

Beğendiğimiz 20 hisse 2025 senesinde de rölatif güçlü kalmaya devam ediyor

Beğendiğimiz hisse senedi portföyü sene başından bu yana %7,5 yükselişle, yatırımcılar açısından zor bir senede artıda kalmayı başarırken, ABD'deki ana endekslerin hepsinden güçlü performans gösterdi. İlk beş ayda S&P500 %1,5, Nasdaq100 ise %2,6 artarken, Russell2000 %6,7 geriledi, DJ Sanayi yatay kaldı.

» Portföydeki 20 hisseden 3 tanesi, S&P 500'de bu sene en çok yükselen 10 hisse arasına girdi. Güçlü performansın arkasında sene başında portföye dahil ettiğimiz ve yüksek ağırlıkta tuttuğumuz defensif hisselerin önemli payı vardı. Philip Morris. %53, CVS Health %45, Constellation Energy %41, HCA Healthcare %28 getiriyle güçlü performans gösterdiler. Senenin kaybettirenleri ise Trump teması ile portföye dahil ettiğimiz daha spekülative isimler (Block Inc:-%27 ve Riot Platforms:-%17) oldu. Döngüsel tarafta Nike Inc (-%18) bekleneni veremedi.

Önümüzdeki süreçte temkinli duruşumuzu koruyoruz, politik belirsizliğin devam etmesiyle ABD ekonomisinde resesyon, tahvil faizlerinin kontrolden çıkması gibi risklerin hisselerde yeterince fiyatlanmadığını düşünüyoruz

» S&P 500'de 5,200 seviyelerine doğru bir geri çekilme görebileceğimizi ve ikinci yarıda yaşanabilecek geri çekilmelerin seçilmiş hisselerde alım fırsatları yaratacağını düşünüyoruz.

Bu raporla portföye Teva Pharma, Deckers Outdoor ve Uber Technologies'i dahil ediyoruz.

» Portföyden Block Inc, First Solar Inc ve Nike Inc hisselerini çıkarıyoruz.

Hisse Grubu	Sembol	Şirket	Ağırlık	4Ç ileri F/K	FD/FAVÖK	Satış Büyüme beklentisi (4ç ileri)	Net Kar Marjı (s12a)	Temettü verimi (s12a)	Portföye girişi sonrasında performans %
Defansif ve Sabit Getirili Hisseler	HCA	HCA Healthcare Inc	6,00%	14,76	9,87	5,60%	8,07%	0,71%	27,60%
	NVO	Nova Nordisk A/S	5,00%	17,33	-	15,08%	34,51%	2,28%	-13,94%
	CVS	CVS Health Corp	5,00%	10,25	10,48	2,84%	1,39%	4,18%	44,89%
	BSX	Boston Scientific Corp	4,00%	35,28	39,94	11,77%	11,58%	-	16,63%
	PM	Philip Morris International	7,00%	23,60	21,02	9,59%	19,80%	2,93%	53,19%
	NEE	NextEra Energy Inc	5,00%	18,54	17,72	18,20%	21,81%	3,08%	-0,56%
	KO	Coca-Cola Co/The	5,00%	23,82	27,54	4,03%	23,00%	2,73%	16,50%
Döngüsel Hisseler	DIS	Walt Disney Co/The	4,00%	19,74	14,44	3,22%	9,47%	0,84%	1,44%
	C	Citigroup Inc	5,00%	9,84	3,60	-50,12%	7,95%	2,95%	9,31%
	NKE	NIKE Inc	4,00%	36,61	16,18	-6,04%	9,43%	2,55%	-17,69%
Emlak Hisseleri	CEG	Constellation Energy Corp	4,00%	30,76	15,91	-11,93%	12,33%	0,47%	40,55%
	COP	ConocoPhillips	5,00%	14,94	5,33	1,03%	16,62%	3,60%	-11,09%
	FCX	Freeport-McMoRan Inc	4,00%	21,75	8,58	12,11%	7,11%	1,49%	6,31%
	B	Barrick Mining Corp	4,00%	10,05	6,48	18,90%	17,46%	1,97%	32,52%
Büyüme Odaklı Hisseler	FSLR	First Solar Inc	4,00%	8,65	8,55	26,06%	29,72%	-	-15,09%
	NVDA	NVIDIA Corp	8,00%	28,28	37,33	43,58%	51,69%	0,03%	2,31%
	GOOGL	Alphabet Inc	8,00%	17,71	14,38	-6,37%	30,86%	0,47%	-10,60%
	AMZN	Amazon.com Inc	5,00%	28,06	16,14	9,09%	10,14%	-	-5,81%
	XYZ	Block Inc	4,00%	20,57	21,83	7,47%	10,92%	-	-27,33%
Spekülative Büyüme	RIOT	Riot Platforms Inc	4,00%	-	-	42,49%	-86,92%	-	-16,94%

Toplam getiri 01.01.2025 - 2.06.2025

YKY örnek portföy 7,50%	S&P 500	1,48%
	Russell 2000	-6,67%
	Dow Jones Sanayi	0,19%
	Nasdaq 100	2,60%

Portföy temettü verimi	1,52%
S&P 500 temettü verim	1,29%
Portföy beta:	1,02

Endeks görüşümüz (S&P 500):

Politik belirsizliklerin tüketicileri ve işverenleri, yatırım ve harcama konusunda diken üzerinde tutması ile ABD’de resesyon riskinin devam etmesi, Trump hükümetinin bütçe açıklarına kayıtsızlığının tahvil faizlerini kontrolden çıkarma riski ve bunlara rağmen oldukça pahalı değerlemeler, bizi rahatsız eden ve riskli varlıklara yönelik temkinli duruşumuzu devam ettirmemize neden olan dinamikler. Endekse yönelik kar beklentilerinin(2025s HBK:264) optimist seviyelere gelmesi, kar çarpanlarında (22x ileri F/K) mevcut konjonktürde genişleme beklemememiz dolayısıyla, bu seviyelerde endeksin risk/getiri dengesinin cazip olmadığını ve portföylerde risk artırmak için bir düzeltme beklenmesinin doğru olacağını düşünüyoruz.

Dolayısıyla bu noktada defansif hisselerde ve güçlü seküler büyüme hikayelerine ve makul değerlendirme çarpanlarına sahip mega-cap teknoloji hisselerinde ağırlıklı olarak pozisyonları korumak, döngüsel ve spekülatif hisselerde düşük ağırlıkta kalmak, bir miktar nakit yaratmak ve ikinci yarıda gelebilecek düzeltmeleri değerlendirmek mantıklı olacaktır. Seviye olarak endeksin 6,000 seviyesine yaklaştığı noktalarda yukarı potansiyelin sınırlı olduğunu ve 5,200 seviyelerine doğru bir geri çekilmenin daha cazip alım fırsatları ortaya çıkaracağını düşünüyoruz.



Hisselere destek olan dinamikler:

Kaygı duvarı...

Her ne kadar ana endeksler senenin ilk yarısını yatay seviyelere yakın tamamlamış olsalar da, ilk yarıda yaşanan volatilité ve fiyatlaması güç belirsizlikler yatırımcıları zorladı. Ortaya çıkan bir çok riske rağmen hisse senetleri kaygı duvarına tırmanırken mevsimsel olarak zayıf geçmesi beklenen Mayıs ayında S&P 500 %6,2 yükselerek son 35 senenin en iyi Mayısını geçirdi ve üç aylık düşüş serisini sonlandırdı. Burada **alginın ve pozisyonlanmanın oldukça pesimist seyrettiği bir ortamda, politik mesajlardaki yumuşama, güçlü gelen şirket karları** ve tüketici güvenindeki azalmaya rağmen dirençli kalan ABD ekonomisi yükselişleri canlı tuttu ve kısa pozisyonların kapatılmasıyla oluşan "short covering" etkisinin ön plana gelmesini sağladı.

Şirket karları...

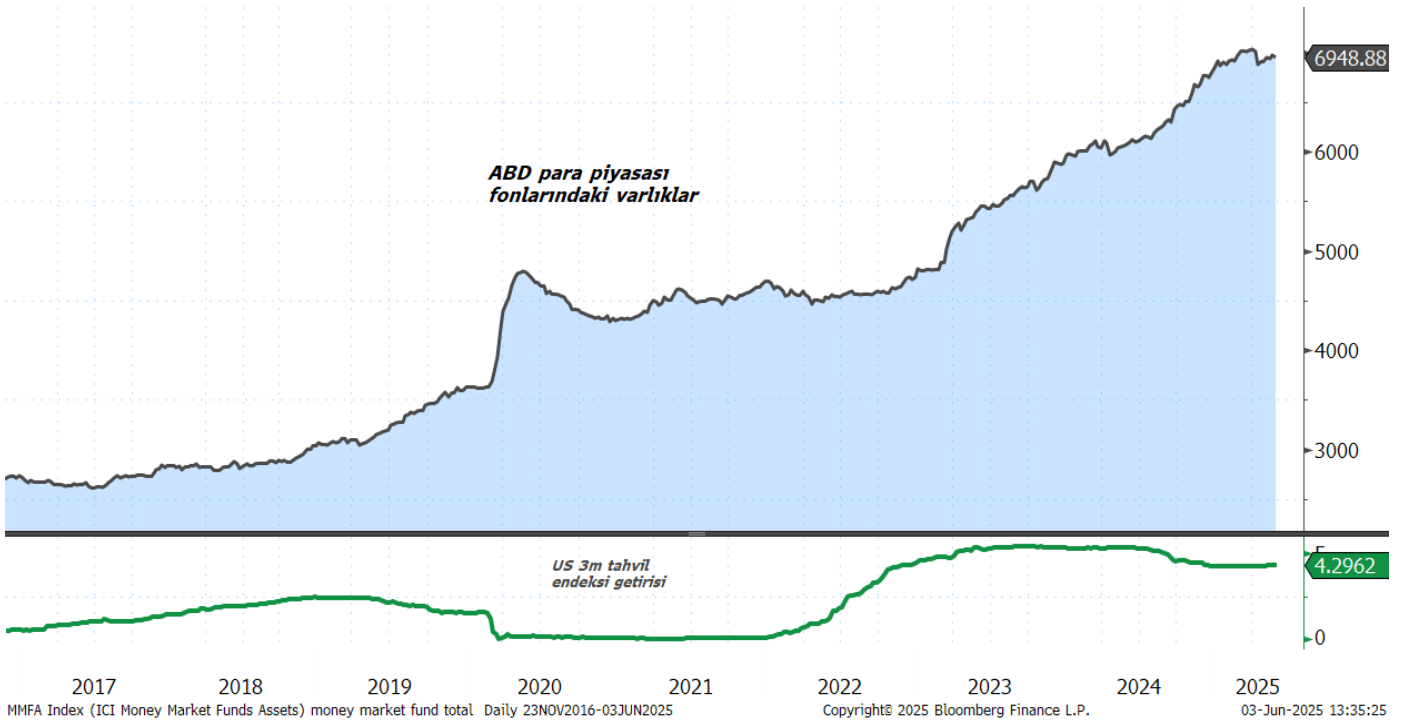
Son iki çeyrekte şirket karları beklentilerden çok daha iyi geldi ve S&P 500 şirketlerinde arka arkaya çift haneli kar büyümesi yaşandı. İçerisinde bulunduğumuz birinci çeyrek bilanço sezonunda endeks şirketlerinin %98'i kar rakamlarını açıklarken, %78'i beklenti üzerinde kar rakamları açıkladılar ve **bilanço sezonu öncesinde %7 olması beklenen kar büyümesi %13 gibi çok daha yüksek bir seviyede geldi**. Burada tabi ki Harika Yedilinin beklenti üzerindeki performansının önemli etkisi vardı ve **Alphabet, Nvidia ve Amazon endeksteki kar büyümesine en büyük katkıyı veren ilk beş şirket** arasına girdiler. 2025 senesi için de optimist beklentiler devam ederken, bu sene endeks şirketlerinin %9 kar büyümesi açıklaması bekleniyor. Burada tüketici anketlerinde gördüğümüz kötüye gidişin ve Trump tarifelerinin etkisinin ilk çeyrek rakamlarına çok sınırlı etki ettiğini belirtmekte fayda var.

Dirençli kalan ABD ekonomisi...

Anketlerde gördüğümüz yavaşlama emareleri henüz hard data tarafına yansımazken, istihdam piyasası sağlıklı kalmaya devam ediyor (3 ayda ortalama 155,000 yeni istihdam, işsizlik oranı %4,2 ile düşük ve işsizlik başvuruları makul seviyelerde), hizmet ve imalat PMI'ları 50 üzerinde kalma çabasında, büyüme son çeyrekte tarife öncesi stoklama heyecanının yarattığı envanter birikiminin etkisi ile hafifi eksiye dönse de bu etki muhtemelen bu çeyrekte terse dönecek ve artı büyümeye geçilecek (Atlanta FED GDPNow tekrar %3'ün üzerinde), tüketim harcamalarında yavaşlama olsa da halen sağlıklı seyrediyor ve perakende zincirlerinin bilançolarında önemli bir sıkıntı görmüyoruz.

Kenarda risk almayı bekleyen nakit...

Para piyasası fonlarında \$7 trilyona yakın bir nakit park edilirken, bu miktarın önemli kısmı sigorta şirketlerinin ve bazı fonların ayırdıkları karşılıklar ve zorunlu nakit pozisyonları olsa da, önemli bir kısmı da hisse senetlerinde pozisyon almak için düzeltme bekleyen yatırımcılardan oluşuyor.

**Yeterince fiyatlanmadığını düşündüğümüz riskler:****Tahvil faizleri...**

Trump'ın başa gelmesi ile beraber yaratılan DOGE gibi programlarla hükümetin kemer sıkma politikalarına ağırlık vereceği izlenimi yaratılırken, Scott Bessent'in 10 yıllıkları kontrol altında tutma mesajları da hükümetin bütçe disiplini ön plana alacağını düşündürmüştü. Ancak Temsilciler Meclisinden geçen yasa tasarısında vergi indirimlerinin uzatılması, **borç tavanının artırılması ve yeni vergi indirimlerinin olması ve hükümetin verimliliğine yönelik atılan adımların sınırlı kalması hükümetin bütçe açıkları ve artan borç yükü konusunda pek de duyarlı olmadığını gösterdi.**

Trump'ın Amerikan varlıklarına olan güveni sarsan dış politikaları, \$30 trilyona yakın ABD varlığı tutan yabancı yatırımcıları varlıklarının bir kısmını farklı alanlara taşıma düşüncesi yaratırken, önümüzdeki dönemde devam edecek olan çifte açıkların finansmanını giderek daha zor hale getirecektir. Bu aslında altın gibi varlıklara da merkez bankalarının artan talebine ek yeni bir talep kaynağı sağlayabilir. Dolayısıyla önümüzdeki dönemde özellikle **7 ve 20 senelik tahviller gibi talebin zaten çok güçlü seyretmediği bir tahvil ihracının kötü geçme ihtimali ve Japonya tahvillerinde yaşanabilecek bir panik satışı dalgasının ABD'nin derin tahvil piyasasında ciddi bir dislokasyona neden olma ve piyasalarda büyük bir paniği başlatması olasılığının önemli bir risk olduğunu** düşünüyoruz.

Politik belirsizlik ve resesyon olasılığı...

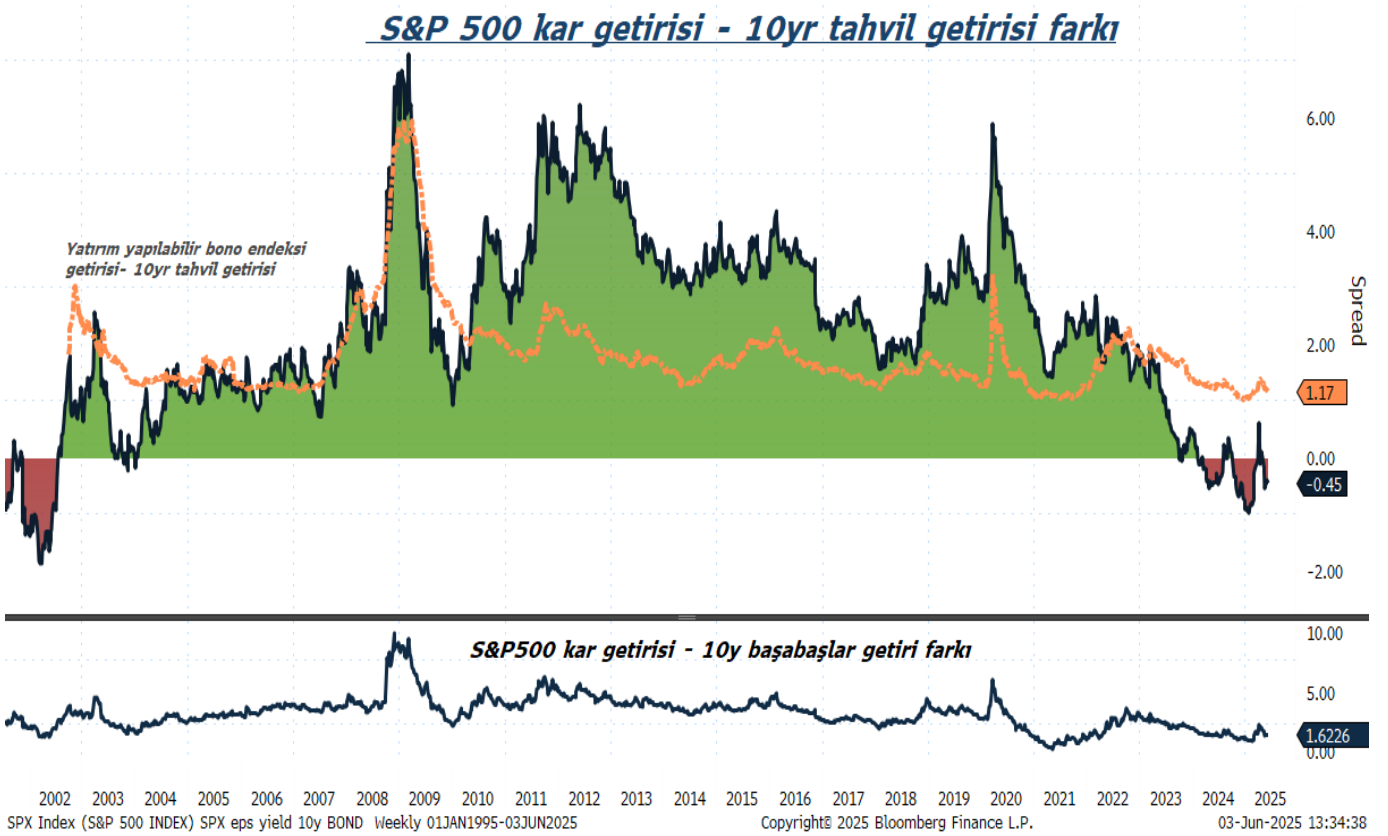
Her ne kadar Trump'ın tarife politikalarından geri adım atması ile beraber anketlerde bir toparlanma olsa da, tüketicilerin defansif duruşta kalmaya devam etmeleri ve ekonomiye olan güvenin kırılma kalması, önümüzdeki çeyrekler için ABD'de durgunluk riskinin devam etmesine yol açıyor. **Trump'ın tahmin edilmesi güç politikalarının tüketicilerin yanı sıra, işverenleri de bekle gör moduna itmesi**, işe alımların ve sermaye harcamalarının ertelenmesine ve ekonomideki yavaşlamanın bir fren etkisine dönmesine neden olabilir. Nitekim gerek ufak-orta ölçekli işletme anketlerinde, gerekse de tüketici anketlerinde bunun ilk emarelerini görüyoruz.

FED ve enflasyon...

FED Başkanlarından ve Powell'dan gelen mesajlar, merkez bankasının politik baskı ile 1970'lerde Arthur Burns'un yaptığı hatayı yapmaya niyetli olmadığını ve enflasyon ve durgunluk riskleri tartıldığında FED'in enflasyondaki artış riskine daha hassas olacağını düşündürüyor. Biz **FED'in 75bp faiz indirim yeri bulunduğunu ancak tarife risklerinin ve politik belirsizliğin devam ettiği bir ortamda mevcut politikada beklemeye devam edeceğini** düşünüyoruz.

Değerlemeler...

Yukarıda bahsettiğimiz gibi biz endeksin işlem gördüğü seviyelerin önemli bazı riskleri yansıtmadığını düşünüyoruz. Ancak burada uzun vadede düşünülmesi gereken önemli bir konu, son dönemdeki politikalarla finansal varlıklarda **ABD'nin ayrıcalıklı değerlendirilmesine neden olan bazı dinamiklerin aşınmaya başlaması**. ABD'nin dinamik ekonomisi, etkili yönetilen para politikası rejimi, global bazda en iyi yetenekleri çekme kapasitesine sahip üniversiteleri, bu yeteneklere gerekli imkanı ve sermaye desteğini sağlayan iş olanakları ve derin bir risk sermayesi sektörü, regülasyonların yenilikçiliğe engel olmaması ve işleyen bir hukuk sistemine sahip olması, ülkede yeni teknolojilerin geliştirmesine ve diğer bölgelerden daha hızlı büyümesine imkan tanıyordu. Bu da ABD hisse senetlerinin daha primli çarpanlarla işlem görmesine olanak sağlıyordu. Burada yaşanan bir kredibilite kaybı, yatırımcıların ABD hisse, bono ve tahvilleri için daha yüksek bir risk primi istemelerine neden olabilir. Mevcut **durumda finansal koşulların sıkı ve faizlerin yüksek kaldığı bir ortamda hisse senetlerine gereğinden çok daha düşük bir risk primi atfedildiğini** düşünüyoruz.



Portföyden çıkanlar:

Block Inc., büyüme profiline göre değerlemelerini cazip bulduğumuz, sektör içerisindeki pozisyonlanmasını beğendiğimiz ve Trump'ın deregülasyon hamlesi ve kriptopara evrenine olan etkisinden olumlu faydalanacağını düşündüğümüz bir hisse olduğu için, sene başında portföyümüze dahil etmiştik. Ancak Trump'ın deregülasyon gibi büyüme odaklı hamleleri arka plana atması ve tüketicilerde güven kaybına, ekonomide resesyona neden olabilecek adımlar atması, ödeme sistemleri alanındaki şirketlere olumsuz yansıdı ve şirket portföyde en zayıf performansı gösterdi. Biz her ne kadar şirketin uzun vadeli hikayesini beğensek ve büyüme profiline göre hisseyi ucuz bulsak da, daha defansif bir hisseyi portföyümüze dahil etmeyi ve hisseyi portföyden çıkarmayı tercih ediyoruz.

Nike bizim perakende sektöründe uzun vadede en çok beğendiğimiz şirketlerden bir tanesi. Ancak danışmanlık kökenli eski CEO'sunun ürünlere yeterince yatırım yapmaması, odağını çok fazla dijitale kaydırması ve inovasyonu arka plana atması, sektörde HOKA ve On gibi markalarla rekabetin kızıştığı bir dönemde piyasa payı kaybına ve satışların gerilemesine neden oldu. Şirketin tekrar eski bir yöneticisini başa getirerek yeni ürün tasarımına odaklanması bizim hissede olumluya dönmemize neden olmuştu ancak son gelişmeler ve şirketin bilanço rakamları Nike'daki geri dönüşün daha uzun zaman alabileceğini ve kaybedilen pasta payının çok da hızlı geri alınamayabileceğini gösteriyor. Dolayısıyla biz sektör içerisinde Nike'a karşı Pazar payını artıran ve son dönemde makul değerlemelere gerileyen bir başka perakendeciyi portföye dahil ederek Nike'ı listemizden çıkarıyoruz.

First Solar alternatif enerji alanında en beğendiğimiz hisse olmaya devam etse de, Trump hükümetinin bu alana olan aşırı olumsuz tavrı ve Biden hükümeti döneminde IRA kapsamında gelen bir çok desteği kaldırmaya yönelik agresif adımları, bize kısa vadede bu alana(solar, hidro ve rüzgar) temkinli yaklaşılmaya ve nükleer enerji gibi talebi ve hükümet tarafında destekleri artan bir alanda fırsatlar aramaya itiyor. Dolayısıyla First Solar, Trump politikalarıyla ABD'de solar panellere getirilecek tarifelerden en olumlu etkilenecek yenilebilir enerji şirketi olsa da, bu noktada daha fazla akıntıya karşı yüzmenin doğru olmayacağını ve halen hükümet politikalarından gelecek desteklere bağımlı olan yenilebilir enerji şirketlerinin Trump hükümetinden önümüzdeki dönemde de destek görmeyeceğini düşünüyoruz.

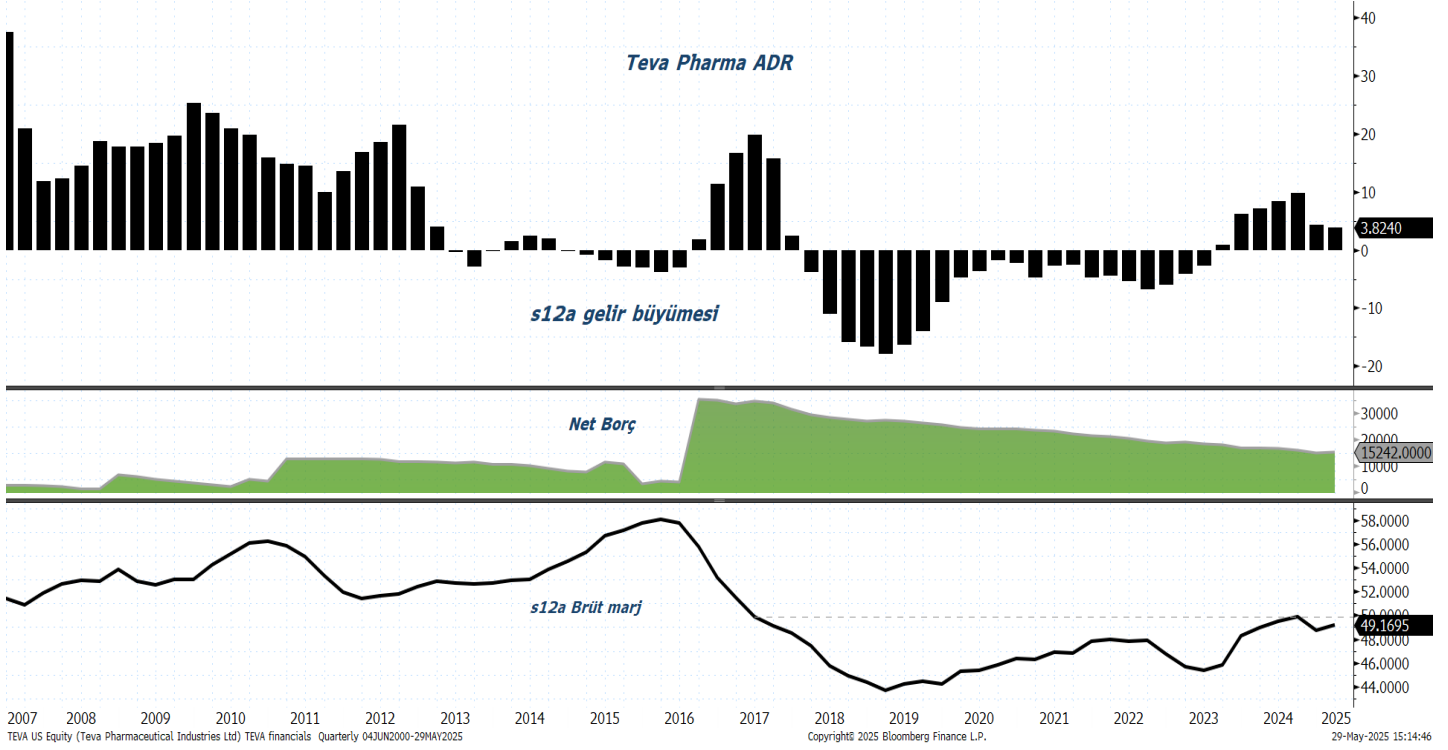
Portföye girenler:

TEVA Pharma (TEVA):

- ✓ **Büyüme stratejisinin hayata geçirilmesine yönelik riskleri, şirketin sağlıklı nakit akımı, defansif karakteri ve ucuz değerlemeleri ile yaratılan güvenlik marjı kompanse ediyor.**

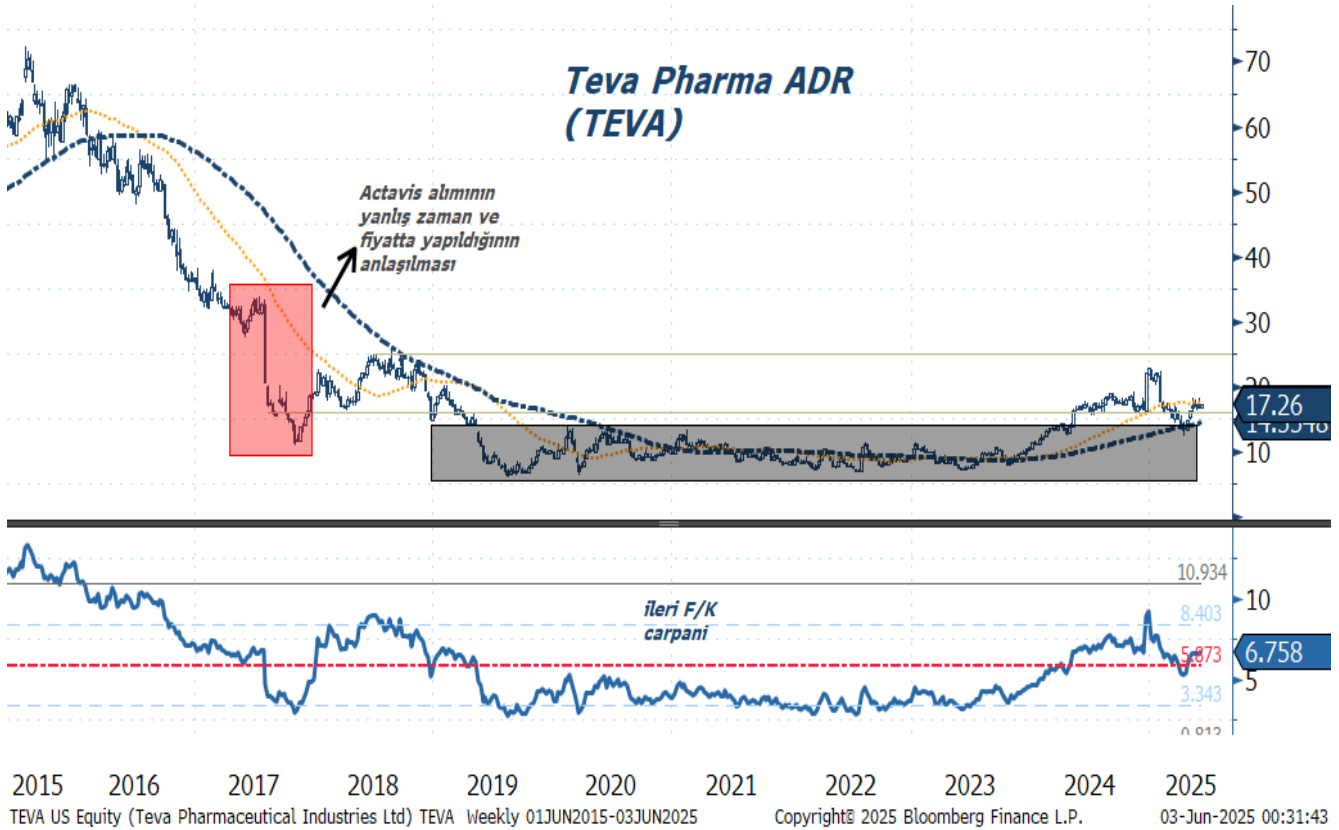
Global bazda en büyük jenerik ilaç üreticilerinden bir tanesi olan Teva, 2016 senesinde Allergan'ın jenerik ilaç kolu Actavis'i son derece pahalı bir fiyata ve yanlış bir zamanda satın alarak global bazda en büyük jenerik ilaç üreticisi haline gelerek ayak izini genişletmiş ancak borç yükünü de ciddi miktarda artırmış ve umulan sinerjileri yaratmakta zorlanmıştı. Jenerik ilaç bölümünün büyüme dev ayak izine rağmen büyüme yaratmakta zorlanması ve MS tedavisi için kullanılan ve 2017 senesinde \$3,8 milyar gibi dev bir satış rakamları yakalayan ancak sonrasında satışları onaylanan diğer rekabetçi tedavilerin de etkisi ile düşüşe geçen Copaxone gibi bir özel ilaç geliştirememesi, Teva'nın hisse senedine de olumsuz yansıdı. Borç yükü, sürekli değişen yönetim kadrosu, büyüme sıkıntıları, uzun bir süre hissenin belli bir bant içerisinde sıkışmasına yol açtı.

Ancak son dönemde her ne kadar jenerik tarafta önemli bir gelişme olmasa da, özel ilaçlar tarafında Austedo, Ajovy, Uzedy gibi terapilerin yarattığı büyüme(son çeyrekte bu üç ilaç satışların %20'den fazlasını oluşturdu), hala yüksek olsa da nispeten hafifleyen borç yükü, yeni yönetimin daha yüksek marjlı özel ilaçlar ve biyobenzerlerin geliştirilmesine odaklanması ve satışların tekrar büyümeye başlaması yatırımcılarda heyecan yarattı. Şirketin hali hazırda geliştirmekte olduğu veya onay sürecindeki çok sayıda ilacın olması (3.fazda şizofreni ve astım tedavileri, klinik çalışmalarda ve onay sürecinde çok sayıda biyobenzer terapiler) zengin bir pipeline'a da işaret ediyor.



Neden beğeniyoruz:

- Resesyon riskinin devam ettiği bir ortamda defansif karakteri
- ABD'de geniş üretim ağı dolayısıyla tarifelerden sınırlı etkilenecek olması
- Özel ilaçlara olan odağın artması ile iyileşmeye devam edeceğini düşündüğümüz büyüme profili
- Jenerik ve özel ilaçlardan oluşan ve farklı alanlara yayılmış çeşitlendirilmiş gelir kaynakları
- Katma değerli ilaçların satışlarda paylarının artması ile beraber brüt marjın tekrar %50 seviyelerine yaklaşarak gözle görülür iyileşme göstermesi
- Tek haneli ileri F/K(2025s 6,7x), FD/FAVÖK (2025s 7,2x) çarpanları ile makul değerlemeleri
- Güçlü ve artan nakit akışının inorganik büyüme olanaklarına ve yeni geliştirilen terapiler için yatırımlara olanak vermesi



Uber Technologies (UBER):

- ✓ **Uber; yarattığı nakit, sınırlı CAPEX ihtiyacı, cazip yatırılmış sermaye getirisi, ağ etkisinin yarattığı rekabet avantajı ve otonom sürüşle ortaya çıkabilecek büyüme imkanları göz önüne alındığında, cazip uzun vadeli getiri sağlayabilecek (compounder) bir yatırım fırsatı olabilir.**

Uber 2009 senesinde kurulan ve paylaşımlı araç sektörünü adeta yaratarak kendisine önemli bir seküler büyüme alanı açan popüler bir platform. Şirket kurucusu Travis Kalanick'in yönetiminde olduğu dönemde hızlı büyümesine rağmen sürekli olarak skandallarla uğraşmak durumunda kalırken, 2017 senesinde Dara Khosrowshahi'nin liderliği devralması sonrasında şirket kültüründe ve iş yapma prensiplerinde bir u-dönüşüne gitti ve büyümenin yanı sıra karlılığa odaklanan daha stabil ve öngörülebilir bir operasyona dönüştü. Uber her ne kadar bir uygulama üzerinden araç çağırma ve paylaşımlı yolculuk hizmeti ile tanınmış olsa da, bunun yanı sıra yük taşımacılığı, kurye hizmeti ve yemek teslimatı gibi farklı taşıma hizmetleri de sunuyor.

Şirketin ana iş kolu olan mobilite yani paylaşımlı yolculuk pandemi öncesinde gelirlerinin %82'sini oluştururken bugün bu oran %57'lere düşmüş durumda ve yemek ve market ürünleri teslimatı bu süreçte en hızlı büyüyen ve şirkete gelirlerini çeşitlendirme imkanı sunan bir alan. Pandemi döneminde gördüğümüz gibi yemek ve paket teslimatı gibi daha defansif alanlardan elde edilen gelirlerin giderek büyütmesi de, şirketi olası bir resesyona daha korunaklı hale getiriyor.

Uber'in finansallarında son iki senede gördüğümüz iyileşme oldukça dikkat çekici ve şirket 2023 senesi sonrasında önce sürdürülebilir artı serbest nakit akımına geçerken, **yatırılmış sermaye getirisini de sermaye maliyetinin ciddi miktar üzerine çekerek yarattığı cazip büyümeyi getirilere yansıttı.** Son çeyrekte brüt rezervasyonları %14, FAVÖK rakamını %35 artırdı ve önümüzdeki çeyrek için de benzer bir projeksiyon paylaştı.

Uber yatırımcılarını görüş ayrılığına sevk eden en önemli konu, otonom sürüşün yaygınlaşmasının şirketi nasıl etkileyeceği konusu. Bazı yatırımcılar otonom sürüşün yaygınlaşması ile beraber Waymo, Tesla gibi şirketlerin Uber'i sektörün dışına itebileceklerini düşünürlerken, biz tersine Uber'in mevcut platformu ve altyapısı ile otonom sürüşün yaygınlaşmasından fayda göreceğini ve aylık 170 milyon aktif kullanıcı kitlesini (%14 YoY büyüme) bu şirketlerle yapacağı iş birlikleri ile çok daha karlı bir operasyona dönüştürebileceğini düşünüyoruz. Zaten **Uber'in rekabet avantajının en önemli noktası da "Ağ etkisi"** olarak adlandırdığımız çok sayıda ve artan kullanıcı sayısının hizmetin değerini daha da artırması.

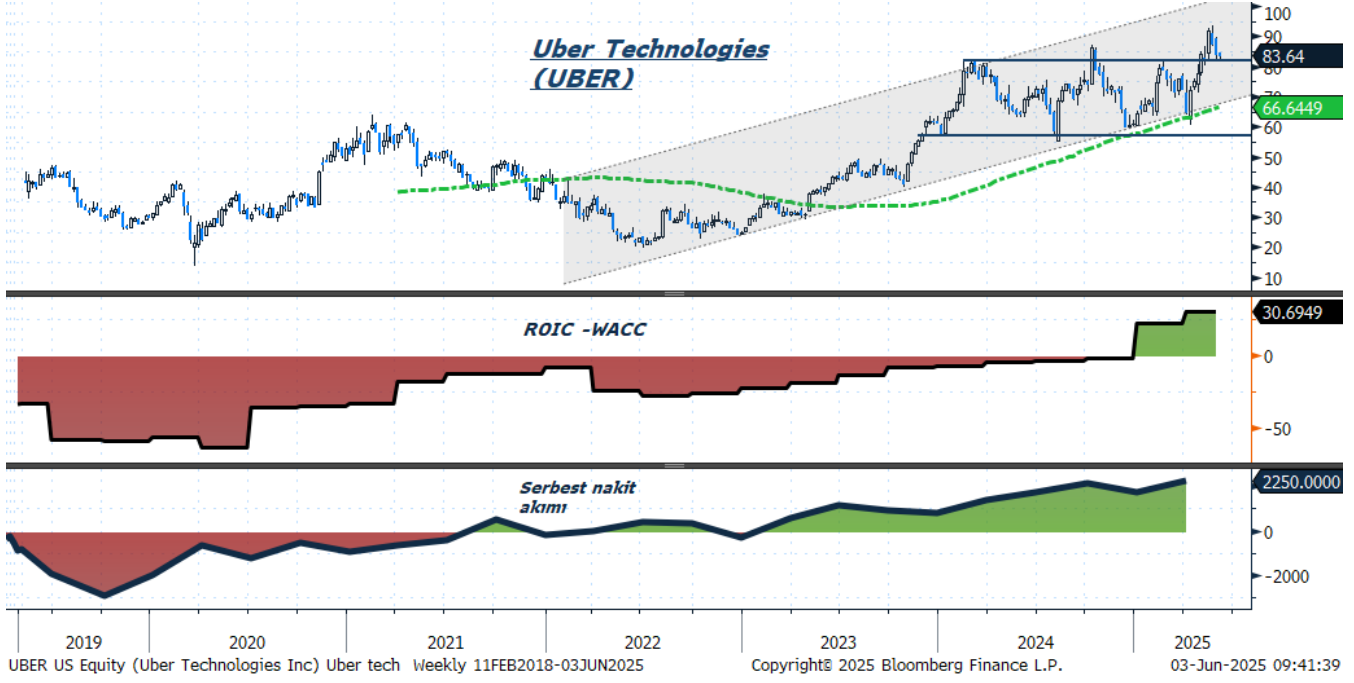
Trump hükümetinin Uber ve Lyft gibi çok sayıda dışarıdan bağımsız çalışan tarafından operasyonları yürütülen şirketler için önemli bir katkısı da oldu. Biden döneminde yürürlüğe konulan, şirketin **çalışanlarını bağımsız yükleniciler olarak göstermelerini zorlaştıran ve dolayısıyla da bu tarz çalışanların büyük kısmını bordrolarına almalarını zorlayan yasanın da Trump hükümeti tarafında durdurulması** işgücü maliyeti açısından şirketleri rahatlatan ve düşük sermaye iş modellerini sürdürmelerine yardımcı olan bir dinamik.

Uber önümüzdeki dönemde satış büyümesini %15 seviyesine yakın tutabilir, ölçek ekonomisinden ve operasyonel kaldıraçtan faydalanmaya devam eder ve otonom sürüş gibi dönüştürücü teknolojileri platformuna adapte ederek net kar marjını %15 seviyelerinde tutabilirse, mevcut değerlemelerle (2025 sonu kar ve satış beklentilerine göre 26x ileri F/K, 3,5x ileri F/S, ROIC- WACC spread:%23, firma değerine serbest nakit akımı:%6) yarattığı nakdi, sınırlı CAPEX ihtiyacı ve cazip yatırılmış sermaye getirisini göz önüne aldığımızda, **önümüzde çok cazip uzun vadeli bileşik getiri sağlayabilecek (compounder) bir yatırım fırsatı duruyor olabilir.**

Neden beğeniyoruz:

- Otonom sürüşün yaygınlaşması, platformunda 170 milyon aktif kullanıcısı olan şirket için yeni bir dönüm noktası olabilir
- Sağlıklı büyüme hızı(+%13), varlık-hafif iş modeli, yarattığı yüksek nakde operasyonlarında yüksek sermaye getirisi sağlayabilmesi(%40 ROIC) ve makul değerlemeler(26x 2025s ileriF/K)

- Büyümenin ivmelendiği, kar marjlarının açıldığı ve şirketin rekabet avantajının perçinlendiği bir döneme yaklaşıyor olabiliriz
- Yiyecek dağıtımı ve yük taşımacılığı gibi alanların gelirlerde konsantrasyon riskini azaltması
- İş planını hayata geçirme konusunda kendisini ispatlanmış, deneyimli yönetim kadrosu



Deckers Outdoor (DECK):

- ✓ Hoka'nın büyüme hızındaki yavaşlamanın geçici olduğunu, şirketin sağlıklı nakit akımı, bilançosu ve büyüme potansiyeli göz önüne alındığında satışların aşırıya kaçtığını düşünüyoruz.

Döngüsel ve büyüme odaklı hisse senetleri bu sene portföyde en zayıf performansı aldığımız alanlar oldu. Büyüme korkularının arttığı ve tüketicilerin daha seçici ve defansif bir duruşa geçtikleri ve masraflarını zorunlu tüketime kaydardıkları bir dönemde bir çok perakende zinciri ve isteğe dayalı tüketim şirketi öngörülmesi güç ve belirsiz bir ortam içerisine girdiler. Bu ortamın ani politika değişiklikleri ile hızlı bir şekilde gelmesi ve tarifelere yönelik belirsizliklerin maliyet hesaplarını ve envanter stratejilerini çok daha hesaplanması ve belirlenmesi zor bir hale getirdi.

Tüketiciler henüz harcamalarda büyük kesintilere gitmeseler de, Trump hükümetinin yarattığı politik belirsizliğin etkisi ile bütçelerini daha dikkatli harcama eğilimindedir. Bu noktada son dönemde popüler hale gelen ve hızlı büyüme ivmesi yakalayan buna paralel olarak da yüksek değerleme çarpanları ile işlem gören bir çok şirketin hisse senedinde sert geri çekilmeler takip ettik. Bunlardan bir tanesi HOKA, UGG, Teva gibi ayakkabı markalarının sahibi Deckers Outdoor.

Deckers bize göre son senelerde ayakkabı sektöründeki en önemli başarı hikayelerinden bir tanesi. 2013 senesinde \$1,1 milyona satın aldığı HOKA'yı geçtiğimiz mali yılda \$2,23 milyar ciroya ulaştırırken, UGG markasını da 1995 senesinde bünyesine katıp hızla büyütürken geçtiğimiz sene \$2,53 milyar ciroya ulaştırmıştı. Dolayısıyla şirketin az sayıda önemli global markanın domine ettiği ayakkabı sektöründe trendleri erken yakalayarak sürdürülebilir bir başarı elde etme kabiliyeti bize göre önemli bir dinamik.

Hoka ilk etapta maraton koşucularına hitap eden büyük tabanlı, rahat ayakkabıları ile sektörde büyürken, sağlıklı yaşam trendinden ve pandemi ile beraber hızlanan gündelik giyim ve spor ayakkabı talebinden olumlu etkilendi ve büyüme hızını ivmelendirerek hızla bir çok uluslararası pazara ve dağıtım kanalına girdi. **Hoka'nın satışları geçtiğimiz sene %23,6 büyürken, burada Nike'ın yeni ürünlerde tüketicilerin nabzını yakalayamamasından faydalandı.** Hoka ve On giderek atletik ayakkabı pazarında devlerden pazar payı çalmayı başarlarken, son çeyrekte Hoka'da büyüme ivmesinin yavaşlaması ve %10 seviyelerine kadar gerilemesi buna karşılık On'da

büyümenin %40 üzerinde devam etmesi, yatırımcılarda Hoka hakkında tedirginlik yarattı. Burada On markasının koşuculara ek olarak “lifestyle ayakkabılar” olarak adlandırılan günlük kullanıma uygun daha geniş bir kitleye hitap etmesinin de etkisi olabilir.

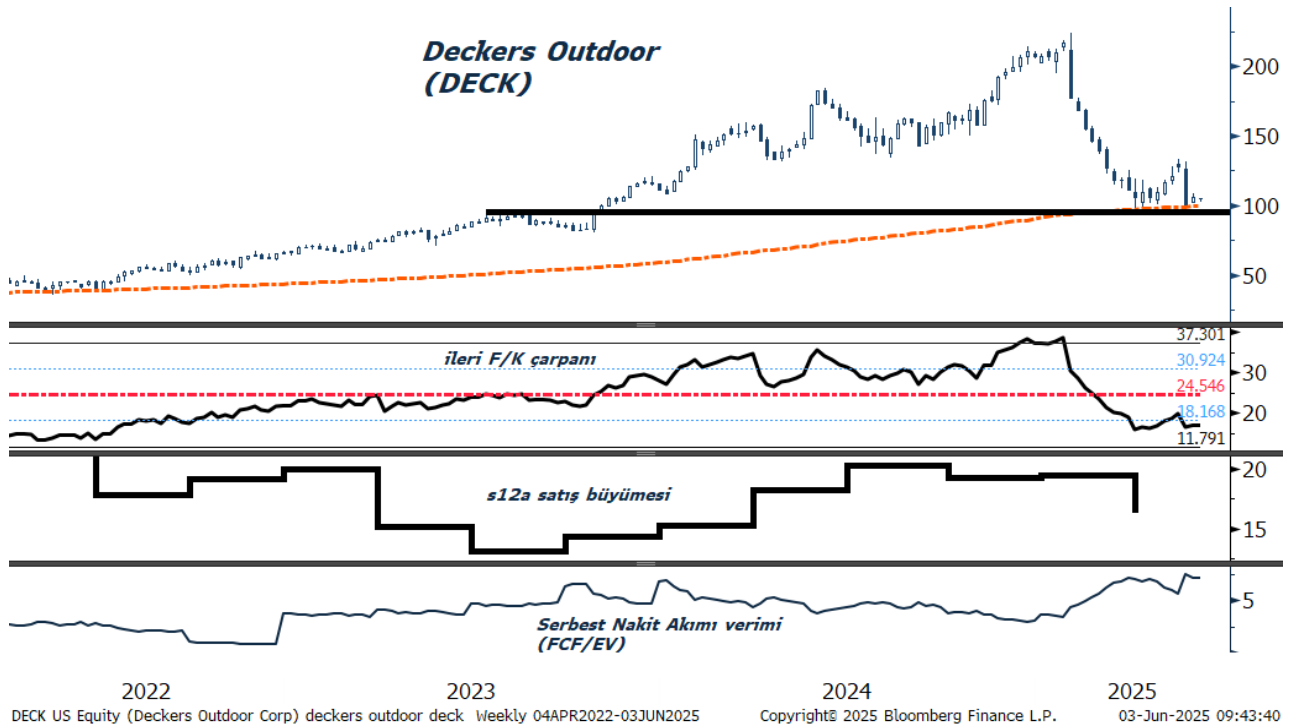
Hoka’da yaşanan yavaşlamaya ek olarak bu sene tüketicilerin harcamalarına daha çok dikkat etmeleri ve ek gümrük vergilerinin maliyetlerde yarattığı belirsizlik, konservatif beklentiler paylaşmaya alışkın olan şirketi bu sene için projeksiyonlarını geri çekmeye itti. Bu olumsuz dinamikler hızla hissede fiyatlanırken Deckers, %49 düşüşle bu sene **S&P 500’de en zayıf performans gösteren hisse** oldu.

Biz bu noktada **Deckers hissesinde aşırı pesimist beklentilerin fiyatlandığını ve yatırımcıların şirkete Hoka’da büyümeyi tekrar canlandırma konusunda yeterince kredi vermediklerini düşünüyoruz**. Burada bu kadar hızlı büyüyen her markada bu büyümenin sindirildiği dönemler olacağı unutulmamalı. Hoka uluslararası arenada ayak izini de hızla genişletirken (telekonferans sırasında Hoka’nın uluslararası satışlarının payının %34’lere ulaştığına değinildi), biz şirketin giyim ve günlük ayakkabılar ve uluslararası piyasalarda büyüme potansiyelinin devam ettiğini düşünüyoruz.

Bu noktada Deckers’in temiz bilançosu, yüksek nakdi ve %35’lere yaklaşan son derece cazip yatırılmış sermaye getirisini göz önüne aldığımızda, şirket önümüzdeki sene yüksek tek haneli büyüme dahi getirirse 17x ileri F/K çarpanının makul olduğunu düşünüyoruz. Deckers aynı zamanda piyasa büyüklüğünün yaklaşık %15’ine denk gelecek şekilde hisse geri alım programını genişletirken(\$2,5 milyar) biz bu alımların da hisseye düşüşlerde destek sağlayacağını düşünüyoruz. Ancak bir not olarak belirtelim ki, her ne kadar geri alımları yatırımcılar açısından olumlu bulsak da, şirketin bu konuda daha stratejik davranabileceğini düşünüyoruz (2025 senesinde ortalama \$149 fiyattan \$567 milyonluk hisse geri alımı yapıldı).

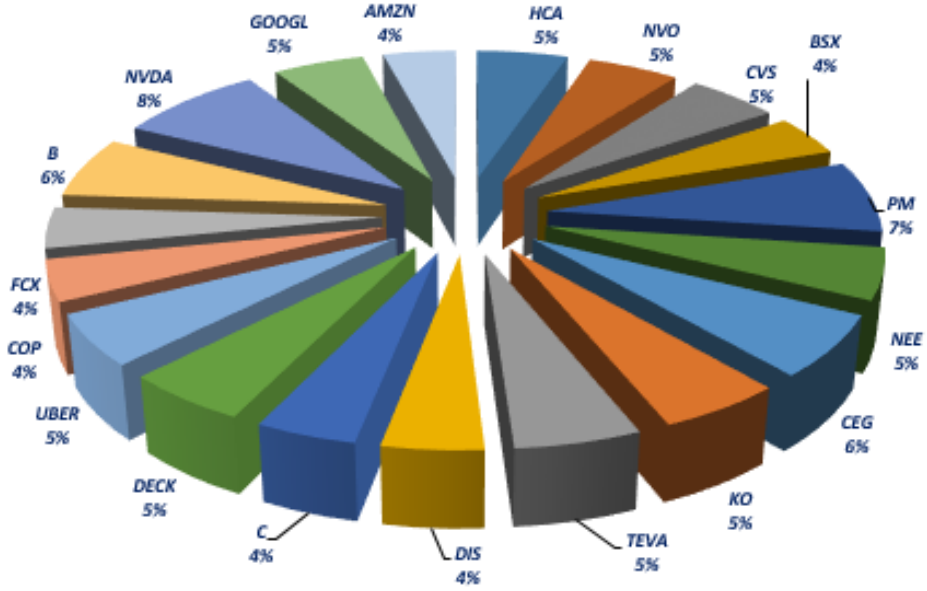
Neden beğeniyoruz:

- Hızlı büyüyen HOKA ve UGG gibi markaların giderek şirketin gelir ve kar büyümesine daha çok etki etmesi
- Ayakkabının yanı sıra spor giyim gibi farklı perakende alanlarına genişleme potansiyeli
- Faizlerin yüksek, finansal koşulların sıkı kaldığı bir ortamda yüksek miktarda net nakit ile temiz bir bilanço
- Sağlıklı serbest nakit akışı ve artan hisse geri alımlarının hissedarlara olumlu etkisi
- Şirketin geçmişte önemli perakende trendlerini yakalayıp bünyesindeki markaları sürdürülebilir bir büyüme patikasına sokma kabiliyeti
- Son bilançosu sonrasındaki düşüş ile beraber hissenin cazip değerlendirme çarpanlarına gerilemesi

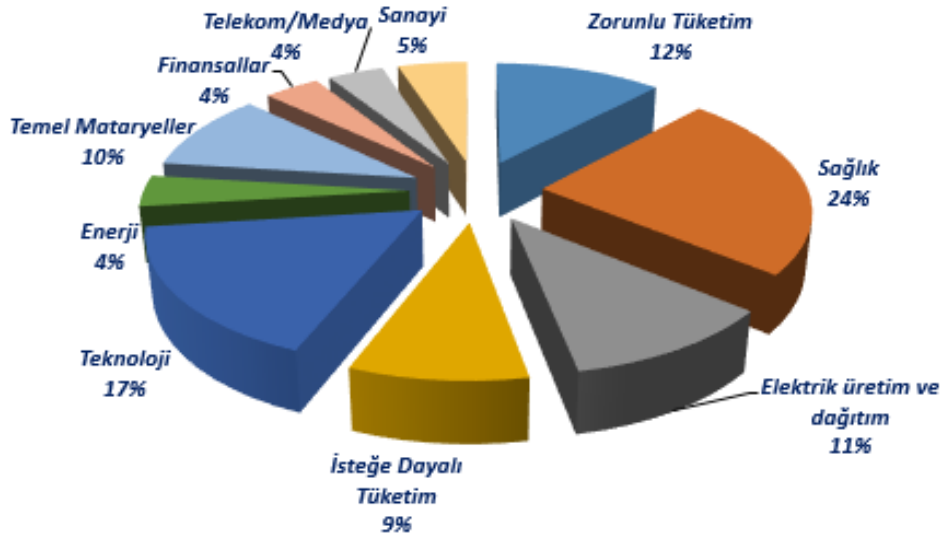


Güncel hisse alokasyonu ve sektör dağılımı:

Hisse Alokasyonu



Sektör Dağılımı





ÇEKİNCE:

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 getirin 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, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.