

2014 III. ÇEYREK STRATEJİ RAPORU



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

İÇİNDEKİLER	SAYFA NO
YÖNETİCİ ÖZETİ	2
KÜRESEL GÖRÜNÜM	3
TÜRKİYE EKONOMİSİ	7
VARLIK YÖNETİM MODELİ	14
HİSSE SENEDİ	15
SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR	16
KIYMETLİ MADENLER	17
DÖVİZ SEPETİ	17
ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ	18
BMD ARAŞTIRMA HİSSE TAKİP LİSTESİ	24

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

YÖNETİCİ ÖZETİ

Gelişmiş ülkeler 2014'ün ilk yarısında, yavaşlayan ekonomilerini canlandırmak için uygulayabilecekleri politikalar üzerine yoğunlaştı. ABD ekonomisi yılın ilk çeyreğinde son 3 yılda ilk kez daralırken, reel sektörde yaşanan öncü göstergeler ABD ekonomisinin önümüzdeki dönemlerde güçlü bir şekilde toparlanacağına işaret etmektedir. Büyümesi beklentilerin altında kalan Avro Bölgesi'nde, Almanya güçlü büyümesi ile dikkat çekti. Ekonominin canlanması için tedbirler uygulayan Avrupa Merkez Bankası (AMB) Haziran toplantısında faiz indirimine giderken, finansal piyasalar ve reel ekonomideki durgunluğu gidermek için gerekirse genişlemeci politikalar uygulayabileceğini açıkladı. Asya'da; Japonya yüksek büyüme hızıyla diğer gelişmiş ülkelerden ayrıştı. Büyümesi yavaşlayan Çin'de ise, hükümet büyümeyi ilave teşvikler uygulayarak büyümeyi hızlandırmaya çalışıyor. Rusya-Ukrayna arasındaki gerilim ateşkesin sonlanmasıyla yeniden tırmanarak, küresel piyasalar üzerinde baskı unsuru olmaya devam etmektedir.

Türkiye ekonomisi 2014'ün ilk çeyreğinde %4,3 ile beklentilerin üzerinde büyüdü. Yerel seçimler öncesinde artan politik risk ve iç talebi kısmaya yönelik makro ihtiyati tedbirlere rağmen ekonomi iyi bir performans sergiledi. Büyümeye; arz tarafında imalat sanayi, hizmetler ve inşaat öncülük ederken, talep tarafında ise devlet harcamaları ve ihracatın olumlu etkilerini gördük. Yılın ilk beş ayında dış ticaret açığında geçen yıla göre %24,9'luk azalma meydana geldi. İhracat %7,4 artarken, ithalat %5,6 azaldı ve bunların sonucunda ihracatın ithalatı karşılama oranı 8,3 puanlık artışla %68,1'e yükseldi. Dış ticaret dengesi yıla iyi bir başlangıç yapmıştı. Ancak son üç ayda TL'nin zayıflama hızındaki azalma, ihracatın artış hızında da azalmaya neden oldu. En fazla ihracat yaptığımız ikinci ülke Irak'taki politik sorunlar ve TCMB'nin faiz indirimlerinin tasarruf etme eğilimini artırarak ithalatı hızlandırması, yılın geri kısmında dış ticaret açığımızı olumsuz etkileyecek riskler arasındadır. Ocak ayında faiz oranlarında önemli seviyede artışa giden TCMB, Mayıs ve Haziran toplantılarında sırasıyla 50 ve 75 baz puanlık indirim gitti. TCMB, baz etkisinin de etkisiyle yılın ikinci yarısında enflasyonda düşüş beklemektedir. Nitekim son PPK toplantısında kredi büyümesinin makul seviyede olduğu ve 2014'te toplam talep koşullarının enflasyon baskılarını sınırlayacağı yinelenildi. Ancak Haziran ayı enflasyon oranı %9,16 ile beklentilerin üzerinde geldi. Bütçe dengesinde, Ocak-Mayıs döneminde geçen seneye göre kötüleşme var. 2014'ün ilk 5 ayında, faiz hariç giderlerde %15,2, faiz giderlerinde %14,4 artış yaşandı. Vergi gelirlerindeki %8,9'luk artışın, faiz hariç giderlerdeki artışın altında kalmasıyla hem faiz dışı fazlada hem de bütçe dengesinde kötüleşme yaşandı. Gerçekleşen bütçe giderlerinin yılın ilk beş ayında kontrol altında tutulabildiğini söylemek de pek mümkün değil. Bunun yanında yaklaşan seçim takviminin hedefler üzerinde bir risk oluşturduğunu göz önünde bulundurmak gerekiyor.

2014 yılı üçüncü çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 70 bin – 75 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %25, sabit getirili menkul kıymetlere %55, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %10 ağırlık verilerek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sınai endeksi 70 bin seviyesinin üzerinde iken varlık dağılımı önerimizi %25 hisse, %60 SGMK , %5 kıymetli madenler ve %10 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, Avrupa Merkez Bankası'nın Haziran ayında açıkladığı piyasaları destekleyici genişlemeci kararlar ve Fed'in faiz artırımına 2015 yılı ikinci yarısından önce başlamayacağı beklentileriyle altın ve gümüş fiyatlarında önümüzdeki çeyrekte hafif yukarı hareketlenme beklemekteyiz. Bu sebeple bir önceki çeyreğe göre modelimizde yer alan altın ve gümüş ağırlığı %5'ten %10'a yükseltilirken, sabit getirili menkul kıymetlerin ağırlığı ise aynı miktarda azaltıldı. Buna ek olarak, 2014 yılı Ağustos ayında yapılacak Cumhurbaşkanlığı seçimleri atmosferinin oluşturacağı belirsizlikle birlikte, Borsa İstanbul'un seyrinde önemli bir değişiklik beklememekteyiz. Bundan dolayı bir önceki çeyreğe göre sınai endeksinin 70 bin – 75 bin bandında seyretmesi halinde modelimizde hisse senedi için önerilen ağırlıkta bir değişikliğe gidilmedi.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

KÜRESEL GÖRÜNÜM

IMF ve OECD'nin ardından Dünya Bankası da 2014 yılı küresel büyüme tahminlerini aşağı yönde revize etmiştir. IMF, Nisan ayında yayınladığı raporunda 2014 ve 2015 yılı küresel büyüme tahminlerini sırasıyla %3,6 (önceki %3,7) ve %3,9 olarak belirlemiştir. OECD ise Mayıs ayı raporunda bu yıllarda büyüme oranlarını %3,4 (önceli %3,6) ve %3,9 olarak öngördüğünü ifade etti. En son ise Dünya Bankası, küresel ekonominin ABD'deki olumsuz hava koşulları, finansal kargaşa ve Ukrayna'daki kriz nedeniyle 2014 yılı büyüme tahminini %3,2'den %2,8 seviyesine indirmiş ve 2015 yılı büyüme tahminini ise %3,4 olarak belirlemiştir.

Dünya Bankası Haziran ayında yayınladığı raporunda, gelişmiş ülkelerin 2014 yılı büyüme tahminini, ABD ekonomisi büyüme tahmininde yapılan aşağı yönlü revizyonun önemli etkisiyle, %2,2'den %1,9'a revize etti. ABD ekonomisinin 2014 yılı birinci çeyrek büyümesi 25 Haziran tarihinde negatif %1'den negatif %2,9'a revize edildi. Yılın ilk çeyreğinde olumsuz hava koşulları nedeniyle yatırımlarda düşüş yaşamıştı, ancak son büyüme revizyonunda tüketim harcamalarındaki büyümenin de %3,1'den %1'e revize edilmesi pek olumlu algılanmadı. Dünya Bankası Haziran ayında yayınladığı raporunda ABD'nin 2014 yılı büyüme tahminini %2,8'den %2,1'e çekti. Avro Bölgesi 2014 yılının ilk çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre %0,2 büyüdü. Bölgede Almanya ekonomisi bu dönemde %0,8 oranında büyüyerek önceki çeyreklere göre güçlü bir ekonomik performans göstermiş, Hollanda ve İtalya ise sırasıyla %1,4 ve %0,1 daralmıştır. Dünya Bankası Avro Bölgesi 2014 yılı büyüme tahminini %1,1 olarak sabit bıraktı. Japonya'da ise devam eden genişlemeci politikalar sayesinde enflasyon Nisan ayında %3,4 ile oldukça yüksek seviyelere ulaştı.

Avrupa Merkez Bankası Haziran ayı başında yaptığı toplantıda 11 Haziran tarihinden itibaren geçerli olmak üzere politika faizini %0,25'ten %0,15'e, borç verme kolaylığı oranını %0,75'ten %0,40'a ve mevduat kolaylığı oranını ise %0'dan negatif %0,10'a indirdi. Negatif faizin, bankaların AMB'nda tutmaları zorunlu rezervi aşmaları halinde uygulanacağı açıklanmıştır. Böylece, bankaların hane halkına ve finansal olmayan sektörlerle açtıkları kredilerin artırılması ve ekonomik aktivitenin güçlenmesini hedeflemektedir.

FED Haziran ayında yaptığı toplantıda aylık tahvil alımını 10 milyar dolar daha azaltarak 35 milyar dolara indirdi. ABD ekonomisinden son gelen verilerin büyümedeki canlanmanın zayıflığını işaret ediyor olması sebebiyle FED üyelerinden faiz artırımlarına ne zaman başlanması gerektiği ile ilgili de farklı görüşler geliyor. Bu konuyla ilgili belirsizliğin yılın son çeyreğinde netleşebileceği görüşündeyiz.

Gelişmekte olan ülkelere ilk çeyrek büyüme hızında yavaşlama devam etti. Ukrayna'daki kriz, Çin'in dengelenme süreci, bazı orta gelirli ülkelerdeki siyasi gerilimler ve yavaş ilerleyen yapısal reformlar, gelişmekte olan ekonomilerin yılın ilk çeyreğinde düşük büyüme performansla büyümelerine sebep olmuştur. Çin ekonomisindeki yavaşlama 2014 yılının ilk çeyreğinde devam etmiş ve ilk çeyrek büyümesi %7,4 olmuştur. Ancak, Nisan ve Mayıs aylarında temel ekonomik göstergelerde iyileşme görülmeye başlanmıştır. Resmi imalat PMI endeksi son beş ayın en yüksek seviyesine yükselirken gelişmiş ekonomilerdeki talep iyileşmesi ihracat kazançlarını genişletmiştir. Enflasyon da yeniden yükselişe geçmiş ancak burada artan gıda fiyatları etkili olmuştur. Brezilya ekonomisindeki yavaşlama da yılın ilk çeyreğinde devam etmiştir ve yavaşlayan yatırımlar ve tüketim sebebiyle %1,9 büyüme gerçekleşmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerden gelen yavaşlama sinyallerine rağmen, FED'in politika faiz oranını artırma konusunda erken davranmayacağı ve AMB ile Japonya Merkez Bankası'nın ekonomilerini destekleyici yöndeki duruşlarını sürdürecektiklerini, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının devam edeceğine işaret etmektedir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

ABD

ABD’de 2014 yılı ilk çeyrek büyüme oranı negatif %2,9’a revize edilirken, bir öncek çeyrekte %2,6 büyüen ekonomide son 3 yılda ilk kez daralma yaşanmıştır. Son çeyrekte yaşanan daralmada şirketlerin stokları daha yavaş artırması ve yatırımlardaki yavaşlama ile birlikte dış ticaret açığının artması ve olumsuz hava koşulları etkili olmuştur. Nisan ayında son iki yılın en yüksek seviyesine ulaşan dış ticaret açığının ABD’nin ticaret ortağı ülkelerin büyüme performanslarının tatmin edici seviyelerde olmaması sebebiyle önümüzdeki dönemlerde de yüksek seyretmesi beklenmektedir. Ancak, Mayıs ayında reel sektörde yaşanan pozitif gelişmeler sayesinde OECD öncü göstergeler endeksi ve Dünya Bankası’nın Haziran ayı raporu, ABD ekonomisinin önümüzdeki dönemlerde güçlü toparlanma yaşayacağına işaret etmektedir. Mayıs ayında PMI endeksi ve tüketici güveni de yükselmiştir. Diğer yandan işgücüne katılımda istenilen seviyeye ulaşamaması büyüme ile ilgili aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Güçlenen işgücü piyasasında toplam istihdam durgunluk öncesindeki zirve seviyesini aşmış olmasına rağmen Mayıs ayında %62,8 olan işgücüne katılım oranı 1978’den bu yana en düşük seviyesindedir. Değişen demografik yapı ve artan emekli sayısının bu düşüğe etkili olduğu gerekçe gösterilmekte ve Dünya Bankası raporunda 2014 yılında 1999 yılından bu yana en yüksek rakam olan 2,6 milyon kişilik istihdam yaratılması beklenmektedir.

FED Haziran ayında yaptığı toplantıda aylık tahvil alımını 10 milyar dolar daha azaltarak 35 milyar dolara indirdi. ABD ekonomisinden son gelen verilerin büyümedeki canlanmanın zayıflığını işaret ediyor olması sebebiyle FED üyelerinden faiz artırımlarına ne zaman başlanması gerektiği ile ilgili de farklı görüşler geliyor. Bu konuyla ilgili belirsizliğin yılın son çeyreğinde netleşebileceği görüşüdeyiz.

AVRO BÖLGESİ

2014 yılı ilk çeyreğinde %0,2 büyüyen Avro Bölgesi’nde bu oran beklentilerin altında kalmıştır. Bölgede Almanya ekonomisi bu dönemde %0,8 oranında büyüyerek önceki çeyreklere göre güçlü bir ekonomik performans göstermiş, Hollanda ve İtalya ise sırasıyla %1,4 ve %0,1 daralmıştır. Beklentilerin altında gerçekleşen büyüme verisi ile birlikte düşük seyreden enflasyonun deflasyon riskini kuvvetlendirebileceği beklentisi AMB’yi Haziran ayında bazı önlemler almaya itmiştir.

AMB, Haziran ayı toplantısında faiz oranlarında indirim, uzun dönem refinansman operasyonu ile kredilerin desteklenmesi, varlığa dayalı menkul kıymet piyasalarındaki tıkanıklığı gidermek amacıyla varlık alımı ve gerek olursa reel ekonomiyi desteklemem için genişlemeci politikalar uygulanabileceği açıklamalarında bulunmuştur.

11 Haziran tarihinden itibaren geçerli olmak üzere politika faizi %0,25’ten %0,15’e, borç verme kolaylığı oranını %0,75’ten %0,40’a ve mevduat kolaylığı oranını ise %0’dan negatif %0,10’a indirilmiştir. Negatif faizin, bankaların AMB’de tutmaları zorunlu rezervi aşmaları halinde uygulanacağı açıklanmıştır. Böylece, bankaların hane halkına ve finansal olmayan sektörler açtıkları kredilerin artırılması ve ekonomik aktivitenin güçlenmesini hedeflemektedir. Uzun dönem refinansman operasyonu çerçevesinde bankaların hane halkına konut satın almaları için kullandıkları krediler hariç, hane halkına ve finansal olmayan şirketlere kullandıracakları kredilerin 4 yıl boyunca destekleneceği açıklanmıştır. Bankalara tanınan uzun dönem refinansman operasyonu başlangıç tutarının 400 milyar avro olacağı; ilk ihalelerin 2014 yılının Eylül ve Aralık ayında, diğer ihalelerin ise 2015 yılı Mart ve 2016 yılı Haziran ayında gerçekleştirileceği bildirilmiştir.

JAPONYA

Japon ekonomisi 2014 yılı ilk çeyreğinde önceki çeyreğe göre %1,6 büyüdü, bu oran 2011’den bu yana görülen en yüksek çeyreklik büyüme oldu. Yılın ilk çeyreğinde diğer gelişmiş ülkelerin çeyreklik büyüme oranlarına göre çok daha iyi performans sergileyen Japonya ekonomisi böylece diğer gelişmiş ülkelere de ayrılmış oldu. Ancak, bu büyüme oranının tüketicilerin 2014 yılı Nisan ayında yapılacak tüketim vergisi artışları (%5’ten %8’e) öncesinde

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

taleplerini öne almaları sebebiyle yüksek gerçekleştiği ve yıl boyunca sürdürülmesinin zor olacağı düşünülüyor. İhracat ortağı ülkelerde tatmin etmeyici büyüme performansları yaşanması ve yılın ikinci çeyreğinde uygulamaya geçirilen tüketim vergisi artışlarının iç talebi cansızlaştırması ülkenin büyüme oranı üzerinde aşağı yönlü riskler oluşturmaktadır. Dünya Bankası Japon ekonomisinin 2014 ve 2015 yıllarında %1,3, 2015 yılında ise %1,5 büyümesini beklemektedir. Uzun dönem enflasyon hedefi %2 olan Japonya'da Nisan ayında vergi artışları sebebiyle, enflasyon son 23 yılın en hızlı artışını kaydetmiş ve %3,4 olmuştur. Diğer yandan, Nisan ayında %5'ten %8'e çıkarılan tüketim vergisindeki artışın yıllık enflasyona etkisinin 1,7 puan seviyelerinde olacağı BOJ tarafından öngörülmektedir. Mali politikalar arasında kurumlar vergisi indirimi de Japonya'nın gündemindedir.

ÇİN

Çin'den yavaşlayan büyüme ile başedebilmek için hükümet ilave teşvikler uygulamaktadır. 2014 yılı ilk çeyrek büyümesi %7,4 olmuştur. IMF'nin yıllık büyüme beklentisi 2014 yılı için %7,5, Dünya Bankası'nın ise %7,6'dır. Hükümetin uyguladığı teşvikler KOBİ'lere ve tarımsal faaliyetlere yönelik kredi veren bankaların zorunlu karşılıklarını düşürerek yeni kredi oluşumunu teşvik etmek ve KOBİ'lere yönelik vergi muafiyetleridir. Diğer yandan, konut sektöründe ve yatırımlarda yaşanan yavaşlama büyüme açısından aşağı yönlü risklerin başında gelmektedir. Ancak, yılın ikinci çeyreğinde ekonomik göstergeler toparlanma eğilimini işaret etmektedir. PMI verisi Mayıs ayında yılın en yüksek artışını göstermiş ve gelişen ülkelerdeki toparlanmayla birlikte dış ticaret dengesi iyileşme eğilimine girmiştir. Enflasyon ise artan gıda fiyatları sebebiyle %2,5 ile son 4 ayın en yüksek seviyesindedir. IMF Haziran ayında Çin ekonomisinin sert iniş riskinin olmadığına ancak, hükümetin yüksek yerel borçlarından kaynaklanabilecek finansal risklere değinmiştir. Dünya Bankası ise son yayınladığı raporunda son 10 yılda Çin ekonomisinde büyümenin odağının arz tarafında imalattan hizmetler sektörüne kaydığı, talep tarafında ise yatırımların yanında, iç tüketimin artmasında kredilerdeki artışın etkili olduğunu belirtmiştir. Önümüzdeki dönem için ise Çin'in büyüme performansının yapısal dönüşüm ve ekonomik dengelenme sürecinin iyi yönetilmesine bağlı olduğunu ifade etmiştir.

DİĞER GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER

Rusya ile Ukrayna, doğalgaz sorununu Stockholm tahkim mahkemesine taşımama konusunda anlaştilar. Rusya Federasyonu Enerji Bakanlığı'ndan gelen açıklamaya göre, Ukrayna'nın mevcut gaz borcuna mahsuben Rusya Federasyonu'na Şubat ve Mart aylarındaki gaz kullanımına istinaden 786 milyon dolarlık ödeme yaptığı belirtilmiştir. Varılan mutabakata göre Ukrayna Nisan ve Mayıs ayları için 500 milyon dolarlık ödeme yapacak. Daha sonra AB-Rusya-Ukrayna tekrar bir araya gelerek yılın tamamında ödenecek borçlarla ilgili görüşecekler. Rusya ve Çin arasında 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. Yıllık %5 olan enflasyon hedefinden giderek uzaklaşılan Rusya'da (Mayıs ayı enflasyon oranı %7,6) Merkez Bankası Ruble'yi korumak amacıyla borç verme faiz oranını 50 baz puan artırarak %7,5'e yükseltmiştir.

Brezilya ekonomisinde büyüme hızlarında yavaşlama 2014 yılı ilk çeyreğinde de devam etmiş, 2014 büyüme tahminleri de aşağı revize edilmiştir. Yılın ilk çeyreğinde %1,9 büyüyen Brezilya ekonomisinde öncü göstergeler zayıflamanın yılın geri kalanında devam edeceğine işaret etmektedir. Dünya Bankası'nın Brezilya için 2014 yılı büyüme tahmini %1,5, sonraki iki yıl için ise sırasıyla %2,7 ve %3,1'dir. 2015 ve 2016 yıllarında küresel ekonomilerdeki toparlanmayla birlikte dış talepte yaşanacak canlanmayla Brezilya ekonomisinde büyümede ivmelenme beklenmektedir. 2014 yılı için ise küresel emtia fiyatlarının düşük seyretmesi, emtia ihracatçısı Brezilya için olumsuzdur.

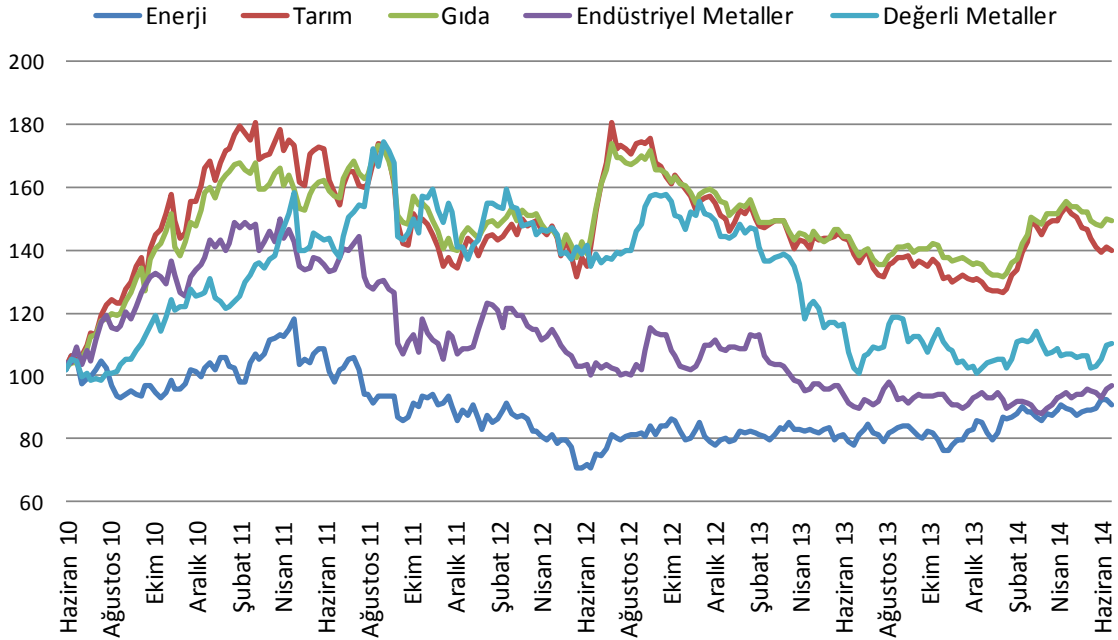
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

Hindistan'da genel seçimler sonucunda son 67 yılın büyük kısmında ülkeyi yöneten Congress Partisi'nin görevi sona ermiş, yeni başbakan muhalefetteki milliyetçi Bharatiya Janata Partisi (BJP) lideri Narendra Modi olmuştur. Hindistan Merkez Bankası Ocak ayından beri politika faizini %8 seviyesinde tutmaktadır. Banka ayrıca enflasyon baskıları azalmaya devam ettiği sürece ve ekonomideki ılımlı gidişat devam ettiği sürece daha fazla sıkılaştırıcı politikalara gitmeye gerek kalmayacağı belirtilmiştir.

EMTİA PİYASASI

Emtia Fiyat Endeksleri (\$)



Kaynak: Bloomberg, BMD Araştırma

Yılın ilk yarısında küresel enerji fiyatları ile tarım ve gıda fiyatları yukarı yönlü seyrederken, endüstriyel metaller ve değerli metaller de yukarı yönde hareket etmişlerdir. Ukrayna'daki siyasi gerilimin devam etmesi, Libya'daki arz kısıntıları ve Irak'ta yaşanan olumsuz gelişmelerle Brent petrolün fiyatı Haziran ayında yüzde 115 doların üzerine çıktı ve ay sonunu 112 dolar seviyesinden kapattı. Kuzey Amerika'da kayagazı arzı petrol talebini etkilerken, OPEC'in petrol üretiminde kesintilere gidebileceği ihtimali fiyatlar üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. WTI stoklarının artması ve ihracat kısıtlamaları sonucunda Brent-WTI spreadi açılmaktadır. Bölgesel fiyat farklılıkları rafineri şirketlerinin stratejilerini ve küresel rekabet ortamını etkilemektedir. Diğer yandan ucuz maliyetli petrol kaynağı olan Orta Doğu'daki gelişmelerin küresel petrol arz ve talebine olan etkileri daha fazla olmaktadır. Bloomberg küresel enerji emtia fiyatları endeksi, yıl başından bugüne %8,63 ve son yılda ise %13,83 artış göstermiştir. Bloomberg küresel tarım emtia fiyatları endeksinde bakıldığında, yıl başından bugüne %3,91 artış, ancak yıllık olarak %2,92 gerileme görülmektedir. Bloomberg küresel endüstriyel metal emtia fiyatları endeksi ise yıl başından bugüne %3,38 ve son yılda da %4,71 artış göstermiştir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

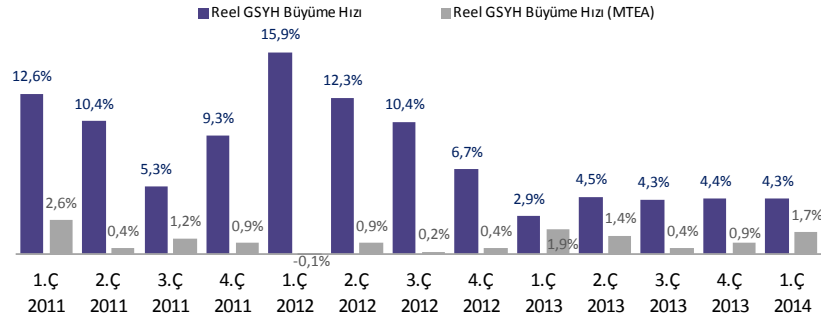
04.07.2014

TÜRKİYE EKONOMİSİ

Tablo 1	GERÇEKLEŞME			ORTA VADELİ PROGRAM		
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 T	2015 T	2016 T
BÜYÜME						
GSYH (Milyar TL, Cari Fiyatlarla)	1.298	1.416	1.562	1.719	1.895	2.095
GSYH (Milyar \$, Cari Fiyatlarla)	776,7	786,0	821,0	867,0	928,0	996,0
Kişi Başına Milli Gelir (GSYH, \$)	10.503	10.497	10.782	11.277	11.927	12.670
GSYH Büyümesi (%)	8,8%	2,2%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%
Toplam Tüketim Büyümesi (%)	5,8%	0,2%	4,8%	3,2%	3,8%	3,6%
Kamu	4,7	6,4	6,0	3,0	3,3	4,2
Özel	7,8	-0,5	4,7	3,2	3,8	3,5
TÜFE Yılısonu (%)	10,5%	6,2%	7,4%	5,3%	5,0%	5,0%

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

Yılın ilk çeyreğinde yerel seçimler öncesi artan politik risklerin ve yılın ilk çeyreğinde uygulamaya geçirilen iç talebi kısımaya yönelik makro ihtiyati tedbirlerin büyüme olumsuz etkilemesi beklenirken, büyüme %4,3 ile beklentileri aştı. Arz tarafında büyüme imalat sanayi, hizmetler ve inşaat öncülüğünde gerçekleşti. GSYH içindeki payları en yüksek ilk 2 faaliyet kolunda (İmalat Sanayi ile Finans ve Sigorta faaliyetleri) GSYH büyümesinin üzerinde büyüme gözlemlenmiş. Diğer 2 en yüksek paya sahip Toptan ve Perakende Ticaret ile Ulaştırma ve Depolama faaliyetlerinde ise büyüme GSYH büyümesinin altında. AMB'nın geçen Haziran ayında aldığı faiz indirim kararları ve parasal genişlemeyi desteklemeye devam edeceği yöndeki tutumu ile geçen yıla göre yabancı para birimleri karşısında zayıflayan TL'nin etkisiyle dış ticaret dengesindeki iyileşmenin devam etmesini beklemekteyiz. Bu durum ihracat büyümemizi yıl boyunca olumlu etkileyerek imalat sanayideki büyümeyi de güçlü tutacaktır. Hizmetler tarafına bakıldığında finans ve sigorta, mesleki teknik, idari destek, eğitim ve kültür-sanat-eğlence faaliyetlerinde GSYH büyümesinin üzerinde büyüme yaşandığı görülüyor.



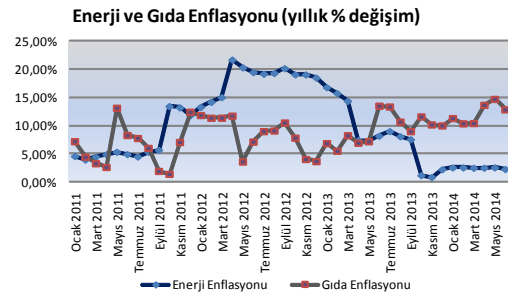
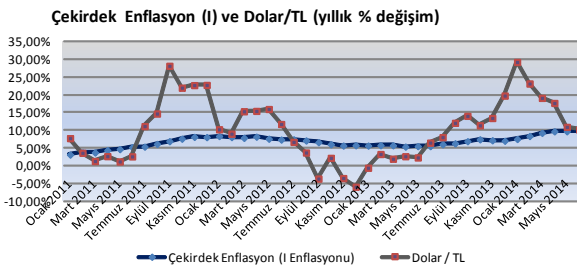
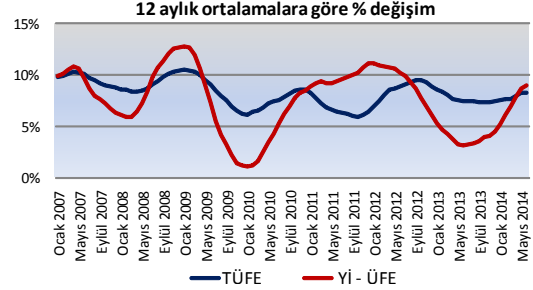
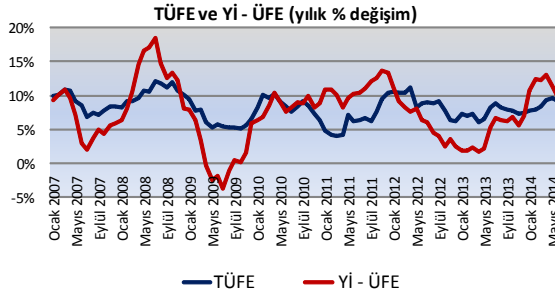
Kaynak: TÜİK, BMD Araştırma

Talep tarafında yılın ilk çeyreğinde devlet harcamaları ve ihracat sırasıyla %8,6 ve %11,4'lük büyüme ile canlı; yerleşik hane halklarının tüketimi, sabit sermaye oluşumu ve ithalat ise sırasıyla %2,9, -%0,5 ve %0,8 büyüme ile zayıf seyretti. 2013 yılında iç talep kaynaklı %4 büyüme yakalanmışken, 2014 yılında ise büyümenin dış talepteki canlılığın etkisiyle gerçekleştiği görülüyor. Önümüzdeki dönemlerde TCMB'nin faiz indirimi gibi genişlemeci kararlar alınmasıyla, ilk çeyrekte %2,9 büyüyen yerleşik hane halklarının tüketiminde yıl geneline doğru iyileşme beklenebilir. 2013 yılında sadece %0,7 büyüyen özel sektör sabit sermaye oluşumunda 2014 yılının ilk çeyreğinde %1,3'lük küçülmeyi olumsuz bulmakla birlikte, son iki yılda %75 seviyelerinde neredeyse yatay seyreden kapasite kullanım oranını göz önüne aldığımızda özel sektör yatırımlarındaki işsizliği anlayabiliyoruz. Dış ticarete bakıldığında, ihracat artış hızının yüksek, ithalat artış hızının ise düşük seyretmiş olduğu ve net dış ticaretin büyümeye 2,9 puan pozitif katkı yaptığı görülüyor. 2014 yılında iç talebin geçen yılki kadar güçlü seyretmesini beklememekle birlikte, güçlenen Avrupa ekonomilerinin de katkısıyla dış ticaret dengemizdeki iyileşmenin devam ederek OVP'de öngörülen %4'lük büyüme hedefine ulaşabileceğini öngörmekteyiz.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

ENFLASYON



Haziran 2013 verileri itibarıyla TÜFE %9,16 Yi-ÜFE %9,75. TL'nin zayıf seyri sebebiyle özel kapsamlı enflasyonların da yönünü kalıcı olarak yukarı çevirdikleri görülüyor. I-tanımlı yıllık çekirdek enflasyon Haziran ayında %9,65 ile %9,16 olan TÜFE'nin üzerinde. Mevsimlik ürünleri dışarıda bırakarak hesaplanan A tanımlı çekirdek enflasyon ise %9,50 ile yine yıllık TÜFE'nin üzerinde. Üstelik, yurtdışında TL'deki değer kaybı henüz enerji fiyatlarına tam yansıtılmadı ve bunun enflasyon artış oranlarını biraz sınırladığı söylenebilir. Yıllık gıda enflasyonu Mayıs ayında %14,11 ile son zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştı. Haziran ayında %12,47'ye gerilediyse de hala yüksek seyretmekte. Doğalgaz ve elektrige yıl başından beri zam yapılmadı ve Enerji Bakanı'nın açıklamalarına göre Temmuz ayında da bir değişiklik olmayacak. Sonuç olarak, enerji fiyatları başta olmak üzere yılın ikinci yarısında yapılması muhtemel kamu fiyat artışları ve gıda fiyatlarının yüksek seyrine devam etmesi enflasyonu yukarı yönde baskılayacak risklerin başında geliyor. Haziran ayı beklenti anketine göre 2014 yılı enflasyon tahmini ortalaması %8,3 ile son TCMB enflasyon raporunda yukarı yönde %7,6'ya revize edilen seviyenin üzerinde.

TCMB PARA POLİTİKALARI

TCMB FAİZ ORANLARI	Oca.14	28 Ocak 14	Şub.14	Mar.14	Nis.14	May.14	Haz.14	Değişiklik
Politika faizi (bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı)	4,50%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	9,50%	8,75%	Var
Gecelik Borç Verme Faiz Oranı	7,75%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	Yok
Gecelik Borçlanma Faiz Oranı	3,50%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	Yok
Piyasa Yapıcısı Bankalar Gecelik Borçlanma Faizi	6,75%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	Yok
Geç Likidite Borç Verme Faiz Oranı	10,25%	15,00%	15,00%	15,00%	13,50%	13,50%	13,50%	Yok
Geç Likidite Borçlanma Faiz Oranı	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	Yok

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

28 Ocak 2014 tarihli ara toplantısında faiz oranlarında önemli miktarda artışlara giden TCMB, Mayıs ayında politika faizini 50 baz puan aşağı çekmişti, Haziran ayında ise 75 baz puanlık indirime gitti. Yapılan faiz indiriminin gelişen piyasalara sermaye girişlerinin kurları ve faizleri düşürmesi sayesinde alınmış olduğu, ancak Irak'taki gelişmeler dolayısıyla artan jeopolitik riskler nedeniyle ölçülü davranıldığı fikrindeyiz.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

Gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının devamı ve jeopolitik risklerin de azalmasıyla enflasyonda düşüşün sürdürülebilir olacağına öngörülmesi durumunda, TCMB'nin önümüzdeki dönemlerde ölçülü faiz indirimlerine devam etmesi beklenebilir. Enflasyonla ilgili olarak TCMB, yıl başında yapılan vergi ayarlamaları, döviz kuru hareketleri ve gıda fiyatlarındaki olumsuz seyrin etkilerinin olumsuz yansımalarının Haziran ayından sonra baz etkisinin de sayesinde azalmasını bekliyor. Son PPK toplantısında kredi büyümesinin makul seviyelerde olduğu ve 2014 yılında toplam talep koşullarının enflasyon baskılarını sınırlayacağı tahmin edildiği; bununla birlikte, canlanan küresel talebin cari açığımızda belirgin iyileşme sağlayacağı görüşleri yineleni.

BÜTÇE

Tablo 2	GERÇEKLEŞME			ORTA VADELİ PROGRAM		
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 T	2015 T	2016T
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi						
HARCAMALAR (Milyar TL)	313,3	361,9	407,9	436,3	465,7	496,7
Faiz Hariç Harcamalar	271,1	313,5	357,9	384,3	412,7	445,7
Faiz Giderleri	42,2	48,4	50,0	52,0	53,0	51,0
GELİRLER (Milyar TL)	296,8	332,5	389,4	403,2	436,2	473,7
Genel Bütçe Vergi Gelirleri	253,8	278,8	326,1	348,4	379,0	413,3
Diğer Gelirler	43	53,7	63,3	54,8	57,2	60,4
BÜTÇE DENGESİ (Milyar TL)	-16,5	-29,4	-18,4	-33,1	-29,5	-23,0
Bütçe Dengesi / GSYH (%)	-1,3%	-2,1%	-1,2%	-1,9%	-1,6%	-1,1%
FAİZ DIŞI FAZLA (Milyar TL)	25,7	19,0	31,5	18,8	23,5	28,0
Faiz Dışı Fazla / GSYH (%)	2,0%	1,3%	2,0%	1,1%	1,2%	1,3%
Temel Makroekonomik Göstergeler	2011G	2012 G	2013 G	2014 T	2015 T	2016T
GSYH Büyümesi (% , Sabit Fiyatlarla)	8,8%	2,2%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%
GSYH (Milyar TL, Cari Fiyatlarla)	1.298	1.416	1.562	1.719	1.895	2.095
TÜFE Yılsonu (%)	10,5%	6,2%	7,4%	5,3%	5,0%	5,0%
Kişi Başına Milli Gelir (GSYH, \$)	10.503	10.497	10.782	11.277	11.927	12.670

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

Geçen yılın Ocak-Mayıs dönemine göre bu yıl giderlerin gelirlerden fazla artmış olması sebebiyle bütçe fazlası yerine bütçe açığı verildi. Bu dönemde faiz hariç giderlerde %15,2, faiz giderlerinde ise %14,4 artış var. Vergi gelirlerindeki %8,9'luk artış da faiz hariç giderlerdeki artıştan az. Bunların sonucunda hem faiz dışı fazlada hem de bütçe dengesinde kötüleşme yaşanmış. Vergi Gelirlerinde dolaysız vergilerde Ocak-Mayıs döneminde gelir vergisinde gerçekleşen yıllık %18,5'lik artış 2014 yılı bütçesinde bu kalemden hedeflenen %11'lik artışın üzerinde, kurumlar vergisinde ise hedeflenenin altında artış var. Dâhilde alınan dolaylı vergilerde (Dâhilde alınan KDV, ÖTV ve BSMV); yılın ilk beş ayında gerçekleşen %6'lık artış yıllık bütçede hedeflenen %5'lik artış oranının üzerinde ancak yılbaşına göre zayıflama var. Özellikle Dâhilde Alınan KDV ve ÖTV' de yılın ilk çeyreğinde gerçekleşen yüzdesel artışlara göre azalma dikkat çekiyor. Dış ticaretten alınan vergilere bakıldığında; ithalde alınan KDV'de yılın ilk beş ayında %7,1 artış var. Yılın ilk iki ayında %14'ün üzerinde artış olduğu düşünüldüğünde, dış ticaretten alınan vergilerin artış hızında da yılın ilk çeyreğine göre zayıflama var ancak %7,1'lik artış bütçede hedeflenen %3,3'lük artışın hala üzerinde. Yılın ilk ayında Şubat ayında uygulamaya geçirilen makro ihtiyati tedbirler öncesi talepte yaşanan artış ve döviz kurlarındaki yükselişin buradaki artışta etkili olduğunu söyleyebiliriz. Diğer yandan, ithalde alınan KDV artış hızının yıl genelinde zayıflayarak devam etmesini beklemekteyiz.

Özetle, yılın ilk ayında vergi gelirlerinde İthalde Alınan KDV performansını, ikinci ayında Dâhilde Alınan Dolaylı Vergilerin artış performansını olumlu bulmuşken, yılın ilerleyen aylarında vergi gelirleri artış hızında yavaşlamanın bütçe dengesine olumsuz yansıdığına görüyoruz. Buna ek olarak, yılın ilk beş ayında gerçekleşen bütçe giderlerinden yola çıkarak giderlerin kontrol altında tutulabilmiş olduğunu da söylemek zor. Seçim takvimini göz önüne aldığımızda ise faiz dışı harcamalarda bozulma ihtimali hedefler üzerinde bir diğer aşağı yönlü risk oluşturuyor. Diğer yandan, sıkı maliye politikalarının devamlılığı halinde Bütçe Dengesi/GSYH oranının -%2 seviyesinden fazla uzaklaşmayacağı görüşündeyiz.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

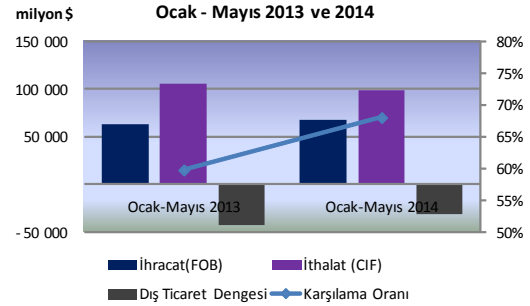
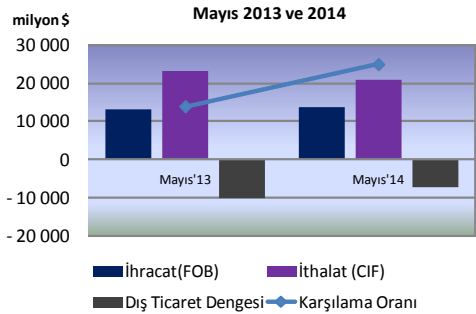
04.07.2014

DIŞ TİCARET

Tablo 3	GERÇEKLEŞME			ORTA VADELİ PROGRAM		
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 T	2015 T	2016 T
DIŞ TİCARET						
İhracat (FOB) (Milyar \$)	134,9	152,5	151,8	166,5	184,0	202,5
İthalat (CIF) (Milyar \$)	240,8	236,5	251,7	262,0	282,0	305,0
Enerji İthalatı (27. Fası, Milyar \$)	54,1	60,1	55,9	61,0	62,0	64,5
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-105,9	-84,1	-99,9	-95,5	-98,0	-102,5
Turizm Gelirleri (Milyar \$)	25,1	25,7	23,2	31,0	32,0	34,5
Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	-75,1	-47,8	-64,9	-55,5	-55,0	-55,0
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%)	-9,7%	-6,1%	-7,9%	-6,4%	-5,9%	-5,5%
Dış Ticaret Hacmi / GSYH (%)	48,4%	49,5%	49,1%	49,4%	50,2%	50,9%
İhracat / İthalat (%)	56%	64,5%	60,3%	63,5%	65,2%	66,4%
Ham Petrol Fiyatı-Brent (\$/varil)	107,2	112,0	110,6	103,2	97,6	93,1

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

2013 yılında bir önceki yıla kıyasla ihracatta %0,4 azalış, ithalatta %6,4 artış varken 2014 yılının ilk 5 ayında ihracatta geçen yıla göre %7,4 artış, ithalatta ise %5,6 azalış var. Bu dönemlerde dış ticaret açığı %24,9 azalışla 31,61 milyar \$'a gerilerken, ihracatın ithalatı karşılama oranı ise %59,8'den %68,1'e yükseldi. Geçen yılın Ocak-Mayıs dönemine göre bu yıl enerji dış ticaret açığımız %1,3 artışla bu dönemlerde ortalama enerji fiyatlarında gerçekleşen %0,1'lik artıştan fazla artmış. Altın ticaretinde ise geçen yılın ilk 5 ayında 5,23 milyar \$ dış ticaret açığı verilmişken bu yıl 715,4 milyon \$ fazla var. Bu dönemde altın ve enerji hariç dış ticaret açığımız ise geçen yıla göre %28,9 azalışla 11,8 milyar \$'a gerilemiş.



Dış ticaret dengesi yıla iyi başlamıştı ancak, son üç ayda TL'deki zayıflama hızında yaşanan yavaşlama sebebiyle ihracat artış hızında yavaşlama olduğu görülüyor. Ayrıca, Haziran ayında ortaya çıkan Irak kaynaklı jeopolitik risklerin, Irak'ın en fazla ihracat yaptığımız ikinci ülke olması sebebiyle ihracatımızı olumsuz etkileyeceği düşünülüyor. Bununla birlikte, artan jeopolitik risklerin petrol fiyatlarını da yukarı hareketlendiğini görüyoruz. Önümüzdeki aylarda TCMB'nin Mayıs ve Haziran aylarında yaptığı ölçülü faiz indirimlerinin tasarruf etme eğilimini azaltıp ithalat azalış hızında da yavaşlamayı beraberinde getirmesi beklenebilir. Tüm bunlar, önümüzdeki dönemlerde dış ticaret açığımızı olumsuz yönde etkileyecek riskler olarak karşımıza çıkıyor.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

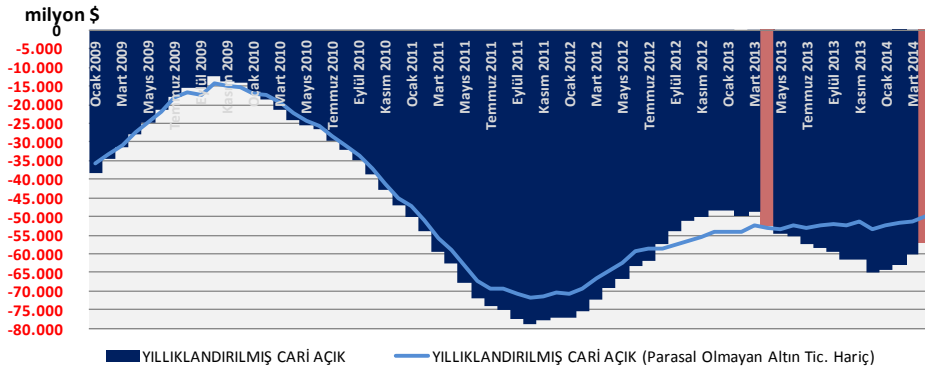
04.07.2014

ÖDEMELER DENGESİ

Cari işlemler açığı geçen yılın Ocak-Nisan dönemine göre %33,6 azaldı, parasal olmayan altın ticareti dengesinde yaşanan iyileşmeden dolayı ise parasal olmayan altın ticareti hariç cari açığındaki yüzdesel düşüş, cari açığındaki gerilemeden daha az oldu. Yıllıklandırılmış cari işlemler açığında ise son 4 aydır gerileme var. Her ne kadar cari açık dış ticaret dengesindeki iyileşmenin öncülüğünde geçen yıla göre gerilemekteyse de, cari açığın finansmanında durum pek iç açıcı değil. Yılın ilk dört ayında 16,4 milyar cari açık var. Bu açığın 8,4 milyar \$'ı finans hesaplarıyla, 5,8 milyar \$'lık kısmı net hata noksan kalemi ile ve geri kalan 2,2 milyar \$'lık kısmı ise TCMB'nin döviz rezervlerinden karşılanmış. Geçen yılın aynı döneminde ise durum bundan epey farklıymış. Cari işlemler açığı bu yılkinden 8,3 milyar \$ fazla olmasına rağmen, finans hesaplarından 43,2 milyar \$ döviz girişi olduğundan, cari işlemler açığı bu para ile rahatça finanse edilmiş, net hata noksan kaleminden 4,3 milyar \$'lık çıkış da karşılanmış ve kalan 14,3 milyar \$ ise rezervlere eklenmiş.

	Nisan 2013	Nisan 2014	Ocak - Nisan 2013	Ocak - Nisan 2014	Ocak - Nisan 2013- 2014 (Değ.)	Ocak - Nisan 2013- 2014 (%Değ.)	Yıllıklandırılmış (son 12 ay)
1. CARI İŞLEMLER HESABI (A+B)	-8.110	-4.788	-24.655	-16.372	8.283	-33,6%	-56.790
<i>Parasal Olmayan Altın Ticareti Hariç Cari Açık</i>	<i>-5.974</i>	<i>-4.481</i>	<i>-21.208</i>	<i>-17.712</i>	<i>3.496</i>	<i>-16,5%</i>	<i>-49.798</i>
Net Mal Ticareti	-6.189	-5.067	-22.094	-18.742	3.352	-15,2%	-64.895
Net Parasal Olmayan Altın Ticareti	-2.136	-307	-3.447	1.340	4.787	-138,9%	-6.992
Mal Dengesi	-8.325	-5.374	-25.541	-17.402	8.139	-31,9%	-71.887
Net Turizm Gelirleri	1.330	1.411	4.110	4.178	68	1,7%	23.248
Hizmetler Dengesi	915	1.361	3.369	3.990	621	18,4%	23.743
Mal ve Hizmet Dengesi	-7.410	-4.013	-22.172	-13.412	8.760	-39,5%	-48.144
Gelir Dengesi	-739	-816	-2.774	-3.132	-358	12,9%	-9.708
A. MAL, HİZMET VE GELİR DENGESİ	-8.149	-4.829	-24.946	-16.544	8.402	-33,7%	-57.852
B. CARI TRANSFERLER	39	41	291	172	-119	-40,9%	1.062
2. NET HATA VE NOKSAN	-603	-873	-4.269	5.788	10.057	-235,6%	12.517
TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI (1+ 2)	-8.713	-5.661	-28.924	-10.584	18.340	-63,4%	-44.273

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma



Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

Geçen yıla kıyasla cari açığımızın finansman kalitesindeki kötüleşme dikkat çekiyor ancak, yılın ilk ayı ile kıyasladığımızda Nisan ayı itibarıyla finansman kalitesinde iyileşme olduğu da ortada. OVP de 2014 yılı için Cari İşlemler Açığı 55,5 milyar \$ ve bunun GSYH'ya oranı -%6,4 öngörülüyor ancak, uygulamaya geçirilen makro ihtiyati tedbirler ve geçen yıla göre zayıf seyreden TL'nin etkisiyle yılı OVP'de öngörülen 55,5 milyar \$'ın altında bir cari açıkla kapatmamız mümkün görünüyor. Diğer yandan, yılın son çeyreğinde Fed'in faiz artırımı kararları ile ilgili beklentilerin oluşturacağı atmosferin ülkemizin yabancı yatırım çekmesini zorlaştırarak, cari açığımızın finansmanı riskinin de artmasına sebep olabilir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

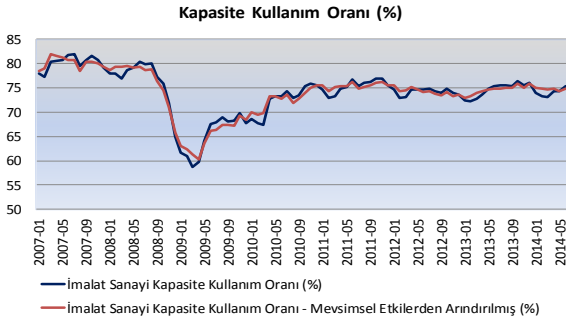
İSTİHDAM

Tablo 5	GERÇEKLEŞME			ORTA VADELİ PROGRAM		
	2011 G	2012 G	2013 G	2014 T	2015 T	2016 T
İSTİHDAM						
Nüfus (Yıl Ortası, Bin Kişi)	73.950	74.855	75.657	76.911	77.770	78.632
İşgücüne Katılma Oranı (%)	49,9%	50,0%	50,8%	51,3%	51,6%	51,9%
İstihdam Düzeyi (Bin Kişi)	24.110	24.821	25.524	26.257	26.901	27.525
İstihdam Oranı (%)	45,0%	45,4%	45,9%	46,5%	46,9%	47,3%
İşsizlik Oranı (%)	9,8%	9,2%	9,7%	9,4%	9,2%	8,9%

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

2014 yılı Mart ayı döneminde işsizlik oranı geçen yıla göre 0,3 puanlık artışla ve bir önceki döneme göre 0,5 puanlık azalışla %9,7 oldu. Mevsim etkilerinden arındırılmamış işsizlik oranı, bir önceki yılın Mart ayı dönemine göre 0,3 puan artışla ve bir önceki döneme göre 0,5 puanlık azalışla %9,7 seviyesinde gerçekleşti. İşgücüne katılma oranı aynı dönemde 2,1 puan artarak %49,9 olurken, bu dönemde ekonomi 1,482 milyon ilave istihdam yaratabildi. Mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı ise Şubat ayı dönemine göre 0,1 puan artarak %9,1 oldu. İşgücüne katılma oranı ise bir önceki aya göre 0,2 puan artarak, %50,4 seviyesinde gerçekleşti.

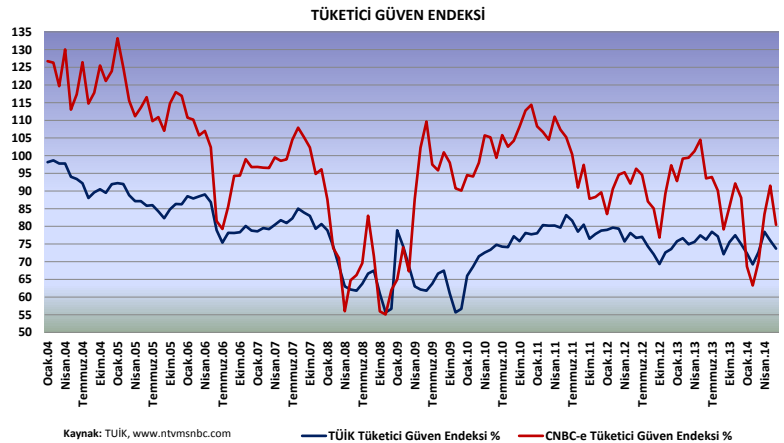
KAPASİTE KULLANIMI



Yılın ilk aylarında düşüş eğiliminde olan KKO, Mart sonu yapılan seçimlerin ardından artış göstermeye başlamış, Haziran ayında yılın en yüksek değeri olan %75,3 seviyesini ulaşmıştır. Nisan ayında sanayi üretim endeksi güçlü yükseliş göstermişti. Kapasite kullanım oranının Mayıs ayında değişmeyip Haziran ayında tekrar artış göstermesi sanayi üretimin pozitif seyrin süreceğine işaret ediyor.

TÜKETİCİ GÜVENİ

Nisan ayında 2014 yılının en yüksek seviyesine ulaşan tüketici güven endeksi son iki ayda geriledi. Fed'in tahvil azaltım politikasının sindirilmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın genişlemeye gideceği beklentileri ve yurt içinde Mart sonu gerçekleştirilen seçimlerle siyasi risk unsurunun büyük oranda ortadan kalkması beklentileri olumlu etkilemiş, tüketici güveni Nisan ayında hızlı bir yükseliş göstermişti. Henüz Rusya-Ukrayna gerginliği bitmeden Irak'ta yaşanan gelişmelerin Türkiye açısından önemi ve Cumhurbaşkanlığı seçiminin yaklaşıyor olmasıyla artan siyasi risk belirsizliği artırarak tüketici güveninin azalmasına neden oldu.



Kaynak: TÜİK, www.ntvmsnbc.com

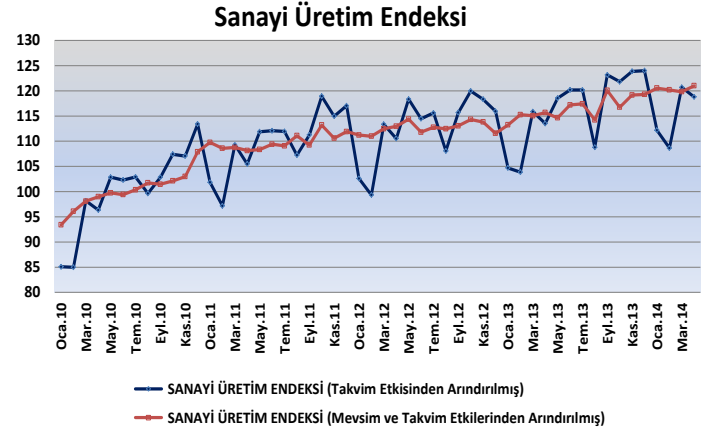
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

SANAYİ ÜRETİMİ

Yılın ilk yarısında Türk Lirası'ndaki değer kaybı ve iç talebi kısalmaya yönelik alınan önlemler tüketim ve yatırımların azalmasına sebep olurken, Avrupa pazarında yaşanan talep artışı ile Türkiye'nin ihracatı artmış bu durum sanayi üretimine destek vermiştir.

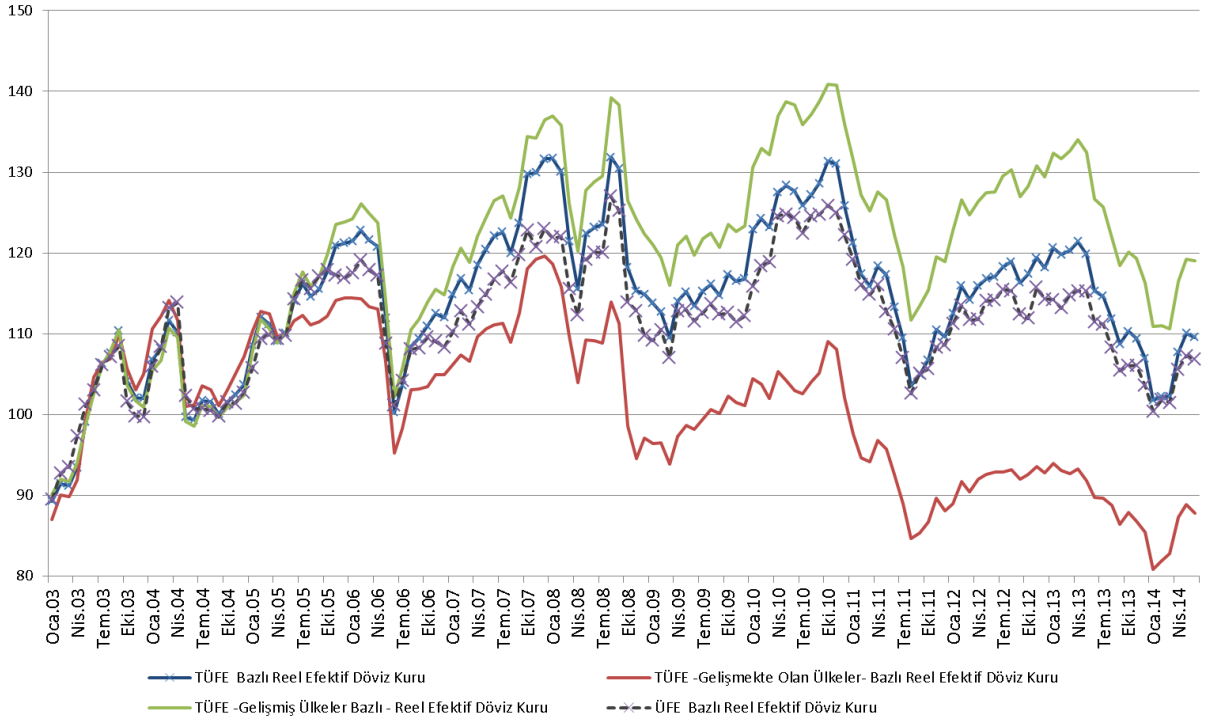
2014 yılının ilk çeyreğinde sanayi üretimi yıllık bazda %5,3 artış gösterirken, mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretimi bir önceki çeyreğe göre %1,4 artmıştır. Nisan ayı sanayi üretim verisi ise yerel seçimlerin ardından sanayi üretimindeki pozitif seyrin artarak devam ettiğini göstermektedir. Nisan ayında takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi bir önceki yılın aynı ayına göre %1 artarken, mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi bir önceki aya göre %1 artış göstererek yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır.



REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU (REDK) ENDEKSİ

Reel Efektif Döviz Kuru (REDK) Endeksi; Haziran ayında bir önceki aya göre %0,45 azalarak 109,56 seviyesinde gerçekleşirken, bir önceki yılın aynı ayına göre %4,98 azaldı. Mayıs ayı REDK Endeksi ise 110,24'ten 110,05'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 Haziran'da gerilemiş oldu.

TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)



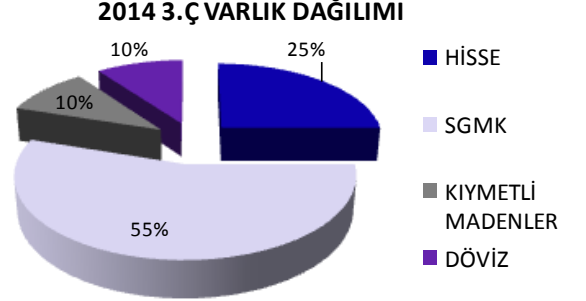
Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

VARLIK YÖNETİM MODELİ

2014 3.Ç VARLIK DAĞILIMI				
BİST-SIN	HİSSE	SGMK	KIYMETLİ MADENLER	DÖVİZ
75000 ve üzeri	20	60	10	10
70000 - 75000	25	55	10	10
65000 - 70000	35	50	7	8
61000 - 65000	40	45	7	8
57000- 61000	50	35	7	8



2014 yılı üçüncü çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 70 bin – 75 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %25, sabit getirili menkul kıymetlere %55, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %10 ağırlık verilerek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sınai endeksi 70 bin seviyesinin üzerinde iken varlık dağılımı önerimizi %25 hisse, %60 SGMK, %5 kıymetli madenler ve %10 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, Avrupa Merkez Bankası'nın Haziran ayında açıkladığı piyasaları destekleyici genişlemeci kararlar ve Fed'in faiz artırımına 2015 yılı ikinci yarısından önce başlamayacağı beklentileri sebebiyle altın ve gümüş fiyatlarında önümüzdeki çeyrekte hafif yukarı hareketlenme beklemekteyiz. Bu sebeple bir önceki çeyreğe göre modelimizde yer alan altın ve gümüş ağırlığını %5'ten %10'a yükseltirken, sabit getirili menkul kıymetlerin ağırlığını ise aynı miktarda azalttık. Buna ek olarak, 2014 yılı Ağustos ayında yapılacak Cumhurbaşkanlığı seçimleri atmosferinin oluşturacağı belirsizlikle birlikte, Borsa İstanbul'un seyrinde önemli bir değişiklik beklememekteyiz. Bundan dolayı bir önceki çeyreğe göre sınai endeksinin 70 bin – 75 bin bandında seyretmesi halinde hisse senedi için önerdiğimiz ağırlıkta bir değişikliğe gidilmedi. Sınai Endeksinin 70 bin seviyesinin altında en az on gün art arada işlem görmesi durumunda; hisse senedi ağırlığının %25'ten %35'e yükseltilmesi, sabit getirili menkul kıymet ağırlığının %55'ten %50'ye düşürülmesi ve kıymetli madenler ile döviz sepeti ağırlığının %10'ardan sırasıyla %7 ve %8'e 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 %25'ten %20'ye indirilmesi ve hisse senedi ağırlığındaki azalışın sabit getirili menkul kıymet ağırlığının %55'ten %60'a yükseltilerek karşılanmasının iyi bir 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 (01/07/2013-30/06/2014)	Kümülatif Getiri (18/08/2011-30/06/2014)
			2013 3.Çeyrek	2013 4.Çeyrek	2014 1.Çeyrek	2014 2.Çeyrek	2013 3.Çeyrek	2013 4.Çeyrek	2014 1.Çeyrek	2014 2.Çeyrek		
Hisse Senedi (BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü)	0,78	12,3%	39%	40%	44%	31%	-1,38%	-2,37%	-1,88%	17,24%	10,76%	62,95%
Sabit Getirili Varlık	0,02	8,1%	39%	35%	41%	55%	2,18%	2,41%	2,87%	2,87%	10,74%	24,34%
Döviz (%50 Dolar - %50 Euro)	-0,18	7,0%	10%	15%	10%	9%	7,61%	5,65%	1,20%	-1,98%	12,78%	19,19%
Kıymetli Madenler (%50 GOLDP - %50 SLVRP)	-0,05	7,7%	12%	10%	5%	5%	17,45%	-3,93%	4,70%	0,58%	18,83%	-24,97%
BMD Varlık Yönetim Modeli	0,28	9,5%	100%	100%	100%	100%	3,14%	0,35%	0,72%	6,74%	11,28%	29,70%
* Sermaye piyasası araçları için Yıllık Beklenen Getiri hesaplamamızda Risksiz Getiri Oranı %8 ve Piyasa Risk Primi %5,5 olarak varsayılmıştır.											Yıllık Getiri***	
** Modelimizdeki varlıkların ağırlıkları 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 bantın dışında en az 10 gün arka arkaya işlem görmesidir.											Enflasyon (TÜFE): 9,16%	
*** 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: 8,66%	
											BMD Hisse Portföyü: 10,76%	
											Sabit Getirili MK'ler: 10,75%	
											Döviz Sepeti: 12,78%	
											Kıymetli Madenler: 18,79%	
											Son Yıl Getiri: 11,28%	
											Yıllık Bileşik Getiri: 9,49%	

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

HİSSE SENEDİ (%25)

2014 yılı ilk çeyreğinde küresel likidite ile ilgili belirsizliklerin ikinci çeyrekte azalmasıyla risk iştahı arttı. Fed'in 2014 yılı Ocak ayından başlayarak tahvil alımlarında azaltıma gitmesi gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının olumsuz etkilenmesine neden olmuş, özellikle yüksek cari açığa sahip gelişmekte olan ülke para birimleri hızla değer kaybederken, faiz oranları da yükselmisti. Fed'in para politikasında normalleşme sürecine girmek için attığı bu adım yurt içinde başlayan 17 Aralık yolsuzluk soruşturmaları ile birlikte yurt içi finansal piyasalardaki aşağı yönlü baskıları artırmış, döviz kurları yükselirken ülke risk primi artış göstermişti. Bu gelişmelerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz yansımaları, TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmesine neden olmuştu. Ayrıca Banka, enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşu sürdüreceğini açıklamıştı. Merkez Bankası'nın 28 Ocak'ta gerçekleştirdiği faiz artışı Türk lirasındaki değer kaybı ve oynaklığı sınırlandırdı. Türk Lirası kısmen değer kazanırken, faiz oranlarındaki yükseliş ve Borsa İstanbul'da yaşanan düşüş Mart ayı sonuna kadar devam etti. Nisan ayıyla birlikte Fed'in parasal genişlemeden çıkış planının netleşmeye başlaması ve faiz artışının 2015 yılının ikinci yarısından önce gerçekleşmeyeceğine yönelik beklentiler global risk iştahını artırdı.

Yurt dışındaki pozitif seyrin yanında yurt içinde Mart sonu itibarıyla yapılan yerel seçimlerin siyasi riskleri büyük oranda ortadan kaldırması yurt içi finansal piyasalarda 2013 yılı Aralık ayında başlayan olumsuz süreci tersine çevirdi. Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları tekrar hızlanırken, Borsa İstanbul göstermiş olduğu yüksek performans ile diğer gelişmekte olan ülke borsalarından ayrıştı. 2014 yılının ikinci çeyreğine güçlü başlayan global piyasalar zaman zaman Rusya-Ukrayna gerginliğini fiyatlamalara yansıtılsalar da Avro Bölgesi enflasyon oranının Avrupa Merkez Bankası'nın hedeflediği %2 seviyesinin oldukça altında olması AMB'nin deflasyon riskine karşı gevşeme yönünde adım atacağı beklentilerini artırarak borsalardaki yükselişleri destekledi. TCMB Mayıs ayı toplantısında azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki iyileşme sonucunda tahvil faizlerindeki düşüşü göze alarak politika faizinde 50bp'lık indirim yaptı. İç talebi kısımaya yönelik alınan tedbirler neticesinde ithalatın gerilemesi, yüksek döviz kurunun ihracatta artış getirmesi ile cari açık yaşanan iyileşme ve baz etkisi nedeniyle Haziran ayında enflasyon oranının düşmeye başlayacağına dair görüşler TCMB'nin faiz indirimine devam edeceği beklentilerini artırdı. Borsa İstanbul Haziran ayında 80.000 seviyesini aştı. Haziran ayı içerisinde AMB'nin de faiz azaltımı yapmasıyla eli güçlenen TCMB, politika faizinde 75bp'lık bir indirim yaparak politika faizini %8,75 seviyesine çekti. Borsa İstanbul Haziran ayının son haftası gelen faiz indirimi önceden fiyatlandırmış olmasının etkisiyle kar satışları yaşarken, gözler Irak'ta yaşana gelişmelere çevrildi.

ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ PİYASALARI							
Gelişmekte Olan Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)*			
ÜLKE	ENDEKS	F/K	30.06.2014	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Türkiye	XU100	13,35	74.486	-1,06%	-1,01%	2,88%	15,76%
Rusya	INDEXCF	6,67	1.421	-0,67%	3,10%	10,97%	2,38%
Meksika	MEXBOL	25,79	39.650	-0,42%	3,32%	5,20%	0,02%
Hindistan	SENSEX30	17,98	19.395	1,53%	4,94%	31,03%	30,82%
Çin	SHCOMP	9,98	1.979	1,18%	0,45%	3,49%	-3,15%
Brezilya	IBOV	16,50	47.609	-1,92%	3,76%	12,03%	3,23%
Gelişmiş Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)*			
ÜLKE	ENDEKS	F/K	30.06.2014	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Yunanistan	ASE	-	847	-4,41%	-0,75%	43,27%	-9,04%
İngiltere	UKX	19,41	6.165	-0,85%	-1,48%	8,49%	-0,09%
Japonya	NIKY	19,84	13.677	-1,35%	3,62%	10,86%	-6,93%
Almanya	DAX	18,23	7.946	-0,89%	-1,11%	23,54%	2,81%
ABD	INDU	15,73	14.760	-0,51%	0,80%	13,02%	1,66%
Fransa	CAC40	25,90	3.739	-2,07%	-2,16%	-0,02%	2,96%
İspanya	IBEX	23,54	7.763	-1,76%	1,15%	-0,00%	10,16%
İtalya	ITSTAR	33,47	15.362	14,83%	11,57%	70,66%	0,53%

*30.06.2014 tarihi itibarıyla değişimleri göstermektedir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

Fiyatlandırılan olumlu beklentilerin gerçekleşmesi sonrasında Irak'ta yaşanan gelişmelere odaklanan Borsa İstanbul için Ağustos ayında yapılacak Cumhurbaşkanlığı seçiminin de yaklaşıyor olması sebebiyle aşağı yönlü riskler ağırlık kazanabilir. Fed'in para politikasına dair belirsizlik azalırken, faiz artışının zamanlaması ve hızı gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını olumsuz etkileyeceği için finansal piyasalar açısından aşağı yönlü risk teşkil etmeye devam ediyor. Bununla beraber FED, faiz artışı için sadece istihdam ve enflasyon verilerini değil daha geniş çapta bir veri setini inceleyeceğini açıklamıştı. Yılın ilk çeyreğinde soğuk hava koşulları ve ihracattaki azalışın etkisiyle ABD, 2009 yılından bu yana gerçekleşen en hızlı daralmayı yaşadı. İkinci çeyrek makroekonomik veriler ise daralmanın ilk çeyrekle sınırlı kaldığı ve ekonominin belirgin bir toparlanma içinde olduğunu gösteriyor. Yine de enflasyon oranının hedeflenen seviyenin altında olması ve işsizlik oranındaki gerilemede işgücüne katılım oranındaki aşağı yönlü eğiliminin etkisi Fed'in 2015 yılı ikinci yarısından önce faiz artışına gitmeyeceği beklentilerini güçlendiriyor. AMB'nin ekonomiyi desteklemek adına genişlemeye devam etmesi ise para piyasalarına olumlu yansırken başlıca ihracat pazarımız olan Avrupa'da yaşanacak ekonomik toparlanma Türkiye'nin cari işlemler dengesini olumlu etkilemeye devam edecektir. Şubat ayında başlayan Rusya ile Ukrayna arasındaki gerginlik henüz son bulmamışken, Dünya'nın en büyük ikinci petrol ihracatçısı Irak'ta yaşanan gelişmeler global borsalarda aşağı yönlü risk oluşturuyor. Krizin çıkmasıyla birlikte 115 doların üzerine çıkan brent petrol fiyatlarının yükseliş eğilimini sürdürme olasılığı sadece Türkiye açısından değil global büyüme açısından da tehdit oluşturuyor. Irak gerginliğinin Türkiye ekonomisi üzerindeki olası etkilerini değerlendirecek olursak; Irak'ın sınır komşumuz olması dolayısıyla stratejik risklerin fiyatlandırılmasının yanı sıra döviz kuru ve petrol fiyatlarının yükselmesi enflasyon görünümünü olumsuz etkileyecektir. Diğer yandan petrol fiyatlarındaki artış enerji konusunda dışa bağımlı Türkiye için cari açığını olumsuz etkileyeceği gibi Irak'ın 2. büyük ihracat pazarımız olması yönüyle de cari dengeyi kötüleştirebilir.

SABİT GETİRLİ YATIRIMLAR (1-3 Ay Vadeli Katılım Hesabı ve SUKUK) (%55)

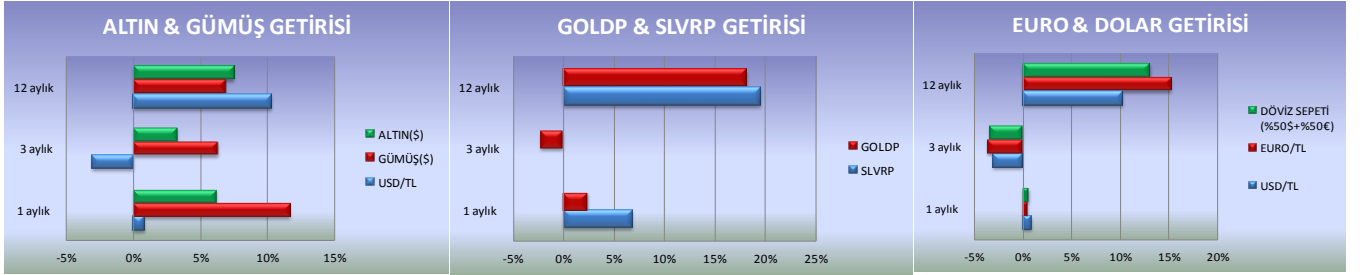
TCMB enflasyon oranlarının düşmeye başlamasıyla ölçülü faiz indirimlerine devam edilebileceğini dile getirirse de, Irak'ta yaşanan gelişmelerin cari denge ve enflasyon üzerindeki olası etkileri faizlerin yönünü aşağı çevirmesi ihtimalini güçleştiriyor. Merkez Bankası, küresel likidite koşullarındaki iyileşmeyi dikkate alarak ve yurt içi enflasyon oranlarının Haziran ayından itibaren düşüş eğilimine gireceği tahminine dayanarak Mayıs ve Haziran aylarında politika faizinde toplam 125bp'lık indirim gitti. Politika faizi %8,75 seviyesine gerilerken, AMB'nin yanı sıra TCMB'nin de faiz indirimine gideceğini daha önce fiyatlandırmaya başlayan piyasalarda, Nisan ayı içerisinde %10,85 seviyesinde seyreden tahvil faizleri Haziran ayında %8,0 seviyesine geriledi. AMB'nin faizleri en az iki sene daha düşük tutacağını açıklamasının yanında Fed'in faiz artışını 2015 yılı ikinci yarısında gerçekleştireceğinin öngörülmesiyle, diğer merkez bankalarının etkilerinin sınırlı kalması ve yurt içi faiz oranları değişimine yönelik beklentilerin ağırlıklı olarak TCMB'nin takip ettiği veri setindeki gelişmelere göre şekillenmesi beklenebilir. Faiz indirimi sonrasında Hükümet kanadından faiz indiriminin yetersiz olduğuna dair eleştiriler gelirken, bazı ekonomistler ise TCMB'yi Irak'ta yaşanan gelişmeleri göz ardı ederek faiz indirimi için erken davrandığı için eleştirdiler. TCMB, yayınladığı son PPK toplantı tutanaklarında jeopolitik gelişmelerin cari denge ve enflasyon üzerindeki olası yansımalarını da ele alındığını, gelişmelerin dikkatle takip edileceğini de belirtti.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

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

Jeopolitik risklerle talep gören altın, global risk iştahında yaşanan artışlarla sınırlı yükseliş yaşıyor. Avro Bölgesi'nde enflasyon oranının hedeflenen seviyenin çok altında olması, Avrupa Merkez Bankası'nın genişlemeye gideceği beklentilerini artırarak global çapta borsa endekslerini yükseltti. Sermaye akımlarının riskli varlıklara kayıyor olması altın fiyatlarında yukarı yönlü hareketleri sınırlandırdı. Fed'in tahvil alımlarını yavaş yavaş sonlandırıyor olması ve faiz artışının yaklaşmasının yanında FED Başkanı Yellen'in piyasaları destekleyen konuşmaları altını baskı altında tutuyor. Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarının da düşük seyri güvenli liman arayışını ortadan kaldırarak sermaye akımlarının hisse senetleri ve tahvil piyasasına akmasını sağlıyor. Bu noktada jeopolitik riskler altını ve diğer kıymetli metalleri yukarı taşımakta yetersiz kalıyor. Ukrayna-Rusya gerginliği ve Irak'ta yaşanan gelişmeler altın fiyatlarını desteklese de henüz altın yükseliş trendine girmiş değil. Yurt içinde ise Nisan ayıyla birlikte TL'nin hızla değer kazanması altında kayıplara sebep olsa da, Irak'ta yaşanan gelişmeler TL üzerinde satış baskısı oluşturarak yurt içi altın fiyatlarını destekliyor. Altın fiyatları ile aynı trendi takip eden gümüşte ise volatilitenin daha yüksek olduğu gözleniyor. Geçtiğimiz üç ay ve üç aylık veriler incelendiğinde uluslararası piyasada gümüşün altından neredeyse iki kat daha fazla yükseldiği görülüyor. Yurt içinde ise Nisan ayıyla birlikte TL'nin hızla değer kazanması hem altında hem de gümüşte kazançları sınırlandırıyor. Son dönemde Irak'ta yaşanan gelişmeler dolayısıyla TL üzerinde satış baskısı oluşması yurt içi altın ve gümüş fiyatlarını destekliyor.



DÖVİZ SEPETİ (%50 Avro, %50 Dolar) (%10)

Dövizde enflasyon görünümünü bozacak seviyede yukarı yönlü hareketlerin yaşanması durumunda TCMB'nin faiz indirimlerinin arkasının gelmeyeceği beklenebilir. 2013 yılı Mayıs ayında Fed'in parasal genişlemeden çıkış planlarını gözden geçirdiğini açıklamasıyla bol para döneminin biteceği kaygıları gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını sınırlandırmıştı. FED, Aralık ayında gerçekleştirdiği toplantı ile tahvil alımlarını azaltacağını açıklamış, yurt içi siyasi gündemin de etkisiyle hisse senedi ve tahvil piyasasında çıkışlar yaşanmıştı. Yurt dışına sermaye çıkışlarının döviz cinsinden gerçekleşmesi Türk Lirası'nın hızla değer kaybetmesine neden olmuştu. Merkez Bankası finansal istikrarı sağlamak adına faiz artışı yaparak TL'deki oynaklığı azaltmada başarılı olmuştu. Mart ayının bitmesiyle yurt dışında AMB ve FED beklentilerinin yanı sıra yurt içinde azalan siyasi risk yabancı sermaye girişlerini artırarak Dolar/TL paritesini 2,06 seviyesine kadar getirdi. Değişen koşullar TCMB'yi Mayıs ve Haziran aylarında politika faizi olan gecelik borç verme faiz oranında azaltıma iterken, faiz koridorunun değiştirilmemesi ve global çapta devam etmesi beklenen bol likidite TL'de değer kaybını sınırlandırdı. Yakın zamanda TL için aşağı yönlü riskler Irak krizinin derinleşmesi, FED faiz artırımı tarihinin beklentilerden önce gerçekleşmesi ve cari açığa yaşanacak kötüleşme olarak ön plana çıkıyor. Döviz kurlarında yaşanabilecek artış ithal tüketim mallarının yerel para cinsinden fiyatlarının artmasına neden olmasının yanında ithal girdiye bağlı üretim maliyetlerinin de artmasına neden olarak enflasyon görünümünü olumsuz etkileyecektir. Merkez Bankası'nın döviz kurlarının enflasyon üzerindeki etkisini sınırlandırmak adına kurda yaşanacak önemli yükselişlere karşı faiz silahını kullanmaya devam etmesi beklenebilir. TCMB tarafından hazırlanan beklenti anketinde yılsonu için Dolar/TL beklentisi de 2,17 seviyesindedir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ:

ARCLK: Tüketici teknolojisi ürünleri pazarı 2014'ün ilk çeyreğinde yükselen kur, kredi kartı taksit sınırlandırmasının etkileri ve seçim sürecinden dolayı gergin siyasi ortamdan dolayı parlak bir dönem geçirmedir. Şubat ayında tüketici güveninin son 5 yılın dibini görmesi, pazarın nasıl bir dönemden geçtiğinin açık bir kanıtı oldu. Tüketicilerin alımlarını seçim sonrasına ertelemesi ilk çeyrekte pazarı küçülten etkenlerden bir diğeri oldu. Ancak ikinci çeyrekle birlikte ülkedeki siyasi ortamın rahatlaması, döviz kurlarında yaşanan gevşeme ve taksit sınırlandırmasına karşın bankaların başvuruya hızlı cevap veren tüketici kredisi uygulamasına başlamasıyla pazarın hareketlendiği gördük. Bunun sonucu olarak da sektör oyuncularının ikinci çeyrekte daha iyi yurtiçi satış tutarları açıklayacağını düşünüyoruz. İç pazardaki daralmaya karşın, ihracatta oldukça başarılı performans sergileyen Arçelik, bu sayede hem satışlarını geçen yıla göre %15 oranında artırdı, hem de brüt kar marjını iyileştirdi. 2. çeyrekte yurtiçi talepteki canlanmanın Arçelik'e fiyatlarında kademeli artış imkanı sunacağını ve bunun da kar marjında iyileşme sağlayacağını öngörüyoruz. Dünya kupası dolayısıyla hem yurtiçi pazarda hem de ihracatta televizyon satışlarının zirveye ulaşması Şirket'in hem cirosunu hem de karlılığı olumlu yönde etki etmesini beklediğimiz bir başka nokta. Diğer taraftan Şirket'in Haziran'da Barcelona futbol kulübü ile yaptığı sponsorluk anlaşması dikkat çeken bir gelişme oldu. **ARCLK** hisse senetleri için 02/06/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **16,00 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeks Üzerinde Getiri**" dir.

AKENR: Önce döviz kurundaki aşırı volatil hareketler, sonrasında da yurt genelindeki kuralıktan dolayı KKO'daki enerji şirketlerini olumsuz etkiledi. Hidroelektrik santrallerde üretim miktarının %64 düşmesi, Şirketin taahhütlerini karşılamak piyasadan daha fazla elektrik almasıyla brüt kar marjının %34,8'den %3,3'e kadar inmesine neden oldu. Karlılık açısından iyi bir dönem geçirmeyen Akenerji, Bu yılın 2. Çeyreğinde devreye giren Egemer santralının portföyünü oluşturmak için ikili anlaşmalarla dışarıdan satın almalar yaparak gerçekleştirdiği satışlarla cirosunu artırmayı başardı. Egemer santralının 13.04.2014 tarihinde 292 MW gücündeki 1 numaralı gaz türbin ünitesi, 29.04.2014 tarihinde 584 MW gücündeki 2 numaralı gaz türbin ünitesi ve son olarak 5 Haziran 2014 tarihinde 320 MW gücündeki buhar türbin ünitesi devreye girmiştir. Böylece toplam 904 MW üretim kapasiteli Egemer santralinde 5 Haziran 2014 tarihinden itibaren tam kapasite çalışmaya başladı. Santralin tam kapasite devreye girmesi, ikili anlaşmalarla Şirket, Egemer portföyünü dışarıdan alınan elektrik yerine kendi üretimiyle besleyecek. Bu sayede, Şirket'in brüt kar marjını yılın geri kalan kısmında iyileştirmesini bekliyoruz. Diğer taraftan yağışların ikinci çeyrekte de yeterli seviyede seyretmediği ve hidroelektrik santrallerde KKO'nun yine düşük kalabileceğine dikkat çekmekte fayda görüyoruz. **AKENR** hisse senetleri için 26/05/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **1,33 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeks Üzerinde Getiri**" dir.

ARCLK	Değerleme (TL)	
Hisse Fiyatı (*)		12,85
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı		16,00
Yükselme Potansiyeli (%) (*)		25%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)		8.683

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
ARCLK Performans (%)	-4,10	3,21	2,70
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	8,16	15,21	13,73	13,47
FD/FAVÖK	6,98	9,93	9,63	37,62
PD/DD	1,17	2,06	2,02	2,08
Hisse Başına Kar (TL)	0,75	0,77	0,88	0,19

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	8.437	10.557	11.098	2.802
Brüt Kar	2.540	3.049	3.388	892
Brüt Kar Marjı (%)	30,1%	28,9%	30,5%	31,8%
Faaliyet Gideri	1.882	2.286	2.527	681
Faaliyet Gideri Marjı (%)	22,3%	21,7%	22,8%	24,3%
FAVÖK	876	1.024	1.163	295
FAVÖK Marjı (%)	10,4%	9,7%	10,5%	10,5%
Net Kar	541	547	623	135
Net Kar Marjı (%)	6,4%	5,2%	5,6%	4,8%

AKENR	Değerleme (TL)	
Hisse Fiyatı (*)		1,14
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı		1,33
Yükselme Potansiyeli (%) (*)		17%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)		831

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
AKENR Performans (%)	-3,39	5,56	-16,79
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	-	15,13	-	-
FD/FAVÖK	19,08	16,64	16,19	320,93
PD/DD	1,32	1,27	1,06	0,97
Hisse Başına Kar (TL)	-0,56	0,21	-0,17	-0,12

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	560	802	771	219
Brüt Kar	110	139	149	7
Brüt Kar Marjı (%)	19,6%	17,3%	19,4%	3,3%
Faaliyet Gideri	51	44	44	12
Faaliyet Gideri Marjı (%)	9,0%	5,4%	5,7%	5,5%
FAVÖK	106	149	166	8
FAVÖK Marjı (%)	19,0%	18,6%	21,5%	3,8%
Net Kar	-213	81	-127	-90
Net Kar Marjı (%)	-38,1%	10,1%	-16,5%	-40,9%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

BİZİM: Tüketici güvenindeki gerileme tüm perakende oyuncularını olduğu gibi Bizim Toptan'ı da olumsuz etkiledi. Bizim Toptan'ın satışları birinci çeyrekte geçen yıla göre %1,2 gerilerken, üst yönetimdeki değişiklik sonrası benimsenen karlılık odaklı stratejiyle Şirket brüt kar marjını 0,3 puan iyileştirdi. Bizim Toptan geçtiğimiz yıl fiyat yatırımları yaparak Pazar payını artırmaya yönelik bir strateji izlemiştir. İç talepteki toparlanmanın yanı sıra, BDDK'nın Mayıs ayında taksit yasağında KOBİ'lere yönelik bir istisna getirerek kurumsal kredi kartlarını taksit yasağının dışında tutmasını Bizim Toptan'ın cirosunu olumlu yönde etkileyecek gelişmeler olarak değerlendiriyoruz. Horeca ve kurumsal müşterilere yapılan satışların payının toplam satışlar içindeki payının artması ve sigara satışlarının payının düşmesiyle Şirket'in brüt kar marjının iyileşebileceği de beklentilerimiz arasındadır. Kar marjı daha düşük tütün grubu satışlarının toplam satışlardaki payı 2009'da %33 iken 2013'te %25'e kadar düştü. Şirket, önümüzdeki yıllarda tütün grubu satışlarının payını %20-22 seviyesine çekerek karlılığını yükseltmeyi hedeflemektedir. **BİZİM** hisse senetleri için 22/05/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **21,10 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeks Üzerinde Getiri**" dir.

BMEKS: BDDK'nın kredi kartı taksit sınırlandırmasının en çok etkilediği sektörlerin başında tüketici elektroniği yer aldı. Elektronik ürünlerine getirilen 9 taksit sınırı çok sınırlayıcı bir etki yapmasa da, cep telefonlarına getirilen taksit yasağı BDDK sınırlamasının sektör üzerindeki en olumsuz etki oldu. 2013'ün son çeyreğinde Electroworld'ü satın aldıktan sonra, 2013 sonunda Darty mağazalarını satın alan Bimeks, Darty mağazalarının dönüşümüne 2014'ün ilk çeyreğinde başladı. İlk çeyrekte 19, Nisan-Mayıs aylarında da 4 mağazanın daha dönüşümünün tamamlanmasıyla toplamda 23 mağazayla Darty'lerin Bimeks'e dönüşümü tamamlandı. Böylece Bimeks'in toplam mağaza sayısı 128'e ulaştı. İlk çeyrekte cirosunu %94 artıran Bimeks'in, Darty mağazalarının tam kapasite çalışmaya başlamasıyla birlikte cirosunda daha dik yükselişler gerçekleşmesi beklentilerimiz dahilindedir. İlk çeyrekte FAVÖK marjında 0,9 puanlık bir gerileme yaşanmış olsa da, bunun ağırlıklı olarak Darty mağazalarının dönüşümünden kaynaklanan tek seferlik giderlerden kaynaklandığını hatırlatmakta fayda var. Şirket'in artan pazar payıyla genişleyen pazar etkinliği, beyaz eşya segmentinde yetersiz sergi alanı sorununun Darty ile çözülmesi, artan hacimsel varlıkla birlikte tedarikçilerden alınabilecek daha avantajlı fiyatlarla Bimeks'in FAVÖK marjının iyileşeceğini öngörüyoruz. **BMEKS** hisse senetleri için 16/05/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,33 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

BİZİM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	18,05
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	21,10
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	17%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	722
* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
BİZİM Performans (%)	-8,38	-17,54	-40,24
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	25,18	42,61	23,76	23,12
FD/FAVÖK	11,68	15,80	13,09	48,52
PD/DD	7,57	9,20	6,94	5,81
Hisse Başına Kar (TL)	0,75	0,65	1,00	0,12

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	1.733	1.974	2.247	497
Brüt Kar	148	171	197	51
Brüt Kar Marjı (%)	8,5%	8,7%	8,8%	10,3%
Faaliyet Gideri	94	112	141	38
Faaliyet Gideri Marjı (%)	5,4%	5,7%	6,3%	7,7%
FAVÖK	63	69	69	16
FAVÖK Marjı (%)	3,6%	3,5%	3,1%	3,3%
Net Kar	30	26	40	5
Net Kar Marjı (%)	1,7%	1,3%	1,8%	1,0%

BMEKS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	1,50
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,33
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	55%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	180
* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
BMEKS Performans (%)	-6,83	-3,85	-7,41
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	34,16	81,13	18,37	23,06
FD/FAVÖK	4,65	5,98	11,09	31,76
PD/DD	1,45	1,34	1,66	1,35
Hisse Başına Kar (TL)	0,07	0,02	0,10	-0,03

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	396	495	697	273
Brüt Kar	87	89	119	45
Brüt Kar Marjı (%)	22,1%	18,0%	17,1%	16,6%
Faaliyet Gideri	62	73	108	41
Faaliyet Gideri Marjı (%)	15,7%	14,7%	15,5%	15,0%
FAVÖK	36	28	27	10
FAVÖK Marjı (%)	9,1%	5,6%	3,9%	3,6%
Net Kar	4	2	12	-4
Net Kar Marjı (%)	1,0%	0,4%	1,7%	-1,4%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

TCELL: Yoğun rekabetin yaşandığı Türkiye mobil pazarında, operatörlerin paketli teklifleri rekabeti daha da kızıştırıyor. Diğer yandan, BTK'nın ara bağlantı ücretlerindeki regülasyonları rekabette pazar payı odağını daha da önemli hale getirdi. Pazarda açık ara lider olan Turkcell; abone sayısına göre %49,2, gelire göre %46,6'lık Pazar payına sahiptir. Turkcell ilk çeyrekte hem gelirlerini hem de brüt kar marjını artırmayı başardı. İştiraklerin grup gelirlerine katkısı artmaya devam etti. 1Ç13'te %18,1 olan iştirak gelirlerinin grup gelirlerine katkısı, 1Ç14'te %20,1'e yükseldi. Diğer taraftan Ukranya'daki iştirak Astelit'ten Ukranya'da yaşanan devalüasyondan dolayı kaynaklanan yüksek kur farkı gideri, Şirket'in karlılığını olumsuz etkiledi. Bilindiği gibi Turkcell, Genel Kurul'un toplanamaması nedeniyle 4 yıldır temettü dağıtmıyor. Sorunun çözülmesi durumunda son 4 yıl için %75'lik bir dağıtım oranı ile toplamda hisse başına 2,5 TL'lik bir temettü ödemesi gerçekleştirilebilir. Nisan ayında ABD merkezli temyiz mahkemesi, Turkcell'in ana hissedarları Çukurova Holding ve TeliaSonera arasındaki davada, Çukurova Holding'in ABD'deki mal varlıklarının dondurulmasına yönelik kararı bozmuştu. Böylece, İngiltere'deki Privy Council'in verdiği karar doğrultusunda Çukurova'nın Altimo'ya 1,56 milyar \$ ödeyerek %13,81'lik hissenin geri alması için verilen 60 günlük süreç başlamış oldu. İngiliz Yüksek Mahkemesi ise Turkcell'e Alfa Grup'tan kontrol payını geri alabilmesi için ek süreyi 24 Haziran'dan 30 Temmuz'a uzattı. Turkcell'in finansman arayışları sürmektedir. Son olarak SPK Başkanı Vahdettin Ertaş, Turkcell'in 1 Nisan 2015'e kadar sorunu çözmemesi durumunda SPK'nın müdahale edeceğini açıkladı. **TCELL** hisse senetleri için 06/05/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **14,20 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"**dir.

ÇİMSA: Türkiye çimento sektörü 2014 yılına yüksek büyüme oranlarıyla başladı. 2014 yılı ilk iki aylık verilere göre çimento üretiminde %18,8 ve hazır beton üretiminde ise %15,8 oranında artış yaşandı. Çimsa 2014 yılı ilk çeyreğinde, artan yurt içi satış hacmi ve ürün fiyatlarının etkisiyle geçen yılın aynı dönemine göre %18,7 satış büyümesine ulaşarak 225 milyon TL satış geliri elde etti. Toplam üretim miktarını %5 artıran Şirketin yurt içi satış miktarı artış gösterirken, ihracat miktarı azaldı. Ürün fiyatlarındaki artışın katkısıyla büyüyen satış gelirlerinin yanında satışların maliyetinin geçen yılın aynı dönemine göre sadece %6,6 oranında artış göstermesi ile brüt kar marjı %25,8 seviyesine yükseldi. Şirketin iştiraki Exsa'nın karından 2013 yılı ilk çeyreğinde Şirket payına düşen tutar 11,5 milyon TL iken bu çeyrekte 2,6 milyon TL kar isabet etmiştir. Bu durum net kar marjındaki yükselişi sınırlandırmış, Ana Ortaklık Net Dönem Karı %45,2 artışla 35,6 milyon TL olurken net kar marjı %15,8 seviyesine yükselmiştir. **ÇİMSA** hisse senetleri için 08/05/2014 tarihinde hedef fiyatımızı **14,20 TL**'ye yükseltirken, önerimizi **"Endekse Paralel Getiri"** olarak koruyoruz.

TCELL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	12,65
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	14,20
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	12%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	27.830

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TCELL Performans (%)	-2,32	2,43	16,06
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	16,51	12,20	10,72	12,38
FD/FAVÖK	5,75	6,77	5,86	24,66
PD/DD	1,79	1,97	1,68	1,72
Hisse Başına Kar (TL)	0,54	0,95	1,06	0,16

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	9.370	10.507	11.408	2.855
Brüt Kar	3.421	4.025	4.349	1.114
Brüt Kar Marjı (%)	36,5%	38,3%	38,1%	39,0%
Faaliyet Gideri	2.096	2.190	2.394	625
Faaliyet Gideri Marjı (%)	22,4%	20,8%	21,0%	21,9%
FAVÖK	2.913	3.161	3.431	881
FAVÖK Marjı (%)	31,1%	30,1%	30,1%	30,9%
Net Kar	1.140	2.062	2.334	160
Net Kar Marjı (%)	12,2%	19,6%	20,5%	5,6%

CİMSA	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	14,05
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	14,20
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	1%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.898

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
CİMSA Performans (%)	5,24	22,17	18,75
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	8,26	10,70	5,09	4,81
FD/FAVÖK	6,18	7,53	6,86	28,77
PD/DD	1,19	1,25	1,42	1,57
Hisse Başına Kar (TL)	0,91	0,85	2,24	0,26

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	801	857	954	225
Brüt Kar	207	211	232	58
Brüt Kar Marjı (%)	25,8%	24,7%	24,3%	25,8%
Faaliyet Gideri	45	47	50	13
Faaliyet Gideri Marjı (%)	5,6%	5,4%	5,2%	5,7%
FAVÖK	201	210	236	59
FAVÖK Marjı (%)	25,1%	24,5%	24,8%	26,3%
Net Kar	123	111	302	36
Net Kar Marjı (%)	15,4%	13,0%	31,7%	15,8%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

EREGL: Ereğli Grubu'nun 2014 yılının ilk çeyreğinde toplam satışları ton bazında önemli bir değişiklik göstermezken, ürün grupları arasında en yüksek karlılığa sahip yassı mamul satışının artmasının ve geçen yılın ortalama %24 üzerinde seyreden dolar/TL paritesinin etkisiyle %20,8 oranında satış büyümesine ulaşmıştır. Grup, 2014 yılı ilk çeyreğinde 2.934 milyon TL satış geliri elde etmiştir. Türkiye'nin slab ve yassı mamul ithalatın azalması Ereğli Grubunun yurt içi piyasadan aldığı payın artmasına sebep olmuş, sıcak mamul üretimini ve satışını %9 artıran Şirket, toplam yurt içi satışlarını %7 ve yurt içi ciro su %28 oranında artırmıştır. 2014 yılı ilk çeyreğinde dolar bazında gerileyen hammadde maliyetleri, ilk madde ve malzeme giderlerindeki artışı sınırlandırmış, enerji giderlerinin de artmamış olmasının etkisi ile brüt kar marjı %20,5 seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde banka kredi faiz giderlerindeki azalışın katkısı ile Grup'un finansal giderleri %28 oranında azalmış ve net kar marjı %14,7'ye yükselirken, Ana Ortaklık Net Dönem Karı %89,4 yükselişle 432 milyon TL'ye ulaşmıştır. Ayrıca Dünya'nın en büyük demir cevheri ithalatçısı konumunda olan Çin'in ekonomik büyüme hızının gerilemesi ile cevher talebinin azalması Haziran ayı içerisinde fiyatların 91\$ seviyesine gerilemesine neden olmuştur. 2013 yılını 135\$ dolar seviyesinde tamamlayan demir cevherinin yılbaşından itibaren ortalama değer kaybı %16 seviyesine ulaşmıştır. Demir cevheri fiyatlarında yaşanan düşüşü göz önüne alarak son dönemde gerileyen faiz oranları nedeniyle risksiz getiri oranında 150 baz puanlık azalış gerçekleştirdiğimiz **EREGL** hisse senetleri için 18/06/2014 tarihinde hedef fiyatımızı **4,03 TL**'ye yükseltirken, önerimizi "**Endekse Paralel Getiri**" olarak güncelliyoruz.

TRKCM: Trakya Cam 2013 yılı Mayıs ayında satın aldığı Almanya'da kurulu Fritz Holding'in tam konsolide edilmesinin de etkisiyle 2014 yılının 1. çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre satış gelirini %92,1 oranında artırarak 453 milyon TL net satış geliri elde etti. Şirketin geçen yılın aynı döneminde 1 milyon TL seviyesinde olan Avrupa satışları bu çeyrekte 125 milyon TL oldu. Yurt içi satış büyümesi ise %36 artışla 330 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Şirketin 2014 yılı ilk çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre toplam satış gelirleri %7,5 oranında azalmıştır. Satışların dağılımına bakıldığında inşaat sektöründe kullanılan temel cam satış gelirlerinin %21 oranında azaldığı ve otomotiv camlarının da içinde bulunduğu diğer camlar segmentinin satış gelirlerinde %17 artış yaşandığı gözlenmiştir. Temel camlar satışlarının karlılık marjlarının daha yüksek olması nedeniyle bu segmentteki satışların gerilemesi brüt kar marjını olumsuz etkilemiştir. Satış büyümesinin altında gerçekleşen maliyet artışı karlılık marjlarını iyileştirdi ve 2014 yılı 1. çeyreğinde 2013 yılının aynı dönemine göre brüt kar marjının %24'ten %30,2 seviyesine yükselmesini sağladı. Geçen yılın aksine bu dönem net finansal gider yazan Şirketin net kar marjı %7,2 ile sınırlı kalırken Ana Ortaklık Net Karı %661 artışla 32,6 milyon TL oldu. **TRKCM** hisse senetleri için 14/05/2014 tarihinde hedef fiyatımızı **2,80 TL**'ye yükseltirken, önerimizi "**Endekse Paralel Getiri**" olarak güncelliyoruz.

EREGL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	3,98
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	4,03
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	1%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	13.930

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
EREGL Performans (%)	20,24	59,68	132,38
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	7,01	16,75	9,82	8,59
FD/FAVÖK	5,12	9,33	6,06	18,41
PD/DD	1,00	1,05	1,07	1,16
Hisse Başına Kar (TL)	0,47	0,15	0,26	0,12

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	8.921	9.570	9.781	2.935
Brüt Kar	2.072	1.029	1.859	603
Brüt Kar Marjı (%)	23,2%	10,8%	19,0%	20,5%
Faaliyet Gideri	294	283	314	77
Faaliyet Gideri Marjı (%)	3,3%	3,0%	3,2%	2,6%
FAVÖK	2.092	1.089	1.942	630
FAVÖK Marjı (%)	23,4%	11,4%	19,9%	21,5%
Net Kar	1.039	484	960	451
Net Kar Marjı (%)	11,6%	5,1%	9,8%	15,4%

TRKCM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,54
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,80
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	10%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.803

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TRKCM Performans (%)	3,67	18,47	-4,70
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	6,56	22,37	15,39	10,29
FD/FAVÖK	3,58	10,72	9,57	23,87
PD/DD	0,86	0,89	0,84	0,68
Hisse Başına Kar (TL)	0,37	0,11	0,17	0,05

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	1.255	1.034	1.488	453
Brüt Kar	447	265	422	137
Brüt Kar Marjı (%)	35,6%	25,7%	28,4%	30,2%
Faaliyet Gideri	219	211	312	91
Faaliyet Gideri Marjı (%)	17,5%	20,4%	21,0%	20,2%
FAVÖK	356	153	219	76
FAVÖK Marjı (%)	28,3%	14,8%	14,7%	16,7%
Net Kar	236	84	125	35
Net Kar Marjı (%)	18,8%	8,2%	8,4%	7,8%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

TUPRS: Tüpraş'ın rafineri marjı son dört çeyrekte Akdeniz rafineri marjının üzerinde seyretti. 2014 yılı ilk çeyreğinde Akdeniz Rafineri Marjı, önceki yıla göre %86 azalarak 0,39 \$/varil olurken, Tüpraş'ın rafineri marjı %167 artışla 2,41 \$/varil oldu. Tüpraş'ın 2,03 \$/varil olan rafineri marjının 0,34 \$/varil'i stok değer kazancından kaynaklandı. Akdeniz rafineri marjlarındaki kötüleşmede, zayıf talep ve artan jeopolitik riskler sonucunda Ural ham petrolünün Brent petrole göre fiyat farkının geçtiğimiz yılın ilk çeyreğine göre azalmasının etkili olduğu söylenebilir. Diğer yandan, 2013 yılının her çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre gerileyen Akdeniz rafineri marjı son çeyrekte bir önceki çeyreğe göre ise artış göstermiştir. Tüpraş'ın rafineri marjındaki iyileşmede ise artan kapasite artışı, optimizasyon uygulamaları ve stok değer artışlarının etkili olduğu görülmektedir. Tüpraş'ın satışları son çeyrekte ton bazında %3,7 gerilerken ürün fiyat oranlarının da gerilemiş olması operasyonel karlılıklara olumsuz yansıdı. Ciro ise miktarsal satışlarda ve ürün fiyat oranlarındaki gerilemeye rağmen TL karşısında değerlendirilen Dolar sayesinde aynı dönemlerde %12,7 arttı. Tüpraş'ın Kasım 2014'te devreye girmesi beklenen Fuel Oil Dönüşüm Projesi'nin şirketin katma değerli ürün satışlarını artırarak operasyonel karlılık marjlarına olumlu yansımaları beklemekteyiz. BMD Model portföyümüzde yer alan **TUPRS** hisse senetleri için 13/05/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **48,00 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

PETKM: 2014 yılı ilk çeyreğinde geçen yıla göre PETKİM'in miktarsal (ton bazında) satışları %1,4 azalışla 397 bin ton, satış gelirleri ise %20,2 artışla 1.190 milyon TL oldu. Bu durum ortalama ürün fiyatlarının geçen yıla göre neredeyse %21,6 arttığını gösteriyor ancak bu artışta ABD Doları'nın TL karşısında %24,5 değerlendirilmiş olmasının etkisi önemli olmuş. Yılın ilk çeyreğinde yerel seçimler öncesinde yurtiçi talep cansız seyrederken, şirketin ihracatının cirosu içindeki payı da 2013 yılı ilk çeyreğinde %37 iken, 2014 yılında %33'e geriledi. Yurtiçi talebin ikinci çeyrekte daha güçlü olması beklenirken, Avrupa pazarlarında toparlanma ile birlikte önümüzdeki dönemlerde şirketin ihracatında da canlanma beklemekteyiz. 2014 1.çeyrek döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre PETKİM'in temel hammadde olan nafta fiyatlarındaki gerileme dolar bazında %4,5 ile ürün fiyatlarındaki dolar bazında %1,8'lik gerilemeden daha fazla olduğundan, şirketin brüt kar marjında iyileşme var. Hammadde olarak LPG kullanımını artırmakta olan şirketin brüt kar marjlarının bir önceki çeyreğe göre iyileşmesinde ise LPG fiyatlarında gerçekleşen düşüşün etkisinin olduğu söylenebilir. BMD Model portföyümüzde yer alan **PETKM** hisse senetleri için 02/05/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **3,40 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

TUPRS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	50,10
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	48,00
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	-4%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	12.546

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TUPRS Performansı (%)	-2,81	10,11	16,68
BİST Performansı (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	8,07	8,81	8,97	7,18
FD/FAVÖK	5,15	11,13	13,42	50,18
PD/DD	2,29	2,66	2,11	2,18
Hisse Başına Kar (TL)	4,96	5,85	4,78	2,04

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	40.806	42.437	41.078	9.276
Brüt Kar	2.647	1.691	1.473	409
Brüt Kar Marjı (%)	6,5%	4,0%	3,6%	4,4%
Faaliyet Gideri	739	666	700	158
Faaliyet Gideri Marjı (%)	1,8%	1,6%	1,7%	1,7%
FAVÖK	2.158	1.247	1.014	313
FAVÖK Marjı (%)	5,3%	2,9%	2,5%	3,4%
Net Kar	1.245	1.471	1.199	513
Net Kar Marjı (%)	3,0%	3,5%	2,9%	5,5%

PETKM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	3,12
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	3,40
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	9%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	3.120

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
PETKM Performansı (%)	2,87	18,22	14,80
BİST Performansı (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	19,25	112,58	55,83	31,06
FD/FAVÖK	18,53	122,70	12,12	36,66
PD/DD	1,16	1,66	1,60	1,52
Hisse Başına Kar (TL)	0,10	0,02	0,05	0,04

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	3.891	4.349	4.159	1.190
Brüt Kar	175	81	270	92
Brüt Kar Marjı (%)	4,5%	1,9%	6,5%	7,8%
Faaliyet Gideri	122	130	117	41
Faaliyet Gideri Marjı (%)	3,1%	3,0%	2,8%	3,4%
FAVÖK	115	23	231	73
FAVÖK Marjı (%)	2,9%	0,5%	5,6%	6,1%
Net Kar	102	25	49	37
Net Kar Marjı (%)	2,6%	0,6%	1,2%	3,1%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

TRGYO: Mall of İstanbul projesinde yer alan konut ve ofislerin Aralık 2013'te teslim edilmesine başlandı. Bu projede KDV dahil 563,9 milyon TL taahhütlü ön satış gerçekleştiren Şirket, teslimlerle birlikte 206,8 milyon TL konut satış geliri elde etti. Kira gelirlerinin eklenmesiyle 2014 yılı ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre toplam satış gelirleri %476 artışla 241,8 milyon TL'ye ulaştı. 48,8 milyon TL esas faaliyet karı elde eden Şirketin, faiz giderlerindeki artış dolayısıyla net karı 20,7 milyon seviyesinde açıklandı. Net karı geçen yılın aynı dönemine göre %33 azalmış oldu. Şirketin diğer projelerindeki son durum ise şu şekildedir:

-Torun Center projesinde konutların yüzde 32'si, ofislerin ise yüzde 35'i satıldı.

-Mart 2014 Mart sonuna kadar taahhütlü ön satışlar sebebiyle 256,7 milyon TL avans elde edildi.

-Torun Tower ofis projesinde kiralanabilir 66.000 m2 toplam kiralanabilir alanın 60.023 m2 alanı 10 yıl süre ile Denizbank'a kiralanması için anlaşma imzalandı.

TRGYO hisse senetleri için 09/04/2014 tarihinde hedef fiyatımızı **4,58 TL**'ye yükseltirken, önerimizi **"Endeksin Üzerinde Getiri"** olarak koruyoruz.

TRGYO	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	3,35
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	4,58
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	37%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.675

* 03/07/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TRGYO Performans (%)	0,29	6,56	-4,48
BİST Performans (%)	-1,64	6,81	5,17

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013	2014/03
F/K	5,02	4,78	7,24	7,86
FD/FAVÖK	17,57	17,46	20,76	58,63
PD/DD	0,35	0,57	0,46	0,46
Hisse Başına Kar (TL)	0,79	0,67	0,38	0,04

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013	2014/03
Gelir	163	225	344	247
Brüt Kar	100	139	166	56
Brüt Kar Marjı (%)	61,5%	61,6%	48,2%	22,8%
Faaliyet Gideri	25	17	26	4
Faaliyet Gideri Marjı (%)	15,0%	7,6%	7,6%	1,7%
FAVÖK	76	122	141	52
FAVÖK Marjı (%)	46,6%	54,3%	40,9%	21,1%
Net Kar	177	337	191	20
Net Kar Marjı (%)	108,8%	149,7%	55,4%	8,3%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

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	1,14	1,33	EÜG	16,7%	1,19	1,42	0,94	-	23,64	26.05.2014	
AKSEN	2,63	3,87	EÜG	47,1%	2,72	3,37	2,05	-	10,44	20.11.2013	
ARCLK	12,85	16,00	EÜG	24,5%	11,90	13,65	8,45	14,48	9,79	02.06.2014	
AYGAZ	9,12	Gözden Geçiriliyor			8,27	9,34	7,02	10,99	10,44		
BAGFS	49,45	Gözden Geçiriliyor			39,47	52,80	28,80	29,40	22,21		
BIMAS	48,40	48,65	EPG	0,5%	43,48	49,80	36,01	34,70	23,13	26.03.2014	
BIZIM	18,05	21,10	EÜG	16,9%	22,62	30,30	17,95	20,35	10,72	22.05.2014	
BMEKS	1,50	2,33	EÜG	55,3%	1,71	2,12	1,38	23,16	10,51	16.05.2014	
CIMSA	14,05	14,20	EPG	1,1%	11,49	14,20	8,89	6,06	8,01	08.05.2014	
DOAS	8,30	9,43	EPG	13,6%	7,62	10,73	5,25	9,78	10,42	19.05.2014	
EKGYO	2,66	2,93	EPG	10,2%	2,44	2,81	1,88	8,61	5,92	09.04.2014	
EREGL	3,98	4,03	EPG	1,3%	2,45	4,01	1,66	12,39	7,41	18.06.2014	
FROTO	25,95	27,25	EPG	5,0%	24,72	32,00	17,85	13,63	15,61	03.07.2014	
GUBRF	4,52	Gözden Geçiriliyor			3,56	4,55	2,29	18,83	4,29		
ISGYO	1,28	1,53	EÜG	19,5%	1,21	1,38	0,99	7,39	7,82	09.04.2014	
KRDMD	2,04	2,29	EPG	12,3%	1,28	2,06	0,88	14,04	7,24	16.06.2014	
PETKM	3,12	3,40	EPG	9,0%	2,77	3,20	2,37	37,56	12,03	02.05.2014	
SNGYO	0,83	1,12	EÜG	34,9%	0,91	1,19	0,65	18,38	16,61	09.04.2014	
TCELL	12,65	14,20	EPG	12,3%	11,83	13,70	10,30	13,10	6,64	06.05.2014	
THYAO	6,49	7,95	EÜG	22,5%	7,12	8,80	5,52	18,71	8,70	27.06.2014	
TOASO	13,40	12,15	EPG	-9,3%	11,91	14,20	8,84	14,46	8,90	03.03.2014	
TRGYO	3,35	4,58	EÜG	36,7%	3,20	3,97	2,41	9,43	19,81	09.04.2014	
TRKCM	2,54	2,80	EPG	10,2%	2,32	2,70	1,91	12,39	7,92	14.05.2014	
TTKOM	5,90	Gözden Geçiriliyor			6,09	7,09	5,14	17,79	5,84		
TTRAK	67,05	66,15	EPG	-1,3%	56,79	69,50	43,06	12,38	10,80	22.04.2014	
TUPRS	50,10	48,00	EPG	-4,2%	43,04	52,90	34,25	7,94	14,26	13.05.2014	

*03/07/2014 tarihli BİST kapanış fiyatları ile

EÜG: Endeksin Üzerinde Getiri
 EPG: Endekse Paralel Getiri
 EAG: Endeksin Altında Getiri

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

04.07.2014

III. 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 yayımlandığı 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 paylaşmaması 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.