

2014 IV. ÇEYREK STRATEJİ RAPORU



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

| İÇİNDEKİLER | SAYFA NO |
|-----------------------------------|----------|
| YÖNETİCİ ÖZETİ | 2 |
| KÜRESEL GÖRÜNÜM | 3 |
| TÜRKİYE EKONOMİSİ | 7 |
| VARLIK YÖNETİM MODELİ | 13 |
| HİSSE SENEDİ | 14 |
| SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR | 15 |
| KIYMETLİ MADENLER | 15 |
| DÖVİZ SEPETİ | 16 |
| ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ | 17 |
| BMD ARAŞTIRMA HİSSE TAKİP LİSTESİ | 23 |

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

YÖNETİCİ ÖZETİ

Mayıs ayında 2014 yılı küresel büyüme tahminini %3,6'dan %3,4'e çeken OECD, Eylül ayında ise gelişmiş ekonomilerle ilgili büyüme tahminlerindeki aşağı yönlü revizyonlar sonucunda tahminini tekrar aşağı çekti. Gelişmiş ekonomiler arasında sadece ABD'den gelen veriler olumlu sinyaller verirken, Japonya ve Avro Bölgesi ekonomileri olumsuzluklar barındırıyor. Yılın ilk çeyreğinde son 3 yılda ilk kez küçülen ABD ekonomisi, ikinci çeyrekte ise %4,6 büyüdü. Ekim ayında tahvil alım programını sonlandırması beklenen Fed'in faiz artırımlarına ne zaman başlayacağı ile ilgili belirsizlik devam ediyor. Yılın ilk çeyreğinde %0,2 ile beklentilerin altında büyüyen Avro Bölgesi ikinci çeyrekte ise bir büyüme kaydedemedi. Japonya ekonomisi 2014 yılı ilk çeyreğinde %6,8 ile 2011'den bu yana görülen en yüksek çeyreklik büyüme yakalamıştı; ancak, ikinci çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre %7,1 daraldı. Gelişen ülke ekonomileri de küresel likidite seyrinde beklenen yön değişiklikleri dolayısıyla çok olumlu görünüm sergilememektedir. Çin'de son gelen veriler, ekonomideki zayıflamanın devam ettiğini gösteriyor. Rusya ekonomisinin Ukrayna konusunda yaşanan gerginlikler sebebiyle yılın ikinci yarısında problemler yaşayacağı tahmin ediliyor. Önceki çeyreklerde büyüme hızında yavaşlama görülen Brezilya ekonomisi, yılın ikinci çeyreğinde %0,9 küçüldü. Diğer yandan, Hindistan'da ise genel seçimler sonucunda son 67 yılın büyük kısmında ülkeyi yöneten partinin (CP) görevi sona ermiş ve yeni kurulan BJP hükümetiyle birlikte ekonomik aktivite ivmelenmeye başlamıştır.

Yılın ikinci çeyreğinde Türkiye ekonomisi beklentilerin altında ve %2,1 büyürken ilk çeyrek büyüme oranı da %4,3'ten %4,7'ye revize edildi. 8 Ekim'de açıklanan 2015-2017 OVP'ye göre ise 2014 ve 2015 yılları büyüme tahminleri sırasıyla %3,3 ve %4 olarak aşağı yönde güncellendi. Eylül 2014 verileri itibarıyla TÜFE %9,54'ten %8,86'ya, Yİ-ÜFE de %9,88'den %9,84'e geriledi. Ancak, Ekim ayında yapılan doğalgaz ve elektrik fiyat artışları ve TL'nin Dolar karşısında zayıf seyrinin devam etmesi enflasyondaki düşüşün devamlılığına engel olacağı benziyor. 2015-2017 OVP'de ise yıl sonu enflasyon oranı %9,4 olarak öngörülmüyor. Ayrıca, Rusya'nın AB ülkelerinden gıda ve tarım ürünü ithalatını durdurma kararı almış olması sebebiyle yurtiçinde gıda fiyatlarının yükselmesi ihtimalinin enflasyon üzerindeki yukarı yönlü risklerden bir diğeri olduğunu söyleyebiliriz. Bu riskler TCMB'nin faiz indirimlerine devamını zorlaştırıyor. Bütçe tarafında, geçen yılın Ocak-Ağustos dönemine göre bu yıl giderlerin gelirlerden fazla artmış olması sebebiyle bütçe fazlası yerine bütçe açığı verildi. Diğer yandan, 2015-2017 OVP'ye göre ise 2014 ve 2015 yılları için Bütçe Açığı sırasıyla 24,4 ve 21 milyar TL olarak aşağı yönde güncellendi. Yılın son çeyreğinde iç talep koşullarındaki değişimlerin bütçe hedeflerine ulaşılmasında belirleyici olacağı görüşündeyiz. Ocak-Temmuz döneminde cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre %38,3 azaldı. Bu ay açıklanan OVP'ye göre ise 2014 ve 2015 yılları için Cari İşlemler Açığının GSYH'ya oranı sırasıyla %5,7 ve %5,4 olarak aşağı yönde güncellendi. Diğer yandan, işsizlik oranları tahminleri 2014 ve 2015 yılları için önceki programa göre yukarı yönde revize edildi.

2014 yılı son çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 70 bin – 75 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %30, sabit getirili menkul kıymetlere %45, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %15 ağırlık verilerek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sınai endeksi 70 bin seviyesinin üzerinde iken varlık dağılımı önerimizi %25 hisse, %55 SGMK, %10 kıymetli madenler ve %10 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, yılın üçüncü çeyreğinde yaşanan birçok olumsuz gelişmenin BİST'de fiyatlandığı görüşündeyiz. Küresel büyümede zayıflama endişeleri ile ABD'de faiz artırımlarına beklenenden daha geç başlanması ihtimali ve diğer gelişmiş ülke ekonomilerinin genişlemeci politikalar uygulamaları yönünde gelebilecek açıklamalar son çeyrekte hisse senedi piyasalarını destekleyebilir. Bununla birlikte, artan jeopolitik riskler, yükselen enflasyon ve görece düşük faiz oranları sebebiyle son çeyrekte TL'nin başta Dolar olmak üzere Euro karşısında da zayıf performans sergilemesi beklenebilir. Bu sebeple son çeyrekte hisse senedi ve döviz sepeti ağırlıklarının her birini %5'er artırdık.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

KÜRESEL GÖRÜNÜM

Mayıs ayında 2014 yılı küresel büyüme tahminini %3,6'dan %3,4'e revize etmiş olan OECD, Eylül ayında yayınladığı raporunda gelişmiş ekonomilerle ilgili büyüme tahminlerindeki aşağı yönlü revizyonlar sonucunda tahminini tekrar aşağı çekti. OECD Eylül ayı raporunda ABD'nin 2014 yılı ekonomik büyüme tahminini 0,5 puan, Avro Bölgesi ve Japonya'nın ise sırasıyla 0,4 ve 0,3 puan düşürdü. Diğer yandan, Çin'in 2014 büyüme tahminini %7,4'te sabit bırakırken, Hindistan'ınkini 0,8 artırdı ve Brezilya'nınkini 1,5 puan azalttı.

Gelişmiş ekonomiler arasında ABD'den gelen veriler küresel ekonominin seyriyle ilgili olumlu sinyaller verirken, Japonya ve Avro Bölgesi ekonomileri olumsuzluklar barındırıyor. Ekim ayında tahvil alım programını sonlandırması beklenen FED'in faiz artırımlarına ne zaman başlayacağı ile ilgili belirsizliğin piyasaları en çok ilgilendiren gündem maddesi olduğunu söyleyebiliriz. Son toplantısında Fed, istihdam piyasasının ve enflasyonun istenilen seviyelere henüz ulaşmadığını ve faizlerin uzun süre daha sıfıra yakın seviyelerde tutulacağını belirtti. Eylül ayı toplantısında faiz indirimlerine devam eden ECB, Ekim ayında VDMK alımlarına başlayacak; BOJ ise yıllık parasal genişleme tabanını 60 trilyondan 70 trilyon yene yükseltecek. Yılın ikinci çeyreğinde yapılacak tüketim vergisi artışları (%5'ten %8'e) öncesinde taleplerin öne alınmasıyla Japonya ekonomisi ilk çeyrekte güçlü büyüme performansı sergilerken ikinci çeyrekte %7,1 ile sert bir daralma yaşadı.

Gelişen ülke ekonomileri küresel likidite seyrinde beklenen yön değişiklikleri dolayısıyla çok olumlu görünüm sergilememektedir. Çin'de ekonomik göstergelerin dalgalı seyir izliyor olması ülke için sürdürülebilir bir büyüme beklentisinde olunmasını zorlaştırırken, Hindistan'da yeni kurulan hükümetle birlikte ekonomik aktivitede iyileşme beklenmektedir. Brezilya ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde daralma yaşarken, AB ülkeleri ve ABD Rusya'ya karşı yeni yaptırım uygulama ve Rusya da AB ülkelerinden gıda, tarım ürünü ve hammadde ithalatını bir yıl boyunca yasaklama kararı aldı. Bu durumun Rusya'da enflasyonu 100 baz puan artırarak ekonomideki zayıflığın da devamı yönünde etki etmesi beklenmektedir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

ABD

2014 yılı ilk çeyrek büyüme oranı negatif %2,9'a revize edilen ABD ekonomisi son 3 yılda ilk kez daralma yaşamıştı, ikinci çeyrekte ise %4,6 büyüdü. Ağustos ayında tüketici güven endeksi ve PMI endeksi beklentilerin üzerinde gelerek yılın ikinci yarısında ekonomideki canlanmanın gücü ile ilgili olumlu sinyaller vermiştir. Diğer yandan istihdam piyasasındaki canlanma beklenenden yavaş gerçekleşmektedir. OECD Eylül ayında ABD için 2014 ve 2015 yılları büyüme tahminlerini 0,5 ve 0,4 puan aşağı çekerek sırasıyla %2,1 ve %3,1 olarak belirlemiştir.

Ekim ayında tahvil alım programını sonlandırması beklenen Fed'in faiz artırımlarına ne zaman başlayacağı ile ilgili belirsizlik devam ediyor. Eylül ayı toplantısında Fed, istihdam piyasasının ve enflasyonun istenilen seviyelere henüz ulaşmadığını ve faizlerin uzun süre daha sıfıra yakın seviyelerde tutulacağını belirtti.

AVRO BÖLGESİ

Yılın ilk çeyreğinde %0,2 ile beklentilerin altında büyüyen Avro Bölgesi ikinci çeyrekte ise bir büyüme kaydedemedi. İlk çeyrekte %0,8 büyüyen Almanya ekonomisinin ikinci çeyrekte daralması ile İtalya ekonomisinin son iki çeyrekte daralıyor olması, bölgenin 2014 ve 2015 yılı büyüme tahminlerinin aşağı çekilmesinde etkili oldu. AMB, Haziran ve Eylül aylarında faiz oranlarını düşürürken, VDMK ve finansal sektör tahvil alımlarına Ekim ayında başlayacağını belirtti.

OECD Eylül ayında Avro Bölgesi için 2014 ve 2015 yılları büyüme tahminlerini 0,4 ve 0,6 puan aşağı çekerek sırasıyla %0,8 ve %1,1 olarak belirledi. Bu yıllarda OECD'nin Almanya için büyüme tahmini ise %1,5'tir. Bölgede yüksek işsizlik ve düşük enflasyon oranları deflasyon riskini barındırırken, Ağustos PMI verileri de bölge ekonomisindeki zayıflığı doğrulamaktadır.

JAPONYA

Japon ekonomisi 2014 yılı ilk çeyreğinde önceki çeyreğe göre %1,6 ve geçen yılın aynı çeyreğine göre %6,8 büyümüş ve bu oran 2011'den bu yana görülen en yüksek çeyreklik büyüme olmuştur. Yılın ilk çeyreğinde diğer gelişmiş ülkelere göre çok daha iyi performans sergileyen Japonya ekonomisi, ikinci çeyrekte geçen yılın aynı dönemine göre %7,1 daraldı. Nisan ayında yapılan tüketim vergisi artışlarının ilk çeyrek büyüme oranlarına olumlu, ikinci çeyreğine ise olumsuz yansıdığı görüldü. OECD Eylül ayında Japonya için 2014 ve 2015 yılları büyüme tahminlerini 0,3 ve 0,2 puan aşağı çekerek sırasıyla %0,9 ve %1,1 olarak belirlemiştir.

BOJ, parasal genişlemenin ekonomiyi canlandırmakta olduğunu belirterek, yıllık 60 trilyon yen olan parasal genişleme politikasını 70 trilyon yene artırma kararı aldı. Bunun sonucu olarak yenin değer kaybetmesi ve sanayi üretiminin hızlanması neticesinde büyümenin ivmelenmesi ve önümüzdeki yıl içerisinde %2 enflasyon hedefine ulaşılması beklenmektedir. Artan dış ticaret açığı ve dış ticaret ortağı ülkelerin ekonomilerinde yaşanabilecek cansızlaşma bu hedefler üzerinde aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır.

ÇİN

Yılın ilk iki çeyreğinde sırasıyla %7,4 ve %7,5 büyüyen Çin'de son gelen veriler, ekonomideki zayıflamanın devam ettiğini göstermektedir. Başta konut piyasası ve ona bağlı diğer sektörlerde yavaşlama olmasıyla birlikte, cansız iç talep sebebiyle ithalatta yaşanan gerileme enflasyonun da düşük seyretmesine sebep olmaktadır. Diğer yandan, son gelen ekonomik verilerin aşırı dalgalanıyor olması istikrarlı büyüme sağlanması ile ilgili riskler taşımaktadır. OECD Eylül ayında Çin için 2014 ve 2015 yılları büyüme tahminlerini değiştirmeyerek %7,4 ve %7,3'te sabit bırakmıştır.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

Çin, Rusya ile enerji alanında Mayıs ayında yapılan işbirliğine ek olarak, kömür alanında da Eylül ayında anlaşmaya varmıştır. Buna göre ülkeler Sibiryta bölgesinde kömür arama çalışmaları yapacak ve enerji altyapı ve üretim tesisleri kuracaklar. Çin, Japonya, ve Güney Kore arasında yapılması planlanan STA görüşmelerinin 2015 yılı sonuna kadar imzalanması planlanıyor. Buna ek olarak, Çin ile Avustralya arasında görüşmelerine devam edilen STA'nın 2014 yılı sonunda imzalanabileceği belirtilmiştir.

DİĞER GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER

Rusya ve Çin arasında doğalgazın yanında ve kömür alanında da işbirliği yapılması konularında uzlaşmaya varılmıştır. Yaklaşık 10 yıl süren görüşmelerin ardından 400 milyar dolarlık doğalgaz antlaşması 20 Mayıs 2014 tarihinde imzalanmıştır. Antlaşmaya göre Çin önümüzdeki 30 yıl süresince her yıl 38 milyar metreküp doğalgaz ihtiyacını Rusya üzerinden temin edecektir. Çin'in ardından Japonya da Rusya ile enerji işbirliği yapmak istemektedir. Doğalgaz anlaşmasına ek olarak Rusya ile Çin arasında kömür alanında da arama, altyapı tesisleri kurma ve üretim tesisleri konularında işbirliği için anlaşılmıştır.

İlk iki çeyrekte sırasıyla %0,9 ve %0,8 büyüyen Rusya ekonomisinin Ukrayna konusunda yaşanan gerginlikler sebebiyle yılın ikinci yarısında problemler yaşayacağı tahmin ediliyor. 2014 yılında ülkede %0,5 büyüme bekleyen Rusya Ekonomi Bakanlığı 2015 yılı büyüme tahminini ise %2'den %1'e indirdi. BMI'in tahminleri ise 2014 ve 2015 yılları için %0,6 ve %1,3. Ukrayna ile ateşkesin kalıcı olmadığı endişeleriyle AB ve ABD Rusya'ya karşı finansman erişimi konusunda yeni yaptırım uygulama, Rusya ise AB ülkelerinden gıda, tarım ürünü ve hammadde ithalatını bir yıl boyunca durdurma kararı aldı. Bunun sonucunda Rusya'da 2014 yılı enflasyon tahmini %7,2'ye yükseltildi.

Önceki çeyreklerde büyüme hızında yavaşlama görülen Brezilya ekonomisi, yılın ilk çeyreğinde %1,9 büyürken, ikinci çeyrekte %0,9 küçülmüş ve 2014 büyüme tahminleri de aşağı revize edilmiştir. OECD Eylül ayında Brezilya için 2014 ve 2015 yılları büyüme tahminlerini 1,5 ve 0,8 puan aşağı çekerek sırasıyla %0,3 ve %1,4 olarak belirlemiştir.

Öncü göstergeler Brezilya'da zayıflamanın yılın geri kalanında devam edeceğine işaret etmektedir. Politika faizi %11 ile oldukça yüksek seyrederek yatırım faaliyetleri ve ekonomik aktiviteyi zayıflatırken, küresel emtia fiyatlarının düşük seyrediyor olması da emtia ihracatçısı Brezilya için olumsuzdur. Son değerlendirmesinde Moody's Brezilya'nın kredi notu değiştirmezken görünümünü negatife çevirmiştir.

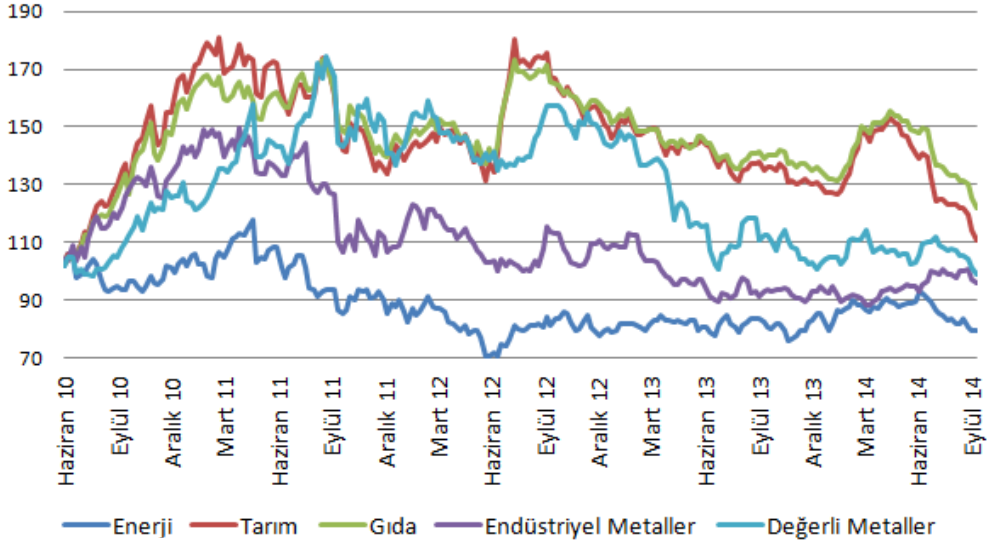
Hindistan'da genel seçimler sonucunda son 67 yılın büyük kısmında ülkeyi yöneten partinin (CP) görevi sona ermiş ve yeni kurulan BJP hükümetiyle birlikte ekonomik aktivite ivmelenmeye başlamıştır. Yeni hükümet enflasyon ve bütçe açığını kontrol altına alıp yatırımcıları da güven altına alıcı çalışmalar yapmayı hedeflemektedir. İlk çeyrekte %4,6 büyüyen Hindistan ekonomisi ikinci çeyrekte ise %5,7 ile son 9 çeyreğin en yüksek büyümesini yakalamıştır. OECD Eylül ayında Hindistan için 2014 yılı büyüme tahminini 0,8 puan artırarak %5,7'ye yükseltirken 2015 yılı için olanı %5,9'da sabit bırakmıştır. Hindistan Merkez Bankası Ocak ayından beri politika faizini %8 seviyesinde tutmaktadır. Banka ayrıca enflasyon baskıları azaldığı ve ekonomideki ılımlı gidişat devam ettiği sürece daha fazla sıkılaştırıcı politikalara gitmeye gerek olmayacağını belirtmiştir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

EMTİA PİYASASI

Emtia Fiyat Endeksleri (\$)



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

Zayıf talep koşulları ve dolardaki değerlenme sonucunda üçüncü çeyrekte küresel enerji ve tarım emtia fiyatlarında aşağı yönlü seyir varken metaller daha yatay seyreliyor. Yılın ilk yarısında küresel enerji fiyatları ile tarım ve gıda fiyatları yukarı yönlü seyrederken, endüstriyel metaller ve değerli metaller de yukarı yönde hareket etmişlerdi. Yılın ilk yarısında ortalama 7,2\$ seviyesinde olan Brent-WTI ham petrol fiyatları farkı yılın üçüncü çeyreğinde 9\$'ın üzerine çıktı. OPEC'in petrol üretiminde kesintilere gidebileceği ihtimali bile petrol fiyatları üzerinde önemli bir risk olarak algılanmazken, küresel talep koşullarındaki gelişmelerin daha etkili olduğu görülüyor. Diğer yandan, bölgesel fiyat farklılıkları rafineri şirketlerinin stratejilerini ve küresel rekabet ortamını etkilemeye devam ediyor. Bloomberg küresel enerji emtia fiyatları endeksi, yılın ilk yarısında %6,6 artış ve üçüncü çeyrekte ise %12,1 düşüş gösterdi. Bloomberg küresel tarım ve gıda emtia fiyatları endeksleri, yılın ilk yarısında sırasıyla %7,4 ve %10,2 artış ve üçüncü çeyrekte ise sırasıyla %20,7 ve %18 düşüş gösterdi. Bloomberg küresel endüstriyel metal emtia ve değerli metal emtia fiyatları endeksleri, yılın ilk yarısında sırasıyla %2 ve %7,7 artış ve üçüncü çeyrekte ise sırasıyla %0,8 ve %10 düşüş göstermiştir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

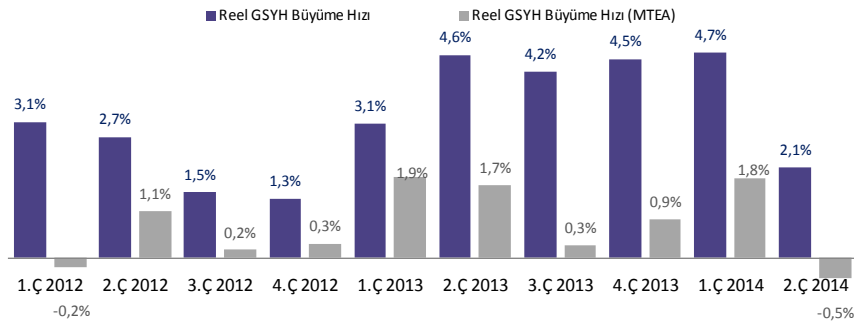
10.10.2014

TÜRKİYE EKONOMİSİ

| TEMEL MAKRO EKONOMİK VERİLER | GERÇEKLEŞME | | | ORTA VADELİ PROGRAM | | | |
|--|-------------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|
| BÜYÜME | 2011 G | 2012 G | 2013 G | 2014 T | 2015 P | 2016 P | 2017 P |
| GSYH (Milyar TL, Cari Fiyatlarla) | 1.298 | 1.416 | 1.565 | 1.764 | 1.945 | 2.150 | 2.370 |
| GSYH (Milyar \$, Cari Fiyatlarla) | 776,7 | 786,0 | 822,0 | 810,0 | 850,0 | 907,0 | 971,0 |
| Kişi Başına Milli Gelir (GSYH, \$) | 10.503 | 10.497 | 10.807 | 10.537 | 10.936 | 11.541 | 12.229 |
| GSYH Büyümesi (%) | 8,8% | 2,2% | 4,1% | 3,3% | 4,0% | 5,0% | 5,0% |
| Toplam Tüketim Büyümesi (%) | 5,8% | 0,2% | 5,2% | 1,9% | 3,8% | 4,0% | 3,9% |
| Kamu | 4,7 | 6,4 | 7,1 | 4,5 | 2,2 | 3,8 | 3,3 |
| Özel | 7,8 | -0,5 | 4,9 | 1,6 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| Toplam Sabit Sermaye Yatırımı Büyümesi | 18,6 | -2,2 | 4,5 | -1,8 | 4,2 | 8,9 | 9,3 |
| Kamu | -0,1 | 10,5 | 20,7 | -0,9 | -2,1 | 7,2 | 3,3 |
| Özel | 22,4 | -4,8 | 0,7 | -2,1 | 6,1 | 9,3 | 10,9 |
| TÜFE Yılsonu (%) | 10,5% | 6,2% | 7,4% | 9,4% | 6,3% | 5,0% | 5,0% |

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

Yılın ikinci çeyreğinde bir önceki yılın aynı çeyreğine göre sabit fiyatlarla GSYH beklentilerin altında ve %2,1 artarken ilk çeyrek büyüme oranı da %4,3'ten %4,7'ye revize edildi. 2013 yılında iç talep kaynaklı %4 büyüme yakalanmışken, 2014 yılının ilk yarısında ise büyüme dış talepteki canlılığın etkisiyle %3,3 olarak gerçekleşti. Yılın ilk çeyreğinde, yerel seçimler öncesi artan belirsizlik ve yılın ilk çeyreğinde uygulamaya geçirilen iç talebi kısımaya yönelik makro ihtiyati tedbirlere rağmen hane halklarının yurtiçi tüketimi %3,5 artmışken, ikinci çeyrekte sadece %0,4 artabilmiş. Devlet harcamaları ise yılın ilk çeyreğinde %9,2 artmışken, ikinci çeyrekte %2,4'e gerilediyse de GSYH artışının üzerinde seyretmeye devam ediyor. Yılın ilk iki çeyreğinde Kamu yatırımlarında küçülme varken, özel sektör yatırımlarında ise son 4 dört çeyrek artarda küçülme var. Olumlu tek gelişme ise dış ticaret dengemizdeki iyileşmenin büyümeyi pozitif etkilemeye devam ediyor olması gibi görünüyor. Zayıflayan TL'nin ihracat üzerindeki olumlu etkisi yılın ilk çeyreğinde olduğu kadar hızlı olmasa da ikinci çeyrekte de devam etti. İkinci çeyrekte arz tarafında büyüme hizmetler (finans ve sigorta, mesleki teknik ve idari destek, eğitim, sağlık ve kültür-sanat-eğlence faaliyetleri), inşaat ve imalat sanayi öncülüğünde gerçekleşti. Önümüzdeki yarıyıl için yurtiçi talepteki zayıflığın devam etmesini; ancak, dış ticaret dengemizdeki iyileşmenin büyümemize olumlu etkisinin sürmesini öngörmekteyiz. Diğer yandan, jeopolitik riskler sebebiyle toparlanmasında zayıflama beklenen AB ile son zamanlarda Irak'a olan ihracatımızdaki ciddi gerileme büyümemizin önündeki aşağı yönlü risklerin başında gelmektedir. Eylül ayı TCMB beklenti anketine göre 2014 yılı büyüme tahmini %3,2'dir. 8 Ekim'de açıklanan 2015-2017 OVP'ye göre ise 2014 ve 2015 yılları büyüme tahminleri sırasıyla %3,3 ve %4 olarak aşağı yönde güncellenmiştir.



Kaynak: TÜİK, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

ENFLASYON

Eylül 2014 verileri itibarıyla TÜFE %9,54'ten %8,86'ya, Yi-ÜFE de %9,88'den %9,84'e geriledi. Geçen yılın ikinci yarısında TL'deki zayıf seyrin etkilerinin azalmasıyla özel kapsamlı enflasyonların da Eylül ayında yönlerini aşağı çevirdikleri görülüyor. Ancak son dönemlerde TL'nin Dolar karşısında tekrar değer kayıpları yaşıyor olması sebebiyle bunun kalıcı olacağını söylemek zor. I-tanımlı yıllık çekirdek enflasyon Eylül ayında %9,7'den %9,3'e gerilemiş ancak hala TÜFE'nin üzerinde seyrediyor. Aylık Tüfe ise Eylül ayında %0,14 artış göstermişken, mevsimlik ürünleri dışarıda bırakarak hesaplanan A tanımlı çekirdek enflasyon ise %0,41 artmış. Bu durum enflasyonda Eylül ayında yaşanan düşüşte mevsimsel ürünlerin önemli etkisinin olduğunu gösteriyor. Bununla birlikte, yılın son çeyreğinde TL'deki zayıflama ve enerji fiyat artışları enflasyonun tekrar yükselmesine sebep olabilir. Yıllık gıda enflasyonu önceki ayda %14,80 ile son zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştı; ancak, Eylül ayında yıllık gıda enflasyonu %13,95'e gerilemiş. Eylül ayında gıda enflasyonunda beklenenin altında gerçekleşen artışla birlikte, mevsimsel indirimler sebebiyle giyim grubu fiyatlarında ve alkollü içecekler ve tütün grubu fiyatlarında düşüşler yaşandı. Sonuç olarak, Ekim ayında yapılan doğalgaz ve elektrik fiyat artışları ve TL'nin Dolar karşısında zayıf seyrinin devam etmesi enflasyonu önümüzdeki aylarda yukarı yönde baskılayacaktır. Eylül ayı beklenti anketine göre 2014 yılı enflasyon tahmini ortalaması %8,9 ve 2015-2017 OVP'de %9,4 olarak öngörülüyor. Geçen yılki OVP'de 2014 yılı enflasyonunun %5,3 olarak planlandığı hatırlandığında burdada ciddi bir revizyon yapıldığı görülüyor. 8 Ekim tarihinde açıklanan 2015-2017 OVP'de 2015 ve 2016 yılları için enflasyon oranları ise %6,3 ve %5 olarak belirlenmiş ancak küresel emtia fiyatları ve TL'nin Dolar karşısındaki seyri hedeflere ulaşıp ulaşılmayacağı konusunda etkili olacaktır.

TCMB PARA POLİTİKALARI

| TCMB FAİZ ORANLARI | May.14 | Haz.14 | Tem.14 | Ağu.14 | Eyl.14 | Değişiklik |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|
| Politika faizi (bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı) | 9,50% | 8,75% | 8,25% | 8,25% | 8,25% | Yok |
| Gecelik Borç Verme Faiz Oranı | 12,00% | 12,00% | 12,00% | 11,25% | 11,25% | Yok |
| Gecelik Borçlanma Faiz Oranı | 8,00% | 8,00% | 7,50% | 7,50% | 7,50% | Yok |
| Piyasa Yapıcısı Bankalar Gecelik Borçlanma Faizi | 11,50% | 11,50% | 11,50% | 10,75% | 10,75% | Yok |
| Geç Likidite Borç Verme Faiz Oranı | 13,50% | 13,50% | 13,50% | 12,75% | 12,75% | Yok |
| Geç Likidite Borçlanma Faiz Oranı | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | Yok |

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında politika faizinde toplam 175 baz puan indirime giden TCMB, Ağustos ve Eylül aylarında politika faizini %8,25'te sabit bıraktı. Yurtiçinde açıklanan Ağustos ayı enflasyon ve ikinci çeyrek büyüme verilerinin yanında, küresel jeopolitik ve makroekonomik gelişmelerin sıkı para politikalarına devam edilmesini desteklediğini söyleyebiliriz. Son zamanlarda küresel tarım ve enerji emtia fiyatlarında düşüş eğilimi yaşanıyor olmasına rağmen, TL'nin Dolar karşısındaki değer kayıplarının devamı ve Rusya'nın AB ülkelerinden gıda ve tarım ürünü ithalatını durdurma kararı almış olması sebebiyle yurtiçinde gıda fiyatlarının yükselmesi ihtimalinin enflasyon üzerindeki en önemli yukarı yönlü riskler olduğunu söyleyebiliriz. Gelecek aylarda, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının devamı ve/veya jeopolitik risklerin azalması yönünde gelişmelerle enflasyon ve büyümede istikrarlı seyrin öngörülmesi halinde, TCMB'nin faiz indirimlerini gündemine alması beklenebilir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

BÜTÇE

| MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE DENGESİ | GERÇEKLEŞME | | | ORTA VADELİ PROGRAM | | | |
|-------------------------------|-------------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|
| | 2011 G | 2012 G | 2013 G | 2014 T | 2015 P | 2016 P | 2017 P |
| HARCAMALAR (Milyar TL) | 313,3 | 361,9 | 408,2 | 448,4 | 472,9 | 506,8 | 541,3 |
| Faiz Hariç Harcamalar | 271,1 | 313,5 | 358,2 | 398,2 | 418,9 | 452,8 | 486,3 |
| Faiz Giderleri | 42,2 | 48,4 | 50 | 50,2 | 54 | 54 | 55 |
| GELİRLER (Milyar TL) | 296,8 | 332,5 | 389,7 | 424,0 | 452,0 | 491,0 | 534,2 |
| Genel Bütçe Vergi Gelirleri | 253,8 | 278,8 | 326,2 | 351,6 | 389,5 | 427,9 | 468,5 |
| Diğer Gelirler | 43 | 53,7 | 63,5 | 72,4 | 62,5 | 63,2 | 65,7 |
| BÜTÇE DENGESİ (Milyar TL) | -16,5 | -29,4 | -18,5 | -24,4 | -21,0 | -15,8 | -7,1 |
| Bütçe Dengesi / GSYH (%) | -1,3% | -2,1% | -1,2% | -1,4% | -1,1% | -0,7% | -0,3% |
| FAİZ DIŞI FAZLA (Milyar TL) | 25,7 | 19,0 | 31,4 | 25,8 | 33,0 | 38,2 | 47,9 |
| Faiz Dışı Fazla / GSYH (%) | 2,0% | 1,3% | 2,0% | 1,5% | 1,7% | 1,8% | 2,0% |

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

Geçen yılın Ocak-Ağustos dönemine göre bu yıl giderlerin gelirlerden fazla artmış olması sebebiyle bütçe fazlası yerine bütçe açığı verildi. Bu dönemde faiz hariç giderlerde %13,6 artış, faiz giderlerinde ise %10,9 azalış var. Vergi gelirlerindeki %7,6'lık artış da faiz hariç giderlerdeki artıştan az. Faiz giderlerindeki azalış sebebiyle faiz dışı dengedeki kötüleşme, bütçe dengesindeki kötüleşmeden daha fazla. Dolaysız vergilerde Ocak-Ağustos döneminde gelir vergisi ve kurumlar vergisinde gerçekleşen yıllık sırasıyla %16,8 ve %14,9'luk artışlar 2014 yılı bütçesinde bu kalemlerde hedeflenen artış oranlarının üzerinde. Dâhilde alınan dolaylı vergilerde (Dâhilde alınan KDV, ÖTV ve BSMV); yılın ilk sekiz ayında gerçekleşen %4'lük artış yıllık bütçede hedeflenen %5'lik artış oranının altında. İthalde alınan KDV'de yılın ilk sekiz ayında %2,5 artış var ve bu artış bütçede hedeflenen %3,3'lük artışın altında. Vergi dışı gelirlerde ise hazine portföyü iştirak gelirleri, para cezaları ve diğer çeşitli gelirlerdeki artışlar sebebiyle yılın ilk sekiz ayında gerçekleşme oranları oldukça yüksek seyretmiş. Sonuçta, yılın ilk sekiz ayında verilen 2,7 milyar TL bütçe açığı ile yılsonu için hedeflenen 33,3 milyarlık bütçe açığı hedefine ulaşılabilirliği görüşünderiz. Diğer yandan, 8 Ekim'de açıklanan 2015-2017 OVP'ye göre ise 2014 ve 2015 yılları için Bütçe Açığının sırasıyla 24,4 ve 21 milyar TL olarak aşağı yönde güncellendi. Yılın kalan 4 ayında iç talep koşullarındaki değişimlerin bütçe hedeflerine ulaşılmasında belirleyici olacağı görüşünderiz.

DIŞ TİCARET

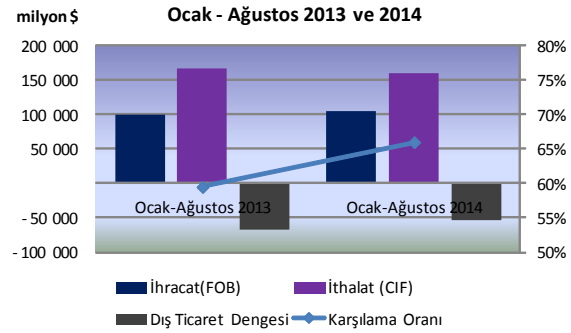
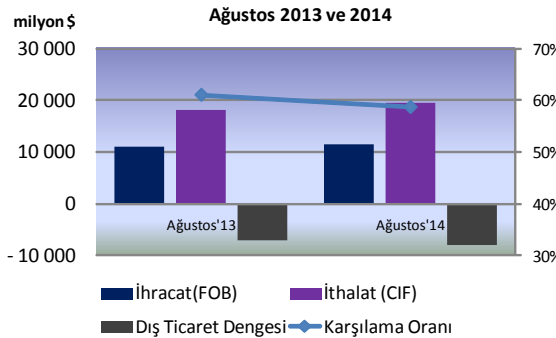
| DIŞ TİCARET | GERÇEKLEŞME | | | ORTA VADELİ PROGRAM | | | |
|--|-------------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|
| | 2011 G | 2012 G | 2013 G | 2014 T | 2015 P | 2016 P | 2017 P |
| İhracat (FOB) (Milyar \$) | 134,9 | 152,5 | 151,8 | 160,5 | 173,0 | 187,4 | 203,4 |
| İthalat (CIF) (Milyar \$) | 240,8 | 236,5 | 251,7 | 244,0 | 258,0 | 276,8 | 297,5 |
| Enerji İthalatı (27. Fasil, Milyar \$) | 54,1 | 60,1 | 55,9 | 56,2 | 57,3 | 60,1 | 63,9 |
| Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$) | -105,9 | -84,1 | -99,9 | -83,5 | -85,0 | -89,4 | -94,1 |
| Turizm Gelirleri (Milyar \$) | 25,1 | 25,7 | 28,0 | 29,5 | 31,5 | 33,5 | 35,5 |
| Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$) | -75,1 | -47,8 | -65,1 | -46,0 | -46,0 | -49,2 | -50,7 |
| Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%) | -9,7% | -6,1% | -7,9% | -5,7% | -5,4% | -5,4% | -5,2% |
| Dış Ticaret Hacmi / GSYH (%) | 48,4% | 49,5% | 49,1% | 49,9% | 50,7% | 51,2% | 51,6% |
| İhracat / İthalat (%) | 56% | 64,5% | 60,3% | 65,8% | 67,1% | 67,7% | 68,4% |
| Ham Petrol Fiyatı-Brent (\$/varil) | 107,2 | 112,0 | 109,4 | 105,4 | 101,9 | 100,4 | 98,8 |

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

Avrupa'ya ihracatımızdaki artış ve altın dış ticaret dengesindeki iyileşmeye rağmen, ithalattaki keskin yükseliş sonucunda Ağustos ayı dış ticaret açığı beklenenlerin üzerinde geldi. Ağustos ayında ihracat geçen yılın aynı ayına göre %2,9, ithalat ise %7 artışla sırasıyla 11,4 milyar \$ ve 19,5 milyar \$ olarak gerçekleşti. Dış ticaret hacmi %5,5 artarken dış ticaret açığı da %13,5 artışla 8,04 milyar \$'a yükseldi ve ihracatın ithalatı karşılama oranı %61,1'den %58,7'ye geriledi. Geçtiğimiz yılda Ağustos ayında bayram tatili olduğundan ana seride ihracat ve ithalat artmışsa da takvim etkisinden arındırılmış ihracat ve ithalat sırasıyla %3,2 ve %1,2 azalmış.



Kaynak: TÜİK, BMD Araştırma

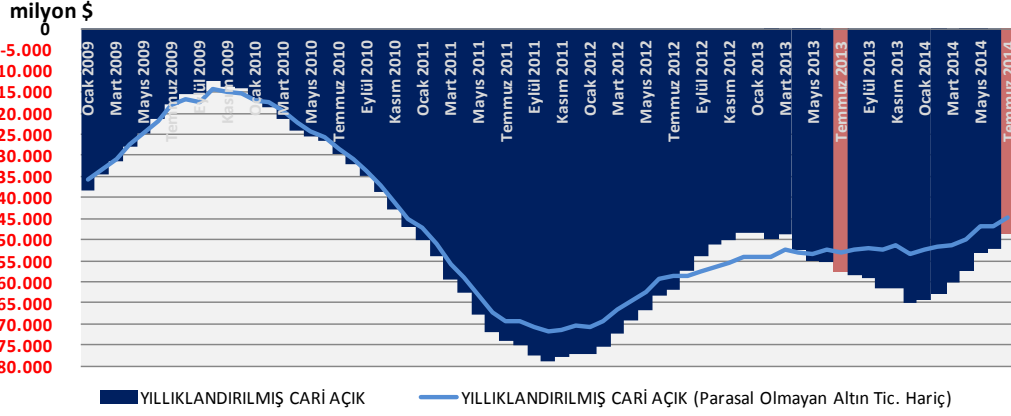
Yılın ilk yedi ayında TL'deki zayıflama hızında yaşanan yavaşlama sebebiyle ihracat artışında da yavaşlama olduğu görülmüştü, Ağustos ayı ise yılbaşından itibaren ithalat artışının en fazla olduğu ay oldu. Bu artışta geçtiğimiz yıl tatil takviminin de etkisi olduğu söylenebilir. Yıllıklandırılmış dış ticaret açığımız Ocak ayından itibaren her ay düşüş göstermişti; ancak Ağustos ayında bu gidişat bozulmuş oldu. Diğer yandan, zayıflayan iç talep ve düşen enerji maliyetlerine ek olarak, son dönemlerde TL'nin özellikle ABD doları karşısında yaşadığı sert değer kaybının yılın geri kalan aylarında ithalattaki artışı tersine döndürmesi beklenebilir. Önümüzdeki aylarda dış ticaret açığımızı olumsuz etkileyecek risklerin başında; Irak'taki karışıklıkların ihracatımıza olan negatif yansımalarının devamı ve AB Bölgesi büyümesinde beklenen zayıflama geliyor. Ancak, 2015-2017 OVP'de dış ticaret açığı tahminlerinin 2014 ve 2015 yılları için sırasıyla 12 ve 13 milyar \$ aşağı yönde güncellendiği görülüyor ve şu anki makro ekonomik koşulların bu hedefleri ulaşılabilir kıldığı görüşüdeyiz.

ÖDEMELER DENGESİ

Ocak-Temmuz döneminde cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre %38,3 azaldı. Yılbaşından beri her ay önceki yılın aynı ayına göre gerileyen cari açığın düşüş hızında Haziran ayında bir yavaşlama olduysa da Temmuz ayında gerilemenin tekrar hızlanması olumlu. Cari açığın finansmanına bakıldığında; yılın ilk yedi ayında 26,6 milyar \$ cari açık ve bu dönemde finans hesaplarından 20,1 milyar \$ döviz girişi var. Cari açığın 8,2 milyar \$'lık kısmı net hata noksan kalemi ile geri kalanı finans hesaplarıyla finanse edilmiş ve kalan 1,5 milyar \$'da TCMB'nin rezervlerine eklenmiş. 8 Ekim'de açıklanan 2015-2017 OVP'ye göre ise 2014 ve 2015 yılları için Cari İşlemler Açığının GSYH'ya oranı sırasıyla %5,7 ve %5,4 olarak aşağı yönde güncellenmiştir. Geçen yılki OVP'de 2014 yılı için Cari İşlemler Açığı 55,5 milyar \$ ve bunun GSYH'ya oranı -%6,4 öngörülmüştü. Son durum itibarıyla yıllıklandırılmış cari işlemler açığının son dört çeyrek GSYH'ya oranı -%6,1 seviyelerinde. Zayıf seyreden iç talep ve güçlü seyreden ihracat eğiliminin yılın ikinci yarısında da devam etmesi halinde, yılı güncel hedef olan 46 milyar \$ seviyelerinde bir cari açıkla kapatabiliriz. Diğer yandan, yılın son çeyreğinde Fed'in faiz artırımına erken başlayacağı ile ilgili beklentilerin artması ve ülkemizin reel faizlerinin yabancı yatırımcılarca cazip bulunmaması halinde yatırımcı çekmemiz zorlaşacağından, bu durum cari açığımızın finansmanı riskini de artırabilir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014



Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

| | Temmuz 2013 | Temmuz 2014 | Ocak - Temmuz 2013 | Ocak - Temmuz 2014 | Ocak - Temmuz 2013-2014 (Değ.) | Ocak - Temmuz 2013-2014 (%Değ.) | Yıllıklandırılmış (son 12 ay) |
|---|---------------|---------------|--------------------|--------------------|--------------------------------|---------------------------------|-------------------------------|
| 1. CARI İŞLEMLER HESABI (A+B) | -6.287 | -2.634 | -43.348 | -26.767 | 16.581 | -38,3% | -48.485 |
| <i>Parasal Olmayan Altın Ticareti Hariç Cari Açık</i> | <i>-4.855</i> | <i>-2.777</i> | <i>-34.929</i> | <i>-26.555</i> | <i>8.374</i> | <i>-24,0%</i> | <i>-44.913</i> |
| Net Mal Ticareti | -6.919 | -5.055 | -40.522 | -34.059 | 6.463 | -15,9% | -61.781 |
| Net Parasal Olmayan Altın Ticareti | -1.432 | 143 | -8.419 | -212 | 8.207 | -97,5% | -3.572 |
| <i>Mal Dengesi</i> | <i>-8.351</i> | <i>-4.912</i> | <i>-48.941</i> | <i>-34.271</i> | <i>14.670</i> | <i>-30,0%</i> | <i>-65.353</i> |
| Net Turizm Gelirleri | 2.635 | 2.662 | 11.520 | 11.893 | 373 | 3,2% | 23.553 |
| <i>Hizmetler Dengesi</i> | <i>2.669</i> | <i>2.927</i> | <i>11.106</i> | <i>12.269</i> | <i>1.163</i> | <i>10,5%</i> | <i>24.294</i> |
| <i>Mal ve Hizmet Dengesi</i> | <i>-5.682</i> | <i>-1.985</i> | <i>-37.835</i> | <i>-22.002</i> | <i>15.833</i> | <i>-41,8%</i> | <i>-41.059</i> |
| <i>Gelir Dengesi</i> | <i>-698</i> | <i>-708</i> | <i>-6.143</i> | <i>-5.206</i> | <i>937</i> | <i>-15,3%</i> | <i>-8.418</i> |
| A. MAL, HİZMET VE GELİR DENGESİ | -6.380 | -2.693 | -43.978 | -27.208 | 16.770 | -38,1% | -49.477 |
| B. CARI TRANSFERLER | 93 | 59 | 630 | 441 | -189 | -30,0% | 992 |
| 2. NET HATA VE NOKSAN | 2.106 | 1.993 | -2.308 | 8.225 | 10.533 | -45,4% | 13.298 |
| TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI (1+ 2) | -4.181 | -641 | -45.656 | -18.542 | 27.114 | -59,4% | -35.187 |

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

İSTİHDAM

| İSTİHDAM | GERÇEKLEŞME | | | ORTA VADELİ PROGRAM | | | |
|------------------------------|-------------|--------|--------|---------------------|--------|--------|--------|
| | 2011 G | 2012 G | 2013 G | 2014 T | 2015 P | 2016 P | 2017 P |
| Nüfus (Yıl Ortası, Bin Kişi) | 73.950 | 74.855 | 76.055 | 76.903 | 77.738 | 78.559 | 79.366 |
| İşgücüne Katılma Oranı (%) | 49,9% | 50,0% | 48,3% | 50,1% | 50,2% | 50,3% | 50,5% |
| İstihdam Düzeyi (Bin Kişi) | 24.110 | 24.821 | 24.601 | 25.824 | 26.340 | 27.002 | 27.599 |
| İstihdam Oranı (%) | 45,0% | 45,4% | 43,9% | 45,3% | 45,4% | 45,7% | 45,9% |
| İşsizlik Oranı (%) | 9,8% | 9,2% | 9,0% | 9,6% | 9,5% | 9,2% | 9,1% |

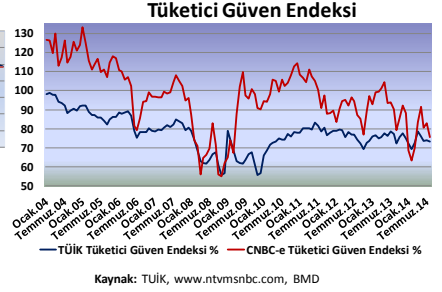
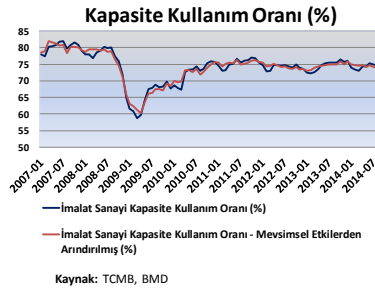
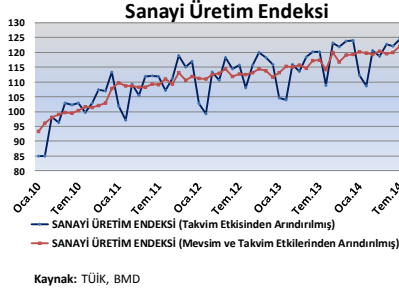
Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

Yılın ilk çeyreğinde yakalanan GSYH büyümesine paralel 526 bin ek istihdam sağlanırken, yılın ikinci çeyreğinde büyüme hızında yaşanan gerileme ile 7 bin kişilik istihdam kaybı gerçekleşti. Son açıklanan Haziran dönemi verilerine göre işsizlik oranı, bir önceki yılın Haziran ayı dönemine göre 1,0 puan ve bir önceki döneme göre 0,3 puanlık artışla %9,1 seviyesinde gerçekleşti. Mevsim etkilerinden arındırılmamış işsizlerin sayısında ise 2014 yılı Haziran döneminde, bir önceki döneme göre 115 bin kişilik artış gerçekleşti. İşsizlik oranı ise 0,4 puanlık artış ile %9,9 seviyesine çıkarak Aralık 2010'dan bu yana görülen en yüksek seviyeye ulaşmış oldu. İşgücüne katılma oranı aynı dönemde 0,1 puan artarak %51,3 oldu. Bu dönemde ekonomi kurumsal olmayan çalışma çağındaki nüfustaki 1,380 milyon büyüme karşın, 1,220 milyon ilave istihdam yaratabildi. Diğer yandan, 2015-2017 OVP'de işsizlik oranları tahminleri 2014 ve 2015 yılları için önceki programa göre yukarı yönde revize edildi.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

SANAYİ ÜRETİMİ



Yılın ilk çeyreğinde sanayi üretimi geçen yılın aynı dönemine göre %5,3, ikinci çeyreğinde %3,1 oranında artış gösterdi. Açıklanan Temmuz ayı verilerine göre kapasite kullanım oranı yatay seyrine devam ederken, sanayi üretimi bir önceki aya göre % 1,8, geçen yılın aynı dönemine göre %3,6 oranında artış göstererek yılın üçüncü çeyreğine olumlu başladı. Temmuz ayında bir önceki aya göre ihracat miktar endeksi % 8,0 yükselerek dış talebin artış eğiliminde olduğunu gösterdi. Temmuz ayında sanayi üretimindeki artış, ihracat artışı ve tüketici güveninin tekrar yükselmeye başlaması GSYH için pozitif bir tablo çizerken, Rusya'nın Avrupa Birliği'ne bazı ürünlerde ambargo uygulama kararının bölge ekonomisini olumsuz etkilemesi, Irak'ta yaşanan karışık seyrin uzun süre devam etmesi ve FED'in faiz artışının yaklaşıyor olmasının TCMB'nin elini zayıflatarak GSYH üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturuyor.

KAPASİTE KULLANIMI

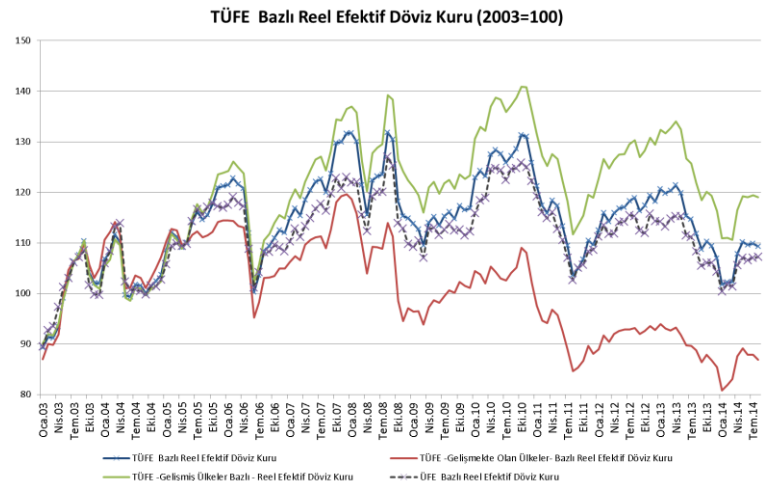
2014 yılı boyunca önemli bir değişiklik göstermeyen kapasite kullanım oranı Haziran ayında yılın en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra yılın son çeyreğinde dalgalı bir seyir izledi. Mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı ise Ağustos ve Eylül aylarında 74,1 seviyesine gerileyerek yılın en düşük değerini gördü.

TÜKETİCİ GÜVENİ

Nisan ayında yılın en yüksek seviyesini gören tüketici güveni, artan jeopolitik risklerin sermaye piyasalarını baskı altın alması ve beklentilerin aksine artış gösteren enflasyon oranının etkisiyle Haziran ayında geriledi ve Eylül ayına kadar önemli bir değişim göstermedi. Son açıklanan Eylül ayı verisi genel ekonomik durum beklentisindeki artışın öncülüğünde yükselse de tüketici güveni son dört aydır 73-74 seviyesi arasında hareket etti.

REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU (REDK) ENDEKSİ

Reel Efektif Döviz Kuru (REDK) Endeksi; Eylül ayında bir önceki aya göre %0,06 artarak 109,41 seviyesinde gerçekleşti. Ağustos ayı REDK Endeksi ise 109,28'den 109,34'e revize edildi. 2013 yılında düşüş trendine giren REDK Endeksi; Ocak ayında Haziran 2006'dan bu yana hesaplanan en düşük seviyeye gerilemişti. Şubat ayında yükselişe geçen REDK Endeksi, Şubat-Mayıs ayları arasındaki 4 aylık yükseliş trendinin ardından dalgalı bir seyir izliyor.

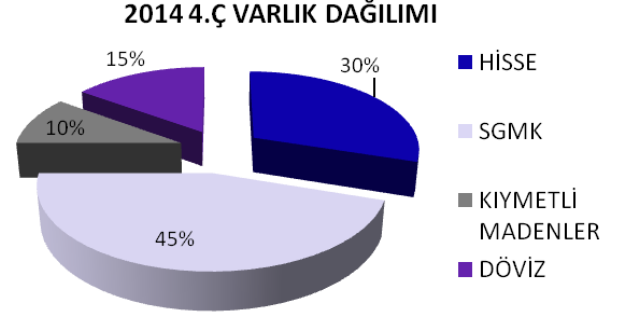


ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

VARLIK YÖNETİM MODELİ

| 2014 3.4 VARLIK DAĞILIMI | | | | |
|--------------------------|-------|------|-------------------|-------|
| BİST-SIN | HİSSE | SGMK | KIYMETLİ MADENLER | DÖVİZ |
| 75000 ve üzeri | 20 | 55 | 10 | 15 |
| 70000 - 75000 | 30 | 45 | 10 | 15 |
| 65000 - 70000 | 40 | 40 | 10 | 10 |
| 61000 - 65000 | 45 | 40 | 5 | 10 |
| 57000- 61000 | 55 | 30 | 5 | 10 |



2014 yılı son çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 70 bin – 75 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %30, sabit getirili menkul kıymetlere %45, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %15 ağırlık verilerek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sinai endeksi 70 bin seviyesinin üzerinde iken varlık dağılımı önerimizi %25 hisse, %55 SGMK, %10 kıymetli madenler ve %10 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, yılın üçüncü çeyreğinde yaşanan birçok olumsuz gelişmenin BİST’de fiyatlandığı görüşündeyiz. Küresel büyümede zayıflama endişeleri ile ABD’de faiz artırımlarına beklenenden daha geç başlanması ihtimali ve diğer gelişmiş ülke ekonomilerinin genişlemeci politikalar uygulamaları yönünde gelebilecek açıklamalar son çeyrekte hisse senedi piyasalarını destekleyebilir. Bu sebeple hisse senedi ağırlığımızı son çeyrekte %5 artırdık. Yine aynı sebeplerle altın ve gümüş fiyatlarında önümüzdeki çeyrekte dalgalı ve hafif yukarı bir seyir beklenebilir. Ancak, bir önceki çeyreğe göre modelimizde yer alan altın ve gümüş ağırlığını bu çeyrekte de %10’da sabit bırakmaktayız. Artan jeopolitik riskler, yükselen enflasyon ve görece düşük faiz oranları sebebiyle son çeyrekte TL’nin başta Dolar olmak üzere Euro karşısında da değer kaybedebileceğini düşünmekteyiz. Bu sebeple döviz sepeti ağırlığını bu çeyrekte %10’dan %15’e yükseltiyoruz. Sabit getirili menkul kıymetlerin ağırlığını hisse senetleri ve döviz sepetindeki ağırlık artışları dolayısıyla son çeyrekte %55’den %45’e azaltıyoruz. Sınai Endeksinin 70 bin seviyesinin altında en az on gün art arada işlem görmesi durumunda; hisse senedi ağırlığının %30’dan %40’a yükseltilmesi, sabit getirili menkul kıymet ağırlığının %45’ten %40’a düşürülmesi ve döviz sepeti ağırlığının %15’ten %10’a düşürülmesi görüşündeyiz. Diğer taraftan, makro ekonomik gelişmelerin yukarı yönlü riskleri baskın çıkaracak yönde gerçekleşmesi ve Sınai Endeksinin 75 bin seviyesinin üzerinde en az on gün art arada işlem görmesi durumunda; hisse senedi ağırlığının %30’dan %20’ye indirilmesi ve hisse senedi ağırlığındaki azalışın sabit getirili menkul kıymet ve döviz ağırlıklarının %5’er yükseltilerek karşılanması iyi fikir olacağı görüşündeyiz.

| BMD VARLIK YÖNETİM MODELİ KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANSI | | | | | | | | | | | | |
|---|-------------|------------------------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---|--|
| Önerilen Varlık | Risk (β) | Yıllık Beklenen Getiri (%) * | Önerilen Ağırlık** | | | | Dönemsel Getiri | | | | Son 4 Çeyrek Bileşik Getiri (01/10/2013-30/09/2014) | Kümülatif Getiri (18/08/2011-30/09/2014) |
| | | | 2013 4.Çeyrek | 2014 1.Çeyrek | 2014 2.Çeyrek | 2014 3.Çeyrek | 2013 4.Çeyrek | 2014 1.Çeyrek | 2014 2.Çeyrek | 2014 3.Çeyrek | | |
| Hisse Senedi (BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü) | 0,78 | 12,3% | 40% | 44% | 31% | 24% | -2,37% | -1,88% | 17,24% | 0,35% | 12,70% | 91,03% |
| Sabit Getirili Varlık | 0,02 | 8,1% | 35% | 41% | 55% | 56% | 2,41% | 2,87% | 2,87% | 2,87% | 11,50% | 31,59% |
| Döviz (%50 Dolar - %50 Euro) | -0,18 | 7,0% | 15% | 10% | 9% | 10% | 5,65% | 1,20% | -1,98% | 3,24% | 8,20% | 20,61% |
| Kıymetli Madenler (%50 GOLDP - %50 SLVRP) | -0,07 | 7,6% | 10% | 5% | 5% | 10% | -3,93% | 4,70% | 0,58% | -5,36% | -4,25% | -28,57% |
| BMD Varlık Yönetim Modeli | 0,28 | 9,5% | 100% | 100% | 100% | 100% | 0,35% | 0,72% | 6,74% | 1,48% | 9,49% | 40,29% |
| * Sermaye piyasası araçları için Yıllık Beklenen Getiri hesaplamamızda Risksiz Getiri Oranı %8 ve Piyasa Risk Primi %5 olarak varsayılmıştır. | | | | | | | | | | | Yıllık Getiri*** | |
| ** Modelimizdeki varlıkların ağırlıkların BİST Sınai Endeksi’nin değişen bant aralıklarına göre değişmektedir. Bu nedenle, önerilen ağırlık hesaplamaları 3 aylık dönem içerisinde BİST Sınai Endeksi’nin farklı bant aralıklarında geçirdikleri gün sayısına göre hesaplanmaktadır. Önerilen ağırlıklarda değişiklik yapılması için gerekli koşul BİST Sınai endeksinin mevcut bandın dışında en az 10 gün arka arkaya işlem görmesidir. | | | | | | | | | | | Enflasyon (TÜFE): 8,86% | |
| *** Son yılda portföyümüzün tamamının ilgili enstrümandan oluşması halinde elde edilecek getiri (%100 BİST Sınai Endeksi Hisseleri, %100 BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü, %100 Sabit Getirili Menkul Kıymetler, %100 Döviz veya %100 Kıymetli Madenler). | | | | | | | | | | | BİST Sınai Endeksi: 9,35% | |
| | | | | | | | | | | | BMD Hisse Portföyü: 12,30% | |
| | | | | | | | | | | | Sabit Getirili MK’ler: 11,50% | |
| | | | | | | | | | | | Döviz Sepeti: 8,17% | |
| | | | | | | | | | | | Kıymetli Madenler: -4,21% | |
| | | | | | | | | | | | Son Yıl Getiri: 9,49% | |
| | | | | | | | | | | | Yıllık Bileşik Getiri: 11,46% | |

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

HİSSE SENEDİ (%30)

FED'in tahvil alım programını sonlandıracağını sindiren hisse senedi piyasaları yılın ikinci çeyreğinde artan risk iştahıyla birlikte yükselişe geçerken, yılın üçüncü çeyreğinde FED'in faiz artırımının zamanlaması ile ilgili endişeler ön plana çıktı. Temmuz ayı başında artan jeopolitik risklerle gerileyen Avrupa borsaları, Ağustos ayında toparlanma yaşasa da Eylül ayında yapılan son FED faiz toplantısının ardından düşüşe geçti. ABD tarafında ise yılın üçüncü çeyreğinde hem FED'in sözlü desteği hem de olumlu gelen makroekonomik verilerle güçlenen dolar borsası endekslerini rekor seviyelere taşıdı. Yurt içinde ise Rusya-Ukrayna gerginliğinin artmasıyla Rusya sermaye piyasalarından çıkan fonların bir kısmının Borsa İstanbul'a yönelmesi BIST-100 endeksini Temmuz ayı içerisinde 84.000 seviyesine taşıdıysa da jeopolitik risklere ve FED'in faiz artırım beklentilerine kayıtsız kalamayan endeks Eylül ayı sonu itibarıyla 75.000 seviyesine geriledi. 2015 yılının ikinci yarısında FED'in faiz artışına gideceği beklentileri ABD'de açıklanan olumlu makroekonomik verilerle öne çekilirken, yatırımcıların dolara yönelmesi özellikle gelişmekte olan ülke para birimlerini ve yerel para cinsinden varlıklarını olumsuz etkiledi. Henüz ABD istihdam ve konut piyasalarında istenilen toparlanmanın sağlanamamış olması nedeniyle FED'in ölçülü faiz artırımlarına gideceği beklentisi piyasalarda ağırlık kazansa da, faiz artışlarının erkene alınmasının gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını olumsuz etkileyeceği de bir gerçek. Doların güçlenmesi ile yurt içinde bir süredir yükseliş eğiliminde olan tahvil faizleri ve döviz kurlarının yanı sıra yüksek seyretmeye devam eden gıda fiyatları ve jeopolitik riskler TCMB'nin faiz indirimlerine devamı konusunda elini zayıflattı. Diğer yandan petrol arzına yönelik kaygıların azalması ve global ekonomik büyüme üstündeki riskler Brent petrol fiyatlarının 90\$ altına gerilemesini sağlarken, enflasyon üzerindeki emtia kaynaklı riskleri de sınırlandırdı. Bununla birlikte Avrupa bölgesinden gelen makroekonomik veriler yılın ikinci çeyreği için kötü bir tablo çizerken, yaşanan durgunluğa rağmen Avrupa'ya yapılan ihracattaki olumlu seyrin devam etmesi, Irak pazarında yaşanan kayıpların cari açığa yapacağı olumsuz etkilerini sınırlandırıyor. Avrupa Merkez Bankası'nın ekonomiyi desteklemek adına genişlemeye devam etmesi neticesinde Avrupa'da yaşanacak ekonomik toparlanma Türkiye'nin cari işlemler dengesini olumlu etkilemeye devam edebilir. Diğer yandan, AB ve ABD'nin Rusya için aldıkları yaptırım kararları sonrasında Rusya'nın Avrupa'dan gıda, tarım ürünü ve hammadde ithalatını bir yıl boyunca durdurma kararı alması zaten büyüme sıkıntısı yaşayan Avrupa ülkelerini olumsuz etkilemesi bekleniyor.

| ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ PİYASALARI | | | | | | | |
|--------------------------------------|----------|-------|------------|--------------|--------|---------|---------|
| Gelişmekte Olan Ekonomiler | | | | DEĞİŞİM (%)* | | | |
| ÜLKE | ENDEKS | F/K | 29.09.2014 | Son Hafta | Son Ay | Son Yıl | YBB |
| Türkiye | XU100 | 9,85 | 74.486 | 0,11% | -6,97% | 0,31% | 10,20% |
| Rusya | INDEXCF | 6,65 | 1.421 | -2,34% | -5,38% | -20,76% | -21,91% |
| Meksika | MEXBOL | 24,66 | 39.650 | 0,00% | -1,70% | 11,53% | 4,89% |
| Hindistan | SENSEX30 | 18,77 | 19.395 | -0,11% | -0,15% | 41,76% | 36,91% |
| Çin | SHCOMP | 11,38 | 1.979 | 0,43% | 6,31% | 8,42% | 11,44% |
| Brezilya | IBOV | 16,21 | 47.609 | 0,00% | -6,36% | 8,06% | 9,81% |
| Gelişmiş Ekonomiler | | | | DEĞİŞİM (%)* | | | |
| ÜLKE | ENDEKS | F/K | 29.09.2014 | Son Hafta | Son Ay | Son Yıl | YBB |
| Yunanistan | ASE | - | 847 | -3,04% | -9,30% | 3,85% | -21,12% |
| İngiltere | UKX | 16,66 | 6.165 | 0,00% | 1,12% | 3,78% | -0,64% |
| Japonya | NKY | 21,12 | 13.677 | -0,48% | 5,15% | 12,24% | -0,41% |
| Almanya | DAX | 17,57 | 7.946 | -0,78% | -0,51% | 30,57% | -1,48% |
| ABD | INDU | 15,64 | 14.760 | -1,20% | -0,16% | 12,84% | 2,99% |
| Fransa | CAC40 | 26,97 | 3.739 | -2,33% | 0,39% | 5,19% | 1,47% |
| İspanya | IBEX | 21,12 | 7.763 | -2,86% | -0,39% | 16,33% | 7,77% |
| İtalya | ITSTAR | 32,43 | 15.362 | 1,22% | 6,57% | 18,68% | -2,26% |

*29.09.2014 tarihi itibarıyla değişimleri göstermektedir.

Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

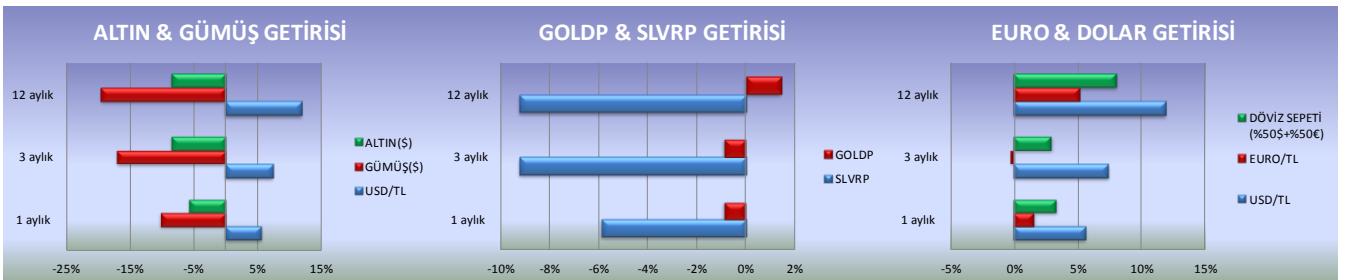
10.10.2014

SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR (1-3 Ay Vadeli Katılım Hesabı ve SUKUK) (%45)

ABD ekonomisinin yılın ikinci çeyreğinde sergilediği güçlü performans FED'in faiz artışı 2015 yılının ikinci yarısından önce gerçekleştirmesi beklentilerini artırırken, TCMB'nin faiz indirimini zorlaştırdı. FED, finansal ve ekonomik koşullarda iyileşme sağlanması halinde 2014 yılı içerisinde varlık alım programının sonlandırılacağını açıklamış, ilk faiz artırımını içinse varlık alım programı sonlandırıldıktan 6 ay sonrasında işaret etmişti. Eylül ayında yapılan son FED faiz toplantısının ardından basın açıklaması yapan FED Başkanı Yellen'in; tahvil alımlarının sonlandırılmasından sonra faiz artırımını için geçecek 'kayda değer süre' tanımının ekonomik koşullara göre değişebileceğini ve istihdam piyasasında istenilen düzeye yaklaşıldığını dile getirmesi, faiz artırımının 2015 yılının ikinci yarısından önce yapılabileceği ihtimalini kuvvetlendirdi. Yurt içinde TCMB, artan küresel risk iştahının yanı sıra yurt içi enflasyon oranlarının Haziran ayından itibaren düşüş eğilimine gireceği tahminine dayanarak Mayıs ayından itibaren politika faizinden indirim gitmiş, tahvil faizleri Haziran ayında %8 seviyesine kadar gerilemişti. FED'in faiz artırımları ile ilgili sürecin yaklaşıyor olmasının yanı sıra, artan gıda fiyatları dolayısıyla enflasyon oranının TCMB'nin tahmin ettiği gibi düşüşe geçmemesi üzerine tahvil faizleri tekrar yükselmeye başladı. Temmuz ayında beklentilerin aksine politika faizinde 50bp'lık faiz indirim daha yapan TCMB, Ağustos ve Eylül aylarında politika faizinde değişikliğe gitmedi. Hem enflasyon oranında devam eden yükseliş hem de FED'in faiz artırımlarının yaklaşması TCMB'nin faiz indirim olasılığını giderek azaltırken, gelişmekte olan ülkelerde yaşanacak para çıkışlarının ülke para birimleri cinsinden varlıklarda değer kaybına sebep verecek olmasının, tahvil faizlerinde yukarı yönlü seyri destekleyeceğini söyleyebiliriz.

KIYMETLİ MADENLER (%50 Gold Plus, %50 Silver Plus) (%10)

Yılın ilk altı ayında Euro/Dolar paritesinde yaşanan yukarı yönlü hareket ve jeopolitik risklerin güvenli liman talebini artırması gibi sebeplerle yükseliş eğiliminde olan altın fiyatları, yılın üçüncü çeyreğinde güçlenen dolar ve gerileyen fiziksel talebin etkisiyle düşüş gösterdi. ECB'nin parasal genişlemeye devam ediyor olmasının yanı sıra FED'in tahvil alım ihalelerini sonlandırmaya yaklaşması Euro/Dolar paritesinin gerilemesine, altın fiyatlarının da değer kaybetmesine sebep oldu. Fed'in tahvil alımlarını yavaş yavaş sonlandırıyor olması ve faiz artışının yaklaşmasının yanında FED Başkanı Yellen'in piyasaları destekleyen konuşmaları, altını baskı altında tutmaya devam ediyor. Jeopolitik risklere kısa süreli yükselişle tepki veren altın fiyatları, FED'in faizleri yükselteceği beklentisinin doları güçlendirerek yatırımcıların ABD tahvillerine yönelmesine neden olmasıyla kalıcı bir yükseliş trendi yakalayamadı. Fiziki talep açısından baktığımızda; Dünya Altın Konseyi raporuna göre küresel altın talebi 2014 yılı ilk çeyreğinde %36 azalarak son dört yılın en düşük seviyesine gerilerken, yılın ikinci çeyreğinde Hindistan ve Çin'deki talep düşüşlerinin öncülüğünde %16 geriledi. Altın fiyatlarında yaşanan belirsizlik fiziki alım talebinde bulunabilecek yatırımcıları uzaklaştırdı. Yurt içinde ise Dolar/TL paritesinin yüksek seyri spot altın fiyatlarında düşüşleri sınırlandırdı. Global çapta altın fiyatları son bir ayda %5, son üç ayda %8,4 değer kaybetmiş olmasına rağmen, yurt içinde spot altının gram fiyatındaki düşüş bir aylık ve üç aylık dönemlerde sırasıyla %0,5 ve %1,5 düzeyinde gerçekleşti. Altından daha dalgalı hareket eden gümüş ise global piyasalarda son bir ayda %10, son üç ayda %17 değer yitirerek altın fiyatlarını takip etmeye devam etti.



Kaynak:Foreks

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

DÖVİZ SEPETİ (%50 Avro, %50 Dolar) (%15)

Güçlenmeye devam eden dolar karşısında küresel çapta ülke para birimleri değer kaybederken, Türkiye'nin komşu ülkelerinde meydana gelen karışıklıklar Türk Lirasındaki kayıpları artırdı. Avrupa Merkez Bankası genişlemeci politikalara devam ederken, FED'in faiz artırımlarının yaklaşıyor olması Euro/Dolar paritesinin 1,26'nın altına gerilemesine sebep oldu. Dolar güçlenirken, gelişmekte olan ülke para birimlerinde de kayıplar yaşandı. Rusya-Ukrayna krizi sırasında Rusya'ya yönelik yaptırımlarla yatırımcıların bu piyasadan çıkarak diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarına yönelmesiyle Dolar/TL Mayıs ayında en düşük 2,0618 seviyesini görmüştü. Ancak, ABD ekonomik verilerinin büyüme açısından olumlu sinyaller vermesi ve Rusya-Ukrayna gerginliği bitmeden Irak'ta başlamış olan olayların hem stratejik riskleri artması hem de Irak'la olan dış ticaret hacmimizde önemli düşüş meydana getirmesi sonucu Dolar/TL tekrar yükseliş eğilimine girdi. Bunlara ek olarak, Eylül ayı sonuna doğru FED Başkanı Yellen'in tahvil alımlarının sonlandırılmasından sonra faiz artırımını için geçecek 'kayda değer süre' tanımının ekonomik koşullara göre değişebileceğini dile getirmesi, faiz artırımlarının 2015 yılının ikinci yarısından önce yapılabileceği beklentilerini kuvvetlendirdi. Bununla birlikte, bazı FED başkanlarının 2015 yılının ortalarından önce faiz artırımına başlanabileceğini belirtmeleri dolardaki yükselişi destekleyerek diğer ülke para birimlerindeki kayıpları artırdı. TCMB'nin, 10 milyon dolar olan minimum döviz satım ihalesini 40 milyon dolara yükseltmesi ve repo ihaleleri yoluyla piyasaya verdiği TL miktarını azaltarak dolaylı yoldan faizleri yükselmesinin dövizdeki yükselişi durdurmaya yetmediği görülüyor. Dolardaki yükselişin devamı halinde enflasyonu yukarı yönde baskılayarak yurt içi finansal piyasaları olumsuz etkilemesi, TCMB'nin yılın ilk çeyreğinde olduğu gibi faiz artışı yaparak TL'deki oynaklığı azaltmasını gündeme getirebilir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ:

ARCLK: Arçelik 2014'ün ikinci çeyreğinde Avrupa'daki başarılı ihracat performansı ve Dünya Kupası'nın TV satışlarını olumlu etkilemesi sayesinde, beklentilere paralel bir performansla cirosunu bir önceki yıla göre %15 artışla 3,076 milyar TL'ye yükseltti. İhracattaki güçlü büyüme yılın ikinci çeyreğinde de sürerken, ihracat cirosu %31 artışla 1,9 milyar TL'ye ulaştı. İhracattaki başarılı performans, satış gelirlerinin yanı sıra brüt kar marjının iyileşmesine katkı sağladı. Yurtdışı satışlardan kaynaklanan olumlu kur etkisinin de etkisiyle, brüt kar marjı 2,2 puanlık iyileşmeyle %32,2 oldu. Şirket'in brüt karlılığındaki başarılı performanstan beslenen FAVÖK, faaliyet giderlerindeki artışa rağmen 2Ç14'te %36 artışla 354 milyon TL'ye ulaştı. FAVÖK marjı ise 1,7 puanlık artışla %11,5'a oldu. Finansman giderlerindeki yükseliş ve azalan iştirak katkısı net dönem karındaki artışı sınırlandırması ile Arçelik'in net dönem karı 2Ç14'te geçen yıla göre %6,6 artarak 161 milyon TL'ye ulaştı. Şirket Yönetim Kurulu'nun 23.07.2014 tarihli toplantısında Tayland'da yapılması öngörülen yatırım kararlarına istinaden Tayland Yatırım Ajansı'na yatırım teşvik başvurusu yapıldı, ancak başvuru henüz sonuçlanmadı. Şirket, Tayland'da buzdolabı fabrika yatırımına başvuru sonucuna göre karar verecek. Başvuru olumlu sonuçlanırsa şirket yönetimi üretim tesisinin yer alacağı arazinin alım işlemleri ve Tayland'da üretim ve satış-pazarlama, Endonezya, Filipinler ve Vietnam'da satış ve pazarlama şirketleri kurulması için çalışmalarına başlamayı planlıyor. **ARCLK** hisse senetleri için 14.08.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **15,10 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

PETKM: 2014 yılı ikinci çeyreğinde geçen yıla göre PETKİM'in miktarsal (ton bazında) satışları %13 artışla 448 bin ton, satış gelirleri ise %34,7 artışla 1.253 milyon TL oldu. Bu durum ortalama ürün fiyatlarının geçen yıla göre neredeyse %21,7 arttığını gösteriyor ancak bu artışta ABD Doları'nın TL karşısında %14,8 değerlenmesinin etkisi önemli. Şirketin yurtiçi satışlarının; yerel seçimler sonrası belirsizliğin azalması ve TL'nin Dolar karşısında ilk çeyrekte yaşadığı değer kayıplarını bir miktar geri elde etmesiyle, hem önceki çeyreğe hem de önceki yıla göre canlı seyrettiği görülüyor. Artan kapasite kullanım oranı, ABD Dolarındaki güçlenme ve şirketin uygulamakta olduğu pazar odaklı dinamik planlama politikaları operasyonel karlılık marjlarına olumlu yansırken, bu dönemlerde nafta fiyatları artışının (%15,3) ürün fiyatlarındakinin (%10,4) üzerinde olması, şirketin brüt kar marjının %5,9'dan %1,5'e gerilemesine sebep oldu. 2014 yılı ikinci çeyreğinde şirketin faaliyet gider marjı önceki yılın aynı çeyreğine göre 20 baz puan azalarak %2,7 olarak gerçekleşti. Şirketin ürün fiyatları \$ ile faaliyet giderleri ise TL ile fiyatlandığından, \$ karşısında zayıflayan TL sayesinde faaliyet gider marjının iyileşmiş olduğu söylenebilir. Kapasite artırıcı yatırımlarının yanında enerji yatırımlarının da tamamlanmasıyla şirketin operasyonel karlılık marjlarında iyileşme beklemekteyiz. BMD Model portföyümüzde yer alan **PETKM** hisse senetleri için 19/08/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **3,75 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

| ARCLK | Değerleme (TL) |
|-------------------------------------|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 12,15 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 15,10 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 24% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 8.210 |

* 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| ARCLK Performans (%) | -6,18 | -5,08 | 6,98 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|------|-------|-------|---------|
| F/K | 8,16 | 15,21 | 13,73 | 14,30 |
| FD/FAVÖK | 6,98 | 9,93 | 9,63 | 18,57 |
| PD/DD | 1,17 | 2,06 | 2,02 | 2,13 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,75 | 0,77 | 0,88 | 0,43 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gelir | 8.437 | 10.557 | 11.098 | 5.878 |
| Brüt Kar | 2.540 | 3.049 | 3.388 | 1.882 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 30,1% | 28,9% | 30,5% | 32,0% |
| Faaliyet Gideri | 1.882 | 2.286 | 2.527 | 1.403 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 22,3% | 21,7% | 22,8% | 23,9% |
| FAVÖK | 876 | 1.024 | 1.163 | 649 |
| FAVÖK Marjı (%) | 10,4% | 9,7% | 10,5% | 11,0% |
| Net Kar | 541 | 547 | 623 | 302 |
| Net Kar Marjı (%) | 6,4% | 5,2% | 5,6% | 5,1% |

| PETKM | Değerleme (TL) |
|-------------------------------------|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 3,36 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 3,75 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 12% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 3.360 |

* 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| PETKM Performans (%) | -2,33 | 13,13 | 24,08 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|-------|--------|-------|---------|
| F/K | 19,25 | 112,58 | 55,83 | 31,01 |
| FD/FAVÖK | 18,53 | 122,70 | 12,12 | 38,33 |
| PD/DD | 1,16 | 1,66 | 1,60 | 1,79 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,10 | 0,02 | 0,05 | 0,06 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Gelir | 3.891 | 4.349 | 4.159 | 2.443 |
| Brüt Kar | 175 | 81 | 270 | 111 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 4,5% | 1,9% | 6,5% | 4,6% |
| Faaliyet Gideri | 122 | 130 | 117 | 74 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 3,1% | 3,0% | 2,8% | 3,0% |
| FAVÖK | 115 | 23 | 231 | 80 |
| FAVÖK Marjı (%) | 2,9% | 0,5% | 5,6% | 3,3% |
| Net Kar | 102 | 25 | 49 | 56 |
| Net Kar Marjı (%) | 2,6% | 0,6% | 1,2% | 2,3% |

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

TCELL: Turkcell 2Ç14'te konsolide cirosunu %2,4 artırarak 2,9 milyar TL'ye ulaştırdı. Ciro artış hızının azalmasında, geçen yılın ikinci yarısında %20 oranında indirilen arabağlantı ücretlerinden dolayı azalan arabağlantı gelirleri ve Ukrayna'daki devalüasyonun Astelit gelirlerini aşağı çekmesi en önemli etkenler oldu. Katma değeri yüksek olan mobil gelirlerin toplam gelirlere oranının %12'den %16'ya, iştirak gelirlerinin toplam gelirlere oranının %20'den %23'e yükselmesi Brüt kar marjının geçen yıla göre 0,8 puanlık bir iyileşme ile %38,8 olmasında etkili oldu. FAVÖK, %4,1'lik artışla 903 milyon TL oldu. İştiraklerin FAVÖK'e katkısı %15,8 artışla 197,9 milyon TL'ye ulaştı. Ukrayna'nın para birimi Grivna'da yaşanan devalüasyon Astelit'in FAVÖK'e katkısını geçen yıla göre TL bazında %22 azaltırken, Superonline'in FAVÖK'ünde %30'luk artışla Grup gelirlerine güçlü desteğini sürdürdü. Fakat GSM pazarında yaşanan yoğun rekabetin fiyat kırılmasını artırması ve Ukrayna yerel para birimindeki devalüasyonu yılın ikinci yarısında FAVÖK üzerinde baskı oluşturabilir. Turkcell'in 2Ç14'te net dönem karı %11,7'lik gerileyerek 493 milyon TL olarak açıklandı. Net dönem karının gerilemesinde 164,7 milyon TL'lik kur farkı gideri önemli bir etki oluşturdu. Yılın son çeyreğinde temettü ödemesi yapmasını beklediğimiz **TCELL** hisse senetleri için 05.08.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **14,85 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"**dir.

THYAO: Türk Hava Yolları'nın 2014 yılı ikinci çeyrek satış gelirleri bir önceki çeyreğe göre %19,7 ve 2013 yılının aynı çeyreğine göre %33,1 arttı ve 6.139 milyon TL olarak gerçekleşti. Geçen yılın ikinci çeyreğine göre satışlardaki artışta ÜYK'daki %17,7'lik artışın yanında, ABD Doları ve Avro'nun TL karşısında sırasıyla %14,8 ve %20,6 güçlenmesi de etkili oldu. Ancak, gelirleri ağırlıklı olarak Euro, giderleri ise ağırlıklı olarak USD olan THYAO'nun karlılık marjlarına yılın üçüncü çeyreğinde Euro/USD paritesindeki gerilemenin olumsuz etkisinin olmasını beklemekteyiz. Doluluk oranları önceki yılın aynı çeyreğine göre %80,1 ile aynı kalırken, bir önceki çeyreğe göre iyileşti. Son gelen verilere göre Temmuz ve Ağustos aylarında doluluk oranları %81 ile bir önceki çeyreğin üzerinde ve geçen yılın Temmuz ve Ağustos aylarının ise (%81,3) hafif altında seyrediyor. Brent petrol fiyatları yılın ikinci çeyreğinde hem geçen yılın aynı dönemine hem de bir önceki çeyreğe göre artış gösterdi. Ancak, yılın üçüncü çeyreğinde petrol fiyatlarında yaşanan gerilemenin karlılık marjlarına olumlu etki etmesini beklemekteyiz. Geçen yılın aynı çeyreği ile karşılaştırıldığında brüt kar marjını petrol fiyatlarındaki artışın olumsuz, Euro/USD paritesindeki artışın olumlu etkilediğini söyleyebiliriz. Şirketin son çeyrekte gerçekleşen faaliyet gider marjı bir önceki çeyreğe göre iyileşti ancak, geçen yılın aynı çeyreğine göre kötüleşti. Net finansal giderlerdeki azalma ve özkaynak yöntemiyle değerlendirilen iştiraklerinin karından aldığı paylar ile vergi yükümlülüklerindeki azalışlar sayesinde son çeyrek net kar marjı %6,5'e yükseldi. **THYAO** hisse senetleri için 17.09.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **8,20 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

| TCELL | Değerleme (TL) |
|-------------------------------------|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 11,80 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 14,85 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 26% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 25.960 |

* 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| TCELL Performans (%) | -6,72 | -7,45 | 0,43 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|-------|-------|-------|---------|
| F/K | 16,51 | 12,20 | 10,72 | 14,16 |
| FD/FAVÖK | 5,75 | 6,77 | 5,86 | 13,83 |
| PD/DD | 1,79 | 1,97 | 1,68 | 1,84 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,54 | 0,95 | 1,06 | 0,39 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gelir | 9.370 | 10.507 | 11.408 | 5.778 |
| Brüt Kar | 3.421 | 4.025 | 4.349 | 2.249 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 36,5% | 38,3% | 38,1% | 38,9% |
| Faaliyet Gideri | 2.096 | 2.190 | 2.394 | 1.238 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 22,4% | 20,8% | 21,0% | 21,4% |
| FAVÖK | 2.913 | 3.161 | 3.431 | 1.784 |
| FAVÖK Marjı (%) | 31,1% | 30,1% | 30,1% | 30,9% |
| Net Kar | 1.140 | 2.062 | 2.334 | 603 |
| Net Kar Marjı (%) | 12,2% | 19,6% | 20,5% | 10,4% |

| THYAO | Değerleme (TL) |
|-------------------------------------|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 6,56 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 8,20 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 25% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 8.860 |

* 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| THYAO Performans (%) | -4,23 | 3,47 | -13,00 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|--------|------|-------|---------|
| F/K | 137,39 | 6,50 | 13,02 | 12,21 |
| FD/FAVÖK | 7,42 | 6,78 | 8,18 | 19,86 |
| PD/DD | 0,57 | 1,39 | 1,28 | 1,25 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,02 | 0,96 | 0,49 | 0,12 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gelir | 11.813 | 14.762 | 18.777 | 11.266 |
| Brüt Kar | 2.009 | 3.045 | 3.472 | 1.738 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 17,0% | 20,6% | 18,5% | 15,4% |
| Faaliyet Gideri | 1.650 | 1.960 | 2.382 | 1.525 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 14,0% | 13,3% | 12,7% | 13,5% |
| FAVÖK | 1.171 | 2.115 | 2.330 | 988 |
| FAVÖK Marjı (%) | 9,9% | 14,3% | 12,4% | 8,8% |
| Net Kar | 19 | 1.156 | 683 | 172 |
| Net Kar Marjı (%) | 0,2% | 7,8% | 3,6% | 1,5% |

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

TUPRS: 2013 yılı ikinci çeyreğinde Akdeniz Rafineri Marjı 2,52 \$/varil iken 2014 yılının aynı çeyreğinde 0,35 \$/varil olurken, Türpaş'ın rafineri marjı ise bu dönemlerde 2,63 \$/varil'den negatif 0,28 \$/varil'e geriledi. 2013 yılının her çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre gerileyen Akdeniz rafineri marjı son üç çeyrektir de 0,30-0,39 \$/varil bandında düşük seyretmektedir. Akdeniz rafineri marjlarındaki kötüleşmede, zayıf talep ile yeni kapasite ilaveleri ve özellikle Kuzey Amerika'da yüksek kapasite kullanım oranlarıyla gerçekleşen arz artışlarının etkili olduğu söylenebilir. Türpaş'ın rafineri marjındaki kötüleşmede ise düşük kapasiteyle çalışılması ve düşen ürün fiyat oranlarıyla birlikte stok değer düşüşlerinin (0,28 \$/varil) de etkili olduğu görülmektedir. Son çeyrekte şirketin ton bazında satışlarıyla ürün fiyat oranlarının da gerilemesi ciroya ve brüt kara olumsuz yansıdı. Diğer yandan, küresel petrol fiyatlarında %6,2'lik yükseliş ve doların TL karşısında %14,8 değer kazanması ise cirodaki gerilemeyi sınırladı. Bununla birlikte, RUP projesi ile ilgili olarak uygulanan kurumlar vergisi teşvikinin büyük ölçekli yatırımdan stratejik yatırım durumuna alınmış olmasıyla son çeyrekte oluşan yaklaşık 442 milyon TL ertelenmiş vergi varlığının gelirleşmesi sonucunda şirket yılın ikinci çeyreğinde 357,7 milyon TL kar etti. BMD Model portföyümüzde yer alan **TUPRS** hisse senetleri için 13.08.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **52,70 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**"dir.

TRKCM: Trakya Cam'ın girdi sağladığı sektörlerden otomotiv sektöründe; 2014 yılı Ocak-Haziran döneminde yurt içi Pazar %24 gerilerken, otomotiv ihracatında yaşanan artışın etkisiyle 2014 yılının ilk altı ayında üretimdeki düşüş %2 ile sınırlı kaldı. İnşaat sektöründe ise TÜİK verilerine göre 2014 yılı Mart ayından itibaren artışa geçen mevcut işlerin seviyesi Temmuz ve Ağustos aylarında tekrar geriledi. Şirketin girdi sağladığı diğer bir sektör olan beyaz eşya sektöründe yılın ikinci çeyreğinde yaşanan toparlanmaya rağmen Ocak-Haziran döneminde yurt içi pazar %7 daraldı. Fakat Avrupa pazarındaki iyileşme ile birlikte ihracat yılın ilk yarısında %6 büyüdü. Trakya Cam 2013 yılı Mayıs sonu itibarıyla Almanya'da faaliyet gösteren Fritz Holding'in tamamını satın almıştı. Şirketin geçen yılın aynı döneminde 34 milyon TL seviyesinde olan Avrupa satışları 2014 yılı ikinci çeyreğinde 121 milyon TL olurken, satış gelirini %44,4 oranında artırarak 499,6 milyon TL oldu. Şirketin bu dönemdeki yurt içi cirosu artan ürün fiyatlarının etkisiyle %23 büyüyerek 378 milyon TL'ye yükseldi. İlk madde ve malzeme giderlerinde yaşanan artış brüt kar marjını 1 puan kötüleştirirken, FAVÖK marjı %16,6 seviyesinde gerçekleşti. Şirketin vergi öncesi karı %48 artışla 59,8 milyon TL oldu ve bu dönemde 35,9 milyon TL ertelenmiş vergi geliri yazılması ile Şirketin net kar marjı %8,9 seviyesinden %15,2 seviyesine yükselirken, Ana Ortaklık Net Karı ise %146 artışla 79,9 milyon TL olarak gerçekleşti. **TRKCM** hisse senetleri için 03.09.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,84 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**"dir.

| TUPRS | Değerleme (TL) |
|---|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 46,55 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 52,70 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 13% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 11.657 |
| * 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla | |

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| TUPRS Performans (%) | -8,37 | -5,48 | 11,94 |
| BIST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|------|-------|-------|---------|
| F/K | 8,07 | 8,81 | 8,97 | 6,87 |
| FD/FAVÖK | 5,15 | 11,13 | 13,42 | 65,72 |
| PD/DD | 2,29 | 2,66 | 2,11 | 2,22 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 4,96 | 5,85 | 4,78 | 3,47 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Gelir | 40.806 | 42.437 | 41.078 | 18.874 |
| Brüt Kar | 2.647 | 1.691 | 1.473 | 437 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 6,5% | 4,0% | 3,6% | 2,3% |
| Faaliyet Gideri | 739 | 666 | 700 | 314 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 1,8% | 1,6% | 1,7% | 1,7% |
| FAVÖK | 2.158 | 1.247 | 1.014 | 249 |
| FAVÖK Marjı (%) | 5,3% | 2,9% | 2,5% | 1,3% |
| Net Kar | 1.245 | 1.471 | 1.199 | 874 |
| Net Kar Marjı (%) | 3,0% | 3,5% | 2,9% | 4,6% |

| TRKCM | Değerleme (TL) |
|---|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 2,58 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 2,84 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 10% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 1.907 |
| * 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla | |

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| TRKCM Performans (%) | -2,64 | 6,14 | 11,00 |
| BIST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|------|-------|-------|---------|
| F/K | 6,56 | 22,37 | 15,39 | 9,46 |
| FD/FAVÖK | 3,58 | 10,72 | 9,57 | 13,77 |
| PD/DD | 0,86 | 0,89 | 0,84 | 0,79 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,37 | 0,11 | 0,17 | 0,15 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gelir | 1.255 | 1.034 | 1.488 | 953 |
| Brüt Kar | 447 | 265 | 422 | 267 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 35,6% | 25,7% | 28,4% | 28,0% |
| Faaliyet Gideri | 219 | 211 | 312 | 176 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 17,5% | 20,4% | 21,0% | 18,5% |
| FAVÖK | 356 | 153 | 219 | 159 |
| FAVÖK Marjı (%) | 28,3% | 14,8% | 14,7% | 16,6% |
| Net Kar | 236 | 84 | 125 | 120 |
| Net Kar Marjı (%) | 18,8% | 8,2% | 8,4% | 12,6% |

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

BMEKS: 2014 yılı başında yerel seçim sürecinden kaynaklanan politik gerginlik, döviz kurlarındaki aşırı volatil hareketler, gerileyen tüketici güveni ve BDDK'nın kredi kartı taksit düzenlemesi Türkiye elektronik perakendeciliği pazarını olumsuz etkiledi. Ancak yılın ikinci çeyreğiyle iyileşen finansal piyasalar ve politik risklerin azalmasıyla yükselen tüketici güveniyle birlikte sektör daha sakin bir ortama kavuştu. Özellikle cep telefonlarına getirilen taksit yasağının pazar üzerinde ciddi seviyede olumsuz etkilerinin olması beklenirken, teknoloji mağazalarının bankalarla yaptıkları anlaşmalarla müşterilerine alternatif finansman çözümleri sunmaları yasağın olumsuz etkilerini minimize etti. Electroworld'ün ardından Darty'yi de satın alarak pazardaki konumunu güçlendiren Bimeks'in satışları 2014 yılı ikinci çeyrekte %105 artışla 294 milyon TL'ye ulaştı. Karlılıkları daha yüksek ürün grupları olan beyaz eşya, küçük ev aletleri ve kişisel bakım kategorilerinin toplam cirodaki payının %4'ten %12 seviyelerine çıkması brüt karlılığı 3,5 puan artırarak %21,9 seviyesine çekti. Şirketin FAVÖK'ü 2Ç14'te %90 artışla 16 milyon TL'yi aştı. Aynı dönemde FAVÖK marjı ise 0,4 puanlık gerilemeyle %5,5 oldu. FAVÖK marjındaki gerilemenin temel nedeni Darty mağazalarının devralınmasıyla yükselen kira ve personel giderleri oldu. Darty Mağazaları Haziran'dan itibaren toplam ciroya katkıda bulunurken, kira ve personel giderleri Nisan ayındaki dönüşümle birlikte ödenmeye başlanmıştı. Şirketin 2014 yılı ikinci çeyrek net karı geçen yılın aynı dönemine göre %3036 artışla 5,5 milyon TL olurken, net kar marjı %1,9 seviyesinde gerçekleşti. **BMEKS** hisse senetleri için 05.09.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,16 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

AKENR: Şirket 2Ç14'te satışlarını geçen yıla göre %28 artırarak 216 milyon TL gelir elde etti. Yılın ikinci çeyreğinde yağış miktarının azalmasına bağlı olarak HES'lerdeki üretim miktarı geçen yılın aynı dönemi göre %54 azaldı. Bundan dolayı Şirket, satış taahhütlerini karşılayabilmek için grup dışı enerji şirketlerinden alım yapmak durumunda kaldı ve buna bağlı olarak satışların maliyeti %85 yükselerek 204 milyon TL oldu. Brüt kar marjı ise 29,1 puan gerileyerek %5,6 seviyesinde gerçekleşti. Nisan'da 1 ve 2 numaralı Gaz Türbin ünitelerinin girmesiyle ticari faaliyetlerine başlayan Erzin Santrali, 5 Haziran'da 320 MW gücündeki Buhar Türbin ünitesinin de devreye girmesiyle tam kapasite çalışmaya başladı. Akenerji'nin 2Ç13 647 MW olan kurulu gücü Haziran 2014 sonu itibarıyla 1.551 MW seviyesine ulaştı. Brüt kardaki 47 milyon TL'lik gerilemenin yanısıra; operasyonel giderlerde geçen yıl kaydedilen 6,7 milyon TL'lik iştirak satış gelirinin bu yıl olmaması FAVÖK'ün e geçen yılın %75 altında kalarak 16 milyon TL'ye gerilemesinde etkili oldu. Geçen yılın aynı döneminde 7,1 milyon TL zarar açıklamış olan Şirket, 2Ç14'te 16 bin TL net kar açıkladı. Operasyonel karlılıktaki kötüleşmeye rağmen net dönem karındaki iyileşme finansman gelirlerinden kaynaklandı. **AKENR** hisse senetleri için 01.09.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **1,29 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

| BMEKS | Değerleme (TL) |
|---|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 1,80 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 2,16 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 20% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 216 |
| * 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla | |

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| BMEKS Performans (%) | 16,13 | 19,21 | 3,45 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|-------|-------|-------|---------|
| F/K | 34,16 | 81,13 | 18,37 | 14,02 |
| FD/FAVÖK | 4,65 | 5,98 | 11,09 | 13,64 |
| PD/DD | 1,45 | 1,34 | 1,66 | 1,39 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,07 | 0,02 | 0,10 | 0,01 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gelir | 396 | 495 | 697 | 567 |
| Brüt Kar | 87 | 89 | 119 | 110 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 22,1% | 18,0% | 17,1% | 19,3% |
| Faaliyet Gideri | 62 | 73 | 108 | 95 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 15,7% | 14,7% | 15,5% | 16,8% |
| FAVÖK | 36 | 28 | 27 | 26 |
| FAVÖK Marjı (%) | 9,1% | 5,6% | 3,9% | 4,6% |
| Net Kar | 4 | 2 | 12 | 2 |
| Net Kar Marjı (%) | 1,0% | 0,4% | 1,7% | 0,3% |

| AKENR | Değerleme (TL) |
|---|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 1,06 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 1,29 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 22% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 773 |
| * 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla | |

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| AKENR Performans (%) | -7,83 | -6,19 | -20,30 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|--------------|-------|--------------|--------------|
| F/K | - | 15,13 | - | - |
| FD/FAVÖK | 19,08 | 16,64 | 16,19 | 116,75 |
| PD/DD | 1,32 | 1,27 | 1,06 | 1,13 |
| Hisse Başına Kar (TL) | -0,56 | 0,21 | -0,17 | -0,12 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| Gelir | 560 | 802 | 771 | 435 |
| Brüt Kar | 110 | 139 | 149 | 19 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 19,6% | 17,3% | 19,4% | 4,4% |
| Faaliyet Gideri | 51 | 44 | 44 | 22 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 9,0% | 5,4% | 5,7% | 5,1% |
| FAVÖK | 106 | 149 | 166 | 25 |
| FAVÖK Marjı (%) | 19,0% | 18,6% | 21,5% | 5,6% |
| Net Kar | -213 | 81 | -127 | -90 |
| Net Kar Marjı (%) | -38,1% | 10,1% | -16,5% | -20,6% |

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

CIMSA: Çimsa'nın ton bazında çimento satışları, toplam ihracattaki azalıştan kaynaklanarak 2014 yılı ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %4 geriledi. 2014 yılında mevsim normalleri üzerinde seyreden hava şartları ile devam eden yatırım ve kentsel dönüşüm projeleri çimentoya olan talebi canlı tutarak fiyatların yüksek seyretmesine sebep oldu. Artan çimento fiyatları ve daha yüksek karlılığa sahip beyaz çimento ihracatının artması ile Şirket, geçen yılın aynı dönemine göre %11 satış büyümesine ulaşarak 309 milyon TL satış geliri elde etti. Şirketin geçen yılın aynı dönemine göre ton bazında yurt içi satışları değişmezken, Şirketin yurt içi satış gelirleri %10,2 oranında yükselerek 230 milyon TL oldu. İhracat tarafında ise Şirketin beyaz çimento satışları ton bazında artış gösterirken, ihraç pazarı durumundaki ülkelerde yaşanan iç karışıklıklar nedeniyle gri çimento satışları geriledi. Döviz kurlarının geçen yılın aynı dönemine göre yüksek seyretmesinin de katkısıyla ihracat gelirleri %13 artışla 79 milyon TL oldu. Şirketin brüt kar marjı n ilk madde ve malzeme giderlerindeki sınırlı artışın yanında enerji tasarrufu sağlayan yatırımların devreye girmesinin etkisi ile 6,6 puan iyileşti. Şirket bu çeyrekte %37 artışla 98 milyon TL FAVÖK açıkladı. 2013 yılının ikinci çeyreğinde Sabancı Holding hisse senetlerini satan Çimsa bu satıştan 139,9 milyon TL kar elde etmişti. Hem geçen yıl yapılan hisse satışının hem de Şirketin iştiraki Exsa'nın karının bu çeyrekte gerilemesini etkisiyle Çimsa'nın 2014 yılı ikinci çeyrek ana Ortaklık Net Dönem Karı %67,2 azalarak 63,3 milyon TL olurken net kar marjı %20,4 seviyesine geriledi. Bir defaya mahsus yazılan SAHOL satışı göz ardı edilirse Çimsa 2014 yılı ikinci çeyreğinde %20 net kar büyümesi yakaladı. **CIMSA** hisse senetleri için 28.08.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **16,00 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

TRGYO: Şirket, 2014 yılı ikinci çeyrekte 165 milyon TL konut satış geliri, 34 milyon TL kira geliri ve 10 milyon TL ortak alan geliri olmak üzere 211 milyon TL ciro elde etmiştir. Konutların ortalama brüt kar marjı %16,4, AVM'nin ise %69,5'dir. Mall of İstanbul projesi kapsamında 30 Haziran 2014 itibariyle, 1.003 konut, 128 ofis ve 14yatay ofis olmak üzere toplam 1.145 ünitenin önsatış taahhüt sözleşmelerine istinaden toplam 591,6 milyon TL (KDV dahil) avans alınmıştır. Bunun 4Ç2013'de 132,1 milyon TL, 1Ç 2014'te 194,2 milyon TL ve 2Ç 2014'te 140,1 milyon TL olmak üzere 466,4 milyon TL'si teslim edilerek kesin satış gelirine yazılmıştır. Torun Center'da ise taahhütlü önsatış tutarı ise 384,7 milyon TL'dir. Şirketin faaliyet giderleri %33,6 artmıştır ve 18,7 milyon TL olmuştur. Genel yönetim giderleri %19,6 azalırken, pazarlama ve satış giderleri %178 artmıştır. Özkaynak yöntemiyle konsolidasyona dahil edilen Torunlar GYO- Torun Yapı- Torunlar Gıda Proje Ortaklığı, 1 Nisan 2014 tarihinden itibaren kontrolün Torunlar GYO'ya geçmesi ile birlikte Torunlar GYO hisselerine isabet eden kısmı 155.801 TL olup, bir kereye mahsus gelir olarak muhasebeleştirilmiştir. Bu sayede Şirketin net dönem karı 271 milyon TL'ye ulaşmıştır. **TRGYO** hisse senetleri için 27.08.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **4,50 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

| CIMSA | Değerleme (TL) |
|---|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 14,40 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 16,00 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 11% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 1.945 |
| * 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibariyle | |

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| CIMSA Performans (%) | -6,19 | 3,23 | 29,13 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|------|-------|------|---------|
| F/K | 8,26 | 10,70 | 5,09 | 10,09 |
| FD/FAVÖK | 6,18 | 7,53 | 6,86 | 13,17 |
| PD/DD | 1,19 | 1,25 | 1,42 | 1,81 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,91 | 0,85 | 2,24 | 0,73 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gelir | 801 | 857 | 954 | 535 |
| Brüt Kar | 207 | 211 | 232 | 157 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 25,8% | 24,7% | 24,3% | 29,3% |
| Faaliyet Gideri | 45 | 47 | 50 | 27 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 5,6% | 5,4% | 5,2% | 5,1% |
| FAVÖK | 201 | 210 | 236 | 157 |
| FAVÖK Marjı (%) | 25,1% | 24,5% | 24,8% | 29,4% |
| Net Kar | 123 | 111 | 302 | 101 |
| Net Kar Marjı (%) | 15,4% | 13,0% | 31,7% | 18,9% |

| TRGYO | Değerleme (TL) |
|---|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 3,02 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 4,50 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 49% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 1.510 |
| * 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibariyle | |

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|--------|--------|-------|
| TRGYO Performans (%) | -13,96 | -10,65 | -8,78 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|-------|-------|-------|---------|
| F/K | 5,02 | 4,78 | 7,24 | 3,93 |
| FD/FAVÖK | 17,57 | 17,46 | 20,76 | 32,69 |
| PD/DD | 0,35 | 0,57 | 0,46 | 0,53 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,79 | 0,67 | 0,38 | 0,54 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| Gelir | 163 | 225 | 344 | 458 |
| Brüt Kar | 100 | 139 | 166 | 120 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 61,5% | 61,6% | 48,2% | 26,3% |
| Faaliyet Gideri | 25 | 17 | 26 | 19 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 15,0% | 7,6% | 7,6% | 4,1% |
| FAVÖK | 76 | 122 | 141 | 102 |
| FAVÖK Marjı (%) | 46,6% | 54,3% | 40,9% | 22,3% |
| Net Kar | 177 | 337 | 191 | 271 |
| Net Kar Marjı (%) | 108,8% | 149,7% | 55,4% | 59,2% |

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

BIZIM: Bizim Toptan 2Ç14'te 559 milyon TL ciro elde ederek geçen yıla göre yatay performans sergiledi. Gıdada kredi kartlarına getirilen taksit yasağı satışların büyümesinde önemli bir engel oldu. Mayıs'ın ortasında kurumsal kredi kartlarına taksit yasağının kaldırılması ve Haziran ayında Ramazan etkisiyle talebin artması satışlarda canlanma sağlasa da ciro hafif de olsa geçen yılki seviyesinin altında kaldı. Tütün grubunun toplam satışlardaki payının 2014'ün ilk yarısı sonunda %20 seviyelerine gerilemesi ürün karmasını iyileştirirken, HoReCa ve Kurumsal müşterilerde penetrasyonun artmasıyla müşteri karması iyileşti. Bu gelişmelerin sonucunda, brüt kar marjı 1,0 puan yükselerek %9,6'lık güçlü bir performans ortaya koydu. Pazarlama ve Satış giderlerindeki %17, Genel Yönetim giderlerindeki %9 ve vadeli alımlardan kaynaklanan giderler ile vadeli satışlardan kaynaklanan gelirlerin negatif netindeki %13'lük artış, brüt kar marjındaki iyileşmenin FAVÖK marjı üzerindeki etkisini sınırlandırdı. FAVÖK, geçen yıla göre %3,4'lük artışla 17,4 milyon TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı %3,1 oldu. Faaliyet gider marjındaki kötüleşme ve geçen yıl kaydedilen sigara stok karının bu yıl olmamasının yanı sıra, faiz giderlerinin %93 artışla 1,9 milyon TL'ye ulaşması net dönem karını olumsuz etkiledi. Net dönem karı 2Ç14'te %17,1 gerileyerek 5,3 milyon TL oldu. **BIZIM** hisse senetleri için 14.08.2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **21,65 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

| BIZIM | Değerleme (TL) |
|-------------------------------------|----------------|
| Hisse Fiyatı (*) | 18,40 |
| 12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı | 21,65 |
| Yükselme Potansiyeli (%) (*) | 18% |
| Piyasa Değeri (mn TL) (*) | 736 |

* 29/09/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

| Fiyat Performansı (%) | 1 ay | 3ay | 1 yıl |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| BIZIM Performans (%) | -1,08 | -1,34 | -28,34 |
| BİST Performans (%) | -7,06 | -3,19 | -0,17 |

| Değerleme Parametreleri | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|-------------------------|-------|-------|-------|---------|
| F/K | 25,18 | 42,61 | 23,76 | 21,94 |
| FD/FAVÖK | 11,68 | 15,80 | 13,09 | 21,32 |
| PD/DD | 7,57 | 9,20 | 6,94 | 5,64 |
| Hisse Başına Kar (TL) | 0,75 | 0,65 | 1,00 | 0,25 |

| Gelir Tablosu (Mn-TL) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014/06 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Gelir | 1.733 | 1.974 | 2.247 | 1.056 |
| Brüt Kar | 148 | 171 | 197 | 105 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 8,5% | 8,7% | 8,8% | 9,9% |
| Faaliyet Gideri | 94 | 112 | 141 | 78 |
| Faaliyet Gideri Marjı (%) | 5,4% | 5,7% | 6,3% | 7,4% |
| FAVÖK | 63 | 69 | 69 | 34 |
| FAVÖK Marjı (%) | 3,6% | 3,5% | 3,1% | 3,2% |
| Net Kar | 30 | 26 | 40 | 10 |
| Net Kar Marjı (%) | 1,7% | 1,3% | 1,8% | 1,0% |

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

BMD Araştırma Hisse Takip Listesi

| ŞİRKET | Cari Hisse Fiyatı (TL)* | Hedef Fiyat (TL) | ÖNERİ | Getiri Potansiyeli | Hisse Fiyatı (TL) | | | F/K | FD/FAVÖK | Son Rapor Yayınlanma Tarihi |
|--------|-------------------------|--------------------|-------|--------------------|-------------------|-------------|------------|-------|----------|-----------------------------|
| | | | | | 1 Yıllık Ort. | 1 Yıl Maks. | 1 Yıl Min. | | | |
| AKENR | 1,09 | 1,29 | EÜG | 18,3% | 1,15 | 1,42 | 0,94 | - | 40,08 | 01.09.2014 |
| AKSEN | 2,48 | 3,87 | EÜG | 56,0% | 2,64 | 3,21 | 2,05 | - | 10,46 | 20.11.2013 |
| ARCLK | 12,40 | 15,10 | EÜG | 21,8% | 12,27 | 13,80 | 10,11 | 13,75 | 9,09 | 14.08.2014 |
| AYGAZ | 9,12 | Gözden Geçiriliyor | | | 8,58 | 11,00 | 7,06 | 9,86 | 11,29 | |
| BAGFS | 11,50 | 13,40 | EPG | 16,5% | 9,27 | 14,10 | 6,22 | 28,68 | 24,20 | 17.07.2014 |
| BIMAS | 47,30 | 48,65 | EPG | 2,9% | 45,60 | 54,00 | 36,01 | 34,15 | 22,50 | 26.03.2014 |
| BIZIM | 18,30 | 21,65 | EÜG | 18,3% | 20,41 | 27,55 | 17,60 | 21,30 | 10,67 | 14.08.2014 |
| BMEKS | 1,85 | 2,16 | EÜG | 16,8% | 1,68 | 2,12 | 1,38 | 16,95 | 10,41 | 05.09.2014 |
| CIMSA | 14,75 | 16,00 | EPG | 8,5% | 12,52 | 16,45 | 9,70 | 10,86 | 7,69 | 28.08.2014 |
| DOAS | 8,94 | 9,43 | EPG | 5,5% | 7,64 | 9,81 | 5,25 | 9,55 | 11,69 | 19.05.2014 |
| EKGYO | 2,44 | 3,14 | EÜG | 28,7% | 2,47 | 2,94 | 1,88 | 8,60 | 9,70 | 27.08.2014 |
| EREGL | 4,17 | 4,20 | EPG | 0,7% | 3,08 | 4,78 | 2,00 | 12,66 | 8,03 | 20.08.2014 |
| FROTO | 26,00 | 27,25 | EPG | 4,8% | 24,58 | 30,30 | 17,85 | 16,31 | 15,54 | 03.07.2014 |
| GUBRF | 4,21 | Gözden Geçiriliyor | | | 3,82 | 4,88 | 2,29 | 12,51 | 5,09 | |
| ISGYO | 1,29 | 1,52 | EÜG | 17,8% | 1,25 | 1,45 | 1,03 | 6,73 | 7,91 | 27.08.2014 |
| KRDMD | 2,18 | 2,29 | EPG | 5,0% | 1,45 | 2,28 | 0,81 | 8,63 | 6,61 | 16.06.2014 |
| PETKM | 3,39 | 3,75 | EPG | 10,6% | 2,96 | 3,80 | 2,37 | 34,24 | 14,91 | 19.08.2014 |
| SNGYO | 0,85 | 1,10 | EÜG | 29,4% | 0,86 | 1,19 | 0,65 | 34,31 | 48,99 | 27.08.2014 |
| TCELL | 12,05 | 14,85 | EÜG | 23,2% | 12,14 | 14,15 | 10,30 | 12,88 | 6,22 | 05.08.2014 |
| THYAO | 6,52 | 8,20 | EÜG | 25,8% | 6,85 | 8,44 | 5,52 | 12,27 | 8,28 | 17.09.2014 |
| TOASO | 13,00 | 12,15 | EPG | -6,5% | 12,24 | 14,20 | 9,39 | 13,36 | 8,32 | 03.03.2014 |
| TRGYO | 3,14 | 4,50 | EÜG | 43,3% | 3,23 | 3,86 | 2,41 | 3,60 | 16,36 | 27.08.2014 |
| TRKCM | 2,59 | 2,84 | EPG | 9,7% | 2,32 | 2,84 | 1,83 | 10,04 | 7,73 | 03.09.2014 |
| TTKOM | 5,91 | 6,94 | EÜG | 17,4% | 5,99 | 6,80 | 5,14 | 12,30 | 5,88 | 24.07.2014 |
| TTRAK | 72,00 | 66,15 | EPG | -8,1% | 61,15 | 78,95 | 45,55 | 13,49 | 12,35 | 22.04.2014 |
| TUPRS | 45,90 | 52,70 | EPG | 14,8% | 45,34 | 54,80 | 34,25 | 6,39 | 15,67 | 13.08.2014 |

*09/10/2014 tarihli BİST kapanış fiyatları ile

EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri

EPG: Endekse Paralel Getiri

EAG: Endeksin Altında Getiri

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

10.10.2014

IV. ÇEYREK

2014

**Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma Departmanı****Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr****Telefon : 0216-444-1-263
0216-547-13-00****Önemli Uyarı**

BMD Strateji Raporu her çeyreğin başlangıcının ilk haftası sonunda yayınlanmaktadır. Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da belli bir getiri garantisi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir.

Burada yer alan bilgiler BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenmiştir. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dökümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmamları gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayınlamaya, müşterilerine ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.