

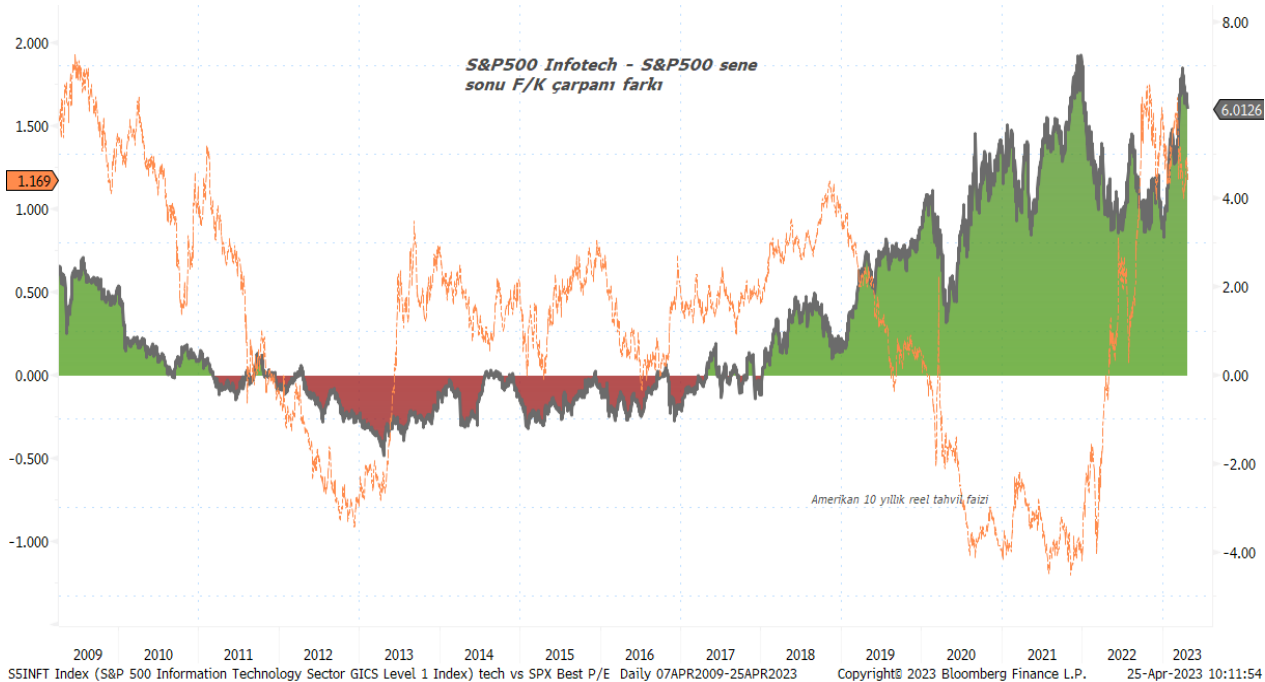
Teknoloji bilançolarında hayal kırıklığına yer yok...

Bilanço sezonunda S&P 500 şirketlerinin beşte biri kar rakamlarını açıkladılar ve şirket karlarının yaklaşık %76'sı beklenti üzerinde geldi. Ancak burada bilançolar öncesinde beklentilerin oldukça aşağıya çekilmiş olduğu unutulmamalı.

- Karlarda bir önceki senenin aynı dönemine göre **%6,2 düşüş** yaşanırken, kar resesyonunun önümüzdeki çeyrekte de devam etmesi bekleniyor. Net kardaki düşüşün yanı sıra, kar marjlarındaki daralma eğilimi de devam ediyor ve yedi çeyrek üst üste devam eden düşüş sonrasında, bu çeyrekte **%11** seviyelerine doğru bir geri çekilme göreceğiz.
- Bu hafta S&P500'ün piyasa büyüklüğünün %40'dan fazlasını oluşturan şirketler kar rakamlarını açıklayacaklar. Dolayısıyla bilanço sezonunun en önemli haftasına giriyoruz. Özellikle Microsoft, Amazon, Alphabet ve Meta gibi dev teknoloji şirketlerinin bilanço sonrasındaki hareketleri ana endeksler üzerinde önemli bir etki yaratarak, bu endekslerin uzun zamandır sıkıştıkları dar banttandır çıkmalarına neden olabilir.

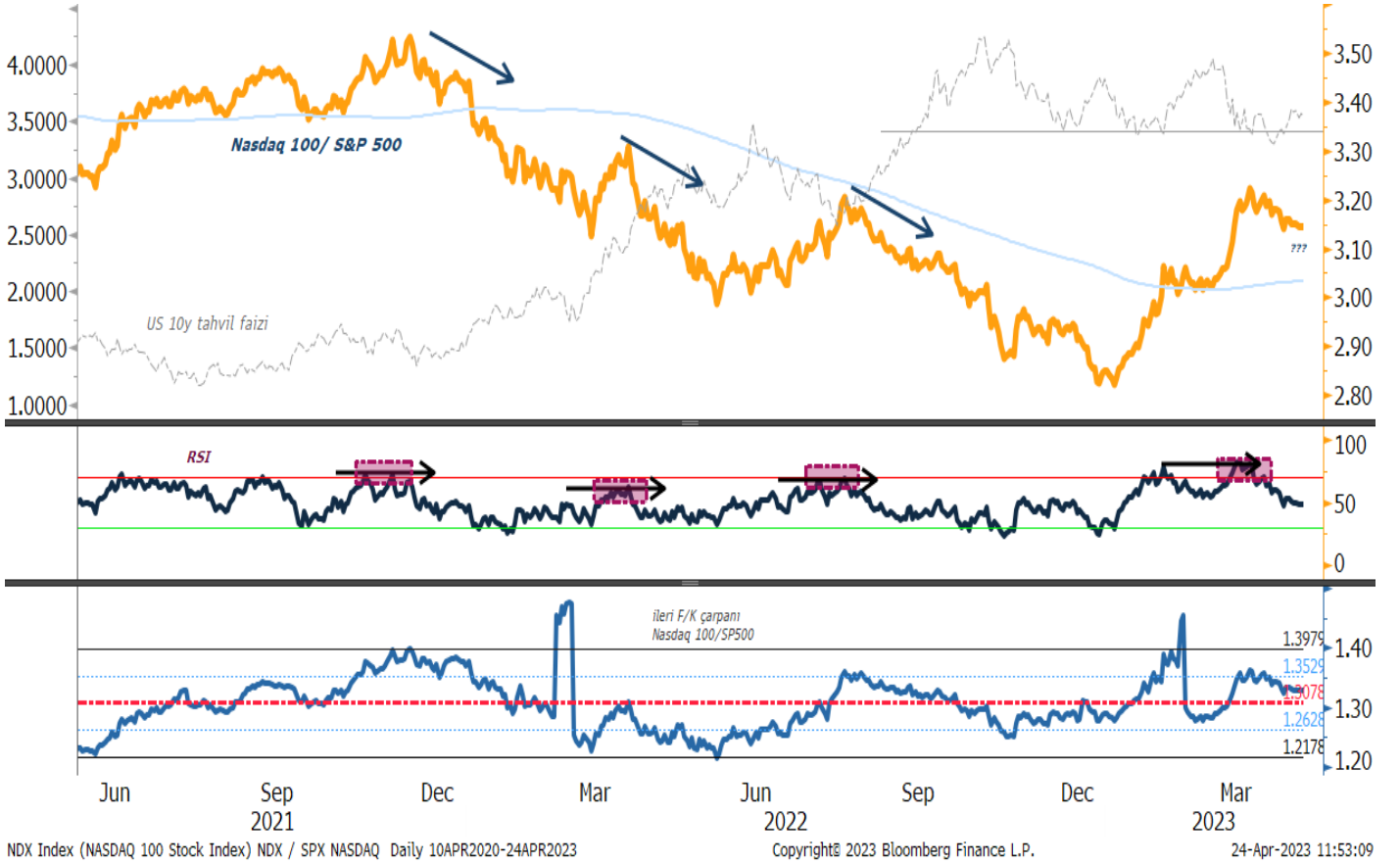
Teknoloji hisseleri relatif pahalı... Sene başından bu yana yaşanan yükseliş hareketine liderlik eden teknoloji hisseleri, bilanço sezonuna bir miktar relatif primli değerlemelerle giriyorlar. Sene başından bu yana bu hisse grubunda çok güçlü bir yükseliş yaşanırken, **teknoloji sektör endeksleri seneye 2009'dan bu yana görülen en güçlü relatif performansla** başladılar. Bu güçlü performansın ana nedeni merkez bankasının sıkı duruşunu gevşeteceğine dair beklentiler olurken, bu şirketlerin ekonomideki yavaşlamaya rağmen beklenenden iyi rakamlar açıklamaları, bilançolarında borç yükünün sınırlı olması ve iş planlarının rekabete karşı daha korunaklı olması da önemli faktörlerdi.

- Ancak bu noktada grafikte görüldüğü gibi **reel faizlerin yüksek kalmasına rağmen, S&P 500 sektörleri arasında teknolojinin endekse göre oldukça primli seviyelerde işlem görmesi**, ufak bir hayal kırıklığında dahi aşağı yönlü hareketlerin hızlı ve sert yaşanabileceğini düşündürüyor.



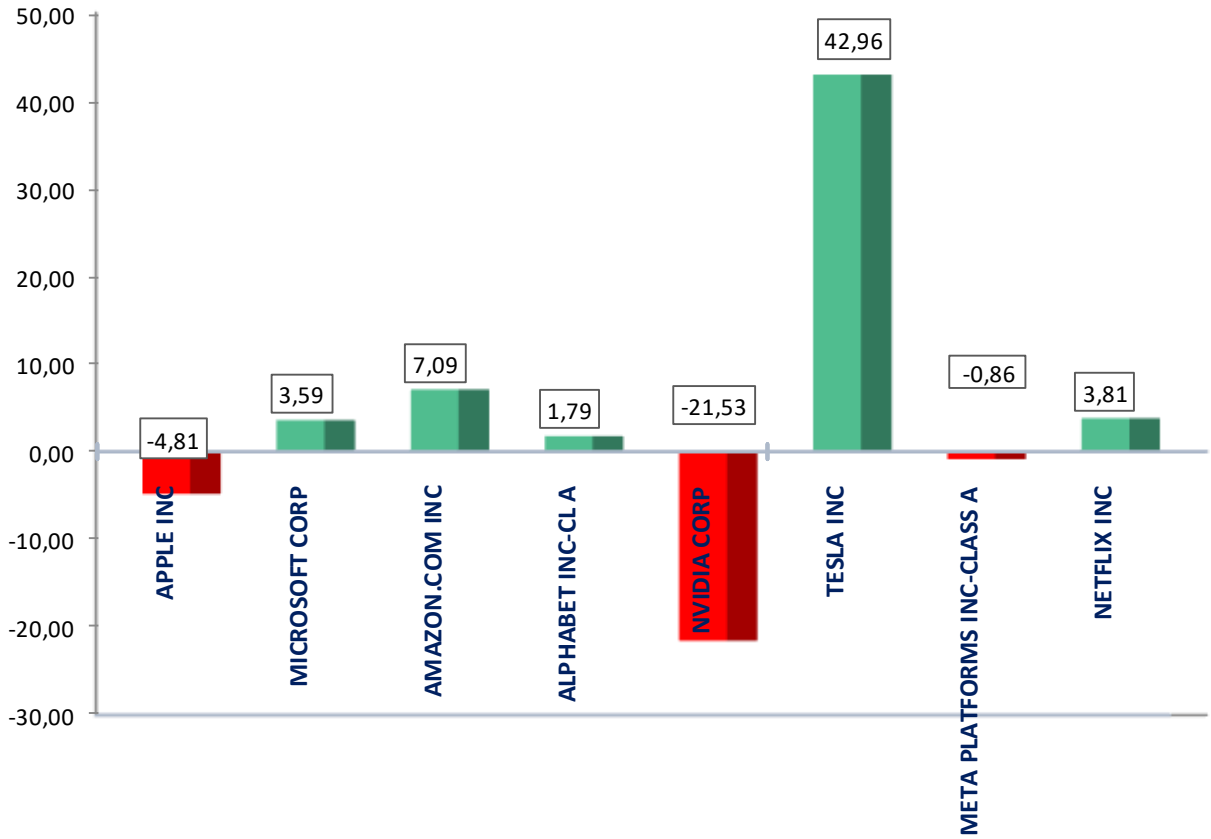
Endeks performansının büyük kısmı 5 hissedenden geliyor... S&P 500 içerisinde de oldukça yüksek ağırlığı olan beş tane dev teknoloji hissesi, endeksin sene başından bu yana olan getirisinin yaklaşık üçte ikisini oluşturmuş durumdadır. Bu kadar az sayıda hissenin performansına bağlı olarak yükselişin gerçekleşmesi kırılganlığı arttıran önemli bir faktör.

- Bu hisselerin son dönemde güçlü performans göstermeleri ve kar çarpanlarının relatif pahalı hale gelmesi, bilançolar öncesinde dev teknoloji hisselerinin altındaki güvenlik ağının daha zayıf olmasına yol açıyor. Nitekim bu kırılganlığı geçtiğimiz hafta gelen **Tesla ve Netflix** bilançolarına verilen tepkilerde gördük.
- Nasdaq 100 bu sene içerisinde ağırlığı yüksek olan, az sayıdaki dev teknoloji şirketlerinin güçlü performansı ile %20'ye yakın yükseliş sergileyerek boğa piyasası sınırına doğru yükselirken, bu performansın bilanço sezonu sonrasında ne kadar sürdürülebileceği merak konusu. Son dönemde de bu performansın bir miktar zayıfladığını ve momentumun aşağı yönlü döndüğünü görüyoruz.



Kar büyümesinden çok çarpan genişlemesi performansın ana nedeni... Büyüme odaklı hisselerin, özellikle de dev teknoloji şirketlerinin güçlü performansının arkasında hızlı büyümeye devam edecekleri beklentilerinden çok, yatırımcıların bu sene içerisinde merkez bankasından bekledikleri faiz indirimlerinden en çok faydalanacak grubun bu hisse grubu olması yatıyor.

Nitekim beklentilere baktığımız zaman, Tesla haricinde güçlü bir büyüme performansı gösteren hisse bulmak zor ve genellikle tek haneli büyüme oranları söz konusu. Nvidia grup içerisinde en sert ciro kaybına uğrayacak hisse iken, aynı zamanda endeksler içerisinde bu sene en güçlü performans gösteren hisseler arasında olması bazı yatırımcılarda bir miktar kafa karışıklığına neden olsa da, çip sektörünün en döngüsel alanlardan bir tanesi olduğu ve iş döngüsünün durumuna göre en erken dip ve tepe yapan sektör olduğu unutulmamalı. Son dönemde talebin canlı kalması ve tedarik zincirinde biriken envanterin erimesi, ekonomilerin de beklenenden güçlü kalması, çip hisselerine destek olan bazı dinamiklerdi.

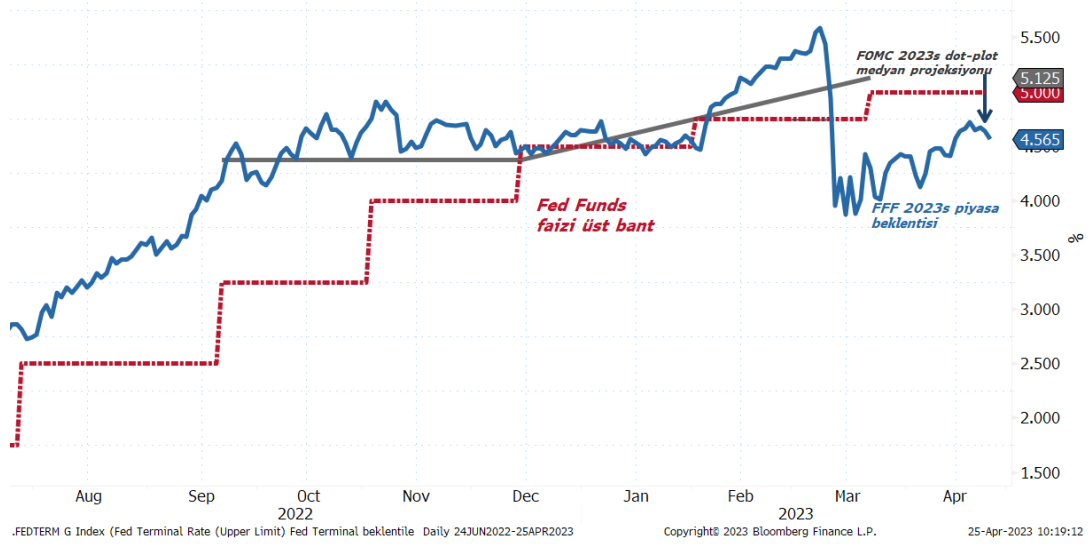


Dolayısıyla büyüme beklentilerinin çok heyecan yaratmadığı bir noktada, yatırımcılar biraz da gevşek para politikaları ve bol likiditenin çarpanlarda yaratacağı genişleme umuduna sarılmış durumdadır. FED'e yönelik beklentilerin ne kadarının gerçekleşip gerçekleşmeyeceği ve Mayıs ayı toplantısından yatırımcıların alacakları mesajları nasıl algılayacakları, teknoloji hisseleri üzerinde belirsizlik yaratan bir faktör.

Yaklaşan Mayıs ayı FED toplantısı öncesinde 2023 için faiz beklentileri ayrışıyor...

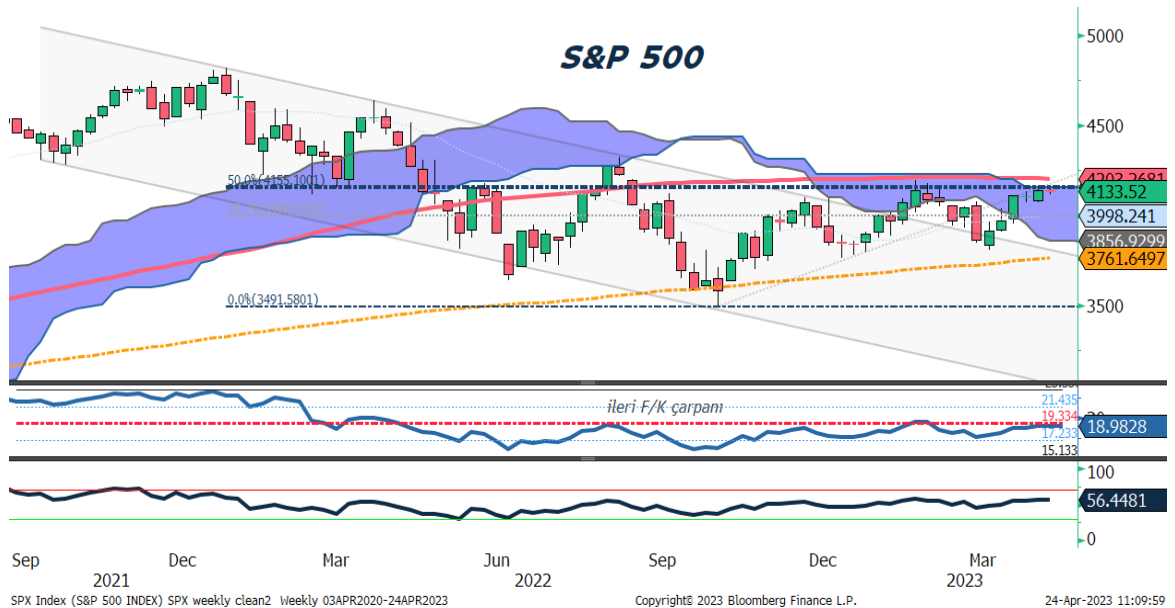
Bu hafta açıklanacak olan FED'in favori enflasyon göstergesi PCE rakamı da, bu noktada yukarıda açıkladığımız nedenlerden dolayı önem kazanan ve kısa vadede volatilité yaratabilecek bir diğer gelişme. Her ne kadar yatırımcılar özellikle son ÜFE ve TÜFE verileri sonrasında enflasyonda aşağı yönlü hareketin devam edeceğine ve bunun bu sene merkez bankasının karar alma sürecini etkileyeceğine yönelik fiyatlamaları yapıyor olsalar da, FED toplantısının hemen öncesinde gelecek olan PCE, enflasyon beklentileri konusunda önemli bir done.

Mayıs ayının ilk haftasında yapılacak FED toplantısı, piyasanın 2023 senesi için faiz beklentileri ile FED'in komünikasyonu arasında ayrışmanın yüksek olduğu bir dönemde piyasalar açısından önemli bir kırılma noktası olabilir. Son dot-plot'ta medyan beklenti bu sene sonu için %5,1 seviyesine işaret ederken, bir sonraki tahminlerin Haziran ayında yayınlanacak olması dolayısıyla yatırımcılar, Powell'dan gelecek sözlü yönlendirmeye dikkat kesileceklerdir. Yukarıda bahsettiğimiz gibi FED'in faiz indirim patikasının nasıl olacağı, teknoloji hisselerinin değerlendirme çarpanları için ve dolaylı olarak da hisse fiyatları ve endeksler için oldukça önemli bir dinamik.



Mayıs ayına yaklaşılırken piyasalarda stres artabilir...

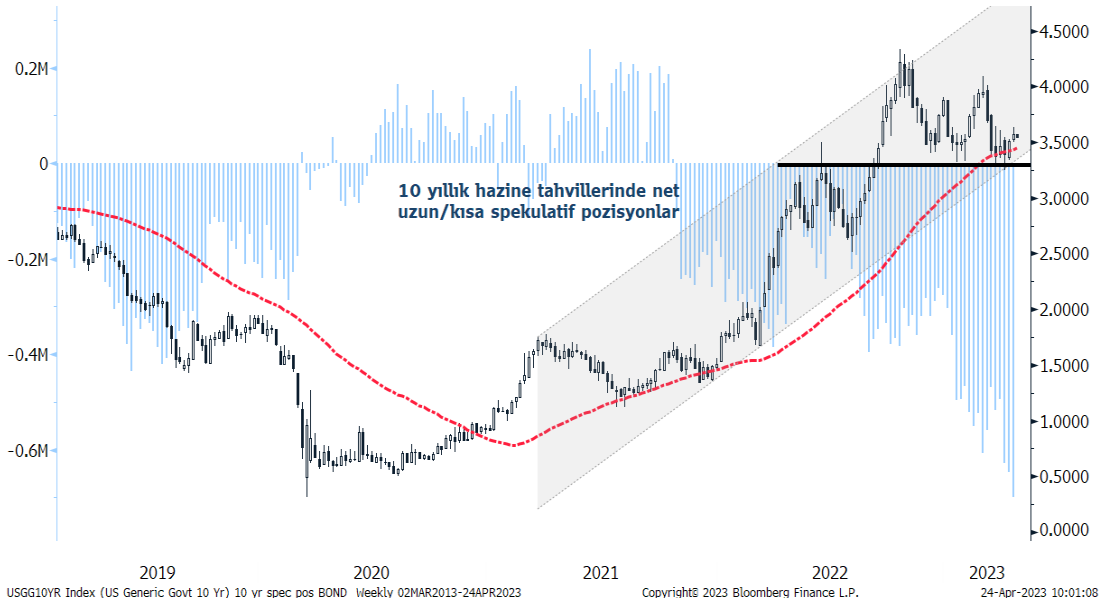
Bankacılık krizinin korkulan kadar kötü senaryolara evrilmemesi, ekonomik aktivitedeki ve enflasyondaki soğumanın FED'i para politikalarında erken yumuşamaya iteceği beklentileri, beklentilerden iyi başlayan kar sezonu ve de mevsimselliğin(Nisan ayı hisse senetlerinin güçlü performans gösterdikleri bir ay) de etkisi ile son haftalarda risk iştahının açık kaldığını ve hisse senedi endekslerinin kritik seviyelerde tutunabildiğini takip ettik.



Ancak aşağıda Nisan ayı başındaki raporumuzda da değindiğimiz gibi biz piyasa üzerinde kısa vadeli risklerin arttığını görüyoruz. S&P 500 endeksi her ne kadar 3,800 puan üzerinde tutunmuş olsa da, 4,200 direncinin de geçilemediğini ve endekslerin artık bu seviyelere yakın bölgede yorulmaya başladığını görüyoruz. Bu noktada 4,100 altına bir sarkma satışların hızlanmasına neden olacaktır.

- “Biz endekste Nisan ayı sonralarına yaklaşıırken, ciddi aşağı yönlü riskler görüyoruz ve bu sefer mevsimselliğin yanı sıra, şirket karlarında göreceğimiz düşüş ve olası aşağı yönlü revizyonlar, bankacılık krizinin esas olarak kredi piyasalarına etkisi ve bunun tetikleyeceği sıkışmanın reel ekonomide yaratacağı kırılmalıklar bizi önümüzdeki aylar için daha pesimist olmaya itiyor. Özellikle 3 Mayıs’taki FED toplantısı, piyasalardaki risk iştahı açısından oldukça kritik bir gelişme olacak.”
- “Portföylerde ne yapalım... Bu noktada yatırımcılara defansif duruşlarını sürdürmelerini, FED’in pivotunu yakalamak için hisse pozisyonlarını belli seviyede tutmak isteyen yatırımcıların enerji, maden ve sağlık gibi daha defansif alanlarda kalmalarını ve önümüzdeki haftalarda nakde ve altın gibi değerli madenlere geçmelerini öneriyoruz. Şubat ayında sıklıkla ABD 2 yıllık tahvillerin oldukça cazip getirilere ulaştığına ve portföylerde ağırlıklı olarak yer verilmesi gerektiğine değiniyorduk, son dönemde faiz indirimlerinin fiyatlanması ile tahvil faizlerinde sert düşüşler yaşandı ve tahvillerde ralli gördük.
- “Önümüzdeki dönemde FED’in sıkı duruş sinyalini devam ettirmesi ve enflasyon verisinin beklenti üzerinde gelmesi durumunda 2 yıllık faizlerinin %4 üzerine attığını görebiliriz. Bu da %4,30 seviyelerine doğru bir yükselişi tetikleyerek, 2 yıllıklarda tekrar cazip bir alım fırsatı yaratacaktır. Dolayısıyla sabit getiri odaklı yatırımcıların son ralli sonrasında ek alım için beklmeleri mantıklı olacaktır.”

Tahvil faizlerinde bahsettiğimiz yukarı hareket yaşanıyor. FED’in sıkı duruşunu sürdüreceğine yönelik verilen mesajlar, ABD’de finansal sektördeki gerilimin azalması ve enflasyondaki düşüş tahvil faizlerinde de bir toparlanmaya yol açıyor. Tahvil piyasalarında uzun zamandır görmediğimiz bir volatilité yaşanırken, önümüzdeki haftalarda piyasa oyuncularının beklentileri ve FED’in mesajlarının yakınsaması ile burada dengelenme görebiliriz. 10 yıllıklar %3,50 altında konsolide olurken net kısa pozisyonların da aşırı seviyelere geldiğini görüyoruz. 2 yıllıklarda %4,30-%4,50 seviyelerine yaşanabilecek yükselişleri alım için cazip fırsatlar olarak değerlendiriyoruz.



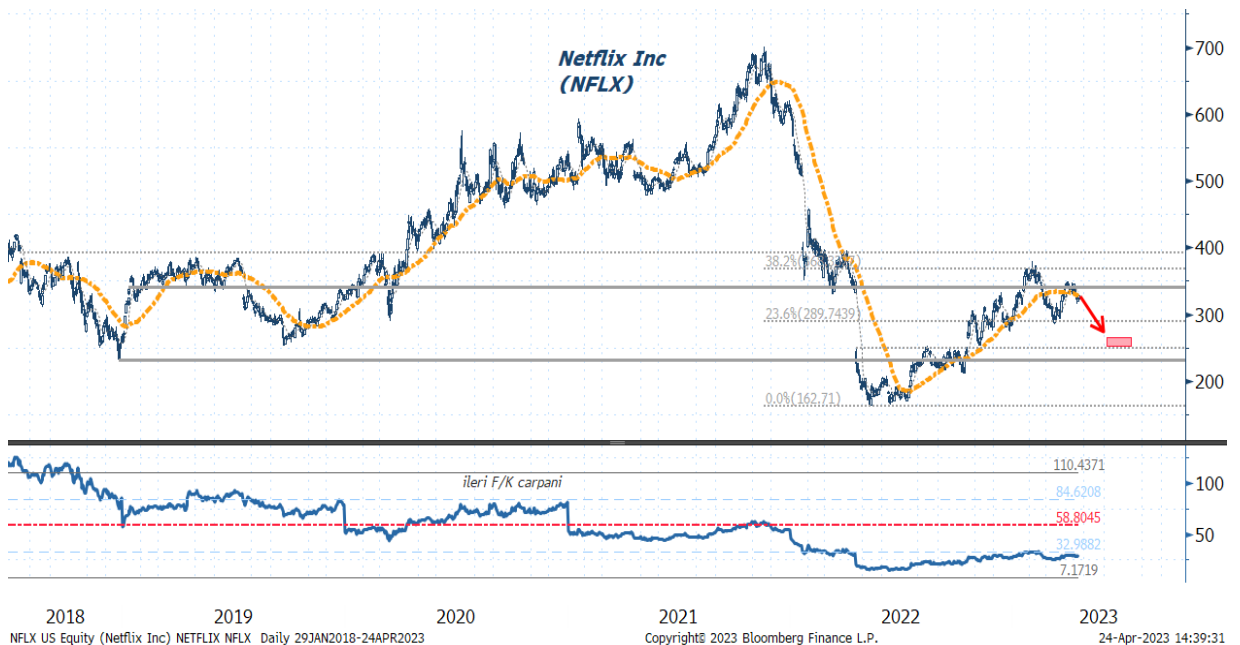
Bilançolar...

First Republic Bank... Dün gelen First Republic Bank'ın sonuçları bir miktar kaygı yarattı. Mart ayı başında \$173,5 seviyesinde olan ve \$137 milyar seviyesine inmesi beklenen mevduatlar \$104,5 milyar seviyesine gerilerken, bu rakamın içerisinde büyük bankaların \$30 milyarı da bulunuyor. Dolayısıyla bankada mevduat kaçışının devam etmesi, yatırımcıları rahatsız etmeye devam edecek bir faktör. Banka çalışanlarının %25'ini işten çıkarma yoluna gidecekken, maliyet kesintilerinin yardımıyla beklenti üzerinde net kar açıkladı.

- Ancak son dönemde yaşananlar sonrasında yatırımcılar haklı olarak bankanın likiditesine, kar yaratma kapasitesinden çok daha fazla önem veriyorlar. Burada son dönemde bankanın fonlamanın ucuz mevduatlardan, pahalı FED likidite penceresine doğru evrilmesi de önümüzdeki çeyreklerde net faiz marjını ve kar rakamını ciddi şekilde baskılayacaktır. FBR önümüzdeki dönemde bir alıcı bulamadığı sürece sıkıntılı bir süreç geçirmeye devam edecektir ve piyasa koşullarındaki rahatlamaya rağmen hissede son haftalarda önemli bir toparlanma görmemiştik. Mevduat kaçışlarının devam etmesi ile hissede kapanış sonrasında sert düşüşler devam etti. Bugün gelecek PacWest Bancorp bilançosu da bu kaygıları daha da artırma potansiyeline sahip.

Netflix... Netflix beklenti altında satış ve yeni üye rakamı açıklarken, bu çeyrek projeksiyonların da zayıf olması yatırımcılarda hayal kırıklığı yarattı. Son bir senede %50 civarında yükselerek relatif güçlü performans gösteren ve pahalı değerlendirme çarpanları ile işlem gören hisse, zayıf gelen rakamlar sonrasında bir miktar satış baskısı altında kaldı.

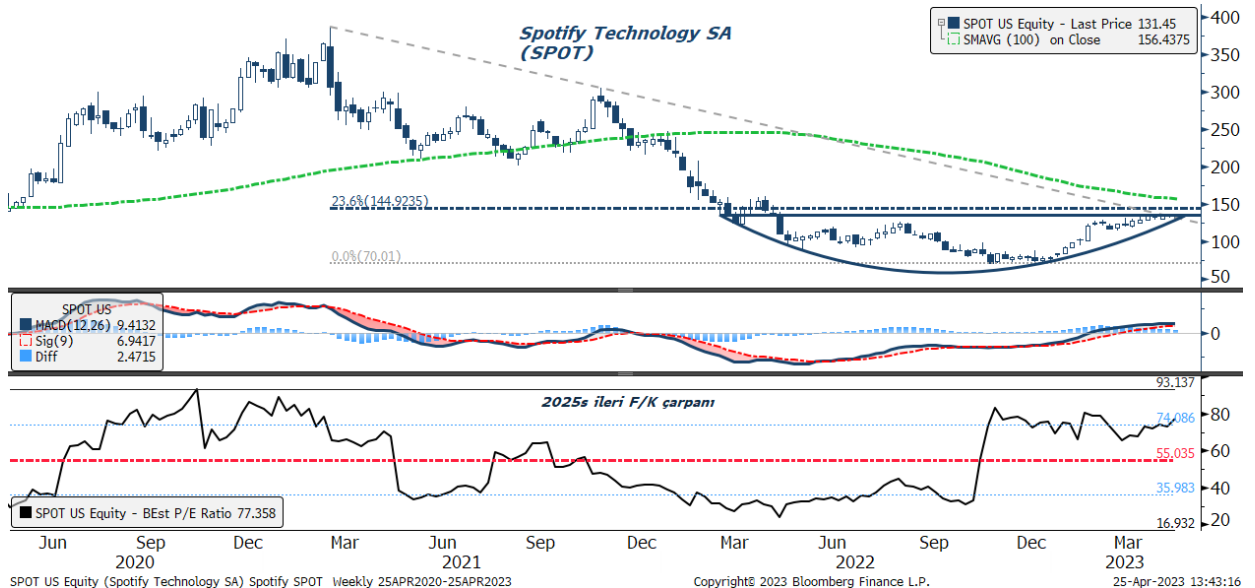
- Satış büyümesi tek haneli seviyelere gerileyen Netflix hissesi, 30 seviyelerindeki F/K çarpanı ile mevcut konjektürde cazip bir değerde değil. Her ne kadar şirketin aldığı yeni aksiyonların (şifre paylaşımının engellenmesi ve reklam içeren üyelik sistemi) büyümeyi hızlandıracağı ve ikinci yarıda daha güçlü bir performans göstereceği düşünülse de, biz hissenin önümüzdeki dönemde \$275 seviyelerine doğru geri çekilebileceğini ve yatırımcıların bir miktarda kenarda beklemelerinin doğru olacağını düşünüyoruz.



Tesla... Tesla bilançosu hakkında ayrıntılı değerlendirmeyi geçtiğimiz hafta yayınladığımız bu raporda **“Tesla”** yapmıştık. Şirket maliyet avantajını kullanarak, markette rekabeti kızıştırıyor ve henüz maliyet yapıları oturmamış ve dışarıdan fonlama desteğine ihtiyaç duyan rakiplerini fiyat kırarak zorluyor. Biz her ne kadar hisseye uzun vadede olumlu baksak da, kısa vadede risk/getiri profilinin daha cazip olacağı \$125 ve altı seviyelere bir geri çekilme beklenmesinin daha doğru olacağını düşünüyoruz.

Spotify Technology... Bugün bilanço açıklayan teknoloji şirketlerinden bir tanesi de Spotify idi. Şirket beklenti üzerinde 515 milyon aylık aktif üye sayısı(+%22) açıklarken, premium üye sayısının beklenti üzerinde gelmesi ve yine önümüzdeki çeyrek için de aktif üye sayısı konusunda güçlü projeksiyon verilmesi olumlu noktalardı. Brüt marjın da beklenti üzerinde, bir önceki çeyreğe paralel gelmesi olumluydu. Her ne kadar satış ve net kar rakamları bir miktar zayıf olsa da, yatırımcılar üye sayısındaki sağlıklı büyüme, iyi gelen brüt marj ve faaliyet zararının beklenti altında kalmasını olumlu karşıladılar.

- Ekonomideki yavaşlamaya ve tüketim harcamalarındaki zayıflama eğilimine rağmen platformun aktif üye sayısını ve premium üyeleri tutabilmesi, Spotify'nın müzik servisine müşteri bağlılığının güçlü olduğunu ve fiyatlama gücünün beklenenden daha iyi olabileceğini düşündürüyor.
- Ancak Spotify'nın 2022 senesindeki zayıf performansının arkasındaki en önemli nedenlerden bir tanesi, finansal koşulların sıkılaştığı bir ortamda şirketin serbest nakit akımı ve net kar yaratmamasına rağmen yatırımlara ve şirket alımlarına devam etmesi ve büyümeyi ön plana alması idi. Biraz geç de olsa ekonomik koşullara ayak uyduran şirket, geçtiğimiz sene sonunda maliyetlerde kesintiye gitti ve bunun etkisini yavaş yavaş finansallarda hissetmeye başladı.
- Biz mevcut konjektürde şirketin brüt marjlarını korumaya hatta %30'lara doğru açmaya, net karda bir an önce başabaşa geçmeye(beklenti 2025s) daha çok odaklanmasının doğru olacağını düşünüyoruz ve platformun müşteri bağlılığının güçlü olmasını ve üyelik bazlı gelir yapısını uzun vadeli önemli avantajlar olarak görüyoruz. **Bu bilanço ile hissenin önemli bir direnç olan \$160 seviyelerini kırması bize göre zor olsa da, finansallardaki olumlu yöndeki gidişat bize göre izlemeye değer.**



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 getirisinin 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 tecrübeye 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, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.