

Geçtiğimiz hafta risk iştahında sınırlı bir gerileme ve hisse senedi endekslerinde aşağı yönlü hareketler ön plana gelirken, riskli varlıkların son haftalardaki yükselişi hazmettiklerini ve yatırımcıların resesyon endişelerini ve FED politikasının patikasını hisse senetleri üzerinde fiyatlamakta zorlandıklarını takip ettik. Ayrışan şekilde gelen perakende zincirlerinin bilançoları da bir miktar kafaları karıştırırken, aşağı yönlü hareketlerde endekslerin kritik desteklerde tutunmayı başardıklarını gördük.

Bu hafta FED tutanakları, ABD'de PMI verileri ve FED Başkanlarının konuşmaları endekslerin yönü üzerinde etkili olabilecek bazı gelişmeler ancak Şükran Günü dolayısıyla genel anlamda hareketlerin sınırlı kaldığı, hacimlerin düşük olduğu ve endekslerin dar bir bant içerisine sıkışmaya devam ettiği bir hafta olabilir.

S&P 500 endeksi Ekim ortasında başlayan yükseliş hareketini bir miktar hazmederken, geçtiğimiz hafta aslında beklentilere paralel bir konsolidasyon hareketi yaptı. Bu noktada halen kısa vadeli yukarı momentum ve 4,150 hedefi devam ediyor ve yakın zamanda biz bu seviyelerin test edileceğini düşünüyoruz.

- ✓ Bilanço sezonunun ve ara seçimlerin atlatılması ve mevsimsel olarak olumlu bir döneme girmemizle beraber, FED tarafında gelecek mesajlar endeksin 4,150 seviyesi etrafında nasıl hareket edeceği konusunda önemli etki yaratacaktır. Nitekim geçtiğimiz hafta da Bullard, Waller gibi FED Başkanlarının yorumları endeks hareketleri üzerinde etkili oldu. Burada biraz daha ılımlı mesajların gelmesi durumunda, bu ayı piyasası rallisinin sene sonuna kadar devam ettiğini görebiliriz.
- ✓ Ancak daha önce de detaylı olarak ifade ettiğimiz gibi biz 2023 senesinin başlarında resesyon kaygıları ve şirket karlarında küçülmenin etkisi ile tekrar bir aşağı yönlü satış dalgasının yaşanabileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla yatırımcıların bu sene sonu yükselişine temkinli bir şekilde katılmalarında fayda var.



Tüketim harcamaları ve perakendeciler...

2021 senesinde pandemiden çıkışın hızlanması ile beraber, aldıkları destek çeklerinin yardımı ile finansal durumları oldukça düzelmiş olan, birikimleri rekor seviyelere ulaşan, kapanmalar sırasında erteledikleri harcamalarını hızla hayata geçiren tüketiciler sayesinde çok iyi bir tatil sezonu geçmiş ve perakende harcamalarında rekorlar kırılmıştı. Şirketler tüketicilerden gelen çok güçlü talebe yetişmekte zorlanırlarken, tedarik zinciri sıkıntıları nedeniyle istedikleri mal tedarikliğini yapamamışlar ve fiyatlama konusunda oldukça sıkı davranarak, yüksek marjlarını koruyabilmişlerdi.

Ancak bu sene bunun tersini yaşıyoruz ve azalan birikimler, yavaşlayan ekonomi, enflasyonun altında kalan ücret artışları, **tüketicileri harcamalar konusunda daha dikkatli olmaya ve isteklerinden çok, ihtiyaçlarını ön plana çıkarmaya itiyor**. Şirketler tarafında ise tedarik zincirindeki normalleşme ile biriken siparişlerin teslimatının hızlanması, buna karşılık tüketim talebinin yavaşlaması, dev bir envanter birikimine yol açmış durumda. Bu envanteri en iyi idare edebilen ve marjlarını relatif güçlü tutabilen perakende zincirlerinin hisse senetlerinin önümüzdeki dönemde daha güçlü kaldığını görebiliriz.

Aşağıdaki grafikte gösterilen ve **online perakendecilerde uzun, offline/mağaza perakendecilerinde kısa pozisyon alan borsa yatırım fonunun hareketinde** de görüldüğü gibi pandemi ile beraber harcamaların internete kayması ile beraber bu şirketlerde hızlı yükselişler yaşanmış ancak sonrasında açılımlarla beraber harcamaların yönü mağazalara doğru kaymıştı. 2021 senesinde mağaza perakendecileri güçlü performans gösterirken, 2022 ile beraber aslında iki tarafta da zayıf bir seyir var ve resesyon kaygıları, gerek online, gerek offline perakende zincirlerinde satış baskısına neden olmuş durumda. Bu nedenle **yatırımcıların perakende zinciri şirketlerine (ucuzlamış değerlemelere rağmen) yatırım yaparken çok dikkatli ve bize göre sabırlı olmaları gerekiyor**.



İndirim mağazacıları avantajlı...

Perakendecilerde aşırı biriken envanter ve daralan tüketici bütçesi ortamının olumlu etkilediği bir alt sektör ise “**discounter ve deep discounter**” olarak bilinen, perakende zincirlerinin seri sonu ve elde kalan envanter ürünlerini ucuza alarak, mağazalarında satan indirim mağazacıları olacak gibi duruyor. Bu mağazalar e-ticaret tehdidinden de dahha korunaklı olmaları ve muhtemelen önümüzdeki tatil sezonunda tüketicilerin daha çok ilgi gösterecekleri ilk adres olması dolayısıyla perakende sektörü içerisinde relatif güçlü kalmaya devam edebilirler.

Bizim bu alanda beğendiğimiz şirket, TJ Maxx ve Marshalls zincirlerini içerisinde bulunduran TJX Cos. Giyim odaklı diğer bazı dev indirim mağazası zincirleri ise Ross Stores, Burlington Stores olarak sayılabilir. Nitekim geçtiğimiz hafta bilanço rakamlarını açıklayan Ross Stores ve TJX bir çok perakende zincirinin aksine olumlu mesajlar verdiler ve 4. çeyrek için beklentilerinde çok sınırlı bir eksi büyümeye işaret ettiler ki bu analist beklentilerinde oldukça iyiydi.

Aşağıdaki uzun vadeli aylık grafiğe baktığımızda da TJX'in bir çok perakende zincirinin sıkıntılı günler geçirdiği hatta yok olduğu ve e-ticaret şirketlerine pay kaybettiği dönemde, çok güçlü performans gösterdiğini ve son bilançosu sonrasında da tarihi yüksek seviyelere tırmandığını görüyoruz. Burada şirketin iyi yönetilmesinin yanı sıra, iş planının internetten satışlara karşı daha korunmalı olması ve derin iskontolarla yapılan satışların tüketicileri ekonomik döngünün daraldığı dönemlerde dahi çekmeye devam etmesi, bu güçlü performansın arkasındaki bazı nedenler.



FTX ve kriptopara yatırımları...

Bol likidite ve eksi reel faiz ortamının yarattığı verimsiz kapital alokasyonunun olumsuz sonuçlarından bir tanesi de, kriptopara evrenine yeteri kadar titiz bir inceleme ve araştırma yapılmadan gerçekleştirilen yatırımlardır. Henüz yeterince regülasyonun olmadığı ve oturmuş bir piyasa yapısının bulunmadığı bir alanda pozisyon almak isteyen büyük yatırımcılar için de, halka açık olmayan ve finansalları ve operasyonları yeterince şeffaf olmayan özel şirketler/kriptopara borsaları cazip birer yatırım gibi göründüler. Ancak artan faizlerle beraber finansal koşulların sıkılaşmasıyla, kriptopara piyasalarında likiditenin azalması ve varlıklar fiyatlarındaki düşüş, sıkıntıların başgöstermesine neden oldu.

Kriptopara sektöründe birbiri ardına gelen patlamaların sonucusu da, sektörde en güvenilir oyuncularından bir tanesi olarak algılanan FTX'in bir kaç gün içerisinde iflasa sürüklenmesiydi. Burada dikkat çeken bir konu şirkete yatırım yapanlar arasında; Tiger Global gibi büyüme odaklı yatırımlar konusunda en iyi geçmiş performansa sahip ve en büyük hedge fonlardan bir tanesinin, Sequoia Capital gibi Apple, Google, Youtube, Nvidia, Whatsapp gibi şirketlerin erken yatırımcısı olan ve Venture Capital alanının en prestijli devlerinden bir tanesinin ve Temasek gibi dev global yatırımcılardan bir tanesinin bulunması ve büyük miktarlar yatıran **bu kadar ciddi yatırımcının FTX konusunda ev ödevini yapmamış olmasıydı.**

FTX'in iflas süreci için başına gelen John Ray de(daha önce Enron'un yeniden yapılandırmasında görev almış) şirkette olanları daha önce hiç bir yerde görmediği kadar berbat olarak nitelendirmiş ve şirket içi olmayan denetim ve kontrollere, yönetim zaafalarına, yöneticilerin ahlaki ve beceri eksikliklerine değinmişti. Her ne kadar FTX'de yaşananlar henüz tam olarak aydınlığa kavuşmasa da, şirket yöneticilerinin, **FTX'deki müşteri hesaplarında bulunan varlıkları kendi trading şirketleri olan Alameda Research'e transfer ederek, burada büyük riskler aldıkları ve büyük kayıplar yaşadıkları anlaşılıyor.**



Burada **FTX'in kriptopara borsaları arasında iflase sürüklenen ve arkasında ciddi bir yolsuzluk hikayesi çıkan son şirket olmayacağını düşünüyoruz**. Finansal koşulların sıkılaşmaya devam etmesi ve likiditenin çekilmesi,önümüzdeki dönemde özellikle **2023 senesinin ilk yarısında kriptopara evreninde yeni patlamalar ve krizler görülmesine neden olabilir**. Burada dev yatırımcıların kaybettikleri ve sıfıra çektikleri yatırımlar o fonlar için büyük önem arzemesine de, bir çok fon için yaşanan kayıplar ciddi bir zincirleme varlık satışını tetikleyebilir.

Bu da kriptopara tarafında Bitcoin ve Ether başta olmak üzere bir çok varlıkta düşüşlerin henüz sonlanmadığını ve her ne kadar önümüzdeki haftalarda risk iştahının güçlü kalması ile bir rahatlama yaşansa da, önümüzdeki sene başında Bitcoin'de \$10,000 seviyelerine doğru geri çekilmenin devam edebileceğini düşündürüyor. Yukarıdaki grafikteki Bitcoin/Altın rasyosunun da gerileyerek geçmişteki seviyelere (5 civarı) doğru yakınsadığını görebiliriz. Biz yatırımcıların bu alanda yapacakları yatırımlar konusunda temkinli olmaları gerektiğini, yaşanabilecek yeni krizlerin kriptopara varlıklarında aşağı yönlü hareketleri daha da sert bir şekilde tetikleyebileceğini ve **henüz kriptopara alanının potansiyel mayınlardan temizlenmediğini düşünüyoruz**. CryptoQuant tarafından açıklanan rakamlara göre en çok Bitcoin tutan borsaların sıralamasına baktığımızda; Binance'in 584,083 Bitcoin ile Coinbase'i geçtiğini, Coinbase'in arkasında Bitfinex, Gemini ve Kraken'ın geldiğini de not edelim.

Getiri eğrisinin yatırımcılar tarafından en yakından takip edilen kısmına 2-10 yıllık tahvillerin farkına baktığımızda, terse dönüşün giderek daha derinleştiğini ve geçtiğimiz hafta kısa vadeli tahvil getirisinin uzun vadeliye göre 40 senenin en yüksek seviyesine çıktığını görüyoruz. Burada kısa vadeli, şahin mesajlar veren FED'e, uzun vadeli ise büyüme beklentilerinin giderek aşağıya çekilmesi ve resesyon ihtimalinin güçlenmesine hassas hareket ederlerken, resesyon olasılığının piyasa fiyatlamlarında giderek daha güçlendiğini görüyoruz. Kısa vadede finansal koşulların sıkılaşmaya devam edeceği beklentilerine rağmen ise, şirket bonoları tarafında spread'lerin de çok açılmaması dikkat çekiyor.



Disney'den Pazar günü gelen haberlerde, CEO Bob Chapek'in görevden alınarak yerine Disney'de 40 sene üzerinde görev yapmış ve 15 senelik CEO'luğunda çok önemli şirket alımlarına imza atarak şirketin büyümesinde önemli katkıda bulunmuş Bob Iger'in geldiği belirtildi. Bir süredir zaten Chapek ve Iger arasında gerilimin tırmandığı biliniyordu. Iger'in şirketin yönetimini Chapek'e bırakması sonrasında halen iç işlerine karışmasının ve şirketin stratejik yönü konusunda söz sahibi olmak istemesinin ikilinin arasının açılmasına neden olduğu konuşuluyordu.

Son dönemde **bir çok aktivist yatırımcının şirkette pay alarak (Third Point, Trian, vb), hissedarlar için daha fazla değer yaratılmasına yönelik stratejik adımların atılması yönünde aksiyona geçmeleri** de yönetim kurulu üyelerini tedirgin etmeye başlamıştı. Özellikle Chapek'in senelerce sorumlu olduğu eğlence parklarının karlılığının beklenti altında kalması da şimşekleri üzerine çekmiş olabilir.

Disney'deki en önemli rahatsızlıklar; Disney+ tarafının hızlı büyüyerek Netflix'i yakalama yolunda mesafe kat etmesine rağmen, kar üretmemesi ve sermaye yatırımlarının çok yüksek kalması ve yüksek enflasyonun ön plana geldiği bir dönemde Disney'in en önemli gelir kaynaklarından olan oyun ve eğlence parklarındaki ciddi satış büyümesine rağmen, bu büyümenin net kara yeterince yansımaması idi. Anlaşılan o ki, son bilanço sonrasında da bu sıkıntıların devam etmesi ve verilen projeksiyonda da sıkıntıların bir süre daha devam edeceğinin anlaşılması, yönetim kurulu ve yatırımcıların sabrını taşırdı.



Robert Iger, Disney'in Pixar(Toy Story, Incredibles, Cars, Monster Inc, Finding Nemo..), Marvel(Spiderman,Hulk, Thor,Iron Man, Captaion America..), Lucas Film(Starwars) gibi bir çok başarılı yapım şirketini bünyesine katmasında önemli rol oynayarak, en zengin içereği sahip medya şirketlerinden bir tanesini yaratmıştı. Dolayısıyla **hem sektörde, hem de yatırımcılar arasında kredibilitesi çok yüksek ve önemli liderlerden bir tanesi ve biz bu hamleyi hisse açısından orta vadede olumlu buluyoruz.**

Iger muhtemelen özellikle Disney+ tarafında maliyet azaltımına giderek, burada net karı biraz daha erkene almaya ve şirketin karlılığını arttırmaya çalışacaktır. Disney bizim orta vadede oldukça beğendiğimiz hisselerden bir tanesi olması dolayısıyla şirketteki yönetim değişikliğini önemsiyoruz. Her ne kadar ekonomideki yavaşlamanın Disney gibi döngüsel karaktere sahip bir şirketin gelirleri üzerinde önemli etkisi olsa da, önümüzdeki dönemde karlılığı arttırmaya yönelik bazı adımlar, hisseye yönelik negatif algının değişmesine ve tekrar bir yukarı momentumun oluşmasına yardımcı olabilir. Biz Iger'ın tekrar CEO koltuğuna oturmasını olumlu buluyoruz ve her ne kadar resesyon kaygıları hisse üzerinde baskı yaratacak olsa da, \$100 altında Disney hissesinin uzun vadeli yatırımcılar için cazip fırsatlar yarattığını düşünüyoruz.

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, iştiraklerini 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.