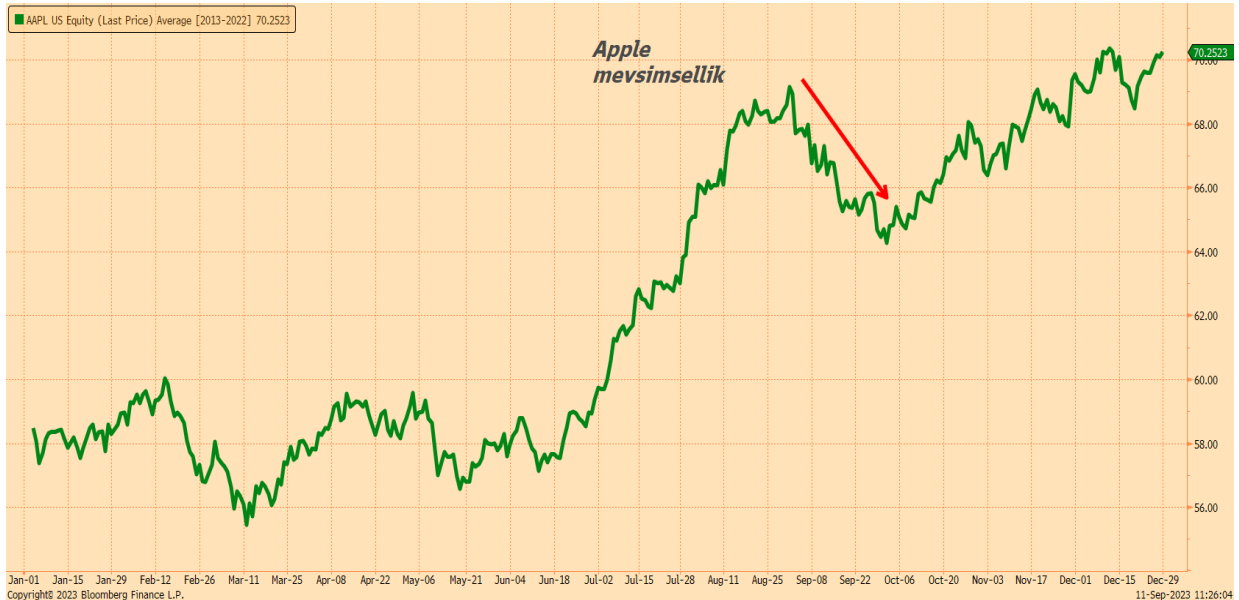


Geçtiğimiz hafta beklentilerden güçlü gelen ekonomik verilerle beraber, dolardaki ve ABD tahvil faizlerindeki yükseliş hisse senetlerine olumsuz yansırken, mevsimsel olarak hisse senetlerinin zayıf performans gösterdiği bir döneme pahalı değerlemelerle giriyor olmamız da yatırımcıları rahatsız etti ve risk iştahının geri çekildiğini takip ettik. ABD'de S&P 500 endeksi %1,29 düşüşle haftayı tamamlarken, Avrupa'da Stoxx600 %0,7, MSCI Dünya endeksi %1,3 geriledi, yüksek faizlere daha duyarlı olan teknoloji hisselerinden oluşan Nasdaq Composite endeksinde kayıplar %1,9'u aştı.

Apple haberleri de risk iştahına olumsuz yansıdı...

Son dönemde güçlü gelen ekonomik verilerin, faizlere yönelik "higher for longer" temasını ön plana getirmesinin yanı sıra, ana endekslerde yüksek ağırlığı olan Apple hissesinde yaşanan sert düşüşler de hisse senetlerindeki baskıda etkili oldu. Satışlarının yaklaşık %20'sini Çin'den elde eden Apple'ın telefonlarının Çin'de kamu kurumlarında yasaklanmasının yarattığı endişelerle hisse geçtiğimiz hafta %6 geriledi. Burada yasaklanan kesimin etkileyeceği satış adedinin 500,000 civarında olduğu tahmin edilirken, Apple Çin'de senelik 50 milyon civarında iPhone satıyor. Dolayısıyla hissedeki bu sert tepki daha çok bu kısıtlamanın tüketicileri de Apple ürünlerini almaktan uzaklaştırabileceği kaygısını yansıtıyor.

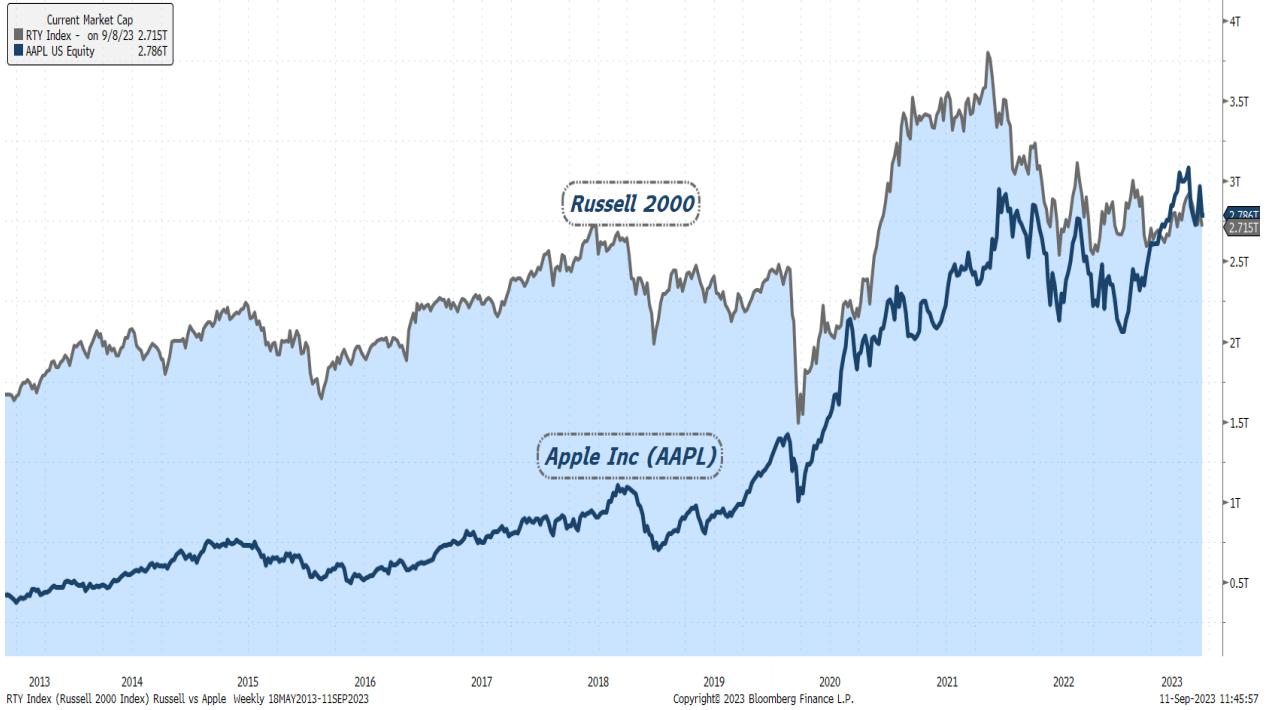
Apple için Eylül kötü bir ay ve hisse pahalı seviyelerde işlem görüyor... Apple'ın 2023 mali yılında satışlarının %3 gerilemesi, sonraki iki yıl ise %6 civarında büyümesi beklenirken, şirket olgunlaşmış ve büyümesi yavaşlamış bir teknoloji şirketine göre 2023s kar beklentilerine göre 29x ileri F/K ve 21 ileri FD/FAVÖK gibi oldukça pahalı çarpanlarla işlem görüyor ve bu değerlemeler hissede kırılma yaratan önemli bir unsur. Şirketin son dönemde kar ve büyüme beklentilerinde önemli bir artış olmamasına karşın kar çarpanlarında yaşanan genişleme, yapay zeka kaynaklı heyecana atfedilebilir, ancak Apple'ın bu alandan kısa vadede önemli bir büyüme ivmesi sağlayabileceğine yönelik bir emare yok. Dolayısıyla her ne kadar Çin'den gelen haberler şirket için olumsuz olsa da, biz hissedeki sert tepkiyi daha çok şirketin oldukça pahalı seviyelere tırmanan değerlemelerine bağlıyoruz. Aşağıdaki grafikte gösterildiği gibi Eylül ayı Apple için mevsimsel olarak da hoş değil.



Apple'ın yeni ürünlerini genellikle Eylül ayında tanıtması dolayısıyla, bu heyecanın önceden satın alınması ve bu dönem öncesinde hissenin güçlü performans göstermesi sonrasında hissenin tanıtımlarla beraber bir miktar kar satışına maruz kalıyor olması, bu mevsimsselliğin arkasındaki önemli bir neden olabilir. Bir diğeri de piyasa genelinde Eylül ayında genellikle yaşanan düşüşler ve bu dönemin risk iştahı için de iyi bir dönem olmaması.

Apple primli çarpanları hak eden bir hisse ancak bize göre büyüme profiline göre bu seviyelerde pahalı...

Son senelerdeki güçlü performansı ile piyasa büyüklüğü Russell 2,000 endeksinin büyüklüğünü aşan Apple'ın elbette elektronik cihazlar alanındaki dominant pozisyonu, tüketicilerin markaya bağlılığı, hizmetler tarafında yarattığı büyüme, sürdürülebilir rekabet avantajı, dev ekosistemi göz önüne alındığında pahalı çarpanları hak eden bir hisse. Ancak biz son dönemde bu primin bir miktar aşırıya kaçmış olabileceğini düşünüyoruz.

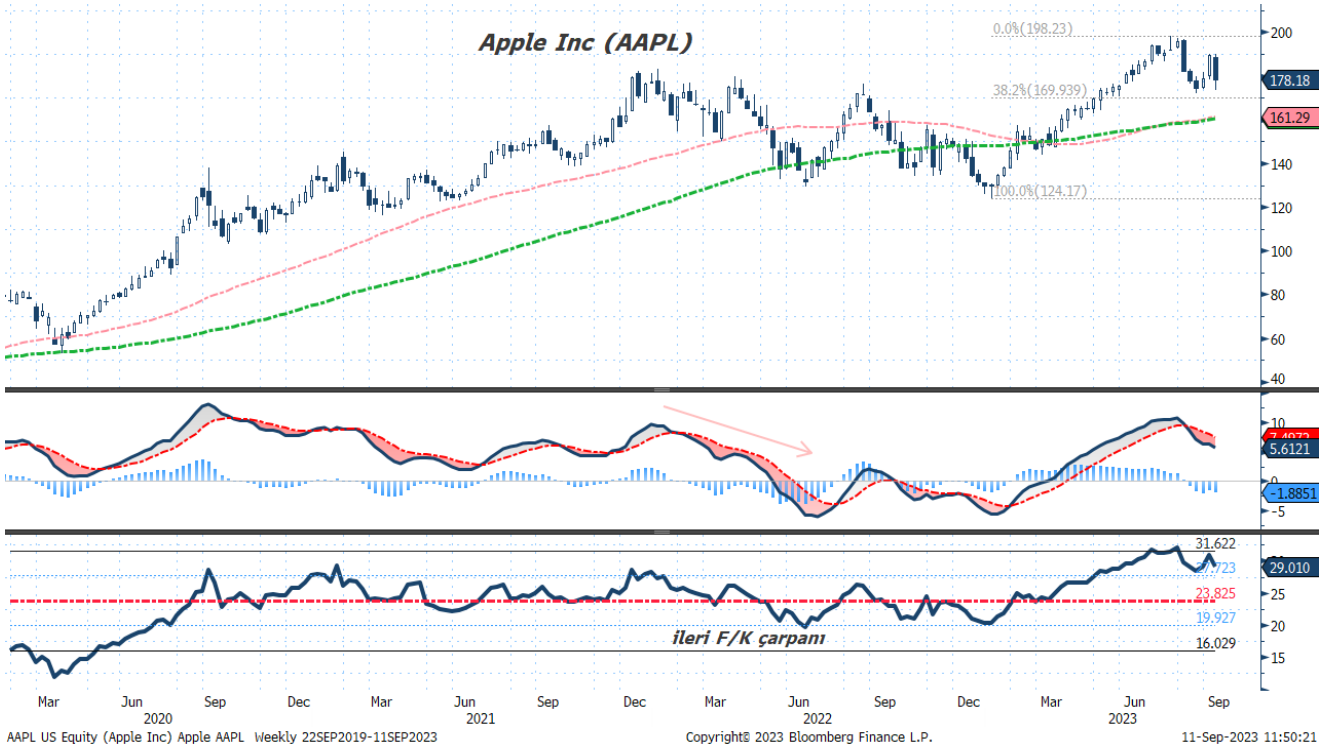


Öğrenci kredilerinin geri ödemesinin başlaması tüketim harcamalarını etkileyebilir... ABD'de pandemi dönemi ile başlayan öğrenci kredilerinin geri ödenmesinin dondurulması, yaklaşık 3 senedir devam ediyordu ancak Cumhuriyetçilerin borç tavanı tartışmalarındaki ısrarları ile beraber Ekim ayında ödemeler tekrar başlayacak. Burada ülke nüfusunun yaklaşık %10'unun yani 43 milyonun öğrenci kredisi ödediği, popülasyonun önemli kısmının düşük faizli olması dolayısıyla ileri yaşlarda da ödemelere devam ettiği ve toplam \$1,7 trilyon gibi bir borç bulunduğu göz önüne alındığında, bu konunun tüketicilerin aylık bütçelerine olumsuz etkisinin tüketim harcamalarına yansıtacağını görmek zor değil.

Apple ürünlerine olan talebin, tüketim harcamalarına ve ekonominin sağlığına oldukça hassas olduğu göz önüne alındığında, faizlerin yüksek ve finansal koşulların sıkı kaldığı bir dönemde yukarıda bahsettiğimiz gibi **tüketici bütçelerini olumsuz etkileyebilecek faktörler de önümüzdeki aylarda Apple'ın satışlarına kısmen olumsuz yansiyabilir.**

Dolayısıyla her ne kadar Apple hissesinde geçtiğimiz hafta sert bir düşüş yaşansa ve hisse hafta başında iPhone 15 modelinin tanıtımının da etkisi ile **bir miktar yukarı tepki verme eğiliminde olsa da, biz Apple hissesindeki bu düşüşü henüz bir alım fırsatı olarak görmüyoruz** ve hisseyi bir miktar dışarıdan izlemenin doğru olduğunu düşünüyoruz. Bu hafta tanıtılacak yeni iPhone için titanyum kasa, USB-C şarj değişikliği gibi bazı yenilikler tüketicilerde merak uyandırsa da, şirketin son çeyrekte cirosunun %48,5'ini oluşturan iPhone satışlarında senelik %2 düşüş yaşanmıştı. Buna karşılık %8 büyüyen hizmetler kısmı (toplam satışların %25'i), aslında tüketicilerde olmasa da yatırımcılarda daha çok heyecan uyandıran bir alan.

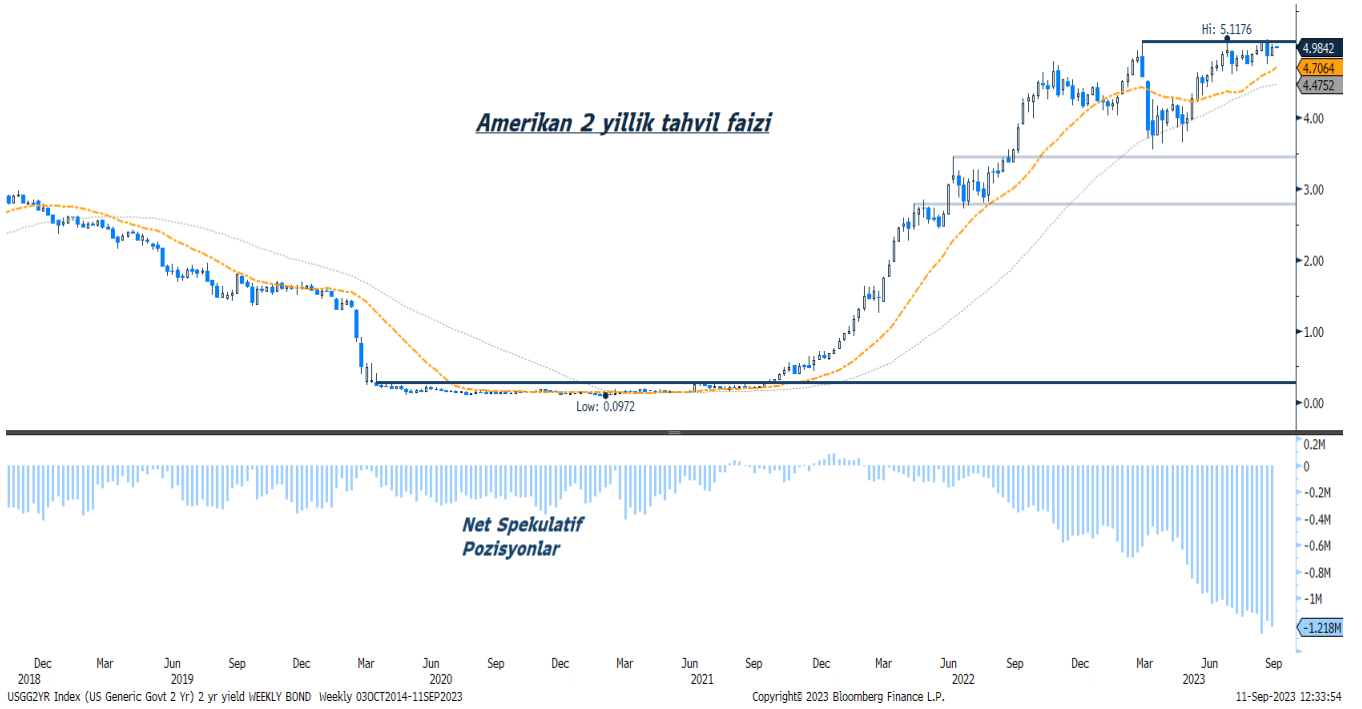
Çin'de Apple'ın yaşayabileceği bir kan kaybını son dönemde yeni modelleri ile ilgi uyandıran Huawei'in fırsat olarak kullanması ve pazar payını arttırması riski, ABD'de tüketim harcamalarına yönelik endişeler ve iPhone tanıtımı sonrasında potansitel bir "sell the news" etkisi, hisseyi bir yukarı tepki sonrasında baskı altında tutabilir. Önümüzdeki haftalar için \$170 ve \$160 seviyeleri hissede takip edeceğimiz önemli destekler olacak.



Teknoloji şirketlerindeki zayıflama ana endekslere yansıyor... Teknoloji şirketleri zaten ABD'de ikinci çeyrek bilanço dönemi sonrasında, daha kırılgan bir görünüme bürünmüşlerdi. Yapay zeka rüzgarının senenin ilk yarısında bütün yelkenleri şişirmesi sonrasında, ikinci çeyrek bilançoları ile beraber ayakların biraz daha yere basmaya başlaması ve yapay zekanın olumlu etkilerinin Nvidia gibi bazı şirketler haricinde diğer teknoloji şirketlerinin rakamlarına önemli bir etkide bulunmaması, oldukça pahalı çarpanlarla işlem gören bazı tech hisselerinde yatırımcıların satışa gitmelerine yol açmıştı. Apple'ın S&P 500 ETF'inin %7'si, Nasdaq 100 ETF'inin yaklaşık %11'inin oluşturması dolayısıyla, bu tarafa satış baskısının gelmeye devam etmesi, hisseye pasif satış flowlarının da baskılmasına yol açacaktır.

Bu hafta ABD'deki enflasyon verisi, piyasaların yönü üzerinde etkili olacak ve yatırımcıların lazer fokuslanacağı en önemli veri olacak. Haziran ayı TÜFE rakamında görülen %3 dip sonrasında baz etkisinin de devreden çıkması ile enflasyonda senelik %3,6 artış öngörülürken (bir önceki %3,2) petrol fiyatlarındaki yükseliş de son dönemde ülkede enflasyonun tekrar yükselişe geçeceği endişelerini doğurdu. ECB toplantısı ikincil önemde olan diğer bir gelişme ve Avrupa merkez bankasından bir faiz artışı beklenmiyor ancak esas olarak dikkatler nihai faizlerinde ne seviyede olabileceği ve bu seviyede ne kadar kalacağına yönelik verilecek mesajlarda olacaktır.

Diğer taraftan **yatırımcıların bu hafta yakından takip etmeleri gereken ve piyasaların stres barometresi konusunda belirleyici olacak iki önemli finansal varlık ise Apple hissesi ve 2 yıllık ABD tahvil faizi olacak.** Son dönemde volatilitesi artan Apple hissesinin yeni iPhone tanıtımına nasıl tepki vereceğinin endekslere yansımaları önemli. Aynı zamanda FED politikalarına çok hassas hareket eden 2 yıllık tahvil faizinin de kritik %5 direnci etrafında seyretmesi ve her ne kadar baz senaryomuz olmasa da olası bir enflasyon verisi şokuna (aşağı veya yukarı yönde) vereceği tepkinin yansımaları bütün finansal piyasalarda hissedilecektir.



Eylül ve Ekim ayları için temkinli duruşumuz devam ediyor...

Biz yatırımcıların Eylül ayında ve Ekim ayı ortasına kadar temkinli kalmaaya devam etmelerinin doğru olacağını ve Eylül ile başlayan düzeltme hareketinin henüz tamamlanmamış olduğunu düşünüyoruz. Yukarıda bahsetmiş olduğumuz öğrenci kredilerinin geri ödemelerinin etkisi, bankaların kredi koşullarını oldukça sıkı tutmaları, yüksek seviyelerde seyretmeye devam eden faizler, sağlıklı istihdam piyasasının ve tüketim harcamalarının etkisi güçlü kalan ABD ekonomisinde çatlaklar oluşturabilecek önemli dinamikler. Haftasonu Yellen'in de değiştiği yumuşak iniş senaryolarının son dönemde çok ön plana gelmesi ve fiyatlamaların büyük ölçüde bu yönde yapılması da, geçmişte FED'in sıkılaştırma süreçlerini düşündüğümüzde bize biraz fazla optimist geliyor.

Hisse değerlemelerinin geçmiş ortalamalara göre pahalı ve riskli varlıkların alternatifi olan tahvil faizlerinin oldukça cazip ve yüksek seviyelerde seyretmesi de hisse endeksleri için olumsuz bir dinamik. Dolayısıyla her ne kadar büyük bir düşüş öngörmesek ve sene sonu tekrar bir yukarı hareketin ön plana gelebileceğini düşünsük de, özellikle önümüzdeki bir ay bir miktar daha dikkatli olmakta ve spekülasyon pozisyonlar yerine daha öngörülebilir kar beklentilerine sahip makul değerlemelerle işlem gören hisselerde kalmakta fayda var. S&P 500'de 4,500 seviyesi yukarıda önemli bir direnç olacaktır, kısa vadede ise tekrar 4,300 seviyelerinin test edilebileceğini düşünüyoruz.



Petrol fiyatlarında geçtiğimiz haftalarda detaylı olarak bahsettiğimiz gibi yukarı yönlü hareketlerin sıkışan piyasa dinamikleri ile devam etmesini bekliyoruz. Özellikle ABD'de şeyl üretimi yapan enerji şirketlerinde fırsatlar görmeye devam ediyoruz. Kısa vadede piyasada yaşanabilecek bir geri çekilme ve biriken spekülasyon uzun pozisyonların yarattığı kırılganlık bir düzeltmeye yol açabilir ancak yukarı momentum sürüyor.



Adobe bu hafta kar rakamlarını açıklayacak ve bizim yapay zeka gelişmelerinden fayda göreceğini düşündüğümüz ve dolayısıyla uzun vadeli büyüme profilini beğendiğimiz bir hisse. Her ne kadar hisse sene başından bu yana %66 yükselerek pahalı seviyelere(2023s 35x ileri F/K, 26x FD/FAVÖK) doğru yaklaşmış olsa kısa vadeli geri çekilmelere kırılabilirliği artmış olsa da, software sektöründe yapay zeka alanındaki gelişmeleri kar rakamlarına en hızlı yansıtabilecek şirketlerden bir tanesi.

Dijital dönüşüm, bulut bilişim, yapay zeka gibi bir çok teknolojik gelişmenin orta noktasında yer alan Adobe'nin beklentileri aşacak kar ve satış rakamları açıklamasını bekliyoruz ancak esas olarak önümüzdeki çeyreklere yönelik vereceği projeksiyon hissenin kısa vadeli performansı üzerinde etkili olacaktır. Özellikle creative cloud olarak bilinen ve gelirlerin %59'unu oluşturan alan, önümüzdeki dönemde Adobe'nin büyüme dinamosu olabilir ve her ne kadar yatırımcılar şirketin önümüzdeki 3 sene cirosunu ortalama %10 civarında arttıracaklarını öngörse de, bu alanda yaratılabilecek yapay zeka destekli büyüme, şirketin hisse başına kar tahminlerinin ciddi şekilde yukarıya çekilmesine yol açabilir.

Arm Holding çok pahalı seviyelerden halka arz ediliyor...

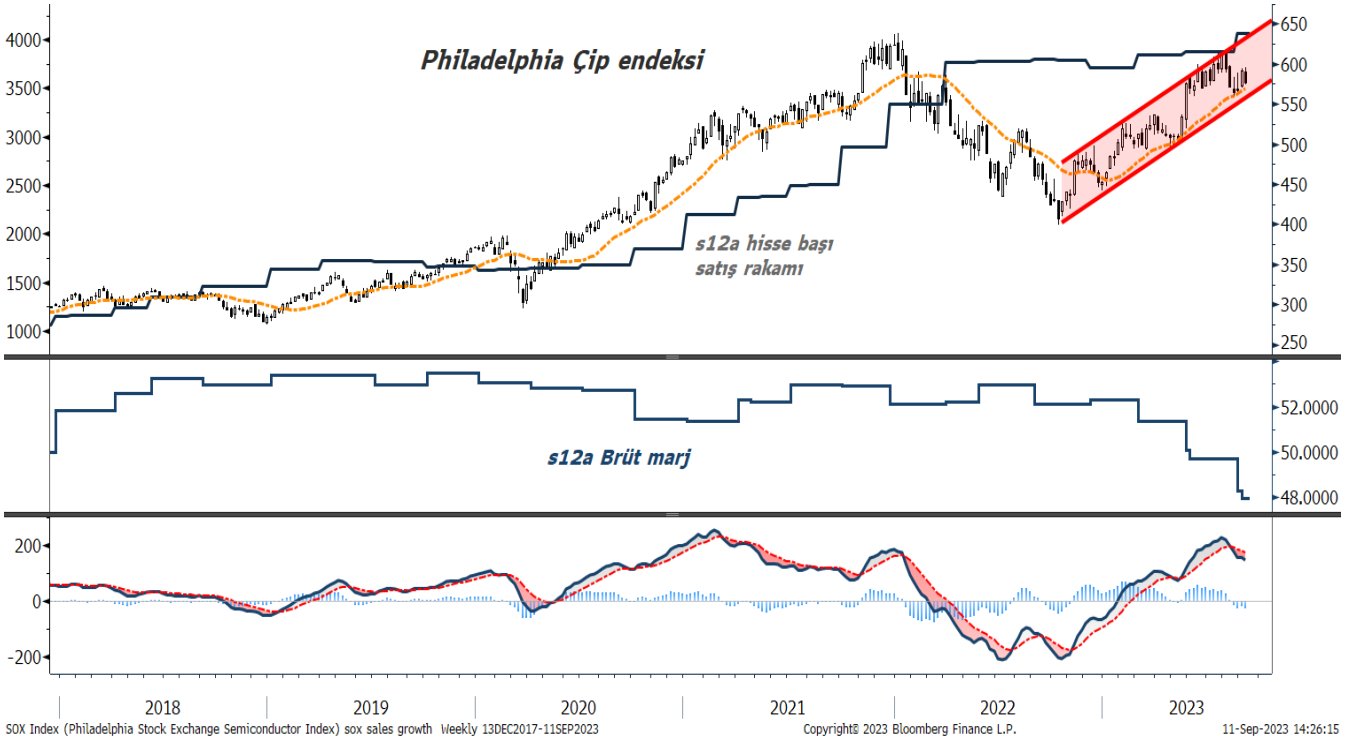
Son dönemde en çok konuşulan ve arzların oldukça azaldığı 2023 senesinin en heyecanlı beklenen gelişmelerinden bir tanesi Arm Holding halka arzı idi. Çip sektörünün en önemli oyuncularından bir tanesi olan ve çip dizaynlarını diğer şirketlere lisanslayarak, global bazda bilinen hemen hemen her dev çip üreticisi ile işbirlikleri kuran Arm Holdings'i 2016 senesinde Masayoshi Son'ın liderliğindeki Softbank \$32 milyar değerle satın almıştı. Sonrasında Softbank'in de bazı yatırımlarında sıkıntılı dönemler geçirmesi ile Arm'ın ne zaman satılacağı veya halka arz edileceği gündeme gelmişti.

2020 senesinde Nvidia'nın şirkete talip olması ile beraber \$40 milyar değer üzerinde bir anlaşmaya varılırken, bu birleşmenin çip piyasasında rekabet koşullarını bozabileceği gerekçesi ile anlaşma, regülatörler tarafından kabul edilmemişti. Arm'ın çip dizaynları, kullandığımız bir çok elektronik ürünün içerisine girerken şirket de bunun üzerinden lisanslama gelirleri elde ediyor. Son dönemde Apple, Amazon gibi bir çok dev teknoloji şirketinin kendi çiplerini üretmeye başlaması ve Qualcomm, Intel gibi şirketlere bağlı kalmaktansa, kendi çiplerini üretirmeyi tercih etmesi ve örnek olarak Amazon'un ağırlıklı olarak veri merkezleri odaklı ve daha katma değerli çipler üzerinde çalışması Arm açısından önemli bir olumlu gelişme. Burada şu ana kadar 250 milyardan fazla çipin Arm'ın teknolojisi ile yapılmış olması, akıllı telefonların %99'unda şirketin teknolojisinin kullanılması, Arm Holdings'in giriş bariyerleri çok yüksek olan bir sektörde, diğer sektörlerde dahi benzerine az rastlanır bir dominant konuma sahip olduğunu gösteriyor.

Ancak her alanda kullanılan çiplerin blueprintlerinde imzası olan Arm'ın sektördeki bu dominant pozisyonu, Nvidia, AMD, Marvel gibi yüksek katma değerli çip üreten ve yapay zeka alanındaki gelişmelerle satışlarını arttıran diğer bazı çip şirketlerinde olduğu gibi bir büyüme patikası sunmuyor. Arm odağını son senelerde yavaşlayan mobil telefon piyasasından veri merkezleri tarafına doğru çevirmeye çalışsa da, bunun nasıl bir büyüme getireceğini

takip edeceğiz. Şirketin cirosu geçtiğimiz sene %1 gerilerken, önümüzdeki mali yılda satışlarını %11 büyütmeyi ve 2025 senesinde %20'lerin üzerinde bir büyüme yakalanabileceğini öngörüyor.

ARM \$47-\$51 fiyat aralığından hisselerini halka arz edeceğini açıklarken, bu da \$54 milyar üzerinde bir piyasa büyüklüğüne tekabül ediyor ve şirketin hisselerine altı kat fazla talep gelmiş durumda. Burada Arm'ın geçtiğimiz sene \$2,6 milyar ciro ile \$524 milyon net kar ettiği göz önüne alındığında, 100x F/K oranı gibi pahalı bir değerlendirme ile halka açıldığını görüyoruz. Hissenin ilk günde halka arz fiyatına da primli olarak açılarak(\$80-\$100 bandına sıçraması şaşkırtıcı olmaz) işlem göreceği olasılığını da düşündüğümüz zaman, **biz ARM hissesinin temel anlamda ik haftalarda oldukça pahalı fiyatlarla işlem göreceğini ve yaşanacak bu spekülatif yükselişlere yatırımcıların iştirak etmemelerinin daha doğru olacağını düşünüyoruz.** Bunun yerine ucuzlamış bir Nvidia'yı tercih etmek uzun vadede yatırımcılar için çok daha mantıklı bir seçim olabilir. Aşağıda görüldüğü gibi çip sektörü genelinde yapay zeka temasından etkilenen şirketleri çıkarttığımızda, aslında çok parlak bir görüntü yok. Yavaşlayan satış büyümesi ve gerileyen marjlar, Philly çip endeksi üzerinde bir yorgunluk oluşturmuş durumda.



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.