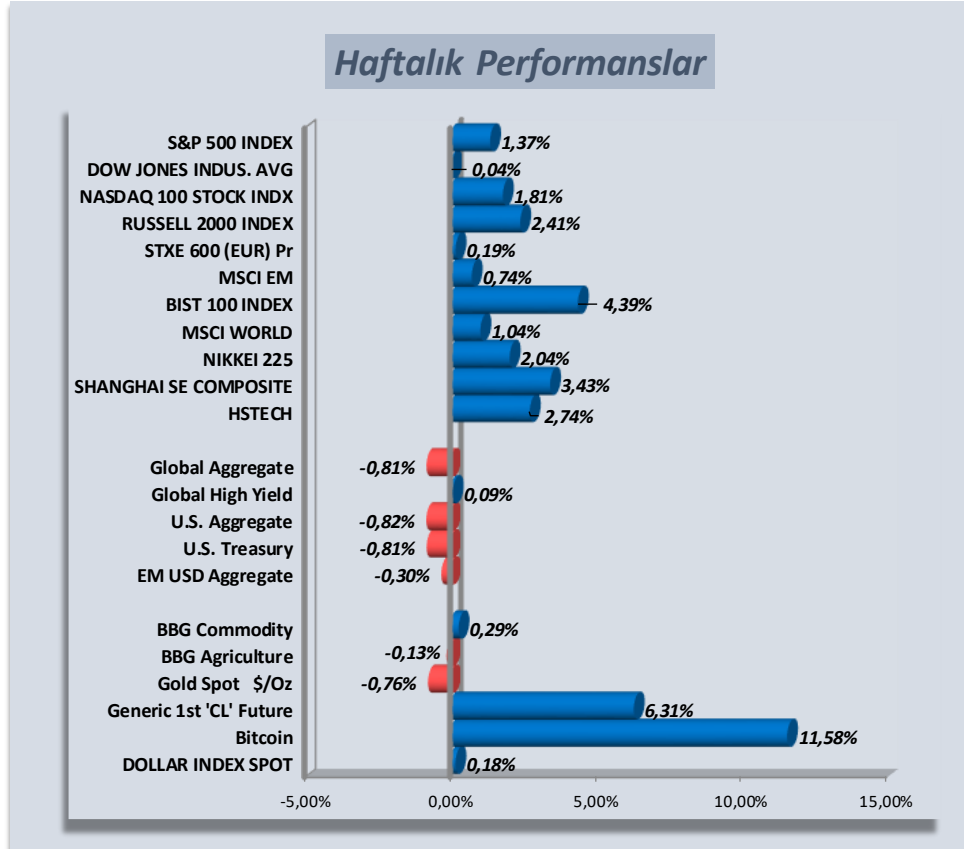


Geçtiğimiz hafta hisse senedi piyasalarında risk iştahı güçlü kalmaya devam ederken, **FED'den gelen şahin mesajlara, güçlü gelen ekonomik verilerle faiz indirim beklentilerinin aşağıya çekilmesine, artan faizlere ve oldukça kritik direnç seviyelerine yaklaşan ana endekslere rağmen, risk iştahı güçlü kaldı ve yatırımcılar bu riskleri bir miktar daha göz ardı ederek güçlü gelen kar rakamlarına ve dirençli kalan ABD ekonomisine odaklandılar.**

Ana endekslerin hemen hepsi haftayı artıda tamamlarlarken, S&P 500 endeksinde 5,000 direncinin sorunsuz geçilmesi, risk iştahının güçlü kalmaya devam etmesine yol açıyor. Yükselişlere Russell 2,000'in de eşlik etmesiyle beraber hareket genele yayılırken, sene başından bu yana ufak-orta ölçekli şirketlere gelen satışlara yönelik kaygılar da bir miktar hafifledi. Yukarı yönlü hareketler global bazda da genele yayılırken, Avrupa ve Asya'daki endeksler de yükselişe katıldılar ve haftayı artıda kapattılar.

Risk iştahındaki olumlu seyir ve ekonomilere yönelik optimist yaklaşım emtia içerisinde petrole de olumlu yansırken, talep kaygılarının hafiflemesi ile beraber %6 üzerinde bir yükseliş takip ettik. Spekülatif risk iştahına paralel hareket eden diğer bir varlık sınıfı olan Bitcoin'de, ETF onayları sonrasında gelen kar satışlarının \$40,000 seviyesinde karşılanması sonrasında, yaklaşan yarılmanın da yarattığı heyecan ile beraber tekrar yukarı yönlü hareketlenme gördük. Tahvil piyasalarında her ne kadar yüksek getirili ve hisse senetlerine daha paralel hareket eden bonolar hafif artıda kapatmış olsalar da, FED'den gelen şahin mesajlarla tahvil faizlerinde gördüğümüz yukarı hareket, ana tahvil endekslerinin haftayı eksiye kapatmalarına yol açtı.



Tahvil faizlerindeki yükselişi hisse senetleri şimdilik göz ardı ediyor...

Son dönemde ABD'de istihdam piyasasından gelen güçlü sinyaller ve büyüme, PMI'lar, tüketici güveni gibi verilerin beklentilerden güçlü gelmesi ile ekonominin yüksek faizlere ve sıkı finansal koşullara dirençli kaldığı işaretlerinin alınmasının tahvil piyasalarına da yansımalarını takip ediyoruz. Güçlü gelen verilere ek olarak FED'den gelen şahin mesajlar ve para politikasındaki gevşemenin yatırımcıların fiyatladıkları patikayı takip etmeyebileceğine yönelik mesajlar, **tahvil faizlerinde yukarı harekete neden olurken, faiz indirim beklentilerinin de (7 faiz indiriminden 4 indirime) törpülenmesine yol açtı.**



Faizlerde son dönemde gördüğümüz yükselişe rağmen, **geçtiğimiz hafta tahvil ihraçlarına gelen güçlü talep risk iştahına destek olan önemli bir faktördü.** Ancak faizlerde yukarı yönlü hareketin devam etmesi ve aşağıda görüldüğü gibi **10 yıllık faizlerde %4,30 seviyelerinin aşılması**, hisse senetlerini ve özellikle de endekslerin yükseliş dinamosu olan teknoloji hisselerini tekrar rahatsız etmeye başlayacaktır



S&P 500'de 5,000 direnci geçildi, aşırı optimizm düzeltmenin yaklaştığına işaret ediyor...

S&P 500 endeksi oldukça kritik bir direnç seviyesini geçmeye çalışırken, burada pozisyonlanma ve yatırımcı algısının aşırı optimist seviyelere kaçmaya başlaması, endeksin aşırı alım sinyalleri üretmesi ve yatırımcıların uzun pozisyonlarını hedge etme konusundaki isteksizliği, bize **kısa vadede bir düzeltmenin yaklaştığını** ve spekülasyon pozisyonları konusunda dikkatli olunması gerektiğini söylüyor.

Özellikle bireysel yatırımcı algısına baktığımız zaman, hisse senetlerinde düşüş bekleyen yatırımcı oranının bu senenin en düşüğüne gerilemesi ve tarihsel ortalamasının %30 altında seyretmesi, endeks değerlemelerinin (12a ileri F/K >20) de tarihsel olarak **pahalı kar çarpanlarına ulaşması (son 25 sene ortalamaya göre %25'e yakın primli)** kırılmalı arttıran ve **kısa vadede endeks için alarm zillerinin çalmasına yol açan bir durum**.

Dolayısıyla biz kısa vadede güçlü yukarı momentumun korunduğu bir piyasada, kısmi kar satışlarının gidilmesinin, özellikle spekülasyon ve büyüme odaklı pozisyonlarda azaltım yapılarak nakit yaratılmasının, pozisyonların beğendiğimiz dev teknoloji hisseleri etrafında ve daha defansif alanlarda yoğunlaştırılmasının mantıklı olacağını düşünüyoruz.

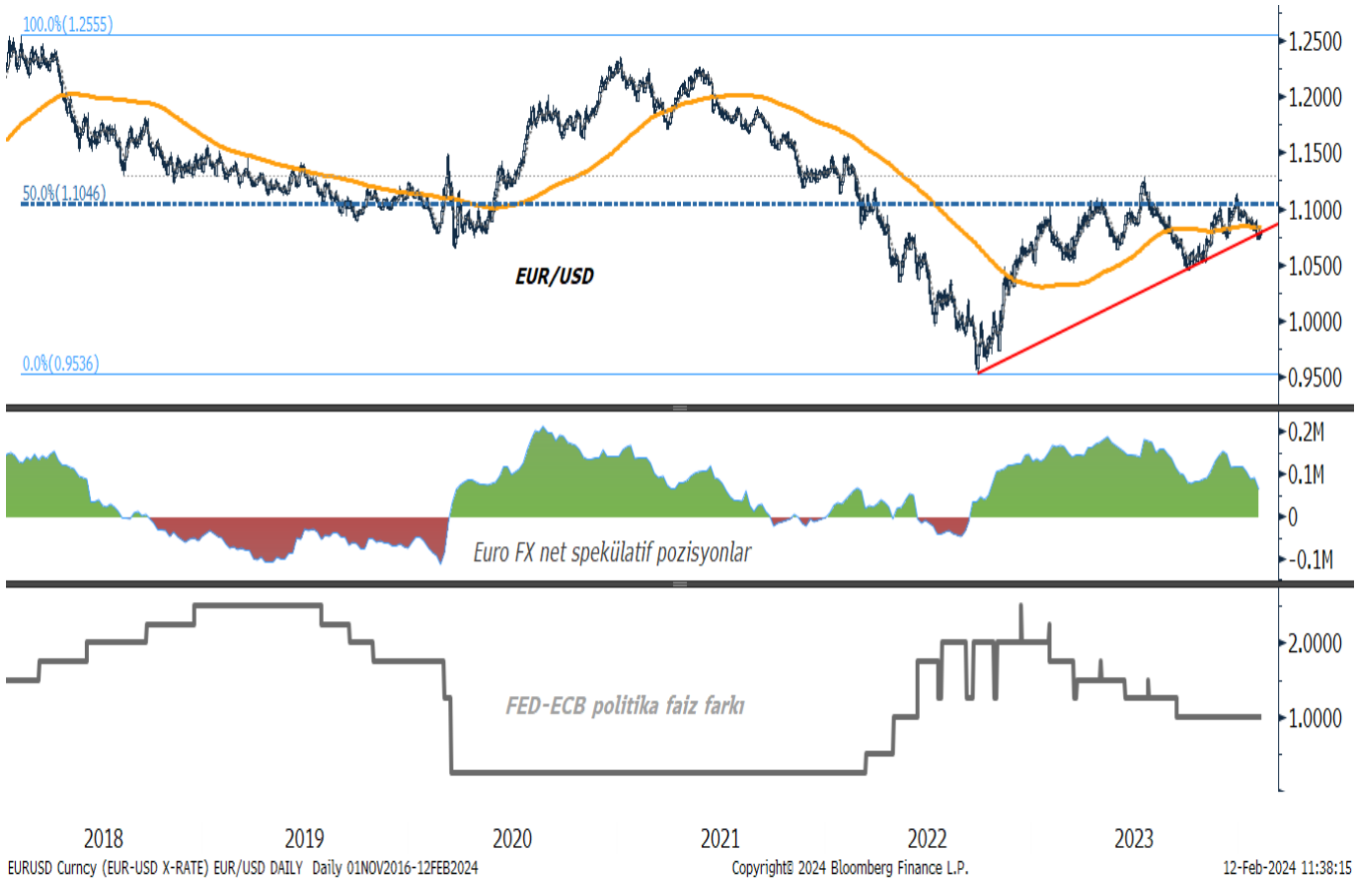
Bu hafta piyasalarda biraz daha sakin bir veri ve bilanço haftasına giriyoruz. Veri tarafında ABD'de gelecek olan TÜFE verisi piyasa oyuncularının odaklanacakları en önemli konu. Manşet rakamda senelik %2,9, çekirdek rakamda ise %3,7 artış bekleniyor. Burada yukarıda belirttiğimiz gibi fiyatlamaların en mükemmel koşullara ve düzgün bir yumuşak inişe göre yapıldığı bir ortamda, enflasyon tarafında gelebilecek ufak olumsuz sinyallerin dahi çok olumsuz karşılanacağı unutulmamalı.



Bilançolar tarafında S&P 500 şirketlerinin yaklaşık %70'i kar rakamlarını açıklarlarken, teknoloji bilançolarının da gelmesi ile beraber, endekslerde ağırlığı yüksek olan şirketlerin önemli kısmının rakamları geride kaldı ve dördüncü çeyrek kar rakamlarının nasıl şekillendiğine dair iyi bir fikrimiz oluştu. Teknoloji şirketlerinin rakamları öncesinde ekside seyreden endeksin senelik kar büyümesi, geçtiğimiz hafta artıya geçti ve **S&P 500 şirketleri son çeyrekte beklenti üzerinde %3'e yakın kar büyümesi açıklamış durumdadır. Şirket karlarının beklenti üzerinde gelmeye devam etmesi yatırımcılarda optimizmi arttıran önemli bir faktör olurken, burada yapay zekanın az sayıda teknoloji şirketinde yarattığı büyük olumlu etkinin de bu büyümenin arkasındaki en önemli dinamik olduğunu not edelim.**

Euroda orta vadede zayıflamanın devamını bekliyoruz...

Bu hafta Avrupa'da gelecek olan büyüme ve sanayi üretimi verileri, bölge ekonomisinin sağlığı hakkında bilgi vererek ve EURUSD paritesinde volatiliteye sebep olabilir. Aralık ayında yayınladığımız 2024 beklentileri raporunda euronun dolara göre zayıflama eğiliminde olmasını beklediğimize değinmiştik. Burada ABD ekonomisinin daha dirençli kalması, Avrupa'da güçlenen resesyon emareleri ve ECB'nin bize göre FED'den daha erken ve daha derin faiz indirimlerine gitme olasılığının yüksek olması, bizi euro tarafında orta vadede olumsuz olmaya iten faktörler. Son dönemde FED'den gelen şahin mesajlarla yatırımcıların faiz indirim beklentilerini azaltmaları ve yumuşak iniş senaryolarının ABD'de giderek daha yüksek bir ihtimal haline gelmesi doları destekleyen faktörler olarak şekillenirken, burada kısa vadede 1,08-1,085 seviyesinin geçilememesi durumunda euro üzerinde aşağı yönlü baskı hız kazanabilir.

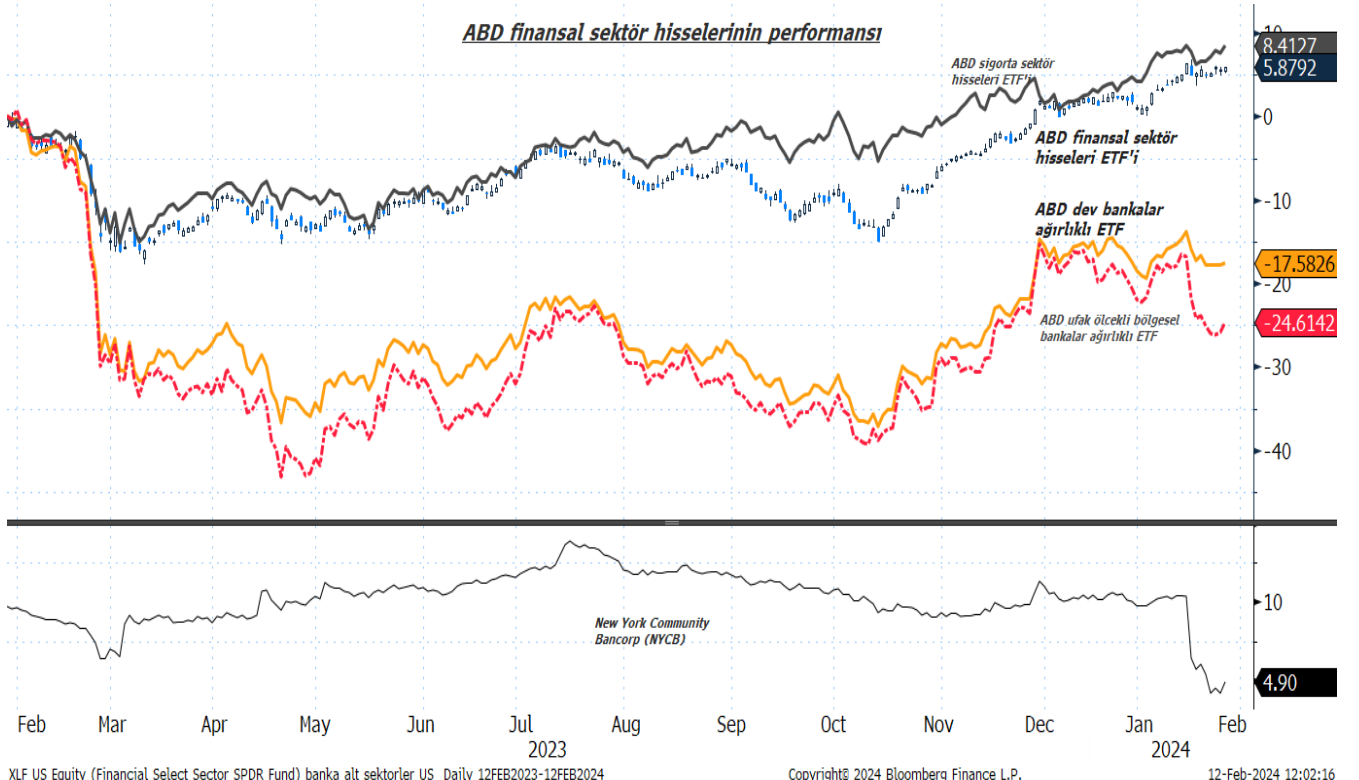


ABD'de ufak-orta ölçekli bankalarda rahatsızlık devam ediyor...

Geçtiğimiz sene başında yaşamış olduğumuz mini bankacılık krizi hızlı atlatılmış gibi dursa da, ABD'de kredilerin önemli bir kısmını sağlayan ufak-orta ölçekli bankalarda stres devam ediyor. Önceki hafta **New York Community Bancorp'un beklentilerden çok kötü rakamlar ve zarar açıklarak, temettüsünü kesmesi sonrasında %38 düşüş yaşaması tekrar bankacılık krizi korkuları canlandırırken**, özellikle ufak ölçekli bankalar arasında ticari kredilere hassasiyetleri yüksek olanlara yönelik kaygılar arttı.

NYCB son iki senede Flagstar Bancorp ve Signature Bank'in bir kısmını alarak hızla ve kontrolsüz olarak büyümüştü, bunun olumsuz etkilerinin rakamlara yansıdığını görüyoruz. Her ne kadar önümüzdeki dönemde faizlerin potansiyel olarak aşağıya çekilmesi bilançonun sağlığına kavuşmasına yardım edecek olsa da, bu dönemi bankanın atlatıp atlatamayacağına yönelik kaygılar artıyor. Yönetim değişimi sonrasında varlıklarını küçültmeyi ve finansal kaldıraçını azaltmayı hedefleyen bankanın hisse senedinin seyri yatırımcılar tarafından önemli bir gösterge olarak izlenebilir.

Aşağıdaki grafikte de gösterildiği gibi **bankalar son bir senede finansal sektörü hisseleri arasında geride kalırlarken**, son haftalarda ufak-orta ölçekli bankalar dev bankalara göre çok daha geride kalmış durumdadır. Bu bankalara yönelik yatırımcı paniğinin artması mevduat çıkışlarına ve en kötü senaryoda "bank run" gibi bir sonuca da neden olabilir. Dolayısıyla **ticari emlak kredileri** ve bankaların bu alana olan hassasiyetlerinin yatırımcılar tarafından yakından izlenmesi gerekiyor. Aynı zamanda FED'den gelen mesajlarla finansal koşulların beklentilerden daha uzun kalabileceğine yönelik işaretler, bu bankaların bilançolarındaki varlıklarda zararlara, kredi kalitesinde aşınmaya ve genel kredi iştahında zayıflamaya neden olabilir.



Disney bilançosu...

Son dönemde Nelson Peltz gibi önemli aktivist yatırımcılar tarafından baskı altına alınan ve CEO değişimine ve Bob Iger'in başa gelmesine rağmen toparlanmakta zorluk çeken ve zayıf hisse performansı nedeniyle yatırımcıların tepkisini çeken Walt Disney Co, geçtiğimiz hafta bilanço rakamlarını açıklayan şirketler arasındaydı. Disney her ne kadar sıkıntılı bir yapısal değişim döneminden geçse de, biz **şirketin benzerinin yaratılması güç olan dev içerik havuzunu ve iş modelinin etrafındaki korunma alanını göz önüne alarak, uzun vadede hisseyi beğeniyoruz** ve ne beğendiğimiz 20 hisse arasında tutmaya devam ediyoruz.

Disney, beklenti üzerinde hisse başına \$1,22 net kar açıklarken, \$23,54 milyarlık satış rakamı geçtiğimiz seneye göre yatay seviyelerdeydi. Şirketin brüt ve net kar marjlarında gördüğümüz 3 puanlık genişleme olumlu bir faktördü ve büyük oranda son dönemde Iger tarafından başlatılan ve özellikle Disney+ tarafında yapılan maliyet kesintilerinin de etkisi ile gerçekleşti. Disney son çeyrekte \$886m serbest nakit akımı yaratırken, böylelikle önceki seneye göre serbest nakit akımı da artıya dönmüş oldu.

Walt Disney Co/The Finansallar	Gerçekleşen					S12A 30.12.2023	Beklentiler		
	31.12.2022	1.04.2023	1.07.2023	30.09.2023	30.12.2023		30.03.2024	30.06.2024	30.09.2024
Toplam Satışlar	23.512,0	21.815,0	22.330,0	21.241,0	23.549,0	88.935,0	22.246,5	23.311,4	22.658,1
Büyüme YoY	7,8%	13,3%	3,8%	5,4%	0,2%	5,4%	2,0%	4,4%	6,7%
Büyüme QoQ	16,7%	(7,2%)	2,4%	(4,9%)	10,9%		(5,5%)	4,8%	(2,8%)
Brüt Kar	7.126,0	7.199,0	7.859,0	7.513,0	7.962,0	30.533,0	7.230,8	8.250,5	7.808,5
Büyüme YoY	-1,74%	8,17%	0,47%	15,76%	11,73%	8,69%	0,44%	4,98%	3,93%
FAVÖK	3.230,0	3.433,0	1.335,0	2.471,0	4.179,0	11.418,0	4.301,6	4.907,4	4.427,6
Marj %	13,7%	15,7%	6,0%	11,6%	17,7%	12,8%	19,3%	21,1%	19,5%
Büyüme YoY	(6,8%)	27,5%	(63,7%)	35,8%	29,4%	29,4%	25,3%	267,6%	79,2%
Esas Faaliyet Karı (FVÖK)	1.924,0	2.123,0	(9,0)	1.062,0	2.936,0	6.112,0	3.373,3	3.891,1	3.482,6
Büyüme YoY	-12,39%	51,10%	--	111,13%	52,60%	-1,77%	58,89%	--	227,93%
Net Kar (GAAP)	1.279,0	1.271,0	(460,0)	264,0	1.911,0	2.986,0	1.753,5	2.146,6	1.855,7
Marj %	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Net Kar Düz.	1.892,0	1.919,0	2.217,0	1.931,0	2.496,0	8.563,0			
Hisse başı net kar (GAAP)	0,70	0,69	(0,25)	0,14	1,04	1,6	0,9	1,1	0,9
Hisse başı düzeltilmiş net kar	0,99	0,93	1,03	0,82	1,22	4,00	1,05	1,26	1,08
Büyüme YoY	11,1%	165,4%	--	55,6%	48,6%	(11,0%)	32,6%	--	572,1%
Büyüme QoQ	230,0%	(6,1%)	10,8%	(20,4%)	48,8%				
Brüt Kar Marjı	30,3%	33,0%	35,2%	35,4%	33,8%	34,3%	32,5%	35,4%	34,5%
FAVÖK Marjı	13,7%	15,7%	6,0%	11,6%	17,7%	12,8%	19,3%	21,1%	19,5%
Faaliyet Kar Marjı	8,2%	9,7%	(0,0%)	5,0%	12,5%	6,9%	15,2%	16,7%	15,4%
Net Kar Marjı	5,4%	5,8%	(2,1%)	1,2%	8,1%	3,4%	7,9%	9,2%	8,2%

Kaynak: Bloomberg

Nakit akışları	31.12.2022	1.04.2023	1.07.2023	30.09.2023	30.12.2023
İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları	-974,00	3.236,00	2.802,00	4.802,00	2.185,00
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışları	-1.292,00	-1.249,00	-718,00	-1.382,00	-1.246,00
Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları	-879,00	-50,00	-1.024,00	-698,00	-7.927,00
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Artış/Azalış	-3.145,00	1.937,00	1.060,00	2.722,00	-6.988,00
Sermaye harcamaları	-1.181,00	-1.249,00	-1.165,00	-1.374,00	-1.299,00
Serbest Nakit Akımı	-2.155,00	1.987,00	1.637,00	3.428,00	886,00

Şirket temettü oranını da %40 arttırarak \$0,45 seviyesine çıkarırken, burada bize göre özellikle Peltz tarafında artan yatırımcı baskısını azaltmaya ve yatırımcılara nakit döndürme konusunda daha istekli olunacağına dair bir mesaj verme isteği ön plandaydı. Biz her ne kadar arttırılan temettü ödemesi ve hisse geri alım programını olumlu bulsak da, bu noktada **Disney'in aslında bu nakdi yeni yatırımlarda ve operasyonlarında kullanarak büyüme ivmesini arttıracak adımlar açıklamasını tercih ederdik.**

Disney rakamlarına **en önemli olumlu etki yine park ve deneyimler tarafından gelirken, şirketin cirosunun yaklaşık %32'si, faaliyet karının %80'i bu alandan elde ediliyor.** Pandemi dönemi haricinde, son senelerde Disney'in en öngörülebilir kar ürettiği ve büyüme dinamosu haline gelen parklarda gelirlerin güçlü kalmasının en önemli sebeplerinden bir tanesi, ABD'de tüketim harcamalarının özellikle hizmet sektörü tarafında çok güçlü kalması var. Ancak yüksek faizlerin etkisinin gecikmeli olarak görülmeye başlanması, her döngüsel alanda olduğu gibi burada da önümüzdeki dönemde kırılmalıklar yaratabilir. Dolayısıyla **şirketin bir an önce diğer alanlarda büyüme ve kar yaratma konusunda adımlarını hızlandırması gerekiyor. Burada biz de Nelson Peltz gibi aktivist yatırımcılar tarafından gelen baskıya katılıyoruz ve olumlu buluyoruz.**

Disney gibi dev bir içerik hazinesine sahip şirketin bu varlıklarını daha efektif kullanarak büyüme yaratmaya geri dönmesi gerekiyor. Yakından takip edilen ve bu sene kara geçmesi beklenen Disney+ platformunda son çeyrekte üye sayısı 146 milyonla beklenti altında kalırken, şirket sene sonunda hisse başına kar rakamında %20 üzerinde büyüme öngörüsünde bulundu. Her ne kadar maliyet kesintileri ile Disney karını kısa vadede yukarıya çekebilse de, biz daha çok şirketin gelir ve kar büyümesi yaratabileceği alanları yakından takip edeceğiz. Burada medya tarafında ESPN'in spor yayınları konusunda yeni stratejik ortaklığı, Epic şirketine yatırım ve Disney+ platformundaki karlılık kısa vadede izleyeceğimiz önemli gelişmeler. Önümüzdeki iki sene düşük tek haneli büyüme sergilemesi beklenen şirketin 23x ileri F/K çarpanı ile işlem görmesi bir miktar pahalı değerlemelere işaret ediyor, ancak biz bu noktada kredibilitesi yüksek olan yönetime büyümeyi canlandırması ve karlılığı arttırabilmesi konusunda kredi veriyoruz ve hisseyi \$100-\$110 bandında cazip bulmayı sürdürüyoruz.



UYARI NOTU:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.