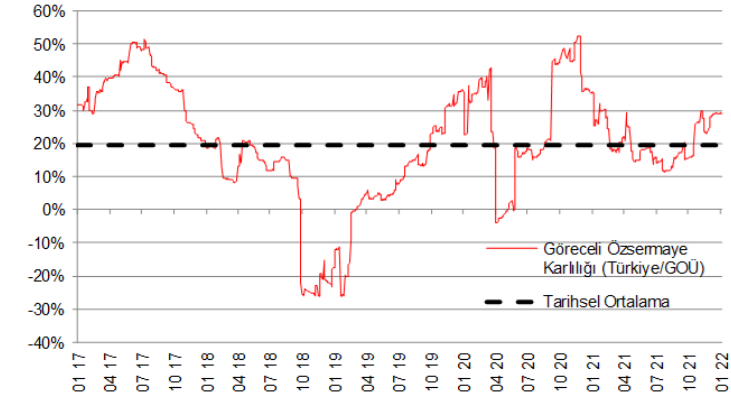
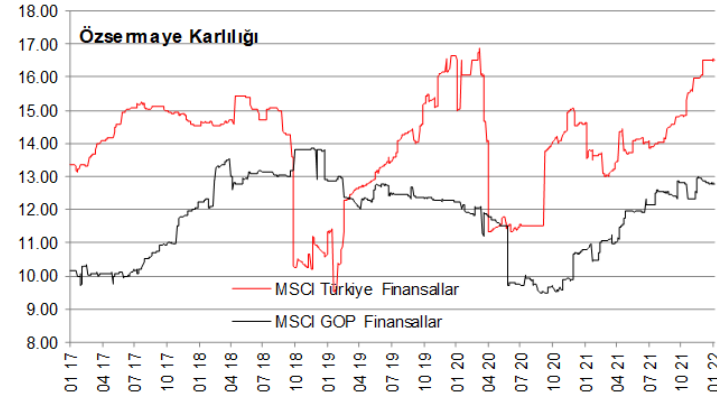
Fiyat/Defter Değeri, 1 yıl ileriye dönük



Fiyat/Kazanç Oranı, 1 yıl ileriye dönük



Kaynak: Borsa İstanbul, Deniz Yatırım Araştırma



■ Deniz Yatırım Model Portföy

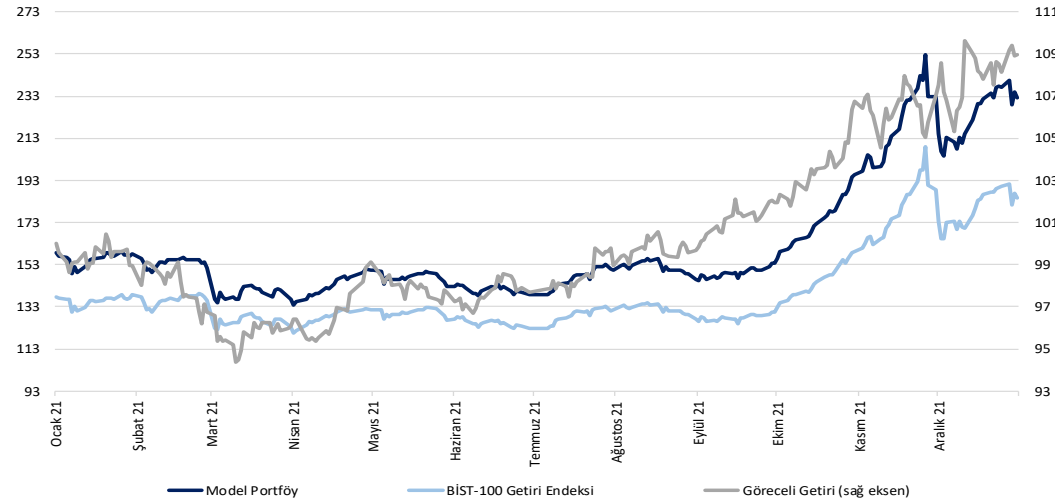
Model Portföy, Ocak 2022

- **GARAN** : Cazip değerlendirme, güçlü sermaye, yüksek karşılık oranları ve TÜFE'ye endeksli bonoların karlılığa katkısı.
- **ISMEN** : Komisyon gelirlerinde artış, alternatif getiri arayışı döneminde kredili işlem hacimlerinde olası toparlanma ve düzenli temettü getirisi.
- **KORDS** : Kord bezi segmentine ek olarak kompozit güçlendirme tarafındaki toparlanma beklentimiz ve döviz bazlı gelir yapısı.
- **TAVHL** : Pandeminin sonuna yaklaşılması ve Türkiye'nin cazip turizm destinasyonu konumunda olması dolayısıyla turist sayısında artış beklentimiz.
- **SISE** : Yeni yatırımlarla desteklenen büyüme hikayesi, güçlü bilanço, döviz bazlı gelir yapısı ve düzenli temettü getirisi.
- **TCELL** : Yüksek karlılık, pozitif bilanço yapısı, nakit yaratma kapasitesi, dijital hizmetlere yönelik yatırımlar, yüksen enflasyonun pozitif katkısı.
- **AKSEN** : Güçlü FAVÖK üretimi, yabancı para geliri sağlayan yatırımları, döviz bazlı gelirlerde artış, cazip çarpanlar.
- **BIMAS** : Rekabet Kurulu cezası nedeniyle iskonto görmesi, gıda enflasyonu ve alternatif temel tüketim malı talep arayışının büyümeyi desteklemesi.
- **TKFEN** : Gübre tarafından gelecek katkı, Orta Doğu ülkelerinden olası yeni siparişler, bakiye siparişlerde toparlanma beklentimiz.
- **TURSG** : Cazip çarpanlar, trafik ve kasko segmentlerindeki pazar payının görece daha düşük olması, marj baskısının rakiplerine kıyasla daha sınırlı kalması ve artan finansal gelirler.
- **OZKGY** : 2021 yılındaki güçlü performansı sonrasında revize ettiğimiz 12-aylık hedef fiyatımızın sınırlı getiri potansiyeline işaret etmesi.

Deniz Yatırım Model Portföy, Ocak 2022

Hisse	Portföye Giriş Tarihi	Hedef Fiyat	Potansiyel	Nominal Getiri (Portföye girişten itibaren)	BIST-100'e Rölatif Getiri (Portföye girişten itibaren)
GARAN	19.06.2020	17.20	44%	46.4%	-17.4%
SISE	04.09.2020	21.10	53%	124.9%	21.3%
ISMEN	24.03.2021	32.00	53%	35.3%	-5.0%
TAVHL	10.05.2021	53.80	42%	56.4%	13.5%
KORDS	10.05.2021	48.50	38%	47.1%	6.7%
OZKGY	10.05.2021	8.20	6%	72.9%	25.4%
AKSEN	15.11.2021	16.00	39%	56.3%	32.1%
TCELL	16.11.2021	25.50	39%	5.9%	-11.3%
BIMAS	05.01.2022	96.80	38%	1.0%	0.6%
TKFEN	05.01.2022	32.50	41%	1.7%	1.2%
TURSG	21.01.2022	7.50	42%	-	-

	Nominal Getiri	BIST-100 Endeksi'ne Göre Rölatif Getiri	BIST-100 Getiri Endeksi'ne Göre Rölatif Getiri
2019	56.2%	26.8%	24.6%
2020	48.3%	14.9%	13.3%
2021	45.1%	15.4%	11.6%
12A	44.5%	12.6%	9.1%
YBB	7.8%	-0.6%	-0.6%



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Aksa Enerji

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		AKSEN
Mevcut Fiyat (TL)		11.52
Hedef Fiyat (TL)		16.00
Getiri Potansiyeli (%)		38.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	4.34	11.88
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		111
Sermaye (mln TL)		613
Pazar		Yıldız Pazar

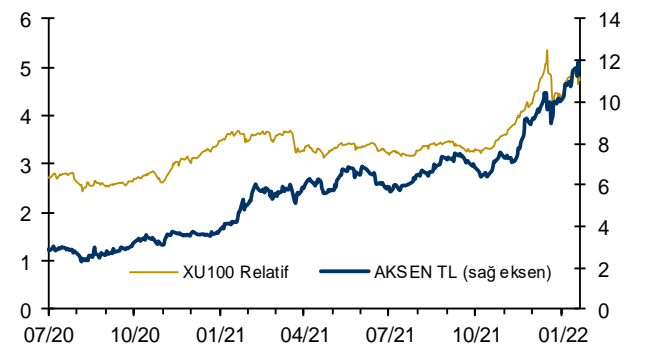
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	14,127
Hedeflenen Piyasa Değeri	9,811
Net Borç	3,301
Firma Değeri	17,429

Özet Veriler (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	7,231	12,536	19,930	25,717
FAVÖK	1,536	2,477	3,996	5,277
Net Kar	470	1,024	2,129	3,222

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	16%	68%	94%	15%
BIST100 Rölatif Getiri	18%	20%	30%	6%

Hisse Performansı



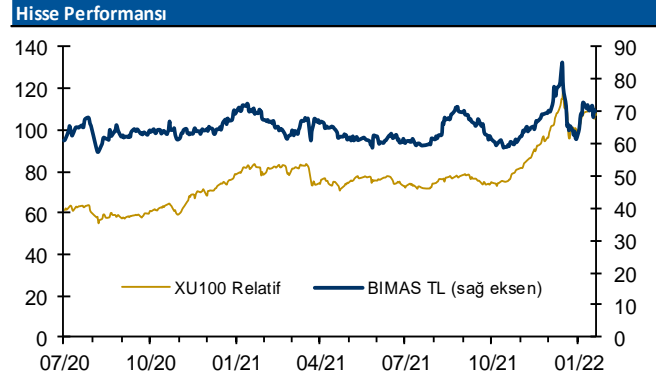
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ Aksa Enerji (AKSEN) – AL – Hedef Fiyat: 16.00 TL

- **Aksa Enerji, 2021 yılını nominal %169, BIST 100 Endeksi'ne relatif %113 pozitif performans ile tamamladı. AKSEN hisseleri son 12 aylık verilere göre 15,2x F/K ve 8,0x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Aksa Enerji'yi 16.00 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde taşıyoruz.**
- Aksa Enerji'yi güçlü nakit akışı, yabancı para gelirli yatırımları ve pozitif bilanço yapısı sayesinde beğenmeye devam ediyor ve kârlılığını 2022 yılında da sürdüreceğini tahmin ediyoruz. Özbekistan Santralleri Projesi'nde üç santralinden ikisinin Ocak ayı itibarıyla üretime başlamış olması ve üretimden elde edilecek döviz bazlı gelir ile Şirket'in 2022 yılında da gelir ve FAVÖK'ünde büyümeyi sürdüreceğini öngörüyoruz.
- Şirket, 3Ç21'de yurt içi operasyonlar bazında uygulanan doğal gaz zamlarından, satışlarının büyük bir bölümünü spot piyasaya yapıyor olması sayesinde sınırlı bir etkilenme yaşamıştır. Spot piyasa fiyatlarının olumlu seyrinin 2022 yılında da devam edeceğini düşünüyoruz. 3Ç21'de şirketin satışları yıllık bazda %98 artarak 3.559 milyon TL, net kârı da %144 ile güçlü artarak 325 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Özbekistan santrallerinin 2022 yılında güçlü net kâr yaratacağını düşünüyoruz.
- Şirket, YEKA GES kapsamında yakın zamanda Bingöl, Yozgat ve Kırşehir'de toplam 35 MW'lık güneş enerjisi santrali için ihaleleri kazanması ile yurt içinde yenilenebilir enerji alanında büyümeyi hedeflemektedir. Yurt dışı yatırımlarının da 2022 yılı boyunca devam edeceğini düşündüğümüz Aksa Enerji'nin 50 MW büyüklüğünde olan Kongo Projesi'nin 1Ç22 itibarıyla 25 MW'lık kısmının devreye alınacağını tahmin ediyoruz.
- Döviz bazlı büyüme ve yüksek yatırım hacimleri baz alındığında Aksa Enerji'nin 2022 yılında da kur risklerine karşı korumasını sürdüreceğini öngörüyoruz.
- 2021'deki güçlü performansına karşılık 2022 yılı tahminlerimize göre küresel benzerlerine kıyasla cazip çarpanlar ile işlem gördüğünü de belirtmek isteriz.

BİM

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	BIMAS			
Mevcut Fiyat (TL)	70.00			
Hedef Fiyat (TL)	96.80			
Getiri Potansiyeli (%)	38.3%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	58.63	85.05		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	625			
Sermaye (mln TL)	607			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	42,504			
Hedeflenen Piyasa Değeri	58,777			
Net Borç	3,651			
Firma Değeri	46,155			
Özet Veriler (mln TL)				
	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	55,495	70,797	101,238	129,770
FAVÖK	5,067	6,193	8,606	11,032
Net Kar	2,607	2,869	3,911	5,221
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-2%	19%	18%	14%
BIST100 Rölatif Getiri	0%	-16%	-21%	5%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ BİM (BIMAS) – AL – Hedef Fiyat: 96.80 TL

- **BİM, 2021 yılını nominal %11, BIST 100 Endeksi'ne relatif %30 negatif performans ile tamamladı. BIMAS hisseleri son 12 aylık verilere göre 13,7x F/K ve 7,9x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. BİM'i 96.80 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüze 2022 yılında dahil ettik.**
- BİM hisselerinin perakende yasası ve Rekabet Kurulu cezası nedeniyle geçtiğimiz yıl yeterince cezalandırıldığını düşünüyoruz. Şirketin yüksek gıda gıda enflasyonu ve alternatif temel tüketim malı talep arayışı ortamından önemli ölçüde fayda sağlayacağı kanaatindeyiz. Ayrıca, Şirket'in kur ve faiz riski taşımaması dolayısıyla sağlam bilançosunu beğeniyoruz.
- Şirket'in yeni mağaza açılışlarına ek olarak FİLE mağazacılık konseptindeki genişlemenin de desteği ile büyümesini sürdüreceğini tahmin ediyoruz. BİM, 2021 yılının 9 aylık döneminde yurt içi ve yurt dışında toplam 965 adet mağaza açılışı gerçekleştirdi. Bu rakam 2020 yılı tamamında 1.107 seviyesinde bulunuyordu. Ek olarak, yüksek seviyede bulunan gıda enflasyonunun da ciroya pozitif destek sağlayacağına inanıyoruz. Bu çerçevede, BİM'in 2022 yılında satış geliri ve FAVÖK rakamını sırasıyla %43 ve %39 artıracığını öngörüyoruz.
- Asgari ücrette yaşanan yüksek artışın perakende gibi emek yoğun sektörlerde neden olduğu maliyet baskısı karşısında tüketimi artırıcı etkisini göz önünde bulundurduğumuzda sepet büyümesini destekleyeceğini düşünüyoruz.
- 2019 yılında %65 olan ancak 2020 yılında %63'e düşen özel markalı ürünler payı, BİM'in çeşitlilik açısından tüketicilere ürün seçimi noktasında geniş bir seçenek sunmaya devam ediyor. BİM'in ürün kategorisinin yaklaşık üçte ikisinin özel markalı olması, diğer gıda perakende oyuncularına karşı Şirket'e rekabet avantajı sağlamayı sürdürmektedir.

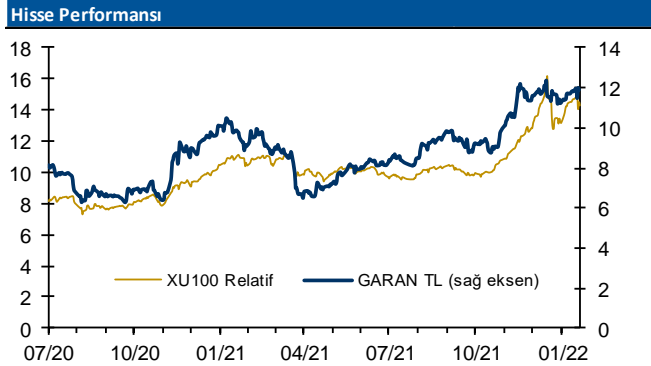
Garanti Bankası

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	GARAN
Mevcut Fiyat (TL)	11.94
Hedef Fiyat (TL)	17.20
Getiri Potansiyeli (%)	44.1%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	6.55 12.41
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	3,214
Sermaye (mln TL)	4,200
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	50,148
Hedeflenen Piyasa Değeri	72,240

Özet Veriler (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Özsermaye	62,082	74,737	97,005	119,237
Net Faiz Geliri	20,106	20,353	39,975	40,697
Net Kar	6,238	12,974	22,268	27,799

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	3%	31%	44%	6%
BIST100 Rölatif Getiri	5%	-7%	-3%	-2%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ Garanti Bankası (GARAN) – AL – Hedef Fiyat: 17.20 TL

- **Garanti Bankası'nı 17.20 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.**
- 2022 tahminlerimize göre 0.50x F/DD ve 2.02x F/K çarpanları ile işlem gören Garanti Bankası hisseleri önemli bir değer sunmaktadır. Bankanın güçlü sermaye oranları (SYR:%17.8 ve Çekirdek SYR:%15.1), yüksek karşılık oranları (Grup 2 ve 3 krediler için sırasıyla %17.2 ve %69.0) ve 6.6 milyar TL serbest karşılık tutarı olası riskleri önemli ölçüde karşılarken, sektörden daha hızlı kredi büyümesine de alan açmaktadır.
- TÜFE'ye endeksli bono portföyünün enflasyonun artış eğiliminde olduğu bu dönemde karlılığa önemli bir katkı sağlamasını bekliyoruz. Swap dahil net faiz marjının 2021 yılında 120 baz puan daralmasını, 2022 yılında ise 170 baz puan artmasını bekliyoruz. 2022 yılındaki bu artışa TÜFE'ye endeksli bonoların 60 baz puan katkı vermesini beklerken, FX mevduat hacmindeki gerilemeye paralel olarak swap giderlerinde oldukça sınırlı bir artış olabileceğini tahmin ediyoruz. Marj tahminlerimizde en önemli negatif risk unsurunun toplam mevduatın yaklaşık %45'ini oluşturan vadesiz mevduat olduğunu düşünüyoruz. Enflasyonun yüksek seyrettiği bu dönemde vadeli mevduata geçme eğiliminin bir miktar yükselmesi beklenebilir.
- Garanti Bankası'nın önümüzdeki dönemde ticari kredi segmentinde biraz daha hızlı bir büyüme elde edebileceğini düşünüyoruz. Bankanın yüksek likiditesi ve sermaye yeterlilik oranları halihazırda oldukça güçlü olduğu bireysel kredi segmentinin yanı sıra bu alanda da bankanın pazar payı artırabileceği görüşündeyiz.
- Bankanın 6.6 milyar TL'lik serbest karşılık hariç takipteki kredileri için ayırmış olduğu karşılık oranı %149 ile oldukça yüksek bir seviyede bulunduğu için olası risk ortamında takibe intikal edebilecek kredileri için oldukça defansif bir konumda olduğunu düşünüyoruz. Bunun sağladığı rahatlık ve yüksek sermaye yeterlilik oranları ile de Garanti Bankası'nın orta-uzun vadede sektör ortalamasına kıyasla daha hızlı bir büyüme sağlayarak pazar payı kazanabileceği görüşündeyiz.

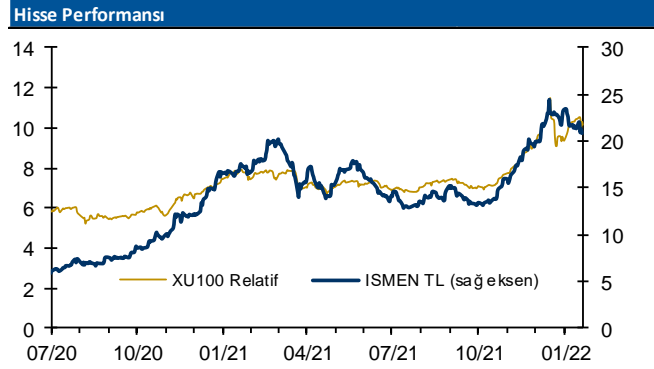
İş Yatırım Menkul Değerler

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	ISMEN
Mevcut Fiyat (TL)	20.90
Hedef Fiyat (TL)	32.00
Getiri Potansiyeli (%)	53.1%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	12.90 - 24.50
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	54
Sermaye (mln TL)	355
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	7,420
Hedeflenen Piyasa Değeri	11,360

Özet Veriler (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	1,869	2,197	3,295	4,119
FAVÖK	1,269	1,491	2,343	2,976
Net Kar	942	1,162	1,820	2,313

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-9%	51%	61%	-10%
BIST100 Rölatif Getiri	-7%	7%	8%	-17%



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ İş Yatırım Menkul Değerler (ISMEN) – AL – Hedef Fiyat: 32.00 TL

○ İş Yatırım'ı 32.00 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüzde taşımaya devam ediyoruz.

○ 2021 yılında BİST 100 endeks ortalaması 1,517 olarak gerçekleşmişti. 2022'de bunun 2,250 üzerine taşınabileceği fikrinden yola çıkarak şirketin komisyon gelirlerinin de buna paralel olarak %50 civarında artış kaydetmesini bekliyoruz.

○ Faiz oranlarındaki gerileme ile birlikte alternatif getiri arayışı artarken kredili işlem hacimlerinde de toparlanma beklenebilir. Bununla birlikte kredili işlemlerden elde edilen gelirin de 2022 yılında faiz hadlerindeki yükseliş ile birlikte şirketin gelirlerine önemli bir katkı sağlayabileceği görüşündeyiz.

○ Geçtiğimiz yıl planlanan ama gerçekleşmeyen olası halka arz gelirleri 2022 yılına katkı sağlayabileceği gibi birleşme ve satın alma faaliyetlerinde de önümüzdeki dönemde bir ivmelenme olabileceği kanısındayız.

○ Operasyonel giderlerdeki artış beklentimizi ise enflasyondaki seyre bağlı olarak %35 seviyesinde öngördük.

○ Bu varsayımlardan yola çıkarak İş Yatırım'ın 2021 ve 2022 yıllarında sırası ile 1,162 milyon TL ve 1,820 milyon TL olarak modelledik. Bu rakamlar %23 ve %57 yıllık büyüme oranına karşılık gelmektedir. 2022 tahminlerimize göre %54 özsermaye karlılığına ulaşmasını beklediğimiz şirketin hisseleri 1.82x F/DD ve 3.91x F/K çarpanları ile işlem görmektedir.

○ 2021 yılı karından 35% temettü dağıtım oranı ile %5.4 seviyesinde temettü verimi bekliyoruz.

Kordsa

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		KORDS
Mevcut Fiyat (TL)		35.02
Hedef Fiyat (TL)		48.50
Getiri Potansiyeli (%)		38.5%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	19.31	41.26
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		103
Sermaye (mln TL)		195
Pazar		Yıldız Pazar

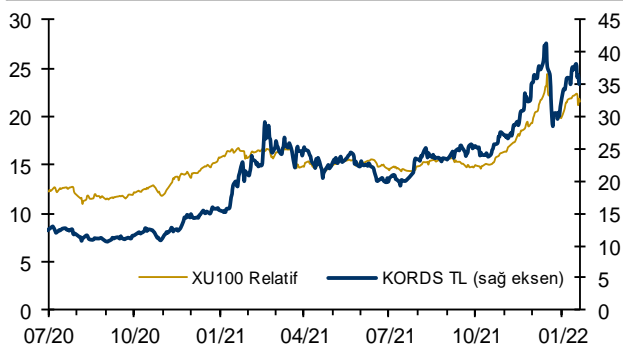
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	6,812
Hedeflenen Piyasa Değeri	9,435
Net Borç	2,822
Firma Değeri	9,634

Özet Veriler (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	4,536	7,613	14,887	16,504
FAVÖK	574	1,231	2,359	2,581
Net Kar	153	685	1,200	1,365

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-4%	40%	74%	11%
BIST100 Rölatif Getiri	-2%	-1%	17%	3%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ Kordsa (KORDS) – AL – Hedef Fiyat: 48.50 TL

- Kordsa, 2021 yılını nominal %103, BIST 100 Endeksi'ne relatif %61 pozitif performans ile tamamladı. KORDS hisseleri son 12 aylık verilere göre 13,0x F/K ve 9,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Kordsa'yı 48.50 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde taşıyoruz.
- Küresel kord bezi pazarındaki önemli pozisyonu beraberinde güçlü talepten olumlu etkilenmeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, 2021 yılında koronavirüs salgınının devam eden etkileri nedeniyle zayıf geçen kompozit güçlendirme pazarında da havacılık sektöründe canlanmanın etkisiyle toparlanacağını ve büyümeyi destekleyeceğini öngörüyoruz. Tahminimiz, 2021 yılındaki güçlü büyümenin ardından 2022 yılında da %96 satış geliri ve %92 FAVÖK büyümesi kaydedeceği yönünde.
- Şirket, Türkiye'nin yanı sıra ABD, Brezilya, Endonezya ve Tayland gibi birçok ülkede faaliyet göstermektedir. Bu anlamda Kordsa'nın ülke riskinin oldukça düşük düzeyde olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, Şirket'in gelirlerinin yaklaşık tamamı, giderlerinin ise dörtte üçü yabancı para cinsindedir. Bu çerçevede, Şirket'in doğal hedge mekanizmasına sahip olduğunu ve aynı zamanda TL'nin değer kaybettiği dönemlerde operasyonel anlamda fayda sağladığını söyleyebiliriz.
- Düşen borçluluk profilinin yeni satın alımlar açısından Şirket'i cesaretlendirebileceğini düşünüyoruz. 2020 yıl sonunda 4,4x seviyesinde bulunan net borç/FAVÖK rasyosu, son 12 aylık verilere göre 2021 yılı 9 aylık dönemde 2,6x ile 2019 yılından bu yana en düşük seviyesine gerilemiş durumda.
- 2021 yılındaki hem TL hem de ABD doları bazlı güçlü performansına karşılık küresel benzerlerine kıyasla F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına göre iskontolu işlem görmeye devam ediyor.

Şişecam

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		SISE
Mevcut Fiyat (TL)		13.79
Hedef Fiyat (TL)		21.10
Getiri Potansiyeli (%)		53.0%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	6.79	17.71
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		1,972
Sermaye (mln TL)		3,063
Pazar		Yıldız Pazar

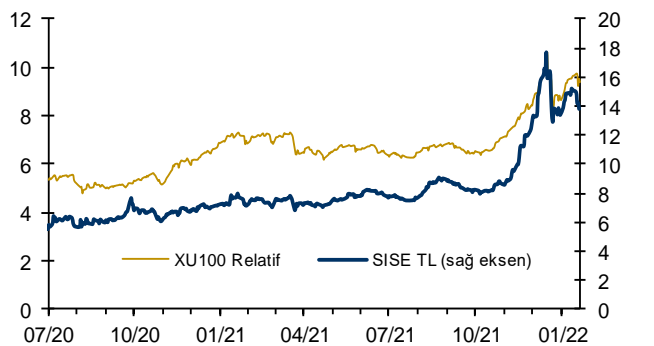
Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	42,242
Hedeflenen Piyasa Değeri	64,634
Net Borç	3,751
Firma Değeri	45,993

Özet Veriler (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	21,341	31,904	68,594	82,313
FAVÖK	4,405	7,149	13,575	16,929
Net Kar	2,138	7,705	9,049	11,358

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-16%	69%	85%	3%
BIST100 Rölatif Getiri	-14%	20%	24%	-5%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ Şişecam (SISE) – AL – Hedef Fiyat: 21.10 TL

- **Şişecam, 2021 yılını nominal %87, BIST 100 Endeksi'ne relatif %49 pozitif performans ile tamamladı. SISE hisseleri son 12 aylık verilere göre 9,5x F/K ve 7,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Şişecam'ı 21.10 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde taşıyoruz.**
- Yeni yatırımlarla desteklenen büyüme hikayesi, güçlü bilanço, döviz bazlı gelir yapısı ve düzenli temettü getirisi sunması dolayısıyla Şişecam'ı uzun vadede beğenmeye devam ediyoruz.
- Yurt içi ve yurt dışında yeni devreye girecek yatırımlar, ABD'deki soda külü yatırımı ve ihracat pazarlarındaki güçlü talebin Şirket'in büyüme hikayesini destekleyecek en önemli unsurlar olduğunu düşünüyoruz. Türkiye'deki düz cam yatırımı 2023 yılının ikinci yarısı, Macaristan'daki cam ambalaj yatırımı 2024 yılı ve ABD'deki doğal soda külü yatırımının da kademeli bir şekilde 2026 yılında devreye girmesi bekleniyor.
- 2022'de devam eden güçlü talep ve Türk lirasındaki değer kaybına ek olarak ABD'deki Wyoming madeninin de katkısı eşliğinde %115 ciro ve %90 FAVÖK büyümesi sergileyeceğini tahmin ediyoruz. 2021 yılının 9 ayında Şirket, %44 ciro ve %81 FAVÖK büyümesi kaydetti.
- ABD'deki soda külü yatırımını toplam gelirler içerisinde yabancı para payını artıracak olması açısından önemsiyoruz. Söz konusu yatırım sonrasında Şişecam'ın soda külü kapasitesi 2,5 milyon tondan 2027'de 10 milyon ton üzerine yükselecek olup dünyadaki 8. sıradaki yerini liderliğe çıkaracak.
- Devam eden hisse geri alım programının hisse performansı açısından destekleyici olduğunu düşünüyoruz. Hatırlanacağı üzere, Şişecam, 26 Şubat 2021'de geri alım programı duyurmuştu. Şirket, maksimum 1,2 milyar TL harcayarak maksimum 150 milyon adet hisse geri almayı planlamaktadır. Şirket, şu ana dek, ortalama 8.90 TL ortalama fiyat ile yaklaşık 39,2 milyon adet hisse almış ve 349 milyon TL harcamıştır. Mevcut durum itibarıyla hedeflenen pay adedinin %26'sı geri alınmış olup, geri alım programına ayrılan fonun %29'u kullanılmıştır.

Tav Havalimanları

Hisse Verileri

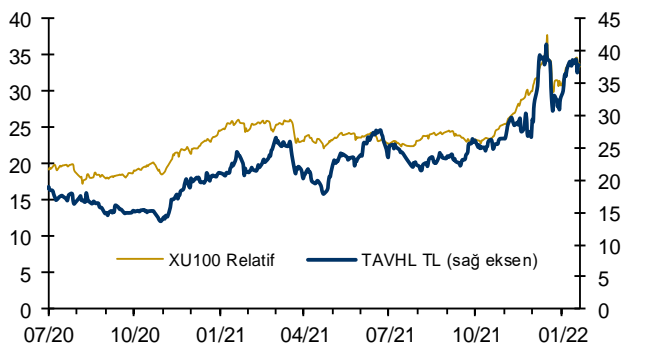
Bloomberg Hisse Kodu		TAVHL
Mevcut Fiyat (TL)		37.98
Hedef Fiyat (TL)		53.80
Getiri Potansiyeli (%)		41.7%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	18.02	41.20
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		395
Sermaye (mln TL)		363
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	13,797
Hedeflenen Piyasa Değeri	19,545
Net Borç	8,656
Firma Değeri	22,454

Özet Veriler (mln TL)	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	2,419	4,723	10,788	13,995
FAVÖK	182	1,559	3,668	4,898
Net Kar	-2,287	834	1,287	1,718
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-1%	52%	61%	16%
BIST100 Rölatif Getiri	1%	8%	8%	7%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ Tav Havalimanları (TAVHL) – AL – Hedef Fiyat: 53.80 TL

- **Tav Havalimanları, 2021 yılını nominal %54, BIST 100 Endeksi'ne relatif %22 pozitif performans ile tamamladı. TAVHL hisseleri son 12 aylık verilere göre 162,9x F/K ve 18,7x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Tav Havalimanları'nı 53.80 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde taşıyoruz.**
- Son dönemde ortaya çıkan ve bulaş oranı yüksek olan Omicron varyantı endişelerine karşılık vefat ve hastaneye yatış oranlarının daha az olduğuna dair değerlendirmeler ve aşılamanın daha geniş coğrafyalara yayılması ile pandeminin sonuna yaklaşıldığına inanılmasının fiyatlamaları desteklemesi, döviz bazlı gelir yapısı sayesinde TL'deki değer kaybından olumlu fayda sağlaması ve Türkiye'nin cazip turizm destinasyonu konumunda olması sebebiyle turist sayısında artış beklentimiz Tav Havalimanları'nı beğenmemize katkı sağlıyor.
- 2019 yılında 89 milyon yolcu, 2020 yılında ise pandeminin etkisiyle 27 milyon yolcuya hizmet sunan Tav Havalimanları, 2021 yılında 52 milyon yolcuya hizmet vererek 2019 yılının %58'ine ulaştı. 2022 yılında toparlanma eğiliminin benzer şekilde devam edeceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, Şirket'in %128 satış geliri ve %135 FAVÖK büyümesi kaydedeceğini tahmin ediyoruz.
- Şirket, büyüme potansiyeli barındıran bölgelerde yeni havalimanı arayışını sürdürmektedir. Son durumda, Tav Havalimanları'nın yeterlilik aldığı ve ihaleye katılım açısından kısa listede yer aldığı bölgeler/ülkeler söz konusudur. Bu durumun uzun vadede yeni hikayeler yaratabileceğini düşünüyoruz. Mevcut durumda Şirket, 8 ülkede 15 havalimanı işletmektedir.
- TAV Havalimanları ve Fraport ortaklığı Antalya Havalimanı'nın kapasitesinin artırılması ve 25 yıllık işletme hakkı için gerçekleştirilen ihaleyi 7,25 milyar euro bedelle kazandı. Ortak girişim, yaklaşık 765 milyon euro yatırımla havalimanın kapasitesini yıllık 23 milyondan 80 milyon yolcuya çıkaracak. İhale bedelinin %25'inin 1Ç22'nin sonuna kadar peşin olarak ödenecek olması ile yatırımların ilk kısmı kısa vadede nakit çıkışı gerektirecek olmasına karşılık hem Şirket'in mali yapısının ilgili ödemeleri kaldırarak kapasitede olması hem de uzun vadede büyümeyi destekleyecek olması açısından Antalya Havalimanı yatırımını önemsiyoruz.

Tekfen Holding

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		TKFEN
Mevcut Fiyat (TL)		23.00
Hedef Fiyat (TL)		32.50
Getiri Potansiyeli (%)		41.3%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	13.54	27.84
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		325
Sermaye (mln TL)		370
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	8,510
Hedeflenen Piyasa Değeri	12,025
Net Borç	-1,129
Firma Değeri	7,381

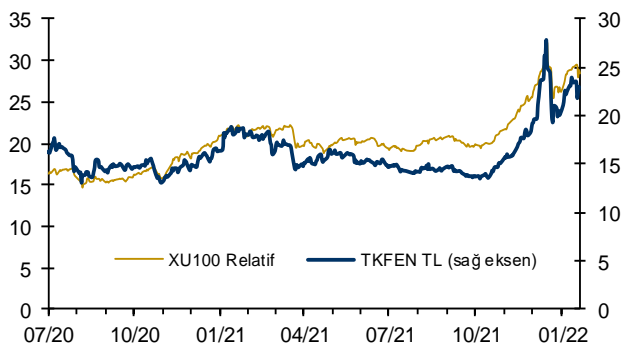
Özet Veriler (mln TL)

	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	11,730	16,290	25,250	30,299
FAVÖK	459	1,618	2,388	2,788
Net Kar	-60	1,583	2,087	2,407

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-6%	61%	61%	14%
BIST100 Rölative Getiri	-4%	15%	8%	5%

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ Tekfen Holding (TKFEN) – AL – Hedef Fiyat: 32.50 TL

- Tekfen Holding, 2021 yılında nominal %23 artış gösterirken, BIST 100 Endeksi'nin %2 gerisinde kalmıştır. TKFEN hisseleri son 12 aylık verilere göre 8,7x F/K ve 6,4x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Tekfen Holding'i 32.50 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüze 2022 yılında dahil ettik.
- 2021 yılında holding bünyesinde en büyük katkıyı gübre işkolu sağlamıştır. Özellikle dolar bazında son yılların en yüksek seviyesine ulaşan gübre fiyatları bu performansta etkili oldu. 2022 yılında ise fiyat ve marjlarda normalleşme beklentimize karşılık devam eden güçlü talep ve dövizde endeksli satış fiyatları beraberinde gübre işkolunun katkı sağlamayı sürdüreceğini düşünüyoruz.
- Tekfen Holding, hem gübre hem de taahhüt işkolundaki gelir yapısı sayesinde zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir. Döviz kurlarının yükseldiği dönemlerde hisse performansını destekleyebilecek unsurlardan biri olacağını öngörüyoruz.
- Hatırlanacağı üzere TKFEN hisseleri taahhüt işkolundaki bakiye siparişlerdeki daralma nedeniyle baskı altında kalmıştı. Holding, 2021 yıl sonuna doğru Katar'dan 400 milyon doların üzerinde sipariş aldığını açıkladı. Ayrıca, petrol fiyatlarındaki yüksek seyrin petrol zengini ülkelerin altyapı yatırımlarını destekleyeceğini ve son dönemde Birleşik Arap Emirlikleri gibi Orta Doğu ülkeleri ile ikili ilişkilerde iyileşme beraberinde Tekfen Holding'in fayda sağlayacağını düşündüğümüzü de ayrıca belirtmek isteriz. Ek olarak, küresel ısınma sebebiyle global düzeyde firmaların yeşil enerjiye dönüşüm yapacak olmaları çerçevesinde de yeni proje imkanlarının oluşabileceği kanaatindeyiz.
- Son olarak, hissenin 2021 yılında performans olarak ana endeksin gerisinde kalmasını 2022 yılı portföy arayışları isteği ölçeğinde kendisi açısından avantaj yaratacağına inanıyoruz.

Turkcell

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu		TCELL
Mevcut Fiyat (TL)		18.35
Hedef Fiyat (TL)		25.50
Getiri Potansiyeli (%)		39.0%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	13.22	23.30
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)		296
Sermaye (mln TL)		2,200
Pazar		Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	40,370
Hedeflenen Piyasa Değeri	56,100
Net Borç	11,510
Firma Değeri	51,880

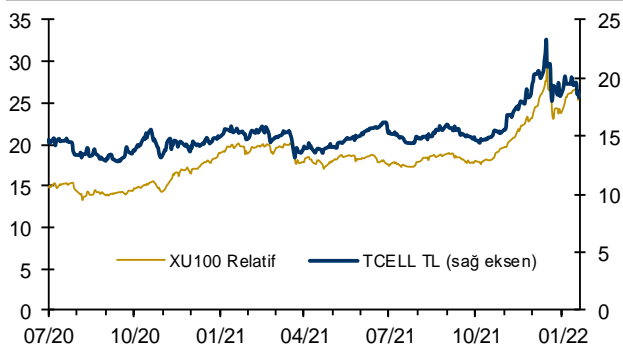
Özet Veriler (mln TL)

	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri	29,104	35,216	45,240	51,743
FAVÖK	12,597	14,686	17,977	20,197
Net Kar	4,237	4,363	5,850	6,863

Hisse Performansı

	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	-13%	21%	27%	-1%
BIST100 Rölatif Getiri	-12%	-14%	-15%	-8%

Hisse Performansı



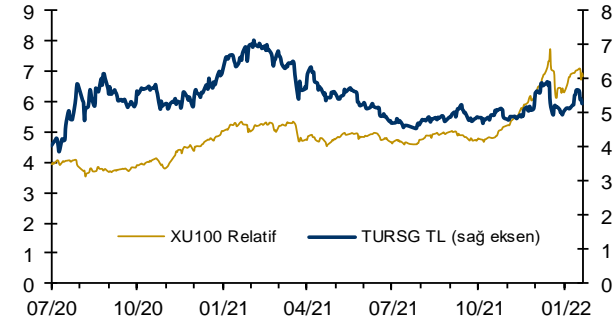
Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ Turkcell (TCELL) – AL – Hedef Fiyat: 25.50 TL

- Turkcell, 2021 yılında nominal %24 artış gösterirken, BIST 100 Endeksi'nin %2 gerisinde kalmıştır. TCELL hisseleri son 12 aylık verilere göre 8,6x F/K ve 3,8x FD/FAVÖK çarpanları ile işlem görmektedir. Turkcell'i 25.50 TL hedef fiyat ve AL önerisi ile Model Portföyümüzde taşıyoruz.
- Turkcell'i karlılığı, pozitif bilanço yapısı ve nakit yaratma kapasitesi kapsamında beğenmeye devam ediyoruz. Şirket, hem büyümesini sürdürmek hem de karlılığını korumak amacıyla Aralık ayında zamanlı fiyatlama aksiyonları almıştır.
- Pandemi sonrası tüm dünyada ve Türkiye'de hızlanan dijitalleşme sürecine Şirket'in de dijital hizmetlere yönelik yatırımları ile eşlik etmesinin uzun vadede değer katacağını düşünüyoruz. Bu kapsamda Şirket, dijital servisler, dijital iş servisleri ve techfin servisleri (Paycell ve Financell) gibi alanlarda büyümesini sürdürmektedir. Turkcell, 3Ç21'de ilgili alanlarda kullanıcı sayılarında artış eşliğinde sırasıyla %31, %14 ve %37 yıllık büyümeler kaydetmiştir.
- Şirket'in bağlı ortaklığı olan Superonline'ın olası halka arzının potansiyel yukarı yönlü katalist olabileceğini tahmin ediyoruz. Ek olarak, diğer şirketleri olan Global Tower ve Paycell'de de blok satış ya da halka arz yöntemiyle hisse satışı gündeme gelebilir. Benzer şekilde, Turkcell CEO'su Murat Erkan geçtiğimiz yıl yaptığı açıklamada şirket yönetiminin Superonline, Global Tower ve Paycell'de blok satış ya da halka arz yöntemiyle hisse satışını değerlendirdiğini bildirmişti.
- Şirket'in yatırım harcamaları içerisindeki yabancı para payı yüksek olmasına karşılık riskten korunma işlemleri ile birlikte kur hassasiyetinin azaldığını ve kur dalgalanmalarına karşı makul dayanıklılığa sahip olduğunu düşünüyoruz.

Türkiye Sigorta

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	TURSG			
Mevcut Fiyat (TL)	5.29			
Hedef Fiyat (TL)	7.50			
Getiri Potansiyeli (%)	41.8%			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	4.56 7.15			
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	99			
Sermaye (mln TL)	1,162			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	6,144			
Hedeflenen Piyasa Değeri	8,711			
Özet Veriler (mln TL)				
	2020	2021T	2022T	2023T
Prim Üretimi	8,887	11,718	14,062	17,226
Teknik Kar	1,341	1,194	1,500	2,296
Net Kar	1,153	1,027	1,394	2,079
Hisse Performansı				
	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	7%	5%	14%	5%
BIST100 Rölatif Getiri	9%	-25%	-23%	-3%
Hisse Performansı				



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 20 Ocak 2022 tarihi itibarıyla.

■ Türkiye Sigorta (TURSG) – AL – Hedef Fiyat: 7.50 TL

○ Türkiye Sigorta'yı 7.50 TL hedef fiyat ile Model Portföyümüze dahil ediyoruz.

Türkiye Sigorta'nın 2021 yılı prim üretimi yıllık %32 artış ile 11.75 milyar TL olarak gerçekleşti. Eylül 2021 sonuçlarına göre toplam prim üretiminde pazar payı %13.2 olan şirketin kasko segmentindeki pazar payı %8.0, Trafik sigortası segmentindeki pazar payı ise bu dönemde %8.5 olarak gerçekleşmişti. Şirketin prim üretimi içerisinde ise her iki segmentin sırası ile payları ise %10.0 ve %16.9 oldu. Bu iki segmentin görece payları rakiplerine göre daha sınırlı olduğu için marj baskısını daha az hissedebileceğini düşünüyoruz. Kasko segmentinde yedek parça fiyatlarındaki artış ve döviz kurundaki yükselişin negatif etkisinin 1Ç22 sonuna kadar etkili olduktan sonra portföyün yeniden fiyatlanması ile birlikte 2Ç22'den itibaren operasyonel karlılıkta belirgin bir iyileşme olabileceğini tahmin ediyoruz. Trafik segmentinde ise yüksek asgari ücret artışının sonucu olarak bedeni hasar teminat karşılıkları 2022 yılında yüksek olabilir ancak rakiplerine oranla daha düşük bir seviyede kalacaktır.

○ Eylül 2021 finansallarında 7.6 milyar TL'yi aşan finansal varlıklarından elde edebileceği finansal gelirin 2021 yılının %25 kadar üzerinde, yaklaşık 1.5 milyar TL seviyesinde olabileceğini tahmin ediyoruz.

○ Bu varsayımlar sonrasında Türkiye Sigorta için 2021 ve 2022 kar tahminlerimizi 1,222 ve 1,423 milyon TL'den 1,027 ve 1,394 milyon TL'ye revize ediyoruz. 2022 tahminlerimize göre 4.41x F/K ve 1.49x F/DD çarpanları ile işlem gören hissenin çarpanlarının sektördeki borsaya kote rakiplerine göre daha cazip olması ve gerek trafik gerekse de kasko segmentlerindeki pazar payının da görece daha düşük olmasında dolayı Türkiye Sigorta için AL tavsiyemizi koruyoruz.

○ %45 temettü dağıtım oranı ile %7.3 oranında temettü verimi öngörüyoruz. Yüksek sermaye yeterlilik oranı ile temettü dağıtımını konusunda rakiplerine kıyasla Türkiye Sigorta'yı daha avantajlı bir noktada görüyoruz.

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	Nominal Hisse Performansı - 2021	Relatif Hisse Performansı - 2021	Eski Hedef Fiyat (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Hedef Fiyat (TL)	Yeni Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
Finansallar										
Akbank	40,768	3,033	7%	-15%	7.90	AL	10.30	AL	7.84	31.4%
Anadolu Sigorta	3,125	232	-9%	-28%	6.90	TUT	7.40	TUT	6.25	18.4%
Aksigorta	2,454	183	28%	1%	8.70	TUT	9.00	TUT	8.02	12.2%
Anadolu Hayat Emeklilik	6,459	480	49%	19%	12.00	AL	17.80	TUT	15.02	18.5%
Agesa Hayat Emeklilik	5,076	378	20%	-5%	26.50	AL	36.50	AL	28.20	29.4%
Garanti Bank	50,148	3,730	11%	-12%	12.50	AL	17.20	AL	11.94	44.1%
Halkbank	13,581	1,010	-19%	-36%	5.80	AL	7.30	AL	5.49	33.0%
İş Bankası	36,855	2,742	6%	-16%	8.20	AL	11.60	AL	8.19	41.6%
TSKB	4,368	325	-18%	-34%	1.90	AL	2.10	AL	1.56	34.6%
Türkiye Sigorta	6,144	457	-18%	-35%	6.60	AL	7.50	AL	5.29	41.8%
Vakıf Bank	15,388	1,145	-22%	-38%	4.50	AL	5.40	AL	3.94	37.1%
Yapı Kredi Bank	33,957	2,526	13%	-10%	4.20	AL	5.90	AL	4.02	46.8%
İş Yatırım	7,420	552	41%	12%	22.60	AL	32.00	AL	20.90	53.1%
Holdingle										
Şişecam	42,242	3,142	87%	49%	21.10	AL	21.10	AL	13.79	53.0%
Tekfen Holding	8,510	633	23%	-2%	32.50	AL	32.50	AL	23.00	41.3%
Enka İnşaat	80,640	5,999	114%	70%	22.20	AL	22.20	AL	14.40	54.2%
Koç Holding	81,149	6,036	39%	10%	43.50	AL	43.50	AL	32.00	35.9%
Sabancı Holding	31,789	2,365	20%	-5%	19.50	AL	19.50	AL	15.58	25.2%
Petrol ve Gaz										
Aygaz	7,284	542	58%	26%	---	---	31.60	AL	24.28	30.1%
Petkim	22,455	1,670	57%	25%	8.85	AL	12.80	AL	8.86	44.5%
Tüpraş	45,176	3,361	43%	14%	176.00	AL	254.00	AL	180.40	40.8%
Tekstil										
Aksa Akrilik	10,412	775	148%	97%	---	---	42.00	AL	32.16	30.6%
Enerji										
Aksa Enerji	14,127	1,051	169%	113%	14.00	AL	16.00	AL	11.52	38.9%
Demir, Çelik ve Madencilik										
Erdemir	100,310	7,462	114%	70%	24.60	AL	40.90	AL	28.66	42.7%
Kardemir (D)	9,870	734	60%	27%	11.50	AL	16.90	AL	13.25	27.5%
Koza Altın	19,551	1,454	20%	-5%	138.70	AL	188.30	AL	128.20	46.9%

Hisse öneri ve hedef fiyat değişiklikleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Piyasa Değeri (mn USD)	Nominal Hisse Performansı - 2021	Relatif Hisse Performansı - 2021	Eski Hedef Fiyat (TL)	Eski Tavsiye	Yeni Hedef Fiyat (TL)	Yeni Tavsiye	Kapanış Fiyatı	Yükseliş / Düşüş Potansiyeli
Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi										
Ford Otosan	92,324	6,868	98%	58%	---	---	354.60	AL	263.10	34.8%
Tofaş	39,275	2,922	145%	95%	64.80	TUT	106.00	AL	78.55	34.9%
Türk Traktor	12,195	907	31%	5%	---	---	296.50	AL	228.50	29.8%
Kordsa	6,812	507	103%	61%	41.50	AL	48.50	AL	35.02	38.5%
Sağlık										
MLP Sağlık	7,240	539	50%	19%	40.00	AL	43.60	AL	34.80	25.3%
Tüketici										
Arçelik	35,543	2,644	70%	35%	44.00	AL	69.40	AL	52.60	31.9%
Vestel Elektronik	8,333	620	51%	20%	---	---	34.50	AL	24.84	38.9%
Yataş	1,742	130	-21%	-38%	---	---	16.00	AL	11.63	37.6%
BİM	42,504	3,162	-11%	-30%	92.80	AL	96.80	AL	70.00	38.3%
Şok Marketler	9,008	670	2%	-19%	17.92	AL	19.70	AL	14.72	33.8%
Migros	7,579	564	-11%	-30%	50.42	AL	59.10	AL	41.86	41.2%
Mavi Giyim	3,334	248	35%	7%	106.00	AL	106.00	AL	67.15	57.9%
Telekom & Yazılım										
Türk Telekom	34,790	2,588	22%	-3%	13.90	AL	13.90	AL	9.94	39.8%
Türkcell	40,370	3,003	24%	-2%	25.50	AL	25.50	AL	18.35	39.0%
Logo Yazılım	4,018	299	34%	6%	---	---	55.10	AL	40.18	37.1%
Savunma										
Aselsan	51,391	3,823	15%	-8%	24.50	TUT	30.00	AL	22.54	33.1%
Havacılık										
Pegasus	10,117	753	14%	-9%	147.90	AL	147.90	AL	98.90	49.5%
TAV Havalimanları	13,797	1,026	54%	22%	53.80	AL	53.80	AL	37.98	41.7%
Türk Hava Yolları	38,778	2,885	55%	23%	35.10	AL	35.10	AL	28.10	24.9%
Tarımsal İlaç/Gübre										
Hektaş	12,289	914	178%	121%	18.00	TUT	18.00	TUT	14.29	26.0%
GYO'lar										
Emlak GYO	9,120	678	1%	-20%	3.00	AL	3.50	AL	2.40	45.8%
İs GYO	3,308	246	19%	-5%	2.30	TUT	4.00	TUT	3.45	15.9%
Ozak GYO	2,806	209	27%	1%	7.20	AL	8.20	TUT	7.71	6.4%
Torunlar GYO	4,660	347	1%	-20%	4.00	TUT	5.40	TUT	4.66	15.9%

Temettü tahminlerimiz

Şirket	Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	Hisse Başına Brüt Temettü (TL)	Toplam Brüt Temettü (milyon TL)	Temettü Verimliliği
EREGL	28.66	3.88	13,569	13.5%
TTKOM	9.94	0.84	2,929	8.4%
TTRAK	228.50	19.09	1,019	8.4%
KRDMD	12.65	1.03	800	8.1%
TURSG	5.29	0.39	450	7.3%
AKSA	32.16	2.23	723	6.9%
ANHYT	15.02	0.98	420	6.5%
TCELL	18.35	1.01	2,233	5.5%
ISMEN	20.90	1.13	400	5.4%
SAHOL	15.58	0.78	1,583	5.0%
FROTO	263.10	12.88	4,520	4.9%
TOASO	78.55	3.74	1,869	4.8%
BIMAS	70.00	3.32	2,015	4.7%
AYGAZ	24.28	1.03	308	4.2%
ARCLK	52.60	2.22	1,501	4.2%
AGESA	28.20	1.11	200	3.9%
PETKM	8.86	0.32	820	3.6%
TKFEN	23.00	0.76	280	3.3%
YATAS	11.63	0.35	53	3.0%
ENKAI	14.40	0.43	2,400	3.0%
MAVI	67.15	1.81	90	2.7%
KCHOL	32.00	0.83	2,100	2.6%
SISE	13.79	0.36	1,090	2.6%
EKGYO	2.40	0.05	200	2.2%
LOGO	40.18	0.65	65	1.6%
ASELS	22.54	0.34	786	1.5%
KORDS	35.02	0.45	88	1.3%
MPARK	34.80	0.24	50	0.7%
SOKM	14.72	0.07	45	0.5%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma hesaplamaları, Rasyonet

Yasal Uyarı

Uyarı Notu:

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayınlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Disclaimer:

Assessments included in this report/e-mail have been prepared based on information and data obtained from sources deemed to be reliable by Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. The statements in the report may not be suitable with your financial status, risk or income preferences and must not be evaluated as a form of guidance towards carrying out sales or purchases in any way. Deniz Yatırım does not guarantee the accuracy, completeness and permanence of these data. Therefore, readers are recommended to verify the accuracy of these data before they act based on information in these reports, and the responsibility of decisions taken as per these information belongs to the reader. Deniz Yatırım cannot in any way be held liable for the incompleteness or inaccuracy of this information. Also, employees and consultants of Deniz Yatırım and DenizBank Financial Services Group have no direct or indirect responsibility with regards to any losses to be incurred due to information given in this report/e-mail. This information does not constitute an investment recommendation, buy-sell proposal or promise of income in relation to any capital market instruments and does not fall in scope of investment consultancy. Investment Consultancy services are tailor-made for persons based on their risk and income preferences in scope of investment consultancy agreements signed with authorized institutions. None of this content can be copied without the written permission of Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş., published in any form or environment, given reference or utilized.

© DENİZ YATIRIM 2022