

Borsa İstanbul, Mayıs'ta 83.535 - 96.050 arası geniş bir bantta dalgalanırken ayı %5,1'lik sert düşüşle 90.346'dan kapattı. Bankacılık Endeksi aylık %4,0 düşüş, Sınai Endeksi ise %4,7 düşüş gösterdi.

Ay içinde TL'deki değer kaybı sonrası TCMB haftalık repo ihalelerine bir süre ara vererek fonlama maliyetini yukarı çekti. TCMB, ayrıca ROM kapsamında TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkânı azami oranını %40'tan yüzde %30'a indirdi.

Fed toplantı tutanakları, üyelerin faizlerde değişiklik için "sabırlı" davranacaklarını gösteriyor.

Haziran ayında yurtdışı piyasaların ana gündemi ABD ile Çin arasındaki ticaret görüşmeleri olacak. Ayrıca majör ekonomilerden gelecek ekonomik veriler izlenecek.

Yurt içinde ise ABD ile ilişkiler, S-400 konusundaki gelişmeler, İstanbul seçimleri ve gelecek makro veriler piyasaların ana gündemi olacak.

#### Şirket Analizleri:

- Ford Otosan
- Selçuk Ecza Deposu



**Ajanda**

Haziran ayında piyasaların gündemi ve gelişmeler...

**Strateji**

Haziran'da yurtdışı piyasaların ana gündemi ABD ile Çin arasındaki ticaret görüşmeleri olacak. ABD tahvil faizleri resesyon fiyatlaması yapmaya başlarken, piyasalar için önümüzdeki dönemde en büyük risk büyümeye yönelik gelecek zayıf veriler olacak. Zayıf ekonomik verilerin başta gelişmiş ülke borsaları olmak üzere güçlü satışlara neden olması ve riskten kaçışın devam etmesi beklenmektedir. Ancak, ABD ve Çin arasında olası bir anlaşma global risk iştahının hızlı şekilde geri dönmesini sağlayacaktır. ABD ile İran arasında bir çatışma riski ise hem global hem de jeopolitik konum nedeniyle Türkiye piyasaları için büyük risklerden biri olacaktır. Yurtdışı piyasalarda düşük risk iştahı ve riskten kaçınmanın devam etmesi beklenmektedir. Fed'in piyasaları destekleyici politikasına rağmen ticaret savaşı ve büyüme endişeleriyle birlikte EM piyasaları başta olmak üzere piyasalardaki satış baskısı devam edebilir. Büyüme endişeleriyle petrol fiyatları Haziran'da da düşüşüne devam edebilir. Yurtiçinde ise ABD ile ilişkiler, S-400 gelişmeleri, İstanbul seçimleri ve gelecek makro veriler piyasaların ana gündemi olacak. ABD ile ilişkilerin Trump-Erdoğan görüşmesi sonrası yumuşama sinyali vermesi ve iki liderin Haziran ayı sonunda G-20 zirvesinde görüşecek olması piyasalar tarafından olumlu algılandı. Bu beklentilerde olumlu bir gelişme olması durumunda değerlendirilerek çok düşük çarpanla işlem gören ve EM içinde en ucuz borsa konumuna gelen BIST'te tepki alımları sınırlı da olsa devam edebilir. Ancak global riskten kaçışın ve borsalardaki satışların derinleşmesi durumunda BIST'te satış baskısı daha düşük tempoyla da olsa kaçınılmaz olacaktır.

**Makro Ekonomi**

- Nisan TÜFE, %2,3'lük tahminimiz ve medyan piyasa beklentisinin altında %1,69 geldi. Yıllık TÜFE enflasyonu da %19,7'den %19,5'e geriledi.
- TÜİK, GSYH'nin 1Ç19'da yıllık %2,6 küçüldüğünü açıkladı.
- Cari açık, Mart'ta 0,6 milyar \$ ile beklentilerin altında gerçekleşti. 12 aylık cari açık da 17,0mlr \$'dan 12,8 milyar \$'a düştü.
- Mart'ta takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi yıllık %2,2, arındırılmamış sanayi üretimi ise %4,7'lik daralma gösterdi.
- Merkezi bütçe Nisan'da 18,3 milyar TL açık verirken faiz-dışı denge 13,2 milyar TL açık verdi.

**Portföy Önerileri**

Bu beklentilerin ışığında portföyümüzdeki tahvilin ağırlığını %60, döviz ağırlığını %20 ve hisse senedi ağırlığını da %20 olarak koruyoruz.

**Şirket Raporları**

<b>Ford Otosan</b>	FROTO için hedef fiyatımızı 49,90 TL'ye revize edip; TUT önerimizi koruyoruz.
<b>Selçuk Ecza Deposu</b>	SELEC için hedef fiyatımızı 4,75 TL'ye revize edip; önerimizi TUT olarak güncelliyoruz.

**Şube ve Acenteler****Künye**

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

Bu bültende yer alan bilgi ve yorumlar Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma ve Kurumsal Finans Bölümü tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanarak hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı operasyonlarda kullanılmasından doğabilecek zararlardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

**Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**Büyükdere Cad. No:171 Metrocitiy A Blok Kat 4-5 ŞİŞLİ / İSTANBUL**

**Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)**

## AYLIK GÜNDEM

### Ana Başlıklar;

- \* Fed faiz kararı, Fed'in yeni projeksiyonları ve üyelerinden gelecek açıklamalar izlenecek.
- \* ABD tahvil faizleri, DXY dolar endeksi ve ABD-Çin ticaret görüşmelerine ilişkin gelişmeler takip edilecek.
- \* Gelişmiş ülke borsa endeksleri ve petrol fiyatları izlenecek.
- \* Başta enflasyon ve sanayi üretimi olmak üzere yurtiçi ekonomik veriler izlenecek.
- \* ABD'de başta enflasyon olmak üzere makro ekonomik veriler izlenmeye devam edilecek.
- \* İstanbul belediye seçim sonuçları takip edilecek.
- \* G-20 zirvesi ve Trump ile Cumhurbaşkanı Erdoğan'ın yapacağı görüşme takip edilecek.

### Haziran 19

				01 Haziran Cmt	02 Haziran Paz	03 Haziran Pzt
						*TÜİK, Mayıs Enflasyonu *ABD, Mayıs ISM imalat endeksi *ABD, Nisan inşaat harcamaları *Almanya ve Euro Böl., Mayıs İmalat PMI
04 Haziran Sal	05 Haziran Çar	06 Haziran Per	07 Haziran Cum	08 Haziran Cmt	09 Haziran Paz	10 Haziran Pzt
*TCMB, Mayıs enflasyon değerlendirmesi *TCMB, Reel Efektif Döviz Kuru *Euro Bölgesi, Mayıs TÜFE *ABD, Nisan fabrika siparişleri	*Euro Bölgesi, Nisan ÜFE *Euro Bölgesi, Nisan perakende satışlar *ABD, Mayıs ISM hizmet endeksi *ABD, Mayıs ADP istihdam verisi *ABD, Mayıs ISM hizmet endeksi	*Almanya, Nisan fabrika siparişleri *Avrupa, AMB faiz kararı *ABD, haftalık işsizlik başvuruları	*Almanya, Nisan sanayi üretimi *ABD, Mayıs tarım dışı ist. ve işsizlik oranı *ABD, Mayıs saatlik kazançlar *ABD, Nisan toptan satış envanteri			*Hazine ihalesi *Almanya Borsaları kapalı olacak *Japonya, 1Ç19 GSYİH Büyümesi
11 Haziran Sal	12 Haziran Çar	13 Haziran Per	14 Haziran Cum	15 Haziran Cmt	16 Haziran Paz	17 Haziran Pzt
*Hazine ihalesi *ABD, Mayıs ÜFE	*Türkiye, TCMB faiz kararı *AMB, Başkan Draghi'nin konuşması *ABD, Mayıs TÜFE	*Almanya, Mayıs TÜFE *Euro Bölgesi, Nisan sanayi üretimi *ABD, haftalık işsizlik başvuruları	*TCMB, Nisan ödemeler dengesi *ABD, Mayıs perakende satışlar *ABD, Mayıs sanayi ürt. ve kap. kul. *ABD, Haziran Michigan tüketici güveni			*TÜİK, Mart işgücü istatistikleri *Maliye, Mayıs bütçe gerçekleştirmeleri *ABD, Haziran Empire imalat endeksi
18 Haziran Sal	19 Haziran Çar	20 Haziran Per	21 Haziran Cum	22 Haziran Cmt	23 Haziran Paz	24 Haziran Pzt
*TÜİK, Nisan sanayi üretimi *Almanya, Mayıs ÜFE *Almanya, Haziran ZEW anketi *Euro Bölgesi, Mayıs TÜFE *ABD, Mayıs konut ve inşaat başlangıçları	*ABD, Fed faiz kararı	*Japonya, BoJ faiz kararı *İngiltere, BoE faiz kararı *ABD, Haziran Philadelphia Fed endeksi *ABD, haftalık işsizlik başvuruları	*Almanya, Haziran imalat PMI *Almanya, Haziran hizmet PMI *Euro Bölgesi, Haziran imalat PMI *Euro Bölgesi, Haziran hizmet PMI *ABD, Mayıs ikinci el konut satışları *ABD, Haziran imalat PMI			*TCMB, Haziran KKO-reel kesim güv. end. *Almanya, Haziran IFO endeksi
25 Haziran Sal	26 Haziran Çar	27 Haziran Per	28 Haziran Cum	29 Haziran Cmt	30 Haziran Paz	01 Temmuz Pzt
*ABD, Mayıs yeni konut satışları *ABD, Haziran CB tüketici güveni	*Almanya, Temmuz GFK tüketici güveni *ABD, Mayıs dayanıklı mal siparişleri	*Euro Bölgesi, Haziran tüketici güveni *Almanya, Haziran TÜFE *ABD, haftalık işsizlik başvuruları *ABD, 1.Ç büyüme (revize) *ABD, Mayıs askıdaki konut satışları	*ABD, Haziran Chicago PMI endeksi *ABD, Mayıs kişisel gelir-harcamalar *ABD, Haziran Michigan tüketici güveni			

Kaynak: TÜİK, TCMB, Şeker Yatırım

**BIST Ocak 2017'den beri en düşük seviyesi olan 83.535'i test etti...**

***In May The BIST has tested its lowest level since January 2017 at 83,535...***

**BIST irtifa kaybetmeye devam etti...**

BIST-100 Mayıs ayı içinde 83.535 ile Ocak 2017'den beri en düşük seviyesini test ederek, ayı %5,1 düşükle 90.590'dan kapatırken, ay sonundaki güçlü tepki alımlarına rağmen irtifa kaybetmeye devam etti. Ay içinde değer kaybeden TL TCMB'nin aldığı tedbir ve aksiyonlarla birlikte kayıplarını geri alırken, Trump-Erdoğan görüşmesi sonrası ayı %2'ye yaklaşan değer kazancı ile uzun süre sonra EM kurlarından pozitif ayrılarak kapatıyor. ABD ile Çin arasındaki ticaret görüşmelerinden sonuç çıkmaması ve görüşmeler devam ederken önce ABD'nin sonra Çin'in misilleme yaparak ek vergi uygulamaya başlaması ticaret savaşı endişelerini tekrar alevlendirdi. Ticaret endişelerine, resesyon kaygılarının da eklenmesiyle global piyasalarda riskten kaçış hız kazanırken, yurtdışı borsalarda da güçlü satışlar yaşandı. BIST Mayıs ayında yurt dışı olumsuz havanın yanında yurtiçi riskler nedeniyle en kötü performansı gösteren borsalardan biri olmaya devam etti. ABD ile devam eden S-400 alımına ilişkin gerginlik, ABD-İran gerginliği ve YSK'nın İstanbul seçimlerini yenilenme kararıyla etkisiyle BIST'te satış baskısı artarak devam etti. ay içinde Eylül 2018'den beri en yüksek seviye olan 524 seviyelerini test eden CDS'ler, ay sonunda 495 seviyelerine gerilemesine rağmen halen TL varlıklara ilişkin yüksek risk fiyatlamasına işaret ediyor.

**TCMB aldığı tedbirlerle TL'deki değer kayıplarını önledi...**

***The CBRT's measures have prevented TRY depreciation...***

Ay içinde TL'deki değer kaybı sonrası TCMB daha önce de yaptığı gibi haftalık repo ihalelerini bir süre ara vererek fonlama maliyetini yukarı çekerken, ROM ve zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gitti. Ayrıca ROM kapsamında TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkânı azami oranı %40'tan yüzde %30'a indirdi. TCMB bu adımla piyasaya 2,8 milyar dolar likidite sağlarken, bunun karşılığında piyasadan 7,2 milyar TL likiditesi çekmiş oldu. Ayrıca TCMB döviz zorunlu karşılık oranlarını toplam 300 baz puan artırarak piyasadan yaklaşık 7,2 milyar dolar likidite çekmesi bekleniyor. TCMB'nin bu adımları sonrası TL'deki değer kayıpları dururken, ayı değer kazancıyla kapattı.

**Fed faizler konusunda sabırlı yaklaşımını devam ettiriyor...**

Fed'in 1 Mayıs'taki faizleri oy birliği ile %2,25-%2,50 aralığında sabit tuttuğu toplantı tutanaklarında üyelerin faizlerde değişiklik için "sabırlı" yaklaşımını devam ettirmesinin uygun olacağını düşündükleri görülüyor. Fed bir sonraki faiz kararının ne yönde olacağına ilişkin sinyal vermezken piyasalar faiz indirimi fiyatlamaya devam ediyor. Piyasalar Eylül

**The BIST lost further altitude in May...**

*The BIST100 shed 5.1% in May, despite strong reactionary buying towards the end of the month, closing at the index level of 90,590, after having tested 83,535, its lowest level since January 2017 within the month. Thanks to the CBRT's measures and actions, and lastly to President Erdogan's phone conversation with US counterpart Trump, perceived positively by the markets, the TRY recovered its losses to gain c.2% against the US\$, diverging positively from its EM peers after a long break. Meanwhile, trade war concerns have increased, as talks between the US and China did not produce an agreement in May, with both the US, and in retaliation China, having introduced additional tariffs. Recession worries have also added to the risk-off mode in global markets, leading to a marked downturn in global equity markets. Amid this backdrop, and coupled with local/regional risks such as the dispute with the US over the S-400 missile system, rising tension between the US and Iran and the Supreme Electoral Council's decision to rerun the Istanbul municipal elections, the BIST remained among the worst performing equity markets in May. The Turkey 5-year CDS rates, which tested 524bps levels within the month, retreated to 495bps towards the end of May; however, they still suggest that risk perception towards TRY-based assets remains high.*

*The CBRT has suspended its weekly repo auctions once more, following depreciation of the TRY within the month, implicitly raising the funding rate, and has adjusted the ROM and required reserve rates. Additionally, the Bank has lowered the upper limit on the FX maintenance facility within the reserve option mechanism (ROM) to 30% from 40%. This move was intended to provide around US\$2.8bn of FX liquidity to the market, while withdrawing c.TRY7.2bn of TRY liquidity. The Central Bank has also decided to hike the required reserve ratio for FX deposits by 300 bps, which is expected to withdraw US\$7.2bn of liquidity from the market. Following these steps taken, TRY depreciation came to a halt, and the currency had appreciated against the US\$ by the end of the month.*

*In the minutes of the US Federal Reserve's May 1<sup>st</sup> meeting, where FOMC members had unanimously maintained the target funds rate at 2.25% - 2.50%, the decision was that the Central Bank would maintain its patient approach to setting the benchmark interest rate. While the Fed gave no signals of its next interest rate decision, the market continues to price in a rate cut in September with a 90% and in December by an 80% probability. The*

**The Fed has maintained its patient approach to interest rates...**

toplantısında Fed'in bir faiz indirimine gitmesini %90 üzeri, Aralık toplantısında ise %80 üzeri olasılıkla fiyatlıyor. ABD ile Çin ticaret görüşmelerinin sonuçsuz kalması ve büyüme endişelerinin güçlenmesi durumunda Fed'in yılsonuna kadar bir faiz indirimine gitmesini yüksek olasılık olarak görülmektedir.

*odds of a Fed rate cut are perceived to be high as the US and China trade talks were inconclusive and recession concerns have increased.*

**Haziran ayında global piyasalarda riskten kaçınma devam edebilir...**

Yurtdışı piyasaların ana gündemi ABD ile Çin arasında ticaret görüşmeleri olacak. ABD tahvil faizleri resesyon fiyatlaması yapmaya başlarken, piyasaların için önümüzdeki dönemde en büyük risk büyümeye yönelik gelecek zayıf veriler olacak. Zayıf ekonomik veriler başta gelişmiş ülke borsaları olmak üzere güçlü satışlara neden olması ve riskten kaçışın devam etmesi beklenmektedir. Ancak, ABD ve Çin görüşmeleri sekteye uğrasa da henüz ipler kopmuş değil ve iki ülke halen bir anlaşma yapabilir. Olası bir anlaşma global risk iştahının hızlı şekilde geri dönmesini sağlayacaktır. Gündemden düşse de ABD ile İran arasında bir çatışma riski hem global hem de jeopolitik konum nedeniyle Türkiye piyasaları için büyük risklerden biri olacaktır. Haziran ayında yurtdışı piyasalarda düşük risk iştahı ve riskten kaçınmanın devam etmesi beklenmektedir. Fed'in piyasaları destekleyici politikasına rağmen ticaret savaşı ve büyüme endişeleriyle birlikte EM piyasaları başta olmak üzere piyasalardaki satış baskısı devam edebilir. Büyüme endişeleriyle birlikte petrol fiyatları Haziran ayında da düşüşüne devam edebilir.

*In June, US-China trade talks remain the key item on the global financial markets' agenda. While US Treasury yields have recently indicated a recession, the biggest near-term risk to the markets appears to be slowing economic growth. Hence, weaker economic data may foment the risk-off mode and lead to a sell-off in equity markets led by the DM. However, global risk appetite may swiftly return with a possible trade agreement between the US and China; even though talks stalled in May, they are not severed, and the two countries may yet reach an agreement. Elsewhere, though not on the immediate agenda, the possibility of rising geopolitical tension between the US and Iran is one of the main risks for the Turkish markets. The risk-off mode in global markets is expected to continue in June; notwithstanding the Fed's supportive policy, concerns over trade wars and global growth may prompt selling pressure in the markets, led by the EMs. Meanwhile, oil prices could also continue to decline amid growth concerns.*

**Haziran ayında TL varlıklar uzun aradan sonra pozitif ayrışabilir...**

Yurtiçinde ise ABD ile ilişkiler, S-400 konusundaki gelişmeler ve İstanbul seçimleri ve gelecek makro veriler piyasaların ana gündemi olacak. ABD ile ilişkilerin Trump-Erdoğan görüşmesi sonrası yumuşama sinyali vermesi ve iki liderin Haziran ayı sonunda G-20 zirvesinde görüşecek olması piyasalar tarafından olumlu algılandı. Bu beklentilerde olumlu bir gelişme olması durumunda değerlendirilerek çok düşük çarpanla işlem gören ve EM içinde en ucuz borsa konumuna gelen BIST'te tepki alımları sınırlı da olsa devam edebilir. Ancak global riskten kaçışın ve borsalardaki satışların derinleşmesi durumunda BIST'de satış baskısının daha düşük tempoyla da olsa kaçınılmaz olacaktır.

*Locally, the course of political relations with the US, developments regarding the S-400 missile system and the municipal elections and macroeconomic data will be major topics on the market agenda in June. President Erdogan's phone conversation with his US counterpart, and upcoming talks between the two leaders on the sidelines of the G-20 summit on June 28-29 are perceived positively by the markets, indicating a political thaw. Any positive developments in this regard could, to some extent, support further reactionary buying at the BIST, which is trading at very attractive levels compared to its EM peers. However, should the risk-off mode and selling pressure in global markets gain further strength, the BIST may also eventually face moderate selling pressure.*

**At long last, TRY-based assets may decouple positively in June...**

**Haziran ayında portföy dağılımımızı koruyoruz...**

**We maintain the distribution of our portfolio in June...**

Portföyümüzdeki tahvil ağırlığını %60, döviz ağırlığını %20 ve hisse senedi ağırlığını %20 olarak koruyoruz.

*In light of these expectations, we maintain the weight of bonds in our portfolio at 60%, of FX at 20% and of equities at 20%.*

## Enflasyon Görünümü

Sebze fiyatlarındaki gerileme ve kur geçişkenliğinin beklenenden zayıf kalmasıyla Mayıs ayı enflasyonu beklentilerden iyi gerçekleşti

*May inflation printed below expectations with easing vegetable prices and weaker-than-expected FX passthrough*

Mayıs ayı TÜFE enflasyonu, %1,3'lük medyan piyasa beklentisi be bizim %1,7'lik tahminimizin altında, %0,95 seviyesinde gerçekleşti. Bu rakamla yıllık TÜFE enflasyonu da %19,5'ten %18,7'ye geriledi.

Yİ-ÜFE enflasyonu TL'de değer kaybı ve petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak aylık %2,67 seviyesinde gerçekleşti. Ancak, geçen yıldan olumlu baz etkisinin yardımıyla, yıllık bazda %30,1'den %28,7'ye geriledi.

❖ Enflasyonu beklentilerin altına iten faktörlerden biri aylık -%1,2'lik "gıda enflasyonu" oldu. Bu rakam TÜRK-İŞ'in mutfak harcamasındaki %0,8'lik ve İTO'nun açıkladığı İstanbul enflasyonunda gıda kalemindeki %1,4'lük artışlara göre düşük kaldı. Gıda enflasyonu, yıllık bazda da %31,9'dan %28,5'e geriledi.

Negatif gıda enflasyon da son 12 ayda %96'lık artış gösteren sebze fiyatlarındaki kısmi yumuşamadan (aylık -%25) kaynaklandı. Öte yandan, ekmek ve tahıllar, et, peynir, süt, yumurta, ve zeytinyağı ve ayçiçek yağı gibi temel gıda maddelerinin hepsinde çok ciddi fiyat artışları olduğu görülüyor. Biz bu artışların sebze fiyat düşüşlerini dengeleyeceğini varsayarak %0,0'lik bir gıda enflasyonu öngörmüştük.

❖ Enflasyonu aşağı iten diğer bir faktör de, kur geçişkenliğinin beklediğimizden zayıf gerçekleşmesi oldu. Aslında, TL'deki değer kaybına bağlı olarak otomotiv fiyatlarındaki %3,8'lik artışın TÜFE enflasyonuna kabaca %0,3'lük birkatkı yaptığı görülüyor. Ancak öte yandan, diğer bazı temel mallarda da önemli fiyat düşüşleri yaşanması (mobilyada %4,9, küçük ev aletlerinde %3,4 ve beyaz eşyada %0,4), enflasyonda kur geçişkenliğinin etkisini sınırlandırdı.

Geçen yıl da tecrübe ettiğimiz üzere, TL'deki istikrarsızlık spesifik bir enflasyon tahmini yapmayı neredeyse imkansız kılmakta. Bu açıdan, ileriye dönük enflasyon tahminleri kur gelişmelerine göre sürekli olarak revizyona uğramaya aday.

Bu açıdan, TL'de sene sonuna kadar istikrar sağlanabilirse (örneğin S-400 konusunda bir uzlaşma ve/veya İstanbul seçimleri sonrası politik tansiyonun düşmesi gibi faktörlere bağlı olarak), TÜFE

## Inflation Outlook

**TURKSTAT has revealed May CPI inflation at 0.95%, below the 1.3% median market expectation and our 1.7% estimate, With this print, YoY CPI inflation fell to 18.7% from 19.5%.**

**MoM D-PPI inflation was at 2.67%, reflecting the impact of the recent TRY sell-off and rise in oil prices. That said, a favorable base effect from last year helped YoY D-PPI inflation to fall to 28.7% from 30.1%.**

❖ One factor behind better-than expected CPI inflation was "food inflation," which printed at -1.2% MoM, much lower than suggested by TURK-Is's cost of feeding survey (0.8%) and Istanbul inflation's food component (1.4%). YoY food inflation also fell to 28.5% from 31.9% last month.

Negative MoM food inflation is attributable to easing vegetable prices (-25% MoM), after registering a whopping 96% rise over the past 12 months. Apart from this, all major food products, such as bread and cereals, meat, cheese, milk, egg, olive and sunflower oil, etc. have actually witnessed significant price hikes. We had penciled in 0.0% food inflation, as we expected such hikes to broadly offset vegetable price cuts.

❖ Another factor behind lower headline inflation was a weaker-than-expected FX pass-through effect. In fact, recent TRY weakening seems to have led to a 3.8% rise in automotive prices, which made about a 0.3% contribution to headline CPI inflation. Yet, we observe major price cuts among certain other core goods, such as furniture (-4.9%), home appliances (-3.4%) and white goods (-0.4%), which limited the impact of the FX pass-through.

TRY instability makes it almost impossible to quantify inflation expectations, as the experience of last year has suggested. In that sense, forward-looking CPI inflation expectations are always subject to change depending on currency developments.

In that sense, if the TRY could be stabilized until year-end (possibly driven by a resolution on the S-400 issue and/or some political calm after renewed Istanbul elections), we would expect end-2019 CPI

enflasyonunun %13,5'lik orijinal hedefimizin biraz üzerinde %14.0-14,5 seviyelerinde gerçekleşmesini bekleriz. Daha yüksek enflasyon beklentimizin de, gıda enflasyonundaki katılık ve yılbaşından bu yana kur geçişkenliğinin yüksek kalmasına bağlıyoruz. Öte yandan, senebaşından farklı olarak vergi indirimlerinin biraz daha uzatılacağını varsayıyoruz, bu da enflasyon tahminine %1,0-1,5'lik olumlu etki yapıyor.

Ancak, mevcut ekonomik sorunların geçici çözümlerle idare edilmeye çalışılmasının, TL'yi ilerleyen dönemlerde ek değer kayıplarına maruz bırakabileceğini düşünüyoruz. Bu anlamda, 2019 yılı içinde TL'de ek değer kaybı yaşanır (örneğin TL/\$ kuru 6,5-7,0 seviyelerine doğru hareketlenirse), sene sonu TÜFE enflasyonunun da %16,0 veya üzerinde gerçekleşmesini bekleyebiliriz. Bu durumda da, TÜFE enflasyonunda Ekim'e kadar baz etkisi kaynaklı bir düşüş trendi görülebilir. Ancak TÜFE enflasyonu bu durumda, 2020 yılının ilk yarısında yeniden %19,0-20,0'ye doğru hareketlenebilir.

Bu nedenle, para politikasının da temel belirleyicisi enflasyon trendinden ziyade, kur gelişmeleri olabilir. Bu da, TÜFE enflasyonu önümüzdeki aylarda hızlı bir düşüş sürecine girerek, Eylül ayı itibarıyla %10-11 (hatta belki de tek haneye) inseye bile, TCMB'nin sıkı para politikası duruşunu korumak zorunda kalabileceği anlamına geliyor.

Daha açık ifade edersek, TL'de 2019'da ek değer kaybı yaşanması (TL/\$ kurunun 6,5-7,0'ye yükselmesi) ve TÜFE enflasyonunun da yeniden %19,0-20,0'ye doğru yönelmesi durumunda, TÜFE enflasyonu Eylül'de %10'a yakın seviyelere gerileseye bile, TCMB uzun zamandır beklenen faiz indirim sürecini başlatamayabilir. Aksine, gerek likiditeyi sıkarak, gerekse de politika faiz artışı yoluyla ek sıkılaştırmaya gitmek zorunda kalabilir. Bu durum, maddiat ve kredi faizlerinde de bir taban oluşturacağından, büyüme görünümünün olumsuz etkileyebilir.

Öte yandan, kurdaki mevcut iyimserlik sene sonuna kadar sürdürülebilirse, TCMB'nin faiz indirim planını devreye sokabileceğini, ancak bunun da ancak Eylül veya sonrasında ve daha önceki 650 baz puanlık beklentimiz yerine 200-300 baz puan civarında olabileceğini düşünüyoruz.

*inflation at 14.0-14.5%, slightly above our initial 13.5% expectation. Our slightly higher expectation is due to ongoing stickiness in food inflation and stronger currency pass-through so far. On the other hand, we now assume that tax cuts will be extended further, which was not the case in our initial scenario, which might have around a 1.0-1.5% positive impact on year-end inflation.*

*Yet, we believe that insisting on dealing with the current economic situation with palliative measures leaves the currency susceptible to further depreciation. In that regard, if we witness a fresh bout of TRY sell-off in 2019, e.g. towards 6.50-7.0, we would expect CPI inflation at 16.0% or above by end-2019 (although we are still likely to witness a deceleration trend until October, attributable to base effects). In such a case, CPI inflation is also likely to continue rising in 1H20 towards 19-20%.*

*Therefore, currency developments in particular, rather than the inflation trend, will also remain the key determinant of monetary policy. This means that even if CPI inflation is likely to witness a significant decline over the next few months and test 10-11% (or even high single digits) by September, the CBT might be forced to keep monetary policy tight for longer.*

*To be specific, were we to witness further TRY depreciation in 2019 (e.g.: USD/TRY towards 6.50/7.0) with CPI inflation headed towards 19.0-20.0% again, we believe that the CBT would be unable to initiate the long-awaited rate cut process in 2019, even though CPI inflation may edge to 10-11% by September. On the contrary, the CBT might be forced towards further tightening (either through tightening liquidity, or policy rate hikes) during TRY sell-off episodes. This should also put a floor on deposit and loan rates, which is detrimental to growth.*

*On the other hand, if ongoing optimism regarding the currency can be maintained until year-end, the CBT may be able to initiate monetary easing plans, albeit only after September, and with a lesser magnitude (possibly 200-300 bps until end-2019), rather than our initial projections (650 bps).*

**Kur gelişmeleri faiz indirim planlarını öteleyebilir...**

**Currency developments may delay the potential rate cut cycle...**

## 1. Çeyrek GSYH Büyümesi

## 1Q19 GDP Growth

Net ihracat, kamu harcamaları ve kamu bankalarındaki kredi büyümesi, ilk çeyrekte GSYH daralmasını sınırladı...

*Government spending and state banks' loan growth limited GDP contraction in 1Q19...*

Kamu hizmetleri yavaşlamayı sınırlandırır da, ekonomik aktivitede genele yayılan bir daralma hakim...

*Contraction in economic activity is widespread, though public services seem to have limited the slowdown...*

TÜİK, GSYH'nin 1Ç19'da yıllık %2,6 küçüldüğünü açıkladı. Böylece, GSYH daralması %2,5'lik medyan piyasa beklentisi ve bizim %2,6'lık tahminimiz dâhilinde gerçekleşti. Takvim ve mevsim etkilerinden arındırılmış GSYH serisi ise, önceki üç çeyrekteki %0,1, 1,5 ve %2,4'lük çeyreklik daralma performansının ardından çeyreklik bazda %1,3'lük iyileşme gösterdi. 4 çeyreklik birikimli GSYH büyümesi de %2,6'dan %0,3 seviyesine geriledi.

GSYH verisini üretim tarafından incelediğimizde, aşağıdaki faktörleri öne çıkarabiliriz:

- ❖ **Tarım sektörünün** katma değer artışı anekdotal deliller ve bizim beklentimizin üzerinde %2,5 artış olarak gerçekleşti.
- ❖ **Sanayi sektörü** katma değerinde yaşanan %4,3'lük %2,6'lık GSYH daralmasının %0,9'luk kısmının açıklamaktadır. sanayi üretim endeksindeki yıllık daralma ise %6,0 seviyesindedir.
- ❖ **İnşaat sektöründe** ise %10,9'luk daralma gerçekleşti; bu durum da 3Ç18'deki %5,6'lık ve 4Ç18'deki %8,7'lik daralmadan sonra bu sektördeki kötüleşmenin devam ettiğini gösteriyor. İnşaat sektöründe önümüzdeki birkaç çeyrek daha benzer küçülme rakamları bekliyoruz.
- ❖ "Ticaret", ulaştırma" ve "turizm (otel-lokanta)" sektörlerinin toplamından oluşan **hizmetler sektörü**, 4Ç18'de kaydedilen yıllık %0,3'lük ılımlı daralmanın ardından 1Ç19'da yıllık %4,0 daraldı. TÜİK maalesef, bu önemli sektörlere ilişkin büyüme rakamlarını ayrı ayrı yayınlamıyor ve bu da detaylı analiz şansımızı azaltıyor. Her halükarda, bu sektördeki yıllık %4,0'lük daralma, turizm sektörünün olumlu katkısının 1Ç19'da azalmaya başladığını göstermektedir.
- ❖ Önceki çeyreklerde görece güçlü seyrettikten sonra 4Ç18'de toplamda %1,0 daralma kaydeden **diğer hizmet sektörleri** 1Ç19'da %1,4'lük büyüme yakalamıştır. Sektörler arasında, %8,8'lik büyüme kaydeden "kamu hizmetleri (kamu idaresi, eğitim, insan

**TURKSTAT has revealed GDP contraction of 2.6% YoY in 1Q19, in line with our 2.6% estimate and the 2.5% median market expectation. The working-day and seasonally-adjusted GDP series pointed to 1.3% QoQ recovery following the sequential 0.1%, 1.5% and 2.4% contraction registered over the previous three quarters. With this result, 4 quarter trailing YoY GDP growth has also declined to 0.3% from 2.6% by end-2018.**

*Analyzing matters on the production side, we highlight the following factors;*

- ❖ *There was 2.5% YoY growth in the **agricultural sector's** added value, which actually somewhat contradicts anecdotal evidence, and is thus better than our projection.*
- ❖ ***Industrial sector** output contracted by 4.3% YoY, vs. the 6.0% decline suggested by the IP index. This explains 0.9% of the 2.6% GDP contraction.*
- ❖ ***Construction sector** activity fell by 10.9%, implying that the situation has continued to deteriorate following the 5.6% and 8.7% YoY contraction in 3Q18 and 4Q18. We expect to witness similar contraction for the construction sector over the upcoming few quarters.*
- ❖ *The **services** component of the GDP series, which consists of the "domestic trade", "transportation" and "tourism" sectors, registered a 4.0% YoY contraction following the mere 0.3% YoY contraction registered in 4Q18. Unfortunately, TURKSTAT does not reveal the separate growth rates for these major sectors, which prevents us from making a thorough analysis. In any case, the 4.0% YoY contraction here implies that the positive contribution of the tourism sector has started to wane in 1Q19.*
- ❖ *YoY growth for the **other service sectors**, which had remained relatively stronger, though turning negative (to the tune of 1.0%) in 4Q18, this time registered positive growth to the tune of 1.4%. The 8.8% YoY growth in public services (public administration,*



sağlığı ve sosyal hizmet faaliyetleri)" sektörü en dikkat çekici olanıdır.

education, health and social work activities) is particularly noteworthy.

**GSYH verisini harcamalar tarafından incelediğimizde, şu noktalar öne çıkarılabilir:**

**Analyzing GDP on the spending front;**

**Net ihracat ve kamu harcamaları GSYH daralmasını sınırlamaya devam etti...**

**Net exports continued to limit GDP contraction, backed by public spending...**

- ❖ Beklendiği gibi, GSYİH büyümesi temel olarak **net ihracattan** kaynaklanmıştır. İhracattaki yıllık %9,5'lik artış ve ithalattaki yıllık %28,8'lik azalışla birlikte, büyümede net dış ticaretin katkısını %9,4 olarak hesaplıyoruz (önceki iki çeyrekteki %8,4'lük ve 6,7'lik katkıdan daha iyi).
- ❖ **Özel tüketim** %4,7 gerilerken büyümeyi %3,0 oranında aşağı çekti. Detaylı incelendiğinde, kötü performansta özellikle %20 ve %18 daralan "dayanıklı mal grubu" ve "yarı-dayanıklı mal grubu" harcamalarının başrolü oynadığı, hizmetler sektöründe %2,5'lik daha ılımlı bir daralma yaşandığı, dayanıksız mal grubu harcamalarında ise %1,6'lık bir artış olduğu görülüyor.
- ❖ **Kamunun nihai tüketim harcamaları** bir önceki yılın aynı dönemine göre %7,2 artarak büyümeye %1,0'lik katkı yaptı.
- ❖ **Sabit sermaye yatırımlarındaki daralma** ise (beklendiği gibi) %13,0 gibi çift haneli bir seviyeye ulaştı; bu da büyümeyi %3,8 oranında aşağı çekti. Bunun detaylarına bakıldığında da, makine-teçhizat yatırımlarının %16,0, inşaat yatırımlarının da %11,3 daraldığını görüyoruz.
- ❖ Özetle, iç talebin (özel tüketim, kamu harcamaları ve yatırımlar) büyümeyi toplamda %5,8 aşağı çektiği, net dış talebin ise %9,4'lük katkı yaptığı görülüyor. %2,6'lık GSYH daralmasına göre, stoklardaki değişimin de (stok kullanımının) GSYH büyümesini 6,3 puan aşağı çektiğini söyleyebiliriz. Stok kullanımı, önceki üç çeyrekte büyümeyi sırasıyla %1,6, %4,4 ve %2,2 aşağı çekmişti.

- ❖ As expected, GDP growth was primarily led by **net exports**. With exports rising by 9.5% YoY and imports falling by 28.8% YoY, we calculate the total contribution of net exports (foreign demand) at 9.4%, which is also better than the 8.4% and 6.7% contribution achieved in the previous two quarters.
- ❖ **Private consumption** fell by 4.7%, registering a -3.0% impact on headline GDP growth. Delving into the details, we see that all subcomponents have contracted, but that the greatest decline was among durables and semi durables (-20% and -18% YoY), while non-durables consumption rose by 1.6% and services consumption fell by 2.5%.
- ❖ **The government's final consumption expenditures** rose by 7.2% YoY, making a 1.0% contribution to headline GDP growth.
- ❖ **Gross capital formation** was the weakest link, registering a 13.0% YoY contraction and trimming 3.8% from GDP growth. Weakness is driven by both machinery and construction related investments, which fell by 16.0% and 11.3% YoY, respectively.
- ❖ In sum, the total contribution of domestic demand (private consumption, public expenditures and gross capital formation) reached -5.8%, while net foreign demand has made a 9.4% contribution. Given -2.6% YoY headline growth, we calculate that the change in inventories (stock depletion) erased a whopping 6.3% from GDP growth in 1Q. Recall that the change in inventories had erased 1.6%, 4.4% and 2.2% from GDP growth over the previous three quarters.

1Ç19'da kredi faiz oranlarındaki düşüşler ve özellikle kamu bankaları tarafındaki kredi canlanması (13-haftalık ortalama yıllıklandırılmış kredi büyümesi, kamu bankalarında %40'ı aşmıştır), geçen çeyreğe göre bir miktar toparlanmaya neden olmuş ve yıllık bazda da GSYİH daralmasını sınırlandırmıştır. Ancak son birkaç hafta içerisinde mevduat ve kredi faiz oranlarının yeniden yükselişe geçtiği ve

The constraint in credit rates and the revival of loan growth among state banks in particular (13-week average annualized loan growth had surpassed 40% for state banks), have led to some recovery over 4Q18, limiting the YoY GDP contraction in 1Q19. Yet, deposit and credit rates have again turned northward over the past few weeks, as credit momentum has started to

kredi momentumunun zayıflamaya başladığı görülüyor. Son dönemde TL'deki zayıflama da dikkate alındığında, 2Ç19'da çeyreksele toparlanmayı sürdürmenin zor olabileceğini düşünüyoruz.

**2Ç19'da çeyreksele toparlanmayı sürdürmek zor görünüyor...**

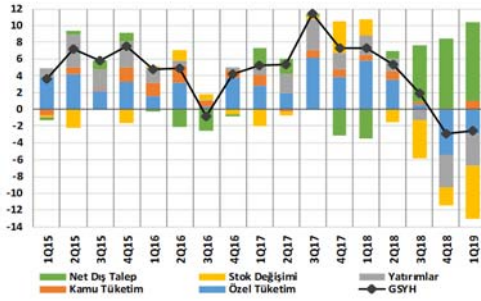
**Sustaining the QoQ recovery in 2Q19 seems difficult...**

İkinci çeyrek için şu ana kadar için açıklanan öncü göstergeler, iç talepteki zayıflığın devam ettiğini destekler nitelikte gerçekleşti. Özellikle, tüketim vergi gelirleri (KDV + ÖTV), 1Ç19'da %24'lük (reel) yıllık gerilemenin ardından Nisan ayında da reel olarak %29 geriledi. Sermaye ve tüketim malları ithalatı da Nisan ayında, ilk çeyrekteki %24'lük ve %35'lik yıllık düşümlere benzer şekilde, %22 ve %33 oranında düşüş gösterdi. İlk çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre %44 daralan yurt içi otomotiv satışları, Nisan ayında bu kez %56 azaldı. İmalat PMI ise Mart ayındaki 47,2'lik seviyesinden Nisan ayında 46,8 seviyesine geriledi. Özetle, henüz Mayıs ve Haziran ayına ilişkin önemli yayınlanmamış olsa da, şu ana dek açıklanan öncü göstergeler ile kur ve faiz oranlarındaki bozulmaya bağlı olarak, 2Ç19'da 1Ç19'dakine benzer (belki biraz daha yüksek) bir GSYİH daralması görülebileceğini düşünüyoruz.

ease. Coupled with the recent TRY weakness, we believe that it might prove difficult to sustain the QoQ recovery in 2Q19.

In fact, early indicators for 2Q released so far have suggested that domestic demand remains sluggish, which supports this view. Specifically, consumption tax revenues (domestic VAT+SCT) fell by 29% YoY (in real terms) in April following the 24% YoY deceleration in 1Q19. Capital and consumption goods imports also fell by a respective 22% and 33% YoY, similar to the 24% and 35% deceleration witnessed in 1Q. Domestic automotive sales fell by 56% YoY in April, vs. the 44% YoY deceleration in 1Q. Manufacturing PMI also witnessed some MoM deceleration in April to 46.8 from 47.2 in March. In sum, we have not yet received major macro data flow for May and June, but indicators released so far and deterioration in the currency and interest rates imply that we are likely to witness a similar (probably somewhat higher) GDP contraction in 2Q19 to that of 1Q19.

**Grafik 1: GSYH büyümesinin bileşenleri (%)**

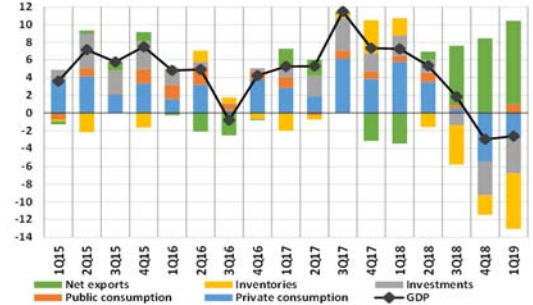


Kaynak: TÜİK, ŞEKER Yatırım

Kur gelişmeleri, GSYH büyümesi için de temel belirleyici olabilir. TL'de sene sonuna kadar istikrar sağlandığı pozitif senaryoda, 209 yılı GSYH performansının -%2,0'lik ilk beklentimizden daha iyi gerçekleşebileceğini, ancak gene de %1,0-1,5 civarında bir küçülme olabileceğini düşünüyoruz.

Öte yandan, TL'de ek değer kaybı süreci yaşanması GSYH performansını da olumsuz etkileyebilir. Bu durumda, GSYH'de küçülme ilk beklentimizi de aşarak %2,0-2,5 seviyelerine çıkabilir.

**Graph 1: Breakdown of GDP growth (%)**



Source: TURKSTAT, SEKER Invest

Currency developments may be the key determinant of GDP growth as well. Under the positive scenario, in which the TL is contained until year-end, GDP growth performance may even turn out better than our initial expectation (-2.0%), though we would still expect a GDP contraction of about 1.0-1.5%.

Yet, a potentially fresh bout of TRY weakness should exacerbate the growth outlook further. In such a case, we would expect GDP contraction of 2.0-2.5% in 2019, even worse than our initial expectation.

## Nisan Merkezi Bütçe

Bütçedeki bozulma daha fazla belirginleşiyor...

Deterioration in the fiscal deficit is becoming more pronounced...

Geçtiğimiz yılın nisan ayında 2,8 milyar TL açık veren merkezi bütçe bu yılın nisan ayında 18,3 milyar TL açık verdi. Gene geçen sene 0,4 milyar TL faiz dışı fazla verilirken, bu sene 13,2 milyar TL faiz dışı açık verildi.

Ocak-Nisan döneminde ise bütçe açığının 23,2 milyar TL'den 36,2 milyar TL'ye yükseldiği, faiz-dışı dengenin de 2,2 milyar TL fazladan 16,0 milyar TL açığa dönüştüğü görülüyor.

Bu arada, 12 aylık birikimli olarak bakıldığında, bütçe açığı 103,9 milyar TL'ye (GSYH'nin %2,5'i) yükselirken, faiz-dışı açık da 16,9 milyar TL oldu. Ancak, tek seferlik gelirlerin (imar affı, TCMB'den kar transferi gibi) dışlandığı IMF tanımlı faiz dışı açık yaklaşık 100 milyar TL'ye ulaşmış durumda.

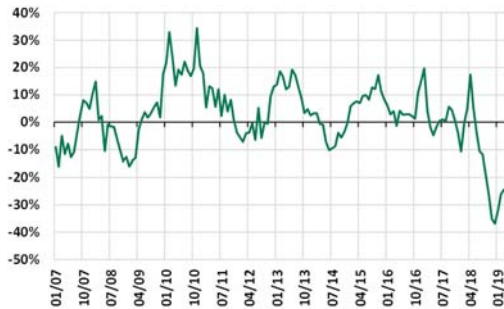
Tüketime dönük vergilerde tahsilat kötüleşmeye devam ediyor...

Consumption tax collection deteriorating at a rapid pace...

Zayıf iç talep ve uygulamaya konulan vergi indirimlerine bağlı olarak, tüketime dönük vergi tahsilatında görülen önemli oranda bozulma devam ediyor. Şöyle ki, Nisan'ta geçen yıla göre (reel) düşüş KDV gelirlerinde %25, ÖTV gelirlerinde de %30'u buluyor. Ocak-Nisan dönemine bütün olarak bakıldığında da, ilgili vergilerin tahsilatında %31 ve %23'lük yıllık düşüşler olduğu görülüyor. Aynı dönemde ithalattan alınan KDV tahsilatında da %11'e ulaşan bir daralma var.

Hükümet 2019 yılı için vergi gelirlerinde reel anlamda %5 civarında bir artış öngörmüştü. Ancak yılbaşından bu yana gerçekleşen vergi tahsilat performansı ve iç talepte süregelen zayıflık, vergi gelirlerinde önemli bir sapma olabileceğine işaret ediyor.

Grafik 2: Tüketim vergi (KDV+ÖTV) tahsilatı; yıllık reel değişim



Kaynak: Maliye Bakanlığı (Muhasebat), ŞEKER Yatırım

## April Budget Results

The central government budget posted a TRY18.3bn deficit in April compared to a TRY2.8bn deficit in the same month of last year. There was also a TRY13.2bn primary deficit, vs. the TRY0.4bn primary surplus of March 2018.

For the Jan-Apr period, we note a TRY54.5bn budget deficit and TRY16.0bn primary deficit compared to a TRY23.2bn budget deficit and TRY2.2bn primary surplus in the same period of 2018.

Meanwhile, on 12-month trailing basis, the budget deficit has reached TRY103.9bn (~2.6% of GDP), while the primary balance also points to a TRY16.9bn deficit. According to the IMF definition, i.e. adjusted for one-off items, the primary deficit jumps to a whopping ~TRY100bn.

Slow economic activity (domestic demand), coupled with the implemented tax cuts, has so far resulted in a significant deterioration in tax collection (especially for consumption taxes). Weakness in VAT and SCT tax collection seems to have lingered into April as well, with respective 25% and 30% YoY declines in real terms. For the cumulative Jan-Apr period, there are respective 31% and 23% YoY declines, while the VAT collection on imports also saw around an 11% YoY decline (all in real terms, i.e. adjusted for CPI inflation).

The government has in fact projected some 5% YoY improvement in tax revenues (in real terms) for 2019. Yet, the y-t-d tax collection and potential further stalling in domestic demand imply that we might actually witness a significant slippage in targeted tax revenues.

Graph 2: YoY real change in consumption taxes; 3-month mov. avg.



Source: Ministry of Treasury and Finance, ŞEKER Invest

**Faiz dışı harcamalarda iki aydır bir miktar yavaşlama var...**

**Some moderation in non-interest expenditures over the past couple of months...**

Faiz dışı harcamalarda da seçimler öncesinde, özellikle de Ocak ayında hızlı bir artış yaşanmıştı (%63 nominal, %39 reel artış). Bunun ardından Mart ayında (reel) %4, Nisan ayında da %8'lik düşüşlerle birlikte, faiz dışı harcamalarda son iki aydır bir miktar frene basıldığını söyleyebiliriz. Ancak Ocak Nisan döneminde halen %6'lık reel artış olduğu görülüyor, bu da %1,8'lik bütçe açığı/GSYH hedefi için ileriki dönemde daha fazla tasarrufa ihtiyaç olduğunu düşündürüyor.

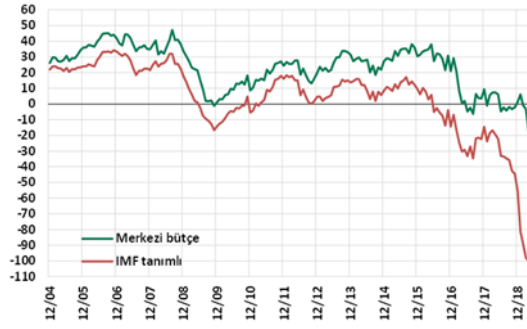
Hatırlanacağı gibi, 38 milyar TL'ye ulaşan TCMB karının Hazine'ye aktarılması öne çekilerek Nisan ayı yerine iki taksit halinde Ocak ve Mart aylarında gerçekleştirilmişti. Nisan ayı bütçe rakamlarında geçen seneye göre bozulmada bu faktöründe etkisi var (geçen yılın nisan ayında 12 milyar TL'lik kar transferi yapılmıştı).

**IMF tanımlı faiz dışı açık hızla genişliyor...**

**IMF-adjusted primary deficit reached unprecedented levels...**

Ancak, özellikle son 1 yıllık dönemde TCMB kar transferi dışında da, bedelli askerlik ve imar affı gelirleri gibi önemli vergi-dışı gelir kalemleri yaratılması bütçeye çok önemli oranda yardım etti. Bu kalemleri dışlayan IMF tanımlı faiz dışı açığın 100 milyar TL (GSYH'nin %2,5'i) gibi astronomik bir seviyeye ulaştığını görüyoruz.

**Grafik 3: Faiz-dışı denge (Milyar TL)**



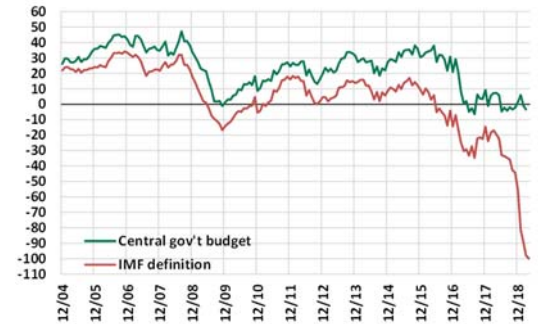
Kaynak: Maliye Bakanlığı (Muhasebat), ŞEKER Yatırım

There has also been a loosening in non-interest expenditures ahead of elections, especially in January, with a whopping 39% YoY rise in real terms (63% in nominal terms). We actually witnessed some constraint in non-interest expenditures both in March (fell by 4% YoY in real terms) and April (fell by 8% YoY in real terms). Yet, for the January-April period, there is still some 6% YoY rise in real terms, which suggests that there should be much more expenditure control over the coming months in order for the budget deficit/GDP to converge to the 1.8% target.

Recall that the Treasury and Finance Ministry had pulled forward the CBT's profit transfer worth TRY38bn (dispersed in two tranches, in January and March) from the previously scheduled April. This explains some of the YoY deterioration in budget figures, as about TRY12bn of the CBT's profit had been dispersed in April 2018.

Apart from the CBT's profit transfer, other certain one-off revenues (such as proceeds from paid military service and the deed amnesty) have also provided a significant boost to budgetary figures. Adjusted for these items, the 12-month trailing IMF-adjusted primary deficit has actually reached an unprecedented TRY100bn, which is 2.5% of GDP.

**Graph 3: Primary Balance (Billion TRY)**



Source: CBT, ŞEKER Invest

**Yavaşlayan ekonomi sürecinde bütçe hedeflerine ulaşmak zor görünüyor...**

**Restraining the budget deficit within the target not an easy task in 2019...**

Sonuç olarak, bütçede harcama kalemlerinin düşürülmesi yönündeki esnekliğin aslında çok düşük olduğu ve bütçede iyileşmenin harcama kesintilerinden ziyade vergi tahsilatına bağlı olduğu göz önüne alındığında, ekonominin yavaşladığı (aslında daraldığı) bir ortamda, 2019 yılında bütçe açığı hedefini (GSYH'nin %1,8'i) tutturabilmek zor görünüyor. Bununla beraber, hükümetin taahhüt ettiği 76 milyar TL'lik bütçe tasarrufuna harfiyen uyması da, ekonomideki daralmayı derinleştireceğinden, çok mümkün olamayabilir.

All in all, we believe that restraining the budget deficit within the targeted levels (1.8% of GDP) has become even more difficult, as budgetary improvement is highly dependent on tax revenues, rather than a constraint in expenditures (there is actually very little discretion on the spending side). And on the matter of expenditure controls, we also believe that it may be hard for the government to comply with its earlier TRY76bn budgetary savings target (largely from investments) in a slowing economy, as this would exacerbate the growth outlook.

**Sene sonunda bütçe açığı/GSYH oranının %3,5 hatta daha üzeri seviyelere gitmesi mümkün görünüyor**

**Budget deficit may even reach levels in excess of 3.5% of GDP in 2019**

**12 aylık birikimli cari denge çok yakında fazlaya dönüşmek üzere...**

**12-month rolling C/A continues to fall with a looming surplus...**

**Ödemeler dengesi de rezervlerdeki düşüşün kaynağına ilişkin net fikir vermedi...**

**Balance of payments details cannot clarify the source of the official reserves depletion either...**

**Özel sektörün borç azaltma eğilimi devam etse de momentumun hafiflediği görülüyor...**

**Deleveraging process continues, although its momentum seems to have somewhat moderated...**

Buna göre, Önümüzdeki aylarda vergi gelirleri ve harcama artışında bir iyileşme görülsün bile, sene sonunda bütçe açığı/GSYH oranının %3,5 hatta daha üzeri seviyelere gitmesi mümkün görünüyor. Bu açıdan bütçe açığının daha makul seviyelerde tutulabilmesi için hükümetin harcamaların kontrol altına alınması ile birlikte, geçen yıllarda olduğu gibi ek gelir kalemleri yaratması (TCMB'nin kar transferi dışında) gerekiyor.

### Mart Ödemeler Dengesi

Mart'ta cari açık 0,9-1,0 milyar \$'lık piyasa beklentilerinin (bizim beklentimiz 0,9 milyar \$) altında 0,6 milyar \$ olarak açıklandı. Geçen yılın aynı ayında 4,7 milyar \$ açık verilmişti. 12 aylık birikimli cari açık böylece hızlı düşüşünü sürdürerek 17,0 milyar \$'dan 12,8 milyar \$'a geriledi (Mayıs 2018 zirvesinde 58 milyar \$'a ulaşmıştı).

Sermaye hesabında ise, 0,8 milyar \$'lık küçük denilebilecek bir açık oluştuysa da, net-hata noksan kalemi kaynaklı 4,3 milyar \$'lık sermaye çıkışını etkisiyle, resmi rezervlerde 5,7 milyar \$'lık azalış gerçekleşti.

Ocak-Mart döneminde ise, cari açık 1,9 milyar \$'a ulaşarak geçen yılın aynı dönemindeki 16,2 milyar \$'a göre önemli bir gerilemeye işaret etti. Geçen yılın aynı dönemindeki 11,7 milyar \$'lık sermaye girişlerinin de bu sene 7,6 milyar \$'a gerilediği görülüyor. Bu dönemde 5,0 milyar \$'a ulaşan net-hata noksan kalemi, resmi rezervlerde sene başından beri artışı 0,6 milyar \$ ile sınırlandırmış görünüyor.

Bilindiği gibi, TCMB'nin rezerverinde son haftalardaki düşüşle ilgili olarak, bu düşüşün kaynağına ilişkin süregelen bir tartışma bulunmaktadır. Bu açıdan, Mart ayı ödemeler dengesinin detaylarında bu soruya kısmen de olsa cevap bulunabileceği beklentisi vardı. Ancak, Mart'ta 5,7 milyar \$'lık rezerv düşüşünün 4,3 milyar \$'ının net-hata noksan kaleminden kaynaklanmış olması nedeniyle, ödemeler dengesinin de rezerv düşüşünün kaynağına ilişkin maalesef bir ipucu vermediğini söyleyebiliriz.

Bankalar Mayıs 2018'den bu yana her ay olduğu gibi, mart ayında da kredi tarafında net borç ödeyici oldu (0,7 milyar \$ tutarında). Bankaların bu dönemde, net dış borç geri ödemesi 17,9 milyar \$'a ulaşırken,

As such, even though we acknowledge some improvement in the current pace of both revenues and expenditures, we fear that the budget deficit may even reach levels in excess of 3.5% of GDP in 2019. It seems that, in order to maintain the fiscal deficit at plausible levels, the government would require a significant amount of additional non-tax revenue sources (as was the case in previous years), quite apart from expenditure controls.

### March balance of payments

In March, Turkey printed a USD0.6bn C/A deficit (USD4.7bn deficit in the same month of 2018), below the market's ~USD0.9-1.0bn expectation (our expectation was USD0.9bn). As a result, the 12-month rolling C/A deficit continued its declining trend to USD12.8bn from USD17.0bn last month (May 2018 peak: USD58bn).

The capital account also saw a USD0.8bn outflow, although with the outflows through the "net errors" item reaching USD4.3bn, the depletion in official reserves reached USD5.7bn.

Over the Jan-Mar period, the C/A deficit reached USD1.9bn, vs. USD16.2bn in the same period of last year. On the capital account side, total capital inflows were at USD7.6bn, vs. USD11.7bn in the same period of 2018. Yet, despite capital inflows, there was a USD5.0bn outflow through the net-errors this year, which limited the rise in official reserves to a mere USD0.6bn.

Recall that there has been an ongoing debate regarding official reserves, i.e. the market has been investigating the mystery of the recent decline in official reserves. In that regard, the March balance of payments could have provided some clarification regarding the source of the ambiguity. Yet, we see that, of the USD5.7bn depletion in official reserves, USD4.3bn comes from "net-errors", which is by itself a mystery already, thus failing to lift market confusion on the issue.

Banks were net debt payers once more (to the tune of USD0.7bn), as was the case in every month since May 2018. Banks' total net debt (loan) redemption since then has reached USD17.9bn, while the average rollover ratio for long-term loans was 67% over the same period.

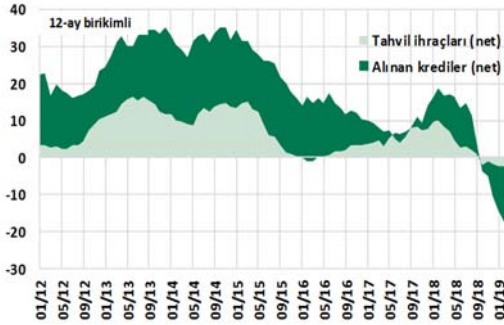
uzun vadeli kredilerde yeniden borçlanma oranı %67 olarak gerçekleşti.

Bankacılık dışı şirketlerin ise, 1,2 milyar \$ borç geri ödemesinin yapıldığı son üç aylık dönemin ardından, mart ayında 0,8 milyar \$'lık net borçlanmaya gittiği (%158 borç çevirme oranı) görülüyor. Şirketler kesimi, son dönemde bankalar gibi dış borçlanmasını yavaşlatmış olsa da, 12 aylık birikimli bakıldığında nette dış borçlarını 3,5 milyar \$ arttırdı (%128 borç çevirme oranı).

Eurobond ihraçları tarafında ise, önceki aylardaki net geri ödemelerin ardından, mart ayında bankaların 1,7 milyar \$'lık, şirketler kesiminin de net 1,2 milyar \$'lık net Eurobond ihracında bulunduğu görülüyor. Ek olarak, Hazine de Mart'ta net 1,0 milyar \$'lık Eurobond ihracı gerçekleştirmiş durumda. Buna göre, Mart ayında cari açığın temel finansman kaleminin Eurobond ihraçları olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz.

Krediler ve eurobondlar birlikte bakıldığında, özel sektörün son 12 aylık dönemde 12,1 milyar \$ borç azalttığı görülüyor ki bu rakam geçtiğimiz ay 17,5 milyar \$ idi. Bu da borç azaltma eğiliminin (baz etkisinin de devreye girmesiyle) kısmen hafiflediği anlamına geliyor olabilir.

Grafik 4: Özel sektörün yurtdışından borçlanması (Milyar \$)



Kaynak: TCMB, ŞEKER Yatırım

12 aylık cari denge çok yakında artıya geçebilir...

Swift correction in C/A deficit likely to continue, reaching a surplus very soon...

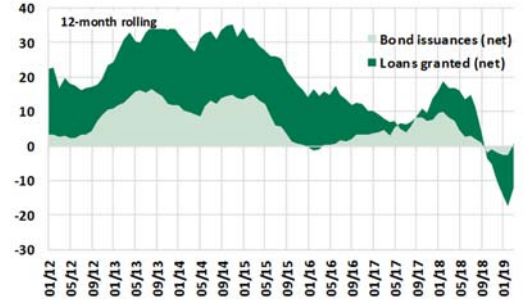
İç talepte devam eden durgunluğa bağlı olarak, cari açığı hızlı geri çekilmenin önümüzdeki aylarda da devam etmesini ve Temmuz ayı (belki de Haziran ayı) gibi, 12 aylık cari dengenin artıya geçmesini bekliyoruz. Yılın sonlarına doğru, trendin tersine dönmesi mümkün olsa da, artık 2019 sonunda cari açığın ancak 4-5 milyar \$'ı bulmasını bekliyoruz. Ancak, TL'de ek değer kaybı yaşanır ve büyüme performansı daha da bozulursa, sene sonunda cari fazla yada küçük bir cari açık (1-2 milyar \$) verilmesi de mümkün.

The corporate sector, however, seems to have added a further USD0.8bn worth of new debt (rollover ratio: 158%) in March, following a three-month outflow totaling USD1.2bn. Although the corporate sector also slowed down international borrowing recently, it still managed (or preferred to) accumulate debt over the past 12 months of USD3.5bn, with a 128% rollover ratio.

Despite reducing Eurobond exposure as well over the past few months, both banks and corporates seems to have issued net USD1.7bn and USD1.2bn worth of new Eurobonds in March. There was also the Treasury's net USD1.0bn worth of Eurobonds issuance in March. Therefore, we readily conclude that Eurobond issuances have been the major financing source in March.

Taking loans and Eurobond issuances of the private sector (banks and corporates) together, we see that the net debt reduction for the past 12-month trailing period was USD12.1bn, which was actually USD17.5bn last month. This might imply that momentum in the debt deleveraging process has somewhat moderated.

Graph 4: Private sector's total international borrowing

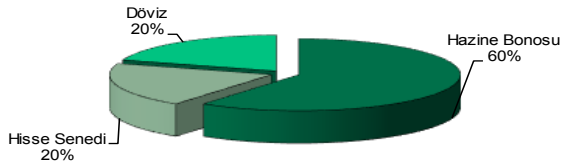
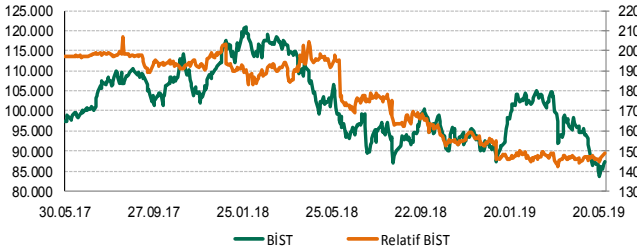


Source: CBT, ŞEKER Invest

We expect the downward trend to linger for a few months more, while the 12-month accumulated C/A balance is likely to reach a surplus by July (or possibly June). Even if the trend does reverse in the latter part of the year, we expect only a USD4-5bn C/A deficit (or even lower) by end-2019. In fact, should the GDP growth performance deteriorate due to a new bout of TRY depreciation, the economy may well produce a C/A balance surplus, or probably a negligible (USD1-2bn) deficit at end-2019.

## Portföy Önerileri

### BİST& Portföy



Aylık Performans Tablosu	Nisan Kapanış	Mayıs Kapanış	Getiri (%)	BİST Relatif Getiri
Payların Relatif Getirisi	30/04/19	31/05/19		
Arçelik	18,34	17,42	-5,0%	0,0%
Tofaş	17,93	16,92	-5,6%	-0,6%
Garanti Bankası	8,17	7,93	-2,9%	2,2%
Pegasus	30,92	35,20	13,8%	19,9%
Turkcell	12,50	11,64	-6,9%	-1,9%
Türk Hava Yolları	14,31	12,49	-12,7%	-8,1%
Endeks (BİST 100)	95.416	90.590	-5,1%	-
Payların Relatif Getirisi				<b>1,93%</b>
Döviz Sepeti				<b>-1,87%</b>
Hazine Bonosu				<b>-6,2%</b>
Aylık Portföy Getirisi				<b>-3,73%</b>

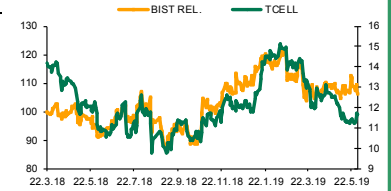
## TURKCELL (TCELL)

Cari Fiyat: 12,05 TL - Hedef Fiyat: 15,40 TL (Yükseliş Potansiyeli %28)

Turkcell payları için 12 aylık hedef fiyatımızı, risksiz faiz oranı ve piyasa risk primi varsayımlarımızda yaptığımız sırasıyla 200 ve 50 baz puanlık yukarı yönlü düzenleme ve makroekonomik tahminlerimizde gerçekleştirdiğimiz güncellemeler ile pay başına **15.40 TL** olarak belirlemekteyiz. Grup payları üzerindeki "AL" önerimizi, 2019 yılında da satış gelirlerindeki çift haneli büyümesini sürdürebilecek ve bunun yanında sağlıklı bir faaliyet karlılığı elde edebilecek olması beklentilerimiz, ve yurt dışı benzerlerine kıyasla iskontolu işlem görüyor olmaları nedeniyle sürdürmekteyiz. Turkcell, 1Ç19'de Türkiye'deki toplam abone sayısını 33.7mn olarak korumuştur. Şirket'in faturaları hatlarının toplam abone sayısı içerisindeki payı ise %55.4'e yükselmiştir (1Ç18: %53.8). Artan dijital hizmetler ve data kullanımı, fiyat ayarlamaları ve Grup'un müşterilerini daha yüksek fayda sunan paketlere geçirme stratejisinin etkisi ile Turkcell (Türkiye)'in mobil abone başı aylık gelirleri (M2M hariç), yıllık bazda %13.4 oranında artarak 38.1 TL'ye ulaşmıştır. Yurt dışı ve diğer iştiraklerindeki büyümenin de etkisiyle konsolide satış gelirleri, enflasyona paralel olarak yıllık %19.2 artarak 5,675mn TL'ye ulaşmıştır. Konsolide FAVÖK marjı ise yıllık bazda 2.3 y.p. azalarak (çeyreklik 0.4 y.p. artışla) %40.2 olarak gerçekleşmiştir. Turkcell, 1Ç19 sonuçlarının açıklanmasından sonra 2019 yılı satış gelirlerindeki artış beklentisi aralığını %16-18'den %17-19'a, FAVÖK marj beklentisi aralığını da %37-40'tan %38-40'a yükseltmiştir. Şirket YK, 3Ç19 sonuna kadar toplanacak olan Olağan Genel Kurulunun onayına sunmak üzere %3.9 oranında kar payı verimine karşılık gelen ve 2019 yılı süresince 4 eşit taksitte dağıtılması öngörülen 1,010mn TL brüt nakit kar dağıtım kararı almıştır. Turkcell payları hâlihâzırda tahminlerimizde göre 2019T 4.1x FD/FAVÖK ile işlem görmektedirler; yurt dışı benzerlerinin medyan FD/FAVÖK çarpanı ise 5.80x seviyesindedir.

Özet Bilanço (Bin TL)	2018/12	2019/03
T. Dönen Varlıklar	18.337.109	21.040.263
T. Duran Varlıklar	24.428.166	25.038.322
Toplam Aktifler	42.765.275	46.078.585
Kısa Vadeli Borçlar	11.740.048	11.615.257
Uzun Vadeli Borçlar	14.971.673	17.361.047
T. Öz Sermaye	16.053.554	17.102.281
Toplam Pasifler	42.765.275	46.078.585

Bin TL	2018/03	2019/03	% Değ.
Satışlar	4.761.595	5.675.359	19,2%
Satışların Maliyeti(-)	3.114.759	3.908.297	25,5%
Brüt Kar	1.646.836	1.767.062	7,3%
Faaliyet Giderleri(-)	510.927	593.722	16,2%
Faaliyet Karı / (Zararı)	1.135.909	1.173.340	3,3%
Net Diğer Gel/Gid	100.557	248.664	147,3%
Özk Kar/Zarar. Pay.	-	787	A.D.
Finansman Giderleri (-)	441.958	683.496	54,7%
Vergi Öncesi Kar	695.210	631.593	-9,2%
Vergi(-)	170.195	159.774	-6,1%
Net Dönem Karı	525.015	1.244.255	137,0%
Azınlık Payları Karı/Zararı	24.235	19.804	-18,3%
Ana Ortaklık Karı/Zararı	500.780	1.224.451	144,5%



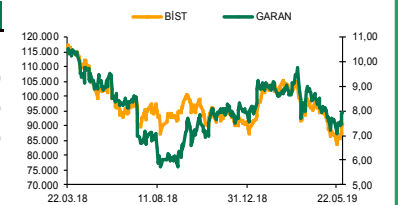
Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	-3,4%	-16,0%	4,8%
Değişim \$ (%)	10,3%	-19,9%	-40,8%
Relatif BİST (%)	0,4%	-4,3%	16,5%
	TL	Usd	
12 Aylık En Yüksek	15,11	15,11	
12 Aylık En Düşük	9,76	9,76	
Rasyolar	2019/03	2019T	
F/K	9,66	7,78	
PD/Ciro	1,25	1,06	
FD/Ciro	1,90	1,61	
PD/DD	1,56	1,52	
FD/FAVÖK	4,28	4,13	
Marjlar	2018/03	2019/03	2019T
Operasyonel Kar Marjı	23,9%	20,7%	20,2%
FAVÖK Marjı	44,2%	41,3%	39,0%
Net Kar Marjı	10,5%	21,6%	13,6%

## GARANTİ BANKASI (GARAN)

Cari Fiyat: 7,91 TL - Hedef Fiyat: 9,09 TL (Yükseliş Potansiyeli %15)

Dijitalleşme ve yeni şube yapısına geçiş sürecinin satış kapasitesi artırmasını, maliyetleri düşürmesini ve ücret ve komisyon gelirleri oluşumunu olumlu etkilemesini bekliyoruz. Banka yüksek kalitedeki karlılık yapısı ile rakiplerine göre avantajlı konumdadır. Bankanın değişik kaynaklardan elde ettiği ücret ve komisyon gelirlerini, yabancı para tarafında likit bilançosunu, güçlü aktif kalitesini ve güçlü sermaye yapısını beğeniyoruz, **AL** olan tavsiyemizi sürdürüyoruz. Banka olası riskler için 2,35 milyar TL serbest karşılık ayrılmaktadır. Hisse için %25,5 sermaye maliyeti ve %5 uzun vadeli büyüme oranlarını kullanarak hesapladığımız hedef fiyatımız 9,09 TL olup %15 artış potansiyeli bulunmaktadır. Garanti Bankası'nın net karının 2019 yılında 2018 yılına göre %9 daralmasını modelliyoruz. Hisse 2019T 5,5x F/K (Benzerlerine göre %23 primli) ve 0,63x F/DD çarpanlarıyla ve 2019T için 12,2% sermaye getirisiyle işlem görmektedir. Bankanın primli değerleme çarpanlarının yerinde olduğunu düşünmekteyiz. Garanti Bankası düşen faiz ortamında rakiplerine göre daha az avantajlı gözükmemektedir. Bankanın menkul kıymetler portföyü içinde enflasyona endeksli kağıtların oranı %44 olup bu oran rakiplerinin ortalaması olan %32'nin üzerindedir. Ancak bankanın kredi fiyatlamadaki başarısı ve mevduat maliyetlerini korumadaki etkinliği kredi mevduatı makasını olumlu etkileyecektir. Vadesiz mevduatları toplam mevduatların %28'ine denk gelen Garanti Bankası'nın mevduat maliyetlerinde avantajlı durumunu sürdürmesini beklemekteyiz. 2019 yılında bankanın swap fonlama maliyetlerine göre düzeltilmiş net faiz marjının 62 baz puan daralmasını bekliyoruz. Aktif kalitesi tarafında bankanın ihtiyali politikası nedeniyle ikinci aşama kredilerinin toplam krediler içindeki ağırlığı 1Ç19 itibarıyla %15,4 olup takip ettiğimiz bankalar ortalaması olan %12'nin üstünde seyretmektedir. OTAS'a kullandırılan kredi TFRS9 kapsamında gerçeğe uygun değer farkı kar zararaya yansıtılan krediler portföyünde izlenmektedir. Takipteki krediler rasyosu çeyreklik bazda göreceli sınırlı (23 baz puan) artarak 1Ç19'da %52 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oran bütçe beklentisi olan <7%'nin altında seyretmektedir. 2019 yılında takipteki krediler rasyosunun yeni takipteki kredi oluşumundaki hızlanmaya paralel olarak 220 baz puan artarak 7,2% seviyesine yükselmesini toplam kredi riski maliyetinin ise 305 baz puan seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Bankanın ana ve çekirdek sermaye yeterlilik rasyoları 1Ç19 itibarıyla %17,1 ve %14,7 olup güçlü seviyelerde seyretmektedir. Beklentimizden daha yüksek sorunlu kredi oluşumu ve beklentimizden daha olumsuz seyreden fonlama maliyetleri hisse performansında olumsuz etki yapabilir.

Gelir Tablosu (mn TL)	2018/03	2019/03	%
<b>Faiz Gelirleri</b>	<b>7.383</b>	<b>10.273</b>	<b>39,1%</b>
Kredilerden Alınan Faizler	6.119	8.205	34,1%
Menkul Değ. Alınan Faizler	1.057	1.628	54,0%
Diğer Faiz Gelirleri	208	440	112,1%
<b>Faiz Giderleri</b>	<b>3.595</b>	<b>5.778</b>	<b>60,7%</b>
Mevduata Verilen Faizler	2.529	4.688	85,4%
Para Piyasasına Verilen Faizler	248	6	-97,5%
Kullanılan Kredi. Verilen Faizler	331	511	54,2%
Diğer Faiz Giderleri	487	572	17,5%
<b>Net Faiz Geliri</b>	<b>3.788</b>	<b>4.495</b>	<b>18,7%</b>
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri	1.169	1.431	22,3%
Temettü Gelirleri	-	0	A.D.
Net Ticari Kar/Zarar	(342)	(169)	-50,5%
Diğer Faaliyet Gelirleri	1.248	1.890	51,4%
<b>Faaliyet Brüt Kar</b>	<b>5.639</b>	<b>7.397</b>	<b>31,2%</b>
Beklenen Zarar Karşılıkları (-)	1.635	3.450	111,0%
Faaliyet Giderleri (-)	1.736	2.069	19,2%
Vergi Giderleri (-)	496	406	-18,1%
<b>Net Dönem Kar/Zarar</b>	<b>1.996</b>	<b>1.722</b>	<b>-13,7%</b>



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	-2,7%	-10,1%	-7,2%
Değişim \$ (%)	-2,2%	-19,3%	-29,8%
Relatif BİST (%)	1,1%	2,4%	1,7%
	TL	Usd	
12 Aylık En Yüksek	9,74	1,91	
12 Aylık En Düşük	5,72	0,85	
Rasyolar (%)	2018/12	2019T	
Kredi/Mevduat	100,5%	97,0%	
Takipteki Krediler Oranı	4,9%	7,2%	
Takipteki Krediler Karşılıkları Oranı	59,4%	60,0%	
Aktif Karlılığı	1,9%	1,6%	
Özkaynak Karlılığı	15,1%	12,2%	
Net Faiz Marjı	5,70%	5,08%	
Faaliyet Giderleri/Faaliyet Gel.	29,8%	34,3%	
Faaliyet Giderleri/Toplam Aktifler	2,18%	2,36%	
Ücret ve Kom. Gel./Faaliyet Gid.	65,2%	64,6%	



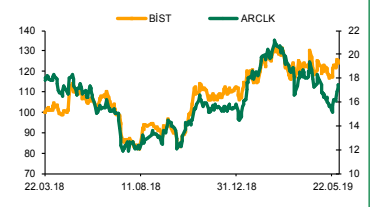


**ARÇELİK (ARCLK)**

**Cari Fiyat: 17,11 TL - Hedef Fiyat: 20.80 TL (Yükseliş Potansiyeli %21)**

**Arçelik** payları için, risksiz faiz oranı ve piyasa risk primi varsayımlarımızda uyguladığımız sırasıyla 200 ve 50 baz puan artışlar, makroekonomik tahminlerimizde gerçekleştirdiğimiz değişiklikler ve Şirket'in benzerlerine görece olan değerlemesini güncellememiz ile 12 aylık **20.80 TL** hedef fiyat belirlemekteyiz. Arçelik'in 2019T yılında satış gelirlerinde ve operasyonel karlılığında belirgin büyüme gerçekleştirebileceğini tahmin etmekte ve Şirket payları üzerindeki **"AL"** önerimizi sürdürmekteyiz. Arçelik payları yurtdışı benzerlerinin 2019T FD/FAVÖK çarpanlarına göre %50, son 10-yıllık FD/FAVÖK ortalamalarına göre ise %42 iskontolu işlem görmektedirler. Arçelik'in 1Ç19 satış gelirleri, yurt dışı pazarlarda elde edilen %9 oranındaki kuvvetli organik büyüme, TL'nin değer kaybı, Şirket'in %11 daralma göstermiş olan yurt içi beyaz eşya pazarında satış hacmini %2 oranında arttırabilmiş olması ve 2018 yılında uygulanan ürün fiyat artışları nedenleri ile yıllık bazda %30.7 artarak (çeyreklik %6.9 azalışla) 6,902mn TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in operasyonel karlılığı, 1Ç19'da görece olarak daha karlı olan iç pazar satışlarındaki artış ve hammadde fiyatlarındaki gerilemeden ve 2019 yılında uygulanmaya başlanan UFRS 16'dan olumlu etkilenmiş, ancak bu olumlu etkiler, TL bazındaki maliyetlerdeki artışlar ile büyük çoğunlukla bertaraf olmuş ve FAVÖK marjı yıllık bazda hafif, 0.3 y.p. artarak (çeyreklik 1.8 y.p. azalışla) hesaplamalarımıza göre %10.1 oranında gerçekleşmiştir. Şirket, bu dönemde yaklaşık 694mn TL FAVÖK elde etmiştir. Arçelik 1Ç19 finansal sonuçlarının açıklanmasından sonra 2019 yılı satış gelirleri artış beklentisini %25'ten %25-%30 aralığına revize edilmiştir. Şirket, ayrıca UFRS 16 uygulamasının etkisi ile, 2019 yılı FAVÖK marjı beklentisini %10.5'tan %11.5 civarına yükseltmiş, uzun dönem FAVÖK marjı hedefini de %11'den %12'ye yükseltmiştir. Şirket'in, hedefleri doğrultusunda, 2019 yılında satış gelirleri ve operasyonel karlılığında, ve ayrıca net karında belirgin artışlar kaydedebileceğini tahmin etmekteyiz.

Özet Bilanço (Bin TL)	2018/12	2019/03
T. Dönen Varlıklar	19.196.026	21.265.794
T. Duran Varlıklar	9.172.335	10.441.522
Toplam Aktifler	28.368.361	31.707.316
Kısa Vadeli Borçlar	12.496.956	13.595.993
Uzun Vadeli Borçlar	7.652.243	9.315.030
T. Öz Sermaye	8.219.162	8.796.293
Toplam Pasifler	28.368.361	31.707.316



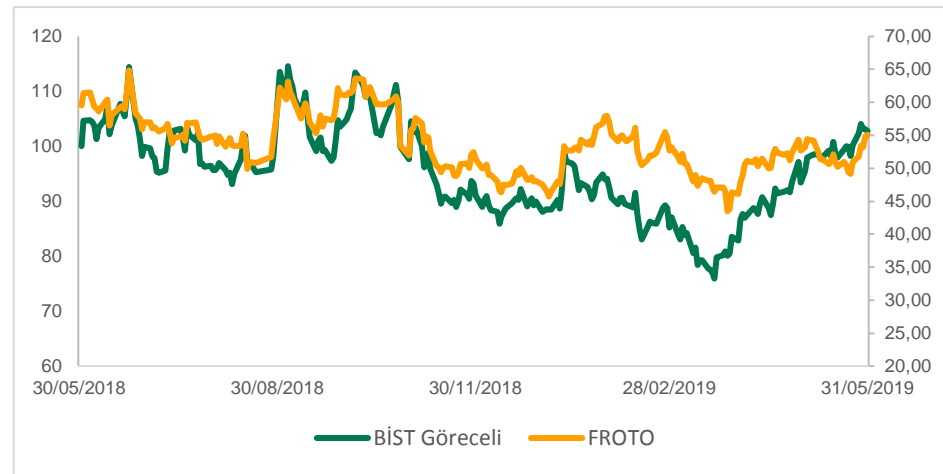
Bin TL	2018/03	2019/03	% Değ.
Satışlar	5.282.218	6.902.157	30,7%
Satışların Maliyeti(-)	3.631.546	4.663.460	28,4%
Brüt Kar	1.650.672	2.238.697	35,6%
Faaliyet Giderleri(-)	1.282.989	1.793.756	39,8%
Faaliyet Karı / (Zararı)	367.683	444.941	21,0%
Net Diğer Gel/Gid	136.744	194.998	42,6%
Özk. Kar/Zarar. Pay.	10.691	14.968	40,0%
Finansman Giderleri (-)	357.327	393.593	10,1%
Vergi Öncesi Kar	157.821	260.842	65,3%
Vergi(-)	-19.766	34.748	A.D.
Net Dönem Karı	177.587	226.094	27,3%
Azınlık Payları Karı/Zararı	735	672	-8,6%
Ana Ortaklık Karı/Zararı	176.852	225.422	27,5%

Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	-3,4%	-16,0%	4,8%
Değişim \$ (%)	10,3%	-19,9%	-40,8%
Relatif BIST (%)	0,4%	-4,3%	16,5%
	TL	USD	
12 Aylık En Yüksek	15,11	15,11	
12 Aylık En Düşük	9,76	9,76	
<b>Rasyolar</b>	<b>2019/03</b>	<b>2019T</b>	
F/K	12,84	8,61	
PD/Ciro	0,41	0,33	
FD/Ciro	0,66	0,54	
PD/DD	1,32	1,10	
FD/FAVÖK	6,53	5,15	
<b>Marjlar</b>	<b>2018/03</b>	<b>2019/03</b>	<b>2019T</b>
Operasyonel Kar Marjı	7,0%	6,4%	7,9%
FAVÖK Marjı	9,8%	10,1%	10,5%
Net Kar Marjı	3,3%	3,3%	3,8%

	TL	Usd
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>19.054</b>	<b>3.251</b>
<b>Hedef Değer</b>	<b>17.497</b>	<b>2.985</b>
Kapanış	54,30	9,26
Ortalama İşlem Hacmi (Bin Lot)	440	

Firma Bilgileri	
Sektör	Otomotiv
Faaliyet Alanı	Ticari ve Binek Araç Üretimi ve Satışı
Ödenmiş Sermaye (mn TL)	350,9

Ortaklık Yapısı	Pay(%)
Ford Motor Company	41,0
Koç Holding	38,5
Halka açık kısım ve diğer	20,5
<b>Toplam</b>	<b>100,0</b>



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	-0,2%	2,1%	-11,5%
Değişim \$ (%)	1,5%	-6,9%	-30,7%
BİST Relatif (%)	3,8%	16,7%	-2,9%
	TL	ABD\$	
12 Aylık En Yüksek	65,79	14,18	
12 Aylık En Düşük	42,21	7,56	

Piyasa Göstergeleri	2018/12	2019T
F/K	11,32	7,49
PD/Ciro	0,57	0,47
FD/Ciro	0,67	0,55
PD/DD	5,46	3,3
FD/FAVOK	7,80	6,5

Marjlar	2017/12	2018/12	2019T
Brüt Kar	10,4%	10,4%	10,4%
Esas Faaliyet Kârı	6,0%	6,8%	6,6%
FAVÖK	7,9%	8,5%	8,4%
Net Kar	5,9%	5,1%	6,3%

Özet Bilanço (Bin TL)	2018/03	2019/03
Dönen Varlıklar	7.621.252	8.946.171
Duran Varlıklar	5.289.027	6.008.478
Toplam Varlıklar	12.910.279	14.954.649
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.341.785	9.267.844
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.341.110	2.195.571
Özkaynaklar	3.227.384	3.491.234
Toplam Kaynaklar	12.910.279	14.954.649

Finansal Veriler (Bin TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2019T
Satış Gelirleri	18.289.107	25.341.290	33.292.030	40.354.387
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	2.086.062	2.637.195	3.458.571	4.213.735
Faaliyet Kar/Zararı	1.028.913	1.526.220	2.270.642	2.673.334
FAVÖK	1.485.300	1.999.844	2.839.845	3.390.316
Finansal Gelir/Gider	-135.012	-223.969	-520.222	-151.112
Net Dönem Karı/Zararı	955.308	1.489.983	1.683.196	2.542.653

● **Üretim kapasitesini geçtiğimiz 10 yılda yaklaşık 10 katına çıkartarak 47,000 adetten 455,000 bin adete taşıyan Ford Otosan, ihracat ve ticari araç odaklı stratejisiyle, yurtiçi pazarda ise kârlılık odağını korumasıyla beğenimizi kazanmaktadır.** Şirket bu süreçte yalnızca 667 adet olan ihracat adetini, 2018 yılı itibarıyla 329bin adete kadar taşımıştır. Bu süre zarfında net satış gelirlerini 850mn TL seviyesinden 7mr TL seviyesine kadar artıran Şirket, Türkiye ekonomisinin ihracat ve istihdam alanında önde gelen şirketlerinden birisi olmaya devam etmektedir. Bu bağlamda, 1997 yılında 3,406 kişiye istihdam sağlayan Ford Otosan, 2018 yıl sonu itibarıyla 10,598 çalışana erişmiştir. Dolar bazında piyasa değeri ise bu süreçte 3 katına çıkarak USD 1.1mr seviyesinden USD 3.1mr seviyelerine kadar dayanmıştır.

● **Ford Otosan daimi olarak kâr payı ödeyen bir şirket konumunda olup, son 4 yılda net kârının ortalama olarak %77'sini kâr payı olarak dağıtmıştır.** Üretim hattına geçtiğimiz yıllarda büyük yatırımlar yapan Şirket, yatırım senelerinde dahi ödeme rasyosunda azalma gösterse de kâr payı dağıtmaya devam etmiştir. 2019 yılında da bu oranın %80 seviyelerinde olmasını bekliyoruz.

● **Şirket için, indirgenmiş nakit akımları ile çarpan karşılaştırması yöntemlerini uyguladığımız modelimize dayanarak tavsiyemizi "TUT" şeklinde koruyoruz.** Hedef fiyatımızı ise revize ettiğimiz makro beklentilerimizden (Rf: %17'den %19.5'e - Rm: %5.5'ten %6.0'a) ve buna bağlı olarak güncellediğimiz otomotiv sektörü beklentilerimizden ötürü **49.90 TL** olarak revize ediyoruz. (Önceki hedef fiyat: 55.00 TL)

● **Ford yılın ilk çeyreğinde bizim (402mn TL) beklentimizin üzerinde, piyasa beklentisine (482mn TL) ise paralel, 478mn TL net kâr açıkladı (1Ç18: 432mn TL).** Gerçekleşen kâr rakamı önceki yılın aynı çeyreğine göre 11% oranında artış göstermiştir. Güçlü satış ve FAVÖK seviyesine rağmen net kârda gördüğümüz sınırlı artışın sebebi yüksek seviyede kur farkı gideridir.

● **Ford, yılın ilk çeyreğinde bizim (717mn TL) ve piyasa beklentisinin (755mn TL) üzerinde, 781mn TL FAVÖK açıkladı (1Ç18: 594mn TL).** FAVÖK marjı önceki yılın aynı dönemine göre, 0.2 yp artış göstererek 8.4%'e ulaşırken, bizim beklentimize (8.3%) ve piyasa beklentisine (8.2%) paralel gerçekleşti. 1Ç19'da brüt kâr marjı ise yıllık bazda 0.2 yp azalış göstererek 10.2% seviyesinde gerçekleşirken, operasyonel giderlerin net satışlara oranı ise güçlü satış gelirleri sayesinde 0.3 yp düşüş göstererek 3.7% seviyesine geriledi.

● **2019 yılı beklentileri:** Şirket, 2019 yılı beklentilerinde ihracat öngörüsünü yukarı revize ederken, yurtiçi perakende pazarı beklentisinde ise değişikliğe gitmedi. Şirket, yurtiçi otomotiv pazarının 380-430bin (Şeker Yatırım: 458bin adet, 2018: 621bin adet) adet bandında olmasını beklerken, Ford markalı araç satışının ise 40-50bin adet (Şeker Yatırım: 47bin adet, 2018: 65bin adet) seviyesinde olacağını tahmin ediyor. Şirket, ihracat beklentisini ise 340-350bin adet (Eski: 320-330bin adet) seviyesine revize etti. (Şeker Yatırım: 334bin adet, 2018: 329bin adet) Bunlara bağlı olarak toplam üretim tahmini ise 375-385bin adette (Eski: 350-360bin adet) şekillendi. Şirket'in 2019 yılı yatırım harcaması hedefi ise 160-180mn EUR aralığında sabit bırakıldı. (Şeker Yatırım: 180mn EUR) 2018 yılında 84%, 3A19 itibarıyla ise 87% kapasite kullanım oranı ile faaliyet gösteren Şirket'in ihracat verilerindeki güçlü seyrin devam etmesi ve Ford Motor Company ile VW arasında gerçekleştirilecek olan ortak üretim anlaşmasının pozitif sonuçlanması durumunda (görüşmeler sürüyor) gelecek yıllarda yeni bir kapasite artışı daha görebiliriz.

● **Şirket ihrac pazarlarını çeşitlendirmek amacıyla yurtdışında yeni girişimler gerçekleştiriyor.** Ford Otosan'ın ihrac pazarlarını hâlihazırda çeşitlendirmiş olması, Avrupa ekonomisinin henüz toparlanmamış olması ve bölgedeki siyasi belirsizliklerin (Brexit süreci, Avrupa ülkelerinde 2017 ve 2018'de değişen hükümetler, ABD-Çin ticaret anlaşmazlıkları, global ekonomilerdeki büyüme endişeleri) oldukça fazla olduğu göz önünde bulundurulduğunda, yeni pazarlarda yapılacak olan satış ağları Şirket'e ekstra manevra kabiliyeti kazandırmaya devam edecek. Öte yandan İngiltere pazarında Şirket'in Custom ve Transit modellerinin performansı daralan pazara rağmen oldukça iyi seviyelerde sürüyor, Courier modelinin en çok ihrac edildiği bölgeler olan İspanya ve Almanya pazarında da hem Ford performansı hem pazar performansı pozitif ilerlemeye devam ediyor.

● **Ford Otosan sınırlı olarak kur riski taşımaya ve döviz açık pozisyon taşımaya karşın, EUR bazlı yatırımlarının pozitif sonuçlarını EUR bazlı operasyonlarıyla almaya başladı -** Ford Otosan'ın maliyet + kâr bazlı anlaşmaları Şirket'in marjlarını koruma ve kur riskini sınırlandırma görevi görüyor. Şirket faturalarını Euro bazlı olarak döküyor ve ödemelerini yine Euro bazlı alıyor. 2016 yılı sonundan bu yana TL'nin EUR karşısında önemli seviyede değer kaybetmesi ise Şirket'in operasyonel büyümesine avantaj sağlarken, operasyonel taraftaki TL bazlı büyümesi finansman giderlerindeki artışın üzerinde gerçekleşiyor. Öte yandan Şirket gelirlerinin sadece fiyat ve kur etkisinden kaynaklı değil, aynı zamanda satışların da adet bazında artmasıyla büyümesi oldukça önemli. Bununla birlikte Şirket, ithal etmiş olduğu araçlardan (2017 yılı satış adetleri içinde %8) kaynaklı, TL'nin değer kaybına bağlı maliyet artışlarını fiyatlara gecikmeli yansıtıldığı için çeyrek bazda kur riskine maruz kalabiliyor.

● **Ford Otosan hisseleri 2019T 7.3x F/K ve 6.4x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görürken benzer şirketlerine göre yaklaşık %15 iskontolu işlem görmektedir.**

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

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekilde ve ortamda yayımlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

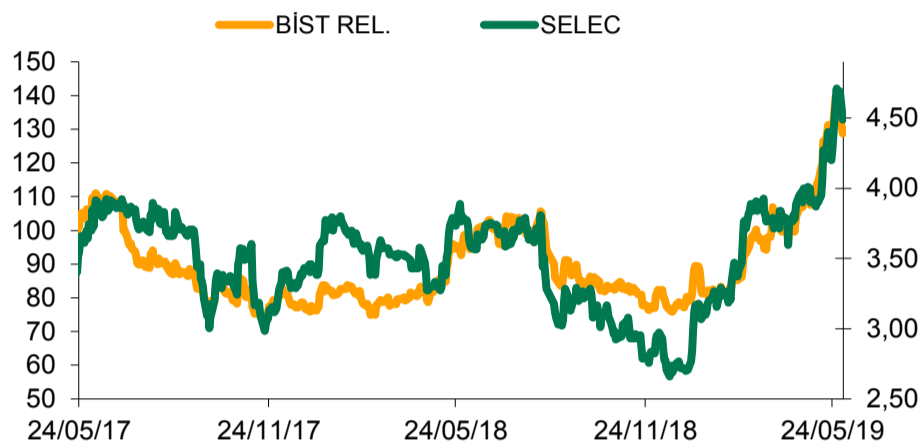
## Şeker Yatırım Araştırma Bölümü

	TL	Usd
<b>Piyasa Değeri (mn TL, mn \$)</b>	<b>2.788</b>	<b>476</b>
<b>Hedef Değer (mn TL, mn \$)</b>	<b>2.950</b>	<b>503</b>
Kapanış (TL/Hisse)	4,49	0,77
Hedef Fiyat (TL/Hisse)	4,75	
Ort. İşlem Hacmi (Bin Lot)	612	

## Firma Bilgileri

Sektör	İlaç
Faaliyet Alanı	İlaç Depolama ve Dağıtım
Ödenmiş Sermaye (mn TL)	621,0

Ortaklık Yapısı	Pay(%)
Selçuk Ecza Holding A.Ş.	77,3
Nazmiye Gürgen	1,8
Diğer	0,9
Halka Açıklık	20,0



Performans	1 Aylık	3 Aylık	12 Aylık
Değişim TL (%)	15,1%	20,9%	0,8%
Değişim \$ (%)	15,8%	8,6%	-10,2%
BİST Relatif (%)	19,7%	38,2%	30,4%

	TL	ABD\$
12 Aylık En Yüksek	4,71	0,84
12 Aylık En Düşük	2,66	0,46

Piyasa Göstergeleri	2019/03	2019T
F/K	5,7	4,5
PD/Ciro	0,2	0,2
FD/Ciro	0,2	0,1
PD/DD	1,0	0,9
FD/FAVÖK	4,4	3,5

Marjlar	2018/03	2019/03	2019T
Brüt Kar	9,7%	11,0%	8,7%
EFK	4,9%	6,4%	3,9%
FAVÖK	5,2%	6,7%	4,2%
Net Kar	4,6%	6,1%	3,9%

Özet Bilanço (Bin TL)	2018/12	2019/03
Dönen Varlıklar	5.653.860	6.454.928
Duran Varlıklar	733.339	764.073
Toplam Varlıklar	6.387.198	7.219.001
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.831.424	4.399.365
Uzun Vadeli Yükümlülükler	85.966	99.206
Özkaynaklar	2.469.808	2.720.430
Toplam Kaynaklar	6.387.198	7.219.001

Finansal Veriler (Bin TL)	2018/03	2019/03	2018/12	2019T	2020T
Satış Gelirleri	3.284.102	4.163.079	13.467.346	16.160.815	19.069.761
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	318.099	459.425	1.038.909	1.413.801	1.674.862
Faaliyet Karı/Zararı	160.562	267.717	392.729	638.082	777.583
FAVÖK	169.669	279.596	432.603	679.754	820.113
Net Dönem Karı/Zararı	152.045	253.323	391.268	623.191	726.382

• **Şirket için İNA analizi ve yurtdışı benzer şirket çarpanlarına göre şirketin hedef hisse fiyatını revize ettiğimiz makro beklentilerimizden (Rf: %17'den %19.5'e - Rm: %5.5'ten %6.0'a) ötürü 4.75 TL seviyesine revize (4.80 TL seviyesinden) ediyoruz. Cari hisse fiyatı 4.49 TL seviyesinde bulunan Selçuk Ecza Deposu'nun hedef hisse fiyatımıza göre %6 sınırlı yükselme potansiyeli taşıması nedeniyle şirket ile ilgili AL önerimizi TUT olarak revize ediyoruz. Selçuk Ecza hisseleri 2019 yılının başından bu yana %65 değer kazanırken, endeksin %67 üstünde performans gösterdiğini not edelim.**

• **İlaç dağıtım sektöründe %42.61 pazar payına sahip** -Türkiye ilaç sektöründe 1Ç19 itibarıyla TL bazında %42.61 pazar payına sahip (1Ç18: %41.84 - 2018:%42.96) olan Selçuk Ecza Deposu, 27 ana depo ve 86 bölgesel şube olmak üzere toplam 113 deposu ile yaklaşık 22 bin seviyesinde eczaneye ilaç satışı gerçekleştirmektedir. Şirket'in toplam araç sayısı 1Ç19 itibarıyla 2,522 (2018:2.531) seviyesinde bulunurken toplam personel sayısı 6.425 kişi seviyesindedir. Türkiye ilaç sektörü pazarı 2019 yılının ilk çeyreğinde yıllık bazda %25.2 büyüme ile 14.4 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, toplam 667 bin kutu ilaç satılmıştır. Bu veriler çerçevesinde Şirket'in kutu bazındaki pazar payı ise %42.7 seviyesinde gerçekleşmiştir.

• **Referans fiyat uygulamasında yapılan değişiklik ile ilaç fiyatları 2019 yılında yaklaşık %26 yükseldi** - 2019 yılında İlaç Fiyat Kararnamesi'nde yapılan değişiklik ile daha önce dönemsel Euro değeri belirlenmesinde bir önceki yıl ortalamasının %70'inin zam oranı olarak alınması uygulaması değiştirilirken ve bu oran %60'a indirildi. Buna bağlı olarak ilaç fiyatlarının hesaplanmasında kullanılan referans Euro kuru 14 Şubat 2019 tarihinden itibaren %26,4 artışla 3.4037 TL seviyesine (2.6934 TL'den) yükseltilmiştir. Hatırlanacağı üzere son dönemde döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar sonucunda reel kur ile ilaç fiyatlarında alınan referans kur arasında makas bir hayli açılmış ve ilaç piyasasında sıkıntılar baş göstermişti. Özellikle 2018 yılının son aylarında zam bekleyen kimi ilaç firmaları ve ecza depoları ilaçları askıda bırakarak piyasaya vermemiş bu durum sektörü zor durumda bırakmıştı. 2019 yılının başından itibaren Euro kurundaki artışın devam etmesi halinde sektörün 2019 yıl sonunda da 2018 yılına benzer sorunun gündeme gelmesi beklenebilir.

• **Artan ilaç fiyatları ile Şirket 1Ç19'da pozitif operasyonel sonuçlar açıkladı** - İlaç fiyatlarına yapılan fiyat artışı ve artan pazar payı şirketin net satış gelirlerine pozitif yansımıştır. Şirketin net satış gelirleri 1Ç19'da geçen senenin aynı dönemine göre %27 artışla 4.163mn TL seviyesine yükselmiştir. Şirket'in ilaç satışları yanı sıra ilaçlara (%7-8 seviyesinde brüt kar marjı) göre daha yüksek marj oranına sahip (yaklaşık %10-11 brüt kar marjı) tuvalet ürün grup satışları da satış gelirlerine pozitif katkı sağlamıştır. Şirket'in artan satış gelirleri FAVÖK rakamını ve marjları pozitif etkiledi. Şirket'in 1Ç19'de FAVÖK rakamı yıllık bazda %67 artışla 280mn TL seviyesine yükseldi. Şirket'in 1Ç18'de %9.7 ve %5.2 olan brüt ve FAVÖK marjı 1Ç19'da sırasıyla %11.0 ve %6.7 seviyesine yükseldi. Şirket'in 2019 yılının ilk çeyreğindeki pozitif operasyonları sonrasında (özellikle FAVÖK rakamındaki artış) net kar rakamı da yıllık bazda %67 artışla 253mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

• **2019 yılı beklentilerimiz** - İlaç fiyatlarındaki artışın pozitif etkisiyle 2019 yılında görülen net satış gelirlerindeki büyüme trendinin sürmesini bekliyoruz. Şirketin 2019 yılını 16.1 milyar TL (yılılık bazda %20 büyüme) net satış geliri ile tamamlamasını öngörüyoruz. Şirket'in 2019 yılında FAVÖK rakamının ise yıllık bazda %57 artışla 680 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Selçuk Ecza'nın 2019 yılını 623 milyon TL net kar rakamı ile tamamlamasını tahmin ediyoruz.

• **Şirket için önerimizi TUT olarak revize ediyoruz** - Şirket için İNA analizi ve yurtdışı benzer şirket çarpanlarına göre şirketin hedef hisse fiyatını revize ettiğimiz makro beklentilerimizden (Rf: %17.0'den %19.5'e - Rm: %5.5'ten %6.0'a) ötürü **4.75 TL** seviyesine revize ediyoruz. Cari hisse fiyatı 4.49 TL seviyesinde bulunan Selçuk Ecza Deposu'nun hedef hisse fiyatımıza göre %6 sınırlı yükselme potansiyeli taşıması nedeniyle şirket ile ilgili AL önerimizi TUT olarak revize ediyoruz. Selçuk Ecza hisseleri 2019 yılının başından bu yana %65 değer kazanırken, endeksin %67 üstünde performans gösterdiğini not edelim.

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

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekilde yayımlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

















## SEANS SALONLARI

## ŞEKERYATIRIM-ŞUBE

<b>İZMİR</b>	
Müdür : Serdar SOYUEREL	0232-9357100

## ŞEKERYATIRIM-ŞUBE

<b>ANKARA</b>	
Müdür: Uğur Özkan ÜLGER	0312-9392450

## ŞEKERBANK SEANS SALONLARI

## ANKARA

<b>YILDIZEVLER</b>	
Müdür: Nihal TAŞOLUK	0312-4959336
Yetkili:	0312-4961256

<b>CEBECİ</b>	
Müdür: Tolga OKTAY	0312-3620168
Yetkili: M.Merve KAMBUROĞLU	0312-3629355

<b>ULUS</b>	
Müdür: İknur KAÇAR	0312-3091488
Yetkili: Bahar ERGAŞ	0312-3096738

## İSTANBUL

<b>BAYRAMPAŞA</b>	
Müdür: Sadık BÖRÜ	0212-4372098
Yetkili: Gökhan MARAL	0212-4372327

<b>BEYLİKDÜZÜ</b>	
Müdür: Gürcan TORNACI	0212-8721319
Yetkili: Mehmet S.KIŞLIOĞLU	0212-8734799

<b>ELMADAĞ</b>	
Müdür: Hatice ÇELİK	0212-2926477
Yetkili:	0212-3616211

<b>GAZİOSMANPAŞA</b>	
Müdür: Cafer YILMAZ	0212-5636357
Yetkili: Murat YILMAZ	0212-5639577

<b>KADIKÖY</b>	
Müdür: Tuba ATAMAN	0216-3462224
Yetkili: Derya ÖZER-Ş.Naciye Bağnu BAKIR	0216-3477370

<b>PENDİK</b>	
Müdür: Erol EVREN	0216-3908700
Yetkili: Mustafa AKSOY	0216-3908577

<b>SULTANHAMAM</b>	
Müdür: Neziha ASLAN	0212-5121623
Yetkili: Mustafa DEMİRCAN	0212-5201869

<b>ŞİRİNEVLER</b>	
Müdür: Güler KARAKAŞ	0212-5513991
Yetkili: Nursel KARAKAYA	0212-6539608

<b>ÜSKÜDAR</b>	
Müdür: Ayhan ŞENER	0216-3915644
Yetkili: Birgül USUL	0216-3915644

## ANTALYA

<b>ANTALYA</b>	
Müdür: Cemile SATICIOĞLU	0242-2485950
Yetkili: Rifat TURGUT	0242-2447394

<b>AKDENİZ</b>	
Müdür: Barış Tolga YETKİN	0242-2483708
Yetkili: Mutlu KÜSMEZ	0242-2442823

<b>ALANYA</b>	
Müdür: Fatih GÖK	0242-5136190
Yetkili:	0242-5117368

## DİĞER

<b>ADAPAZARI</b>	
Müdür: Berk BENGİSU	0264-2745371
Yetkili: Melek GENÇ	0264-2817988

<b>ADYAMAN</b>	
Müdür: Erdoğan HAKLI	0416-2138922
Yetkili:	0416-2138911

<b>AFYON</b>	
Müdür: Ahmet ERSOYOL	0272-2152426
Yetkili:	0272-2139072

<b>ANTAKYA / HATAY</b>	
Müdür: Sedat TAMER	0326-2251970
Yetkili: Mustafa YAKAR	0326-2251980

<b>BANDIRMA</b>	
Müdür: Hilmi TOKMAR	0266-7146664
Yetkili: Salih ÖKMEN	0266-7146665

<b>BURSA</b>	
Müdür: Özcan ŞİMŞEK	0224-2241592
Yetkili: Önder DOĞAN	0224-2253783

<b>BODRUM / MUĞLA</b>	
Müdür: Yüksel YURTSEVER	0252-3135461
Yetkili:	0252-3135468

<b>BORNOVA/İZMİR</b>	
Müdür: Başar YILMAZ	0232-3746692
Yetkili:	0232-3393066

<b>ÇORUM</b>	
Müdür: Nuri DOĞAN	0364-2125706
Yetkili: Bircan İÇBUDAK	0364-2248807

<b>DENİZLİ</b>	
Müdür: Fatma ÖKTEN	0258-2648727
Yetkili: İsmial AKPINAR	0258-2416810

<b>DÜZCE</b>	
Müdür: Özgür AYDEMİR	0380-5240709
Yetkili: Şükran KIRIKOĞLU	0380-5143590

<b>EDİRNE</b>	
Müdür: Murat ERGÜL	0284-2122290
Yetkili: Nafiz YILMAZ	0284-2132867

<b>EREĞLİ / KONYA</b>	
Müdür: Mehmet TOPÇU	0332-7131532
Yetkili:	0322-7120490

<b>FETHİYE / MUĞLA</b>	
Müdür: Mehmet N. PİHAHA	0252-6120602
Yetkili:	0252-6148422

<b>GAZİPAŞA / ADANA</b>	
Müdür: Esat CENGİZOĞLU	0322-4585858
Yetkili: Tansel ŞAŞMAZOĞLU	0322-4584737

<b>İSPARTA</b>	
Müdür: Meltem Can ERGENÇİÇEĞİ	0246-2322178
Yetkili: Erkan GÜRLER	0246-2329446

<b>İSKENDERUN / HATAY</b>	
Müdür: Demet KÖMÜROĞLU	0326-6131580
Yetkili: İbrahim Oktay KARDAŞ	0326-6144601

<b>İZMİT / KOCAELİ</b>	
Müdür: Aytekin ŞAHİN	0262-3221080
Yetkili: Bahar SEZER	0262-3217471

## KARABÜK

Müdür: Mustafa MADEN	0370-4127579
Yetkili: İsmail ZOR	0372-4124903

<b>KAYSERİ</b>	
Müdür: Seyit Naci Semerci	0352-2225836
Yetkili: Hüseyin DURMUŞ	0352-2211042

<b>KUŞADASI / AYDIN</b>	
Müdür: Hakan KALELİOĞLU	0256-6128671
Yetkili:	0256-6128674

<b>MERSİN</b>	
Müdür: Vahit YILMAZKAYA	0324-2373965
Yetkili: Habibe AKSOY	0324-2389736

<b>NAZİLLİ / AYDIN</b>	
Müdür: Murat YÜKSEKÜLKÜ	0256-3122112
Yetkili:	0256-3156263

<b>NİĞDE</b>	
Müdür:	0388-2323525
Yetkili: Mehmet YEL	0388-2334889

<b>NIKSAR / TOKAT</b>	
Müdür: Turgay DÜZGÜN	0356-5271190
Yetkili:	0356-5279152

<b>OSMANİYE</b>	
Müdür: Canan ÇELİKTENYILDIZ	0328-8130647
Yetkili:	0328-8146085

<b>PORSUK / ESKİŞEHİR</b>	
Müdür: Esin DURSUN	0222-2211733
Yetkili: Meral ÖZER	0222-2305530

<b>SOMA / MANİSA</b>	
Müdür: Nadir AŞIK	0236-6131357
Yetkili:	0236-6125713

<b>SÖKE / AYDIN</b>	
Müdür: Aliye Memişoğlu	0256-5181613
Yetkili:	0256-5181613

<b>SUSURLUK / BALIKESİR</b>	
Müdür: Ahmet BAĞCI	0266-8651890
Yetkili:	0266-8651782

<b>ŞEHİTKAMİL / GAZİANTEP</b>	
Müdür: Didem ALBAYRAK	0342-2152671
Yetkili: Mehmet Bakış TATLICI	0342-2152675

<b>ŞİRİNYER / İZMİR</b>	
Müdür: Saim ERBAK	0232-4384733
Yetkili: Sevrap AYSEL	0232-4526509

<b>TEKİRDAĞ</b>	
Müdür: İbrahim Ender PETEKÇİOĞLU	0282-2630865
Yetkili:	0282-2613562

<b>TRABZON</b>	
Müdür: Necmettin ŞAŞ	0462-3266571
Yetkili: M.Sermet BİRİNCİ	0462-3265549

<b>YALOVA</b>	
Müdür: Davut ÖNDER	0226-8126601
Yetkili: Bülent KARAKUŞ	0226-8115112

## ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

### ARAŞTIRMA, DANIŞMANLIK ve KURUMSAL FİNANSMAN GRUPOBAŞKANLIĞI

#### Kadir TEZELLER | Grup Başkanı

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 220  
ktezeller@sekeryatirim.com.tr

#### Sevgi ONUR | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 150  
Bankacılık  
sonur@sekeryatirim.com.tr

#### Engin DEĞİRMENCİ | Yönetmen Yrd.

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 201  
Cam, Çimento  
edegirmenci@sekeryatirim.com.tr

#### Burak DEMİRBİLEK | Müdür

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 128  
Enerji, Savunma Sanayii  
bdemirbilek@sekeryatirim.com.tr

#### Fatih TOMAKİN | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 251  
Teknik Analist  
ftomakin@sekeryatirim.com.tr

#### Atasav TUĞLU | Uzman Yrd.

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 334  
atuglu@sekeryatirim.com.tr

#### R. Fulin ÖNDER | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 245  
Havacılık, Telekom, Beyaz Eşya, Demir-Çelik  
fonder@sekeryatirim.com.tr

#### Mehmet MUMCU | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 201  
Otomotiv, Perakende, Small Cap  
mmumcu@sekeryatirim.com.tr

#### Serkan GÖNENÇLER | Ekonomist

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 313  
sgonencler@sekeryatirim.com.tr

### PAY SENETLERİ İŞLEMLERİ MÜDÜRLÜĞÜ

#### A.Selim BAYCİN | Müdür

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 137  
abaycin@sekeryatirim.com.tr

#### Lale FİLİZ | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 256  
lfiliz@sekeryatirim.com.tr

### VADELİ İŞLEMLER BİRİMİ

#### Burak CABA | Müdür

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 154  
bcaba@sekeryatirim.com.tr

#### Sevnuur CAN | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 255  
scan@sekeryatirim.com.tr

### ACENTE KOORDİNASYON MÜDÜRLÜĞÜ

#### Ali ÖCAL | Acente Koordinasyon Müdürü

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 190  
aocal@sekeryatirim.com.tr

#### Nilgün BAYRİ | Kredi Takip Müdürü

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 218  
nbayri@sekeryatirim.com.tr

#### Neslegül SERTTAŞ | Yönetmen Yrd.

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 146  
nserttas@sekeryatirim.com.tr

#### F. Berem ZÜGÜL | Uzman

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 322  
bzugul@sekeryatirim.com.tr

### KALDIRAÇLI İŞLEMLER MÜDÜRLÜĞÜ

#### Erhan GÜRİSOY | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 222  
egursoy@sekeryatirim.com.tr

#### Selin ASLAN | Uzman

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 408  
saslan@sekeryatirim.com.tr

### PAZARLAMA ve SATIŞ MÜDÜRLÜĞÜ

#### Beril KURT | Satış Müdürü

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 323-324  
bkurt@sekeryatirim.com.tr

#### Volkan YILDIRIM | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 321  
vyildirim@sekeryatirim.com.tr

#### Esin ALTINNAR | Yönetmen Yrd.

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 706  
ealtinnar@sekeryatirim.com.tr

### SABİT GETİRİLİ MENKUL KIYMETLER MÜDÜRLÜĞÜ

#### Mustafa BAYRAM | Müdür

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 111  
mbayram@sekeryatirim.com.tr

#### Melek KANTAR | Yönetmen

Tel: (212) 334 33 33 Dah. 112  
mkantar@sekeryatirim.com.tr