

2014 I. ÇEYREK STRATEJİ RAPORU



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

İÇİNDEKİLER	SAYFA NO
YÖNETİCİ ÖZETİ	2
KÜRESEL GÖRÜNÜM	3
TÜRKİYE EKONOMİSİ	7
VARLIK YÖNETİM MODELİ	15
HİSSE SENEDİ	16
SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR	17
KIYMETLİ MADENLER	17
DÖVİZ SEPETİ	18
ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ	19

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

YÖNETİCİ ÖZETİ

Yılın üçüncü çeyreğinde birçok gelişmiş ülke büyüme hızı bir önceki çeyreğe göre artarken, gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ise ivme kaybı yaşandı. Ancak, Kasım ayında son on dört ayın en yüksek seviyesine yükselen küresel bileşik PMI endeksi ve diğer öncü göstergeler küresel büyümenin yılın son çeyreğinde de devam edeceğini gösteriyor. Diğer yandan, enerji ve petrol fiyatlarındaki düşüş beklentileri enflasyonun küresel olarak bir süre daha fiyat baskısı oluşturmayacağını işaret ediyor. Bu sebeple artan küresel ticaret ve finansal koşullardaki iyileşmelerin gelişmekte olan ülkeleri de önümüzdeki dönemlerde olumlu etkilemesini bekleyebiliriz.

Türkiye ekonomisi yılın üçüncü çeyreğinde %4,4 büyürken, %4,2 olan beklentileri aştı. Bir önceki çeyrek için %4,4 olarak açıklanan büyüme de %4,5'e revize edildi. Yılın ikinci yarısında, piyasa faizlerindeki yukarı yönlü hareket ve kredi hacmi artışındaki yavaşlamanın büyümeyi olumsuz etkilemesi beklenirken, güçlü yurtiçi talep bu beklentileri geçersiz kıldı. Böylece yılın ilk dokuz ayında gerçekleşen %3,9'luk büyüme ise, 2013 yılı için OVP'de öngörülen %3,6'lık büyümenin üzerine bile çıkılabileceğini gösterdi. Son çeyrekte devletin nihai tüketim harcamalarında zayıflama ve özel sektörün sabit sermaye oluşumunda artış büyümenin sağlıklılığı açısından olumlu ancak dış ticaret verileri pek iç açıcı değil. Son gelen dış ticaret verilerine baktığımızda Ocak-Kasım döneminde ihracat geçen yılın aynı dönemine göre %0,8 azalışla 138,7 milyar \$, ithalat ise %5,4 artarak 228,5 milyar \$ oldu. Altın ve enerji hariç dış ticaret açığımız ise geçen yılın Ocak-Kasım dönemine göre %0,8 artışla 34,7 milyar \$'a yükselmiş. Buna bağlı olarak cari açığımız da kötüleşiyor. Nitekim, OVP de 2013 yılı için öngörülen Cari İşlemler Açığı/GSYİH oranı -%7,1 olmasına rağmen, yıllıklandırılmış cari açığımızın son 4 çeyrek GSYİH'ya oranı en son açıklanan veriler itibarıyla -%7,4 seviyesinde. Diğer yandan, güçlü iç talep sayesinde vergi gelirlerinde hedeflerin üzerinde artış olduğundan bütçe performansımız beklentilerden iyi. Geçtiğimiz yılın ilk on bir ayında 13,3 milyar TL bütçe açığı vermişken, bu yılın aynı döneminde 1,2 milyar TL açık verilmiş. Yıllık enflasyon ise %7,4 olarak gerçekleşerek Merkez Bankası'nın son enflasyon raporunda %6,8 olarak hedeflemiş olduğu oranın üzerinde. TÜFE-ÜFE makası da yıl başından itibaren daralma eğilimi göstererek Aralık ayı itibarıyla 43 baz puan ile yılın en düşük seviyesine gerilemiş. Son dönemlerde Dolar ve Euro'nun TL karşısında beklentilerin üzerinde güçlenmesi ve enflasyonun hedeflerin üzerinde seyrediyor olmasına rağmen, politika faizinde değişiklik yapmamakta kararlı olan TCMB bazı sıkılaştırıcı adımlar atıyor. Kasım ayında piyasaya verdiği likiditenin neredeyse üçte birini oluşturan 1 ay vadeli repo ihalelerine son veren TCMB, Aralık ayında da bankalara haftalık repo ve gecelik repo yoluyla sağladığı kaynağın miktarlarını azalttı. Döviz piyasası ile ilgili olarak ise TCMB Aralık ve Ocak aylarında döviz satım ihaleleri yapacağını ve döviz kurlarında aşırı oynaklık gözlenen günlerde saat 16.30'da yapılan döviz satım ihalesi minimum tutarın 10 katına kadar artırılabilirliğini duyurdu. Zorunlu karşılıklarla ilgili olarak da döviz likiditesini artırıcı düzenlemelere gidildi. TCMB, uygulanan politikalarının kredi hacmimizin büyüme hızında yavaşlatıcı ve küresel likiditedeki olası sıkışmaların ise dış ticaret dengemize olumlu yansarak cari açığımızı iyileştirici etkisinin olacağı görüşünde. Buna ek olarak TCMB mevcut politika duruşunun enflasyona ilişkin riskleri sınırlamak için yeterli olduğu görüşünde.

2014 yılı birinci çeyreği için BİST Sınaî Endeksi'nin şu anda seyretmekte olduğu 60 bin – 62,5 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %40, SGMK'e %45, kıymetli madenlere %5 ve döviz sepetine %10 ağırlık vererek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sınaî endeksi 60 bin – 62,5 bin bandında iken varlık dağılımı önerimizi %45 hisse, %30 SGMK , %10 kıymetli madenler ve %15 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, Fed'in parasal genişleme programında azaltıma başlamasıyla, cari açık riski yüksek bir gelişen ülke ekonomisine sahip Türkiye'den sermaye çıkışlarının kırılganlığı artacağı görüşündeyiz. Diğer yandan, Aralık ayında başlayan yolsuzluk operasyonunun siyasi riski artırması ve 2014 yılında seçimlerin yapılacak olması sebebiyle Borsa İstanbul'un diğer gelişmekte olan ülkelere göre görece daha düşük F/K oranıyla cazip hale geldiği kanısındayız. Bu sebeplerle bir önceki çeyreğe göre BİST Sınaî Endeksi'nin 60 bin -62,5 bin bandında seyretmesi halinde hisse senedi için önerdiğimiz ağırlığı sadece %5 azaltmış bulunuyoruz.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

KÜRESEL GÖRÜNÜM

Ekonomik aktivite gelişmiş ülkelerde ivmelenirken gelişmekte olan ülkelerde ise aksine ivme kaybı yaşanmaktadır. Yılın üçüncü çeyreğinde birçok gelişmiş ülke büyüme hızı bir önceki çeyreğe göre artmıştır. Bu artış OECD genelinde %0,5 ve G-20 toplamında %0,9 oranında olmuştur. Bununla birlikte, Kasım ayında son on dört ayın en yüksek seviyesine yükselen küresel bileşik PMI endeksi ve diğer öncü göstergeler küresel büyümenin yılın son çeyreğinde de devam edeceğini göstermektedir. Küresel ticaret de iyileşme eğilimde ve yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre %1,1 artış göstermiş ancak artış oranları hala 2008 krizi öncesi dönemlerin altında. Diğer yandan, gelişmiş ekonomilerde reel sektörle ilgili öncü göstergeler iyileşmeye işaret ediyor olmasına rağmen, kamuda devam eden yeniden dengelenme ve konsolidasyon süreçleri ise toparlanmayı sınırlandırıyor. Gelişmekte olan ülkelerde ise altyapı ve kapasite ile ilgili sorunlar büyümedeki ivme kaybının temel sebebi gibi görünüyor. Gelişmekte olan ülkeler arasında Çin'de yılın üçüncü çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre en yüksek ve %2,2 artış, Brezilya'da ise %0,5 daralma gerçekleşmiştir. Diğer yandan, enerji ve petrol fiyatlarındaki düşüş beklentileri enflasyonun küresel olarak bir süre daha baskı unsuru olmayacağını gösteriyor. Bu sebeple artan küresel ticaret ve finansal koşullardaki iyileşmelerin gelişmekte olan ülkeleri de önümüzdeki dönemlerde olumlu etkilemesini beklemekteyiz.

ABD'de toparlanmanın hızlandığını gösteren ekonomik verilerin ardından Fed, Aralık ayı toplantısında, 2014 yılı Ocak ayından itibaren uygulanmaya başlamak üzere, aylık 85 milyar dolar olan tahvil alım programı 75 milyar dolara indirme kararı aldı. ABD'de yılın üçüncü çeyreğinde %3,6 olarak açıklanan ve daha sonradan %4,1'e revize edilen büyüme oranı ekonomik toparlanmanın hızlandığını gösteriyor. 2015 yılına kadar yapılacak bütçe harcamaları konusunda anlaşmaya varılmış olması da ılımlı büyümenin önümüzdeki çeyreklerde de devam etmesini destekliyor. Son aylarda kademeli olarak iyileşen işsizlik oranı Kasım ayı itibarıyla %7'ye gerilerken, aynı ayda enflasyon da %1,2 seviyesinde gerçekleşti. İşgücü piyasasındaki toparlanma ve borçluluğun azalmasının sabit sermaye ve gayrimenkul yatırımlarına da olumlu yansımaları beklenmektedir. Avro Bölgesinde altı çeyrek yaşanan daraldan sonra 2013 yılının ikinci çeyreğinde %0,3 büyüme gerçekleşmiş ancak bir sonraki çeyrekte gerçekleşen büyüme sadece %0,1 olabilmektedir.

Çin'de hükümetin uyguladığı teşviklerle ekonomik aktivitede iyileşme yaşanmakta, emtia piyasasında ise Amerikan ham petrolü ile Brent petrol fiyatları arasındaki makas açılmaktadır. İmalat sanayi satın alma yöneticileri endeksi (PMI) verisi yılın son çeyreğinde son 1,5 yılın en yüksek seviyelerinde seyretmektedir. Bununla birlikte dış ticaret fazlası da son yılların en yüksek seviyesinde bulunmaktadır. Yaşanan küresel kriz sonrasında Çin'in en fazla ihracat yaptığı ABD ve Avro Bölgesinin Çin'in toplam ihracatından aldıkları payda azalma olduğu görülmektedir. Kasım ayı itibarıyla Amerikan ham petrolü ile Brent petrol fiyatları arasındaki makas açılmaya devam etmektedir. Bunun sebebi Brent petrole olan talep rafineri bakım onarım çalışmaları sebebiyle artarken ABD'de ham petrol stoklarının ve dolayısıyla arzın artmasıdır.

ABD

%4,1'e revize edilen ABD 2013 yılı üçüncü çeyrek büyüme oranı aynı zamanda 2012 yılı başından itibaren ülkede gerçekleşen en hızlı çeyreklik artış oldu. Bir önceki çeyreğe göre yılın üçüncü çeyreğinde tüketim ve ihracat büyümesinde yavaşlama olmuş ancak, yatırımlardaki büyüme %9,7'den %16,7'ye yükselmiştir. Diğer yandan, tüketicilerin harcama yapma eğilimi halen kriz öncesi seviyelerin altında ve bunun eski seviyelerine yükselmesinin işsizlik oranındaki kademeli iyileşmenin devamı ile mümkün olabileceği söylenebilir. Yılın ilk yarısında yükseliş eğilimi göstererek Haziran ayında zirve yapan tüketici güveni yılın ikinci yarısında biraz gerileme göstermiştir. Diğer yandan, satın alma yöneticileri endeksi yılın son altı ayda her ay yükselmiş ve son yılda gerçekleşen en yüksek

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

seviyeye ulaşmıştır. Son aylarda çalışma verimliliğinde artış gözlemlenmiş ve buna rağmen istihdam piyasasında da iyileşme gözlemlenmiş ve Kasım ayı itibarıyla işsizlik oranı %7'ye gerilemiştir. Geçen yılın Ekim ayında %2,2 olan enflasyon oranı bu yılın aynı ayında %1'e gerilemiştir. Ancak bu dönemlerde gıda ve enerji fiyatları hariç olarak hesaplanan çekirdek enflasyon %2'den %1,7'ye gerilemiştir. Son 3 ayda yatay seyreden çekirdek enflasyon oranına rağmen enflasyon oranının %2'den %1'e gerilemesinde gıda ve enerji fiyatlarındaki gerilemenin etkili olduğu görülmektedir. Ekim 2013 dış ticaret verilerine göre Çin, Kanada ve Meksika'ya olan ihracat artışlarının etkisiyle dış ticaret açığının iyileştiği görülmüyor.

2005 yılında Asya Pasifik bölgesindeki ekonomik yapıyı serbestleştirmek amacıyla imzalanan Trans Pasifik Ortaklığı'na (TPP) ek olarak, ABD ile AB arasında imzalanması planlanan ve dünyanın en büyük ticari ilişkisi olması beklenen Transatlantik Ticaret ve Yatırım Ortaklığı (TTIP) ABD küresel ticaretinin yönünde belirleyici olacaktır. 2013 yılı itibarıyla Avustralya, Brunei, Şili, Kanada, Japonya, Malezya, Meksika, Yeni Zelanda, Peru, Singapur, ABD ve Vietnam'dan oluşan 12 ortaklı bir anlaşma haline gelmiş olan TPP, ABD'nin dördüncü büyük ihracat pazarını oluşturmaktadır. Bugün bu ortaklığa dahil olan ülkelerin toplam nüfusu 478 milyon ve toplam GSYH dünya GSYH'sinin %37'si olan 11,9 trilyon dolardır. 2013 yılında Tayvan ve Güney Kore de bu ortaklığa katılmak istediklerini ifade etmişlerdir. Bununla birlikte ABD, AB ile dünya GSYH'nin %46'sını oluşturan 31 trilyon dolarlık GSYH'ya ve dünya ticaretinin %31'ine tekabül eden ve dünyanın en büyük ticari ilişkisi olması beklenen Transatlantik Ticaret ve Yatırım Ortaklığı (TTIP) konusunda anlaşmak istemektedir. Bu anlaşma ABD ile AB'nin başta Çin olmak üzere gelişmekte olan diğer ülkelere karşı ittifak kurma ihtiyacından ortaya çıkmıştır. Bu anlaşma ile ortaklar arasında küresel ticaretin gelişmesi, istihdam ve ihracat artışı sağlamaları, rekabet güçlerinin kuvvetlenmesi ve küresel düzeyde ticaret dengelerinin değişmesi hedeflenmektedir.

Toparlanmanın hızlandığını gösteren ekonomik verilerin ardından Fed, Aralık ayı toplantısında, 2014 yılı Ocak ayından itibaren uygulanmaya başlamak üzere, aylık 85 milyar dolar olan tahvil alım programı 75 milyar dolara indirme kararı aldı. 75 milyar dolarlık tahvil alımının 40 milyar dolarlık kısmı hazine bonusu, 35 milyar dolarlık kısmı ise konut kredisi tahvillerinde yapılacak. Bununla birlikte Fed, özellikle istihdam ve enflasyon verileri öncülüğünde ekonominin iyileştiğine yönelik gelişmelerin devamı halinde 2014 yılında varlık alımlarının daha fazla azaltılabileceğini de ifade etti. Diğer yandan Fed, politika faizini, işsizlik oranı %6,5'un üzerinde ve enflasyon oranı %2,5'un altında kaldığı sürece değiştirmeyeceğini de belirtti. Fed Başkanı Bernanke, Aralık ayı toplantısında Fed'in aldığı kararların 2014 yılı Ocak ayı sonundan itibaren Fed başkanlığına gelecek olan Janet Yellen tarafından da desteklendiğini de bildirdi.

ABD Bütçesinde 2013 yılında önceki yıla göre GSYH'nin %2'sine yakın bir sıkılaştırma gerçekleşti. Bununla birlikte, vergi kesintilerinin sona ermesi ve kamu harcamalarının sınırlandırılması uygulanması gibi sebeplerden dolayı 2014 ve 2015 yıllarında her yıl GSYH'nin %1'i kadar daha sıkılaştırma olması beklenmektedir. Ekim ayında yeni bütçe için kongreden yetki alınamayan ABD'de hükümet kapatılmış ve devletin temel görevlerini yerine getiren çalışanlar dışındakiler işlerini bırakmak zorunda kalmışlardı. Daha sonra bu duruma geçici bir süre için çözüm bulundaysa da Ocak ayında yeniden buna benzer bir olayın yaşanması ihtimali bulunmaktaydı. Ancak, 11 Aralık tarihinde kesin anlaşmaya varıldı. Buna göre önümüzdeki iki yılda otomatik harcama kesintilerinin 63 milyar dolar artırılmasında ve bütçe açığının da 23 milyar dolar indirilmesinde anlaşıldı.

AVRO BÖLGESİ

Avro Bölgesi'nde yılın ilk üç çeyreğinde sırasıyla %0,2 daralma, %0,3 büyüme ve %0,1 büyüme yaşandı. Yılın ikinci çeyreğinde altı çeyrek süren resesyondan çıkıldığı görülmüş ancak tüketici ve yatırımcı güvenindeki artışlara rağmen üçüncü çeyrek büyümesi beklentilerin altında kalmıştır. Bunun sebebinin yılın üçüncü çeyreğinde Almanya (%0,3), Fransa (-%0,1), İspanya (%0,1), İngiltere (%0,8) ve İtalya (-%0,1) gibi büyük ekonomilerdeki zayıf büyüme

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

olduğu söylenebilir. Avrupa Merkez Bankası Avro Bölgesi'nin 2013 yılında %0,4 daralmasını ancak 2014 yılında %1,1 büyümesini öngörmektedir. Bölgede büyümenin bileşenlerine baktığımızda tüketim harcamalarının, finansal piyasalardaki iyileşmenin ve artan tüketici güveninin etkisiyle yılın ilk dokuz ayında GSYH performansından az da olsa daha güçlü seyrettiği görülüyor. Kasım ayında bölgede PMI endeksi bir önceki aya göre hafif düşüş göstermiş olsa da yılın ikinci yarısında birinci yarısına göre yüksek seyretmiş ve üretimde canlanmayı işaret etmiştir. Ancak, bu canlanmanın işgücü piyasasına henüz yansımamış olduğunu söyleyebiliriz. Bölgede son iki yıldır artmakta olan işsizlik oranı Ekim ayı itibarıyla %12,1 seviyesinde bulunmaktadır. Sabit sermaye yatırımlarında yılın ikinci ve üçüncü çeyreklerinde görülen sırasıyla %0,2 ve %0,4 artış ve kapasite kullanım oranında yılın her her çeyreğinde yaşanan yükseliş bölgedeki ekonomik toparlanmayı teyit etmektedir. Bölgenin dış ticaret performansında yılın ikinci çeyreğinde gözlenen güçlenme %0,3'lük GSYH büyümesinde önemli olurken, bu performans güçlenmesi ihracattaki zayıflama sebebiyle yılın üçüncü çeyreğinde devam ettirilememiştir. Ancak yine de bölgede 2013 yılı üçüncü çeyreğinde GSYH'nın %2,2'si oranında cari fazla verilmiştir.

Küresel ekonomilerdeki pozisyonlarını korumak amacıyla ABD ve AB arasında dünyanın en büyük ticari ilişkisi olması beklenen Transatlantik Ticaret ve Yatırım Ortaklığı (TTIP), küresel ticaretin önümüzdeki dönemlerde nasıl gelişeceğinde belirleyici olacak. Bu serbest ticaret anlaşması Dünya GSYH'nın %46'sını oluşturan 31 trilyon dolarlık GSYH'ya ve dünya ticaretinin %31'ine tekabül ediyor olduğundan önemlidir. 2013 yılının aralık ayında müzakerelerinin 3.turu tamamlanan bu anlaşmanın 4.tur görüşmelerinin de 2014 Mart ayında Brüksel'de gerçekleşmesi bekleniyor. Müzakerelerin 3.turunda her iki tarafında anlaşmadan KOBİ'lerin olumsuz etkilenmemelerine hassasiyet gösterdikleri anlaşılıyor. Bu anlaşmanın Türkiye'nin dış ticaretine de olumsuz etki edeceği aşikar görünüyor. Konuyla ilgili olarak Avrupa Birliği Türkiye Delegasyonu Başkan Vekili Bela Szombati ise geçen ay Gaziantep Ticaret Odası'nı ziyaretinde, Türkiye ve ABD ile ayrı ama paralel bir anlaşma yapılabileceği yönünde bir açıklama yaptı, ancak henüz net bir şey ortada yok. Diğer yandan, belirgin bir plan olmamakla birlikte Türkiye Hükümetinin 2014-2016 Orta Vadeli Programı'nda da serbest ticaret anlaşmalarına önem vereceği anlaşılıyor.

Avrupa Merkez Bankası 2013 ve 2014 yılları enflasyon oranlarının sırasıyla %1,4 ve %1,1 olacağını öngörmektedir. Kasım 2013 itibarıyla Avro Bölgesinde %0,8 olarak gerçekleşen gösterge enflasyon oranı bir önceki aydaki %0,7'nin üzerindedir. Bu artışın enerji ve hizmet fiyatlarındaki artıştan kaynaklandığı söylenebilir. Yüksek ürün fiyatları ile yönetilen fiyatların ve dolaylı vergilerin beklenilenden daha fazla artması enflasyon üzerinde yukarı yönlü risk oluştururken, beklenenden daha zayıf ekonomik aktivite de aşağı yönlü risktir. Enflasyon baskısı beklemeyen Avrupa Merkez Bankası 5 Aralık tarihli toplantısında politika faizini %0,25 seviyesinde sabit tutarken genişlemeci para politikalarına devam edebileceğinin işaretini vermiştir. Fed'in Aralık ayı toplantısında 2014 yılında başlamak üzere tahvil alım programında aylık 10 milyar \$'lık azaltıma gidileceğini açıklamasının ardından Aralık ayı içinde 1,36 seviyesine kadar gerileyen Euro/Dolar paritesi yıl sonu itibarıyla tekrar 1,38'li seviyelere yükselmiştir. Bölgenin bütçe açığının GSYH'ya oranı 2012 yılında %3,7 iken 2013 yılında %3,1'e gerileyeceği tahmin edilmektedir. Ancak bu dönemlerde brüt borç stokunun GSYH'ya oranı %92,7'den %95,7'ye yükselmiştir. Bu oranın 2014 yılında da %96'ya ulaşması beklenmektedir.

ÇİN

Çin'de kredi genişlemesi ve tüketimi destekleyici teşvikler iç tüketimin canlı seyretmesini sağlarken, uygulanan bu politikalar sonucunda varlık balonu oluşmuş ve etkin olmayan kamu yatırımlarının finanse edilmeye çalışılması sonucunda kamunun borç yükü artmıştır. 2013 yılının ilk on bir ayında geçen yıla göre Çin'de perakende satışlar %13,2 artarken, dünyanın en büyük otomobil pazarı olan Çin otomobil pazarında satışlar da %13,5 artmıştır. Çin Merkezi Hükümeti ilk serbest ticaret bölgesi olan Şangay serbest ticaret bölgesini açmıştır. Bu bölgenin başta bankacılık ve taşıma olmak üzere 19 endüstride bazı uygulamaların gevşetilmesi, yeni finansal

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

enstrümanlar ve yuanın serbest değişiminin uygulanması için pilot bölge olarak kullanılması planlanmaktadır. Diğer yandan, Çin ekonomisi hala özellikle konut sektöründeki yatırımlara bağımlı görünmekte ve düşük maliyetli krediler sebebiyle oluşan varlık balonu riskini taşımaktadır. Bu sebeple, Çin Merkez Bankası kredi genişlemesini yavaşlatmak ve finansal istikrarı sağlamak için finansal olarak zayıf bankaları piyasadan dışlayarak finansal piyasalara güveni artırmayı amaçlamaktadır. Diğer yandan, yerel hükümetlerin finansal piyasalardan dolayı şekilde borçlanmaları ve büyük altyapı projelerini finanse etmeye çalışmaları kamunun borç yükünü arttırmakta ve bunun önüne geçilmeye çalışılmaktadır.

2013 yılı üçüncü çeyreğinde %7,8 büyüyen Çin Ekonomisinin 2013 ve 2014 yılları için sırasıyla %7,6 ve %6,7 büyüyeceği tahmin edilmektedir. Yılın üçüncü çeyreğinde güçlenen PMI ve Sanayi Üretimi verilerinin yılın son çeyreğinde de yüksek seyrettiği görülmektedir. Buna ek olarak Ekim ayı OECD Bileşik öncü göstergeleri ve Tüketici Güven Endeksi son beş ayın en yüksek seviyelerinde seyretmektedir. İşsizlik oranı %4 seviyesinde seyreden Çin'de emek ücretlerinde artış eğilimi gözlemleniyor olmasına rağmen, çalışma çağındaki nüfustaki azalış ve hizmet sektöründeki büyüme işgücüne talebin güçlü olacağını göstermektedir. 2013 yılı Kasım ayında dış ticaret fazlası son yılın en yüksek seviyesine ulaşmış olan Çin'de, dış ticaret verileri son yıllarda ihracattaki payı en yüksek olan ABD ve AB'nin paylarında azalma ve Japonya haricindeki Asya ve diğer gelişmekte olan ülkelerin paylarında artış göstermektedir. Kasım ayı itibarıyla %3 olan tüketici fiyat endeksi uygulanan teşviklere rağmen daha fazla yükselme riski oldukça düşüktür. Ekonomiyi canlandırmak amacıyla en son 2012 yılı Temmuz ayında politika faiz oranında indirmeye giden Çin Merkez Bankası daha sonra politika faizinde bir değişiklik yapmamıştır. Ayrıca, Fed'in tahvil alım programında azaltıma gideceğini açıklamasına rağmen Çin'in uluslararası rezervlerinde artışlar görülmektedir. Bu durum bir çok gelişmekte olan ülke ekonomilerinden para çıkışları yaşanıyor olmasına rağmen Çin'de böyle bir durumun söz konusu olmadığını göstermektedir. Ayrıca, Çin yüksek dış ticaret fazlası sonucunda biriktirdiği dövizleri yurtdışı yatırımlarda da yoğun olarak kullanmaktadır. Dış yatırım stratejisi olarak Çin, yerli firmaların küresel rekabetini artırma ve öncelikli endüstrilerle ulusal kalkınmaya katkıda bulunmayı hedeflemektedir. Yatırım yapmada lokasyon belirlenirken vergi cenneti olan, doğal kaynak yönünden zengin ülkeler ve dışarıya açılan kapı olan Hong Kong tercih edilmektedir. Çin para birimi Yuan son yılda kademeli olarak Dolar karşısında değerlendirilmektedir. Kur politikası olarak da Yuan'ın konvertibilitesini artırma ve düşük kur politikasından kademeli olarak vazgeçme hedeflenmektedir.

DİĞER GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER

BREZİLYA

2013 yılı ikinci çeyreğinde yıllık bazda %3,3 büyüyen Brezilya ekonomisinde üçüncü çeyrek büyüme %2,2 ile beklentilerin altında kalmıştır. Büyümeyi desteklemek için tüketim mallarında uygulanan vergi indirimi ve yatırım amaçlı vergi teşvikleri ekonomiye ivme kazandırmak yerine bütçe açığını artırmıştır. Fed'in tahvil alım programında azaltıma gideceğini açıklamasıyla dolar karşısında hızla değer kaybeden Brezilya Real'ni güçlendirmek ve bütçe baskısını azaltmak amacıyla 27 Kasım tarihinde Brezilya Merkez Bankası gecelik faiz borç verme faiz oranı olan politika faiz oranını 50 baz puan artırarak %10'a yükseltmiştir. %4,5 olarak belirlenen enflasyon hedefini tutturmak amacıyla politika faiz oranı yıl içinde 275 baz puan yükseltilerek altı kez faiz artırımını yapmıştır.

HİNDİSTAN

Asya'nın ikinci büyük ekonomisi olan Hindistan'da koalisyon hükümetinin reformları yerine getirememesi, yüksek cari açık ve sermaye çıkışları sebebiyle büyüme birkaç çeyrekte zayıf seyretmektedir. Vergi reformu, doğrudan yabancı yatırımlarının serbestleşmesi ve sübvansiyonların azaltılması gibi temel önceliklerin sürdürülmesi halinde Hindistan Rupisi'nde olumlu görünümün devam etmesi beklenebilir. Diğer yandan 2013 yılı ikinci çeyreğinde Cari Açık/GSYH oranı %4,9 olan Hindistan'da yılın üçüncü çeyreğinde bu oran %1,2'ye gerilemiştir. Bunda

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

Avro Bölgesinde gerçekleşen ılımlı toparlanma ve zayıflayan Hindistan para birimi sayesinde ülkenin ihracatındaki artış etkili olmuştur.

RUSYA

2012 yılı ikinci yarısında ekonomik faaliyetlerinde önemli yavaşlama gözlemlenen Rusya'da ekonomik aktivitedeki yavaşlamanın 2013 yılında da devam etmesi beklenmektedir. Fed'in tahvil alım programında azaltıma gitmesi birçok gelişmekte olan para biriminde olduğu gibi Rus Rublesi'nin de Dolar karşısında değer kaybetmesine sebep olmaktadır. Rusya'da yıllık enflasyon %6 olarak hedeflenmiş olmasına rağmen %6,5 seviyelerinde seyretmektedir. Merkez Bankası politika faiz oranı ise %5,5 seviyesindedir.

EMTİA PİYASASI

Kasım ayında emtia fiyatları %1,6 oranında düşmüş, varil başına ham petrol fiyatı 102,6 \$ olarak gerçekleşmiştir. Yılın ilk yarısı itibarıyla petrol fiyatları OECD'nin Kasım 2012 tahminlerinin yaklaşık %8 altında seyretmişken, Temmuz ve Ağustos aylarında Suriye konusu ile ilgili artan gerginlikle birlikte fiyatlar aşırı yükselmiş ve Eylül ayı sonuna doğru normale dönmeye başlamıştı. Kasım ayında petrol fiyatlarında yaşanan düşüş ise kalıcı olamamış; rafinerilerin bakım, onarım işlemlerinin sürmesi ve Libya'da petrol kuyularında yapılan eylemler nedeniyle oluşan kesintiler sebebiyle fiyatlar tekrar yükselmeye başlayarak varil başına 106 \$'ın üstüne çıkmıştır. Diğer yandan, son zamanlarda bölgesel enerji fiyatları arasındaki farklılıklar açılmış ve bu durum şirketlerin yatırım kararlarını ve stratejilerini de etkileyecek boyuta ulaşmıştır. ABD'de kaya gazının artışı küresel talebi karşılamada önemli derecede etkili olacak olsa da ucuz maliyetli petrolün tek kaynağı olan Orta Doğu'nun uzun vadeli görünümü daha çok etkilemesi beklenmektedir. Libya ve Suudi Arabistan üretiminin azalması nedeniyle OPEC üretimi dört aydır azalmaktadır.

TÜRKİYE EKONOMİSİ

Tablo 1	GERÇEKLEŞME		ORTA VADELİ PROGRAM			
	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T
BÜYÜME						
GSYH (Milyar TL, Cari Fiyatlarla)	1.298	1.416	1.559	1.719	1.895	2.095
GSYH (Milyar \$, Cari Fiyatlarla)	776,7	786,0	823,0	867,0	928,0	996,0
Kişi Başına Milli Gelir (GSYH, \$)	10.503	10.497	10.818	11.277	11.927	12.670
GSYH Büyümesi (%)	8,8%	2,2%	3,6%	4,0%	5,0%	5,0%
Toplam Yurt içi Talep Büyümesi	7,7	-1,8	5,1	3,2	5,0	4,8
TÜFE Yıllonu (%)	10,5%	6,2%	6,8%	5,3%	5,0%	5,0%

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

2013 yılının üçüncü çeyrek döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla GSYİH %4,2 olan beklentilerin üzerinde ve %4,4 artış gösterdi. Son gelen büyüme verilerine göre yılın ikinci çeyreği için %4,4 olarak açıklanan büyüme de %4,5'e revize edildi. Böylece son çeyrekte GSYİH'da gerçekleşen artış, bir önceki çeyrekte gerçekleşen %4,5'lik artışın altında ancak 2012 yılı üçüncü çeyreğinde gerçekleşen %1,5'lik artıştan üzerinde olmuş oldu. Yılın ilk dokuz ayında gerçekleşen %3,9'luk büyüme, 2013 yılı için OVP'de öngörülen %3,6'lık büyümenin üzerine bile çıkılabileceğini gösterdi. Cari fiyatlarla GSYİH 2012 yılının üçüncü çeyreğine göre %10 artış, Dolar bazında cari fiyatlarla GSYİH ise bu dönemlerde Doların TL karşısında %9,7'lik değer artışı sonucunda, TL bazındaki %10'luk artışın oldukça altında ve %0,3 artış gösterdi. 2013 yılının 4. çeyreğinde geçen yıla göre Doların TL karşısında %13,6 değerlenmiş olduğunu dikkate aldığımızda, Dolar ve TL bazında GSYİH artışları arasındaki farkın açılmasını beklemekteyiz. Harcamalar yöntemine göre yılın üçüncü çeyreğinde yerleşik hane halklarının tüketimi, sabit sermaye oluşumu ve ithalat sırasıyla %5,1, %6 ve %6'lık artışlarla %4,4'lük GSYİH artışının üzerinde; devletin nihai tüketim harcamaları ve ihracat ise sırasıyla %0,6 ve negatif %2,2 ile GSYİH artışının altında büyüdü.

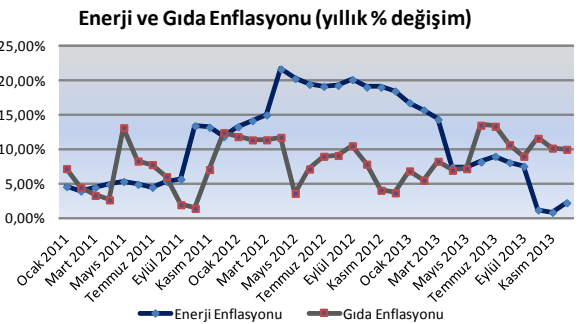
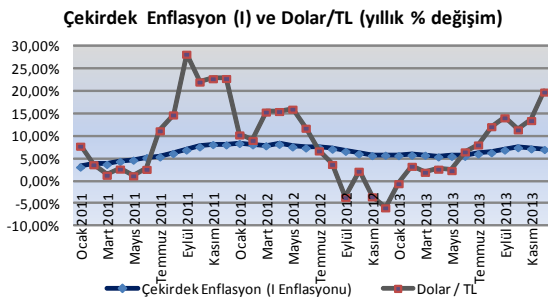
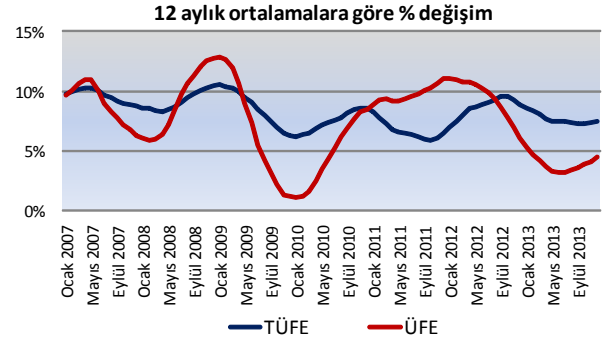
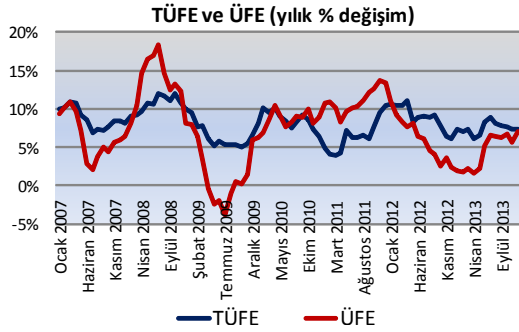
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

Yılın ikinci yarısında, piyasa faizlerindeki yukarı yönlü hareket ve kredi hacmi artışındaki yavaşlamanın büyümeyi olumsuz etkilemesi beklenirken, güçlü yurtiçi talep bu beklentileri geçersiz kıldı. Arz tarafında büyüme inşaat ve hizmetler öncülüğünde gerçekleşirken, yılın ilk yarısında zayıf denilebilecek büyüme performansı gösteren imalat sanayinde son çeyrekte gerçekleşen iyileşmeyi olumlu buluyoruz. 2012 yılı büyümesi yıllık GSYİH artışının 1,6 puan altında kalmış olan inşaat sektöründe, 2013 yılının ilk üç çeyreğinin hepsinde de GSYİH büyüme hızının üzerinde artış var. Hizmetler tarafında perakende ticaret, oteller, mali aracı kuruluş faaliyetleri, eğitim ve sağlıkta yılın ilk dokuz ayında GSYİH büyümesinin üzerinde büyüme yaşandığı görülüyor. İmalat sanayinde gerçekleşen büyüme ise yılın ilk iki çeyreğinde GSYİH büyümesinin altında kalmışken son çeyrekte %4,9 ile üzerinde oldu.

Son çeyrekte devletin nihai tüketim harcamalarında zayıflama ve özel sektörün sabit sermaye oluşumunda artış büyümenin sağlamlığı açısından olumlu ancak dış ticaret verileri pek iç açıcı değil. Yılın ilk yarısında oldukça yüksek seyretmiş olan devletin nihai tüketim harcamalarında son çeyrekte gerçekleşen zayıflamayı büyümenin sağlamlığı açısından olumlu bulmaktayız. Yılın ilk yarısında özel sektörün sabit sermaye oluşumunda ise küçülme yaşanmış olması büyümenin devamlılığı açısından tehlike sinyalleri vermekte iken son çeyrekte burada %5,3'lük bir artış var. Kamu kesimi sabit sermaye oluşumunda ise yılın ilk yarısında gerçekleşmiş olan hızlı artışın ardından son çeyrekte artış hızında yavaşlama var. Son iki yılda kapasite kullanım oranının %75 seviyelerinde neredeyse yatay seyrediyor olması özel sektör yatırımlarındaki iştahsızlığı açıklıyordu ancak son çeyrekte özel sektörün sabit sermaye oluşumunda gerçekleşen büyüme olumlu sinyaller veriyor. Dış ticarete bakıldığında son çeyrekte ihracatta %2,2'lik küçülme görülüyor ki 2011 yılından itibaren ilk defa bu çeyrekte küçülme yaşanmış. İthalat artış hızının ise son çeyrekte %6 ile hala yüksek seyretmekte olduğu görülüyor.

ENFLASYON



Enflasyon oranı 2013 yılı Nisan ayında %6,13 (yılın en düşük) ve Temmuz ayında %8,88 (yılın en yüksek) seviyelerini gördü ve yılı %7,40 olarak tamamladı. Böylece yıllık enflasyon Merkez Bankası'nın son enflasyon raporunda %6,8 olarak hedeflemiş olduğu oranın üzerinde kalmış oldu. Nisan ayında küresel enerji fiyatlarındaki

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

gerilemenin de etkisiyle enflasyonda belirgin düşüş yaşandı ancak daha sonraki aylarda özellikle gıda fiyatlarındaki artışlar sebebiyle enflasyonda bu seviyeler korunamadı. 2012 yılında elektrik ve doğalgaz fiyatlarında yapılan artışların ardından baz etkisi sebebiyle yıla yüksek başlayan enerji enflasyonu, yıl içinde elektrik ve doğalgaz fiyatlarında değişiklik yapılmamış olmasının da etkisiyle yıl boyunca gerileme eğiliminde oldu ve yıl sonu itibarıyla %2,26 gerçekleşti. Bunun aksine gıda enflasyonunda ise yıl geneli itibarıyla yukarı yönlü bir eğilim olduğunu söyleyebiliriz. Ocak ayında %6,88 olan gıda enflasyonu yılı %10 olarak tamamladı.

Üretici Fiyatları Endeksi yıl başından itibaren yukarı yönlü bir eğilim izledi ve aynı zamanda da yılı en yüksek seviye olan %6,97'den tamamladı. TÜFE-ÜFE makası da yıl başından itibaren daralma eğilimi göstererek Aralık ayı itibarıyla 43 baz puan ile yılın en düşük seviyesine geriledi. Önümüzdeki yılda da üretici fiyatlarındaki artışın tüketiciye tamamiyle yansıtılmayarak şirketlerin karlılık marjlarını baskılaması ihtimalinin olduğu görüşündeyiz. Bununla birlikte, gıda fiyatlarında 2013 yılında %10'luk artış olmuş olması önümüzdeki yılda burada olacak artışın daha sınırlı olmasını sağlayabilir.

Çekirdek enflasyon oranlarında da yıl itibarıyla özellikle Dolar'ın TL karşısında güçlenmesi sonucunda yukarı yönlü bir eğilim olduğunu söyleyebiliriz. Döviz kurlarındaki sert yükseliş ve 2014 yılı başında yapılan zamlar nedeniyle 2014 yılının ilk aylarında enflasyonun yine yüksek seyretmesini beklemekteyiz. Ancak yıl ortasına doğru TCMB'nin faiz artırımını gibi sıkılaştırıcı politikalar uygulaması halinde enflasyonda düşüşe geçilmesi beklenebilir. Ama OVP'de hedeflenen %5,4'lük 2014 yılı enflasyon oranının biraz iyimser olduğu düşüncesindeyiz.

TCMB PARA POLİTİKALARI

TCMB FAİZ ORANLARI	Kas.13	Ara.13	Değişiklik
Politika faizi (bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı)	4,50%	4,50%	Yok
Gecelik Borçlanma Faiz Oranı	7,75%	7,75%	Yok
Gecelik Borç Verme Faiz Oranı	3,50%	3,50%	Yok
Piyasa Yapıcısı Bankalar Gecelik Borçlanma Faizi	6,75%	6,75%	Yok
Geç Likidite Borçlanma Faiz Oranı	10,25%	10,25%	Yok
Geç Likidite Borç Verme Faiz Oranı	0%	0%	Yok

Kaynak: TCMB

Son dört ayda faiz oranlarında değişiklik yapmayan TCMB, bu dönemde bazı sıkılaştırıcı adımlar attı. Kasım ayında piyasaya verdiği likiditenin neredeyse üçte birini oluşturan 1 ay vadeli repo ihalelerine son verildiğini duyuran TCMB, Aralık ayında da bankalara haftalık repo ve gecelik repo yoluyla sağladığı kaynağın miktarlarını azalttı. Atılan bu adımların gecelik faizleri faiz koridorunun üst bandına yaklaştırarak sıkılaştırıcı etkisinin olacağını beklemekle birlikte, döviz kurunda devam eden yükselişin fiyatlamaya alışkanlıklarını kalıcı olarak etkilemeye başlaması halinde yetersiz kalacağı fikrindeyiz. Aralık ayında TCMB, döviz kurlarında aşırı oynaklık gözlenen günlerde saat 16.30'da yapılan döviz satım ihalesi tutarı minimum tutarın 10 katına kadar artırılabilirliğini de duyurdu. Ayrıca 24 Aralık 2013 tarihinden itibaren Aralık ayında döviz satım ihale tutarının her gün için minimum 450 milyon ABD doları, 2014 yılının Ocak ayında ise her gün için minimum 100 milyon ABD doları olmasının planlandığı da belirtildi. Zorunlu karşılıklarla ilgili olarak ise para politikası üzerinde doğrudan etkisi bulunmayan ve operasyonel süreçlerin etkinliğini azaltan küçük tutarlı birçok kalem zorunlu karşılık yükümlülüğü kapsamı dışına çıkarıldı. Söz konusu değişikliklerle piyasaya yaklaşık 1 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlanması öngörüldü. Ayrıca, Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkânı uygulamasında rezerv opsiyonu katsayıları da artırıldı.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

TCMB, uygulanan politikalarının kredi hacmimizin büyüme hızında yavaşlatıcı ve küresel likiditedeki olası sıkışmaların ise dış ticaret dengemize olumlu yansiyarak cari açığımızı iyileştirici etkisinin olacağı görüşünde. Bir önceki ayada enflasyonun bir süre daha hedefin üzerinde seyredeceğini tahmin ettiğini ifade eden TCMB, Aralık ayında ise enflasyonun önümüzdeki dönemlerde düşeceğini öngörüyor. Buna ek olarak TCMB mevcut politika duruşunun enflasyona ilişkin riskleri sınırlamak için yeterli olduğu görüşünde.

BÜTÇE

Tablo 2	GERÇEKLEŞME		ORTA VADELİ PROGRAM			
Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi	2011G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016T
HARCAMALAR (Milyar TL)	313,3	361,9	406,6	436,3	465,7	496,7
Faiz Hariç Harcamalar	271,1	313,5	356,1	384,3	412,7	445,7
Faiz Giderleri	42,2	48,4	50,5	52,0	53,0	51,0
GELİRLER (Milyar TL)	296,8	332,5	387,2	403,2	436,2	473,7
Genel Bütçe Vergi Gelirleri	253,8	278,8	325,1	348,4	379,0	413,3
Diğer Gelirler	43	53,7	62	54,8	57,2	60,4
BÜTÇE DENGESİ (Milyar TL)	-16,5	-29,4	-19,4	-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	31,1	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 T	2014 T	2015 T	2016T
GSYH Büyümesi (% Sabit Fiyatlarla)	8,8%	2,2%	3,6%	4,0%	5,0%	5,0%
GSYH (Milyar TL, Cari Fiyatlarla)	1.298	1.416	1.559	1.719	1.895	2.095
TÜFE Yılsonu (%)	10,5%	6,2%	6,8%	5,3%	5,0%	5,0%
Kişi Başına Milli Gelir (GSYH, \$)	10.503	10.497	10.818	11.277	11.927	12.670

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

Geçtiğimiz yılın ilk on bir ayında 13,3 milyar TL açık vermiş olan bütçe, bu yılın aynı döneminde 1,2 milyar TL açık verdi. Yılın üçüncü çeyreğinde geçen yıla göre faiz giderlerinde gerçekleşen artışın ardından Ekim ve Kasım dönemlerinde gerçekleşen düşüşle birlikte yılın ilk 11 ayı sonunda geçen yılın aynı dönemine göre faiz giderlerinde artış sadece %2,7 oldu. Buna ek olarak, Ocak-Kasım döneminde bütçe gelirlerindeki %17,3'lük artışın faiz dışı giderlerdeki %14,5'lik artıştan fazla olması, faiz dışı fazlanın %40,1'lik artışla 46,8 milyar TL olarak gerçekleşmesini sağladı. Yerel seçimler öncesi faiz dışı harcamalarda bozulma ihtimali henüz bütçe dengesine yansımamış. Önümüzdeki seçimler sebebiyle gelecek aylarda harcamalar artabilir, ancak bu durumun 2013 yılı bütçe dengesi hedefine ulaşılmasında risk teşkil etmediğini söyleyebiliriz.

Güçlü iç talep sayesinde vergi gelirlerinde hedeflerin üzerinde artış var. Kasım ayında gelir vergisinde gerçekleşen yıllık %14,5'lik artış sonucunda Ocak-Kasım döneminde dolaysız vergilerde (gelir vergisi ve kurumlar vergisi) geçen yıla göre %7,8 oranında gerçekleşen artışın 2013 bütçesinde hedeflenen yıllık %7,5'lik artışın üzerine çıkmış olduğu görülüyor. Dâhilde alınan dolaylı vergilerde (Dâhilde alınan KDV, ÖTV ve BSMV); yılın ilk on bir ayında gerçekleşen %19,8'lik artış yıllık bütçede hedeflenen %15,8'lik artış oranının oldukça üzerinde. Dâhilde alınan KDV artışının yılın ilk on bir ayında iç talepteki toparlanmayı teyit ettiğini söylenebilir. Yılın ilk on bir ayında ithalde alınan KDV'de %26,6 artış var ve bunun etkisiyle dış ticaretten alınan dolaylı vergilerin yıl için hedeflenen %21,9'luk artışın oldukça üzerinde ve %24,2 yükseldiği görülüyor. Bu durum yıl geneli itibarıyla ithalata dayalı gerçekleşen büyümeyi gösteriyor.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

DIŞ TİCARET

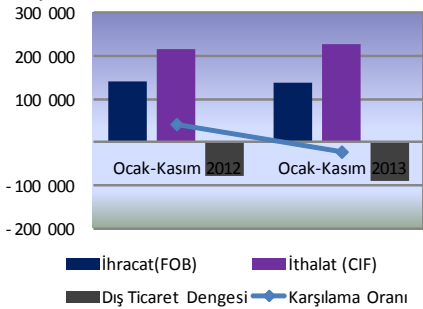
Tablo 3	GERÇEKLEŞME		ORTA VADELİ PROGRAM			
DIŞ TİCARET	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T
İhracat (FOB) (Milyar \$)	134,9	152,5	153,5	166,5	184,0	202,5
İthalat (CIF) (Milyar \$)	240,8	236,5	251,5	262,0	282,0	305,0
Enerji İthalatı (27. Fası, Milyar \$)	54,1	60,1	59,0	61,0	62,0	64,5
Dış Ticaret Dengesi (Milyar \$)	-105,9	-84,1	-98,0	-95,5	-98,0	-102,5
Turizm Gelirleri (Milyar \$)	25,1	25,7	29,0	31,0	32,0	34,5
Cari İşlemler Dengesi (Milyar \$)	-75,1	-47,8	-58,8	-55,5	-55,0	-55,0
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%)	-9,7%	-6,1%	-7,1%	-6,4%	-5,9%	-5,5%
Dış Ticaret Hacmi / GSYH (%)	48,4%	49,5%	49,2%	49,4%	50,2%	50,9%
İhracat / İthalat (%)	56%	64,5%	61,0%	63,5%	65,2%	66,4%
Ham Petrol Fiyatı-Brent (\$/varil)	107,2	112,0	108,8	103,2	97,6	93,1

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

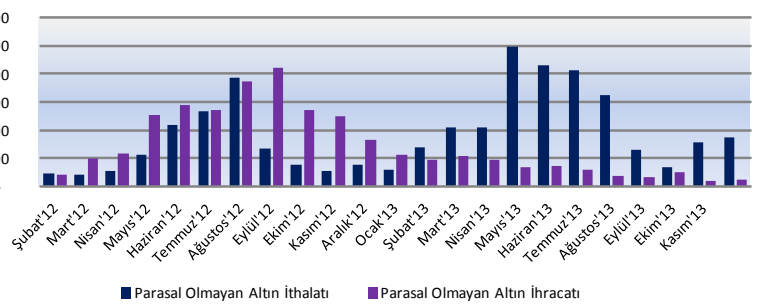
2012 yılında bir önceki yıla kıyasla ihracatta artış, ithalatta azalış varken 2013 yılının ilk on bir ayı itibarıyla durum tersine döndü. Ocak-Kasım döneminde ihracat geçen yılın aynı dönemine göre %0,8 azalışla 138,7 milyar \$, ithalat ise %5,4 artarak 228,5 milyar \$ olarak gerçekleşti. Bu dönemlerde dış ticaret açığı %16,8 artışla 89,8 milyar \$'a yükselirken, ihracatın ithalatı karşılama oranı ise %64,5'ten %60,7'ye geriledi. Geçen yılın ilk on bir aylık dönemine göre bu yıl enerji dış ticaret açığımız %6,7 azalış ile bu dönemlerde ortalama enerji fiyatlarında gerçekleşen %3,1'lik gerilemeden fazla azalmış olduğu görülüyor. Aynı dönemlerde geçen yıl 5,4 milyar \$ altın dış ticaret fazlası verilmişken bu yıl 10,4 milyar \$ açık verildi. Altın ve enerji hariç dış ticaret açığımız ise geçen yılın Ocak-Kasım dönemine göre %0,8 artışla 34,7 milyar \$'a yükseldi.

Yıllıklandırılmış dış ticaret açığımız son ayda bir önceki aya göre neredeyse değişmedi ve 97 milyar \$ oldu. Yıllıklandırılmış altın ve enerji hariç dış ticaret açığımız %2,1 azalışla 37,6 milyar \$'a geriledi. Yıllıklandırılmış ihracatın ithalatı karşılama oranı ise son ay itibarıyla bir önceki aya göre %60,8'den %60,9'a yükseldi. Yılın ilk on bir ayında geçen yılın aynı dönemine göre ise yatırım malları ve aramalı dış ticaret açığı sırasıyla %3,9 ve %16,8 artışla 18,8 milyar \$ ve 98,7 milyar \$ oldu. Bu dönemlerde tüketim malları dış ticaret fazlası %5,7'lik artışla 27,7 milyar \$ oldu. Ocak-Kasım döneminde AB'nin ihracattaki payı %38,9'dan %41,7'ye yükselirken, ithalattaki payı %36,9'dan %36,6'ya geriledi.

Ocak - Kasım 2012 ve 2013



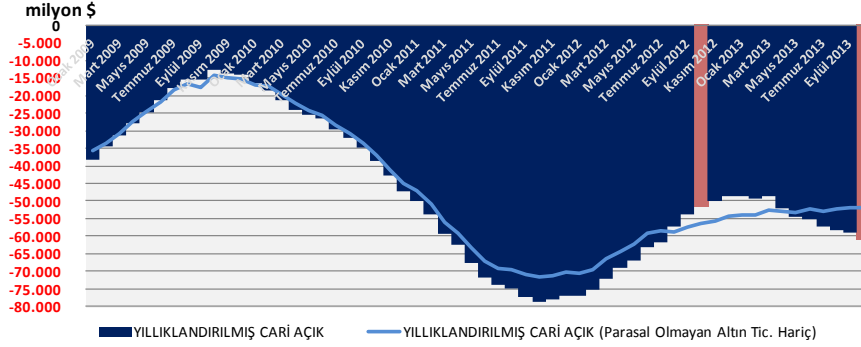
Parasal Olmayan Altın Dış Ticareti (bin \$)



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

ÖDEMELER DENGESİ



Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

Ekim ayında 2,89 milyar \$ olarak gerçekleşen cari açıkla birlikte Ocak-Ekim döneminde cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre %31,2 artarak 51,9 milyar \$ oldu. Yıllıklandırılmış cari işlemler açığı ise Şubat 2013'ten itibaren neredeyse her ay yükselerek Ekim ayı itibarıyla 60,86 milyar \$ ile son yılın en yüksek seviyesine ulaştı.

CARİ İŞLEMLER AÇIĞI (milyon \$)		Ekim 2012	Ekim 2013	Ocak - Ekim 2012	Ocak - Ekim 2013	Ocak - Ekim 2012-2013 (%Değ.)	Yıllıklandırılmış (son 12 ay)
1. CARİ İŞLEMLER HESABI (A+B)		-1.181	-2.890	-39.553	-51.901	31,2%	-60.855
Net Mal Ticareti		-4.813	-4.921	-59.669	-56.555	-5,2%	-67.930
Net Parasal Olmayan Altın Ticareti		972	-685	4.985	-9.681	-294,2%	-8.957
<i>Mal Dengesi</i>		-3.841	-5.606	-54.684	-66.236	21,1%	-76.887
Net Turizm Gelirleri		2.916	3.080	18.927	20.958	10,7%	23.282
<i>Hizmetler Dengesi</i>		3.220	3.351	20.451	21.636	5,8%	23.787
<i>Mal ve Hizmet Dengesi</i>		-621	-2.255	-34.233	-44.600	30,3%	-53.100
<i>Gelir Dengesi</i>		-622	-742	-6.340	-8.159	28,7%	-8.976
A. MAL, HİZMET VE GELİR DENGESİ		-1.243	-2.997	-40.573	-52.759	30,0%	-62.076
B. CARİ TRANSFERLER		62	107	1.020	858	-15,9%	1.221
2. NET HATA VE NOKSAN		-856	-1.450	3.746	3.837	2,4%	1.326
TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI (1+2)		-2.037	-4.340	-35.807	-48.064	34,2%	-59.529
CARİ İŞLEMLER AÇIĞININ FİNANSMANI (milyon \$)		Ekim 2012	Ekim 2013	Ocak - Ekim 2012	Ocak - Ekim 2013	Ocak - Ekim 2012-2013 (%Değ.)	Yıllıklandırılmış (son 12 ay)
3. SERMAYE HESABI		-1	0	-44	-76	72,7%	-76
4. FİNANS HESAPLARI (E+F+G+H+I)		2.038	4.340	35.851	48.140	34,3%	59.605
Yurtdışında Doğrudan Yatırım		-220	-123	-3.352	-2.015	-39,9%	-2.737
Yurtiçinde Doğrudan Yatırım		677	628	11.172	9.226	-17,4%	11.072
<i>E. Doğrudan Yatırımlar</i>		457	505	7.820	7.211	-7,8%	8.335
Portföy Hesabı-Varlıklar		1.355	383	3.121	2.811	-9,9%	2.347
Portföy Hesabı-Yükümlülükler		4.578	3.374	27.155	19.959	-26,5%	30.936
Hisse Senetleri		359	641	3.039	315	-89,6%	3.550
Borç Senetleri (Hükümet, Banka, Özel Sektör)		4.219	2.733	24.116	19.644	-18,5%	27.386
<i>F. Portföy Yatırımları</i>		5.933	3.757	30.276	22.770	-24,8%	33.283
Diğer Yatırımlar-Varlıklar		675	1.977	3.126	2.468	-21,0%	-1.226
Merkez Bankası		0	0	1	1	0,0%	2
Genel Hükümet		-500	-53	-348	-749	115,2%	-774
Bankalar		1.849	1.607	6.112	1.497	-75,5%	-2.583
Diğer Sektörler		-674	423	-2.639	1.719	-165,1%	2.129
Diğer Yatırımlar-Yükümlülükler		-538	270	17.199	28.075	63,2%	31.848
Merkez Bankası		-229	-176	-1.970	-1.673	-15,1%	-1.946
Genel Hükümet (IMF Kredileri hariç)		-190	-124	-17	202	-1288,2%	133
Bankalar		1.313	33	13.025	24.839	90,7%	27.018
Diğer Sektörler		-1.432	537	6.161	4.707	-23,6%	6.643
<i>G. Diğer Yatırımlar</i>		137	2.247	20.325	30.543	50,3%	30.622
<i>H. IMF Kredileri Kullanım (+)/ Geri ödeme (-)</i>		0	0	-1.578	-852	-46,0%	-1.281
<i>I. Resmi Rezerv Değişimi (+)/Azalış(-)</i>		-4.489	-2.169	-20.992	-11.532	-45,1%	-11.354
TOPLAM FİNANSMAN (3+4)		2.037	4.340	35.807	48.064	34,2%	59.529

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

Yılın ilk on ayı sonunda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yaklaşık %21,1'lik artış gösteren mal dengesi açığında altın dış ticareti etkili oldu. Altın ticareti hariç mal dengesinde ise geçen yılın aynı dönemine göre 3,1 milyar \$'lık (%5,2'lik) bir iyileşme var. Net turizm gelirlerindeki %10,7'lik artış sayesinde geçen yılın Ocak-Ekim dönemine göre bu yıl hizmetler dengesi fazlasında ise %5,8'lik bir artış yaşanmış. Yılın ikinci yarısında Turizm gelirlerinin artış hızında yavaşlama var, ancak bu durum Turizm gelirlerinin hesaplanması ile ilgili yapılan değişikliklerden kaynaklanıyor.

2013 yılı Ocak-Ekim dönemi için cari açığımızın %13,9'unun net doğrudan yatırımlarla ve %43,9'unun ise portföy yatırımları ile finanse edilmiş olduğu görülüyor. Resmi Rezervlere baktığımızda aynı dönemde döviz rezervlerinde 10,2 milyar \$, menkul kıymet rezervlerinde ise 1,4 milyar \$ artış var. Küresel ekonomilerdeki büyümeye yönelik endişeli seyir devam ettiği sürece, küresel emtia fiyatlarındaki geri çekilmelerin ülkemizin enerji ithalat tutarını ve dolayısıyla cari açığımızı düşük tutması beklenebilir. Diğer yandan, TL karşısında değeri artan Dolar ile birlikte enerji fiyatlarının da yukarı hareketlenmesi halinde Cari İşlemler Açığı/GSYİH oranımızın planlanandan yukarı sapması riski var. Nitekim, OVP de 2013 yılı için öngörülen Cari İşlemler Açığı/GSYİH oranı -%7,1 olmasına rağmen, yıllıklandırılmış cari açığımızın son 4 çeyrek GSYİH'ya oranı en son açıklanan veriler itibarıyla -%7,4 seviyesinde seyrediyor.

İSTİHDAM

Tablo 4	GERÇEKLEŞME		ORTA VADELİ PROGRAM			
	2011 G	2012 G	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T
İSTİHDAM						
Nüfus (Yıl Ortası, Bin Kişi)	73.950	74.855	76.055	76.911	77.770	78.632
İşgücüne Katılma Oranı (%)	49,9%	50,0%	51,0%	51,3%	51,6%	51,9%
İstihdam Düzeyi (Bin Kişi)	24.110	24.821	25.692	26.257	26.901	27.525
İstihdam Oranı (%)	45,0%	45,4%	46,2%	46,5%	46,9%	47,3%
İşsizlik Oranı (%)	9,8%	9,2%	9,5%	9,4%	9,2%	8,9%

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

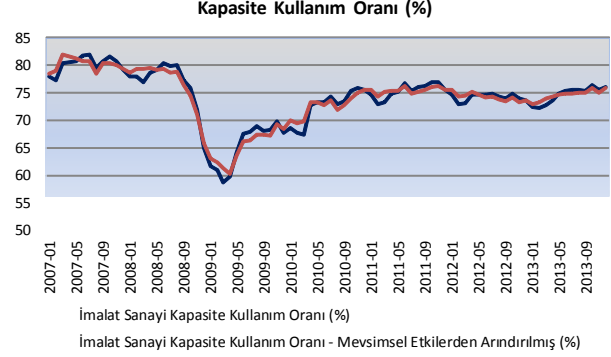
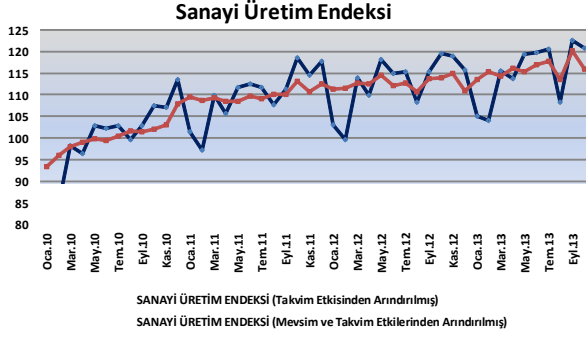
2013 yılı Eylül ayı döneminde işsizlik oranı, bir önceki yılın ayı dönemine göre 0,8 puan artışla %9,9 seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde yaklaşık 848 bin kişi artan işgücüne karşılık ekonomi, 742 bin ilave istihdam yaratabildi. İşsizlik oranı Ocak 2013 itibarıyla %10,6 seviyesindeydi. Bir önceki yılın Eylül dönemine göre kentsel yerlerde işsizlik oranı 0,7 puan artışla %12,0 olurken, kırsal yerlerde 0,9 puanlık artışla %5,7 oldu. Mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı ise Ağustos ayı dönemine göre 0,1 puan artarak %10,1 seviyesinde gerçekleşti. Ocak 2013'te bu oran %9,4 seviyesindeydi. Orta Vadeli Programa göre 2013 yılında işsizlik oranının %9,5 olması ve 2016 sonu itibarıyla %8,9 olması beklenmektedir.

SANAYİ ÜRETİMİ

Ağustos ayında beklentilerin üzerinde gerileyen Sanayi Üretimi Endeksi, Eylül ayında yılın en yüksek artış oranını göstererek sıçrama yaptıktan sonra Ekim ayında bayram tatili sebebiyle geriledi. Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi Ağustos ayında bir önceki aya göre %4 geriledi. İmalat sanayinde beklentileri gösteren PMI endeksinin Eylül ayında son 8 ayın en yüksek seviyesine ulaşmış olması sanayi üretiminde toparlanma olacağına dair beklentileri arttırmıştı. Nitekim Eylül ayında açıklanan veri beklentiler dahilinde yükseldi ve mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi bir önceki aya göre %5,8, takvim etkisinden arındırılmış sanayi üretimi ise bir önceki yılın aynı ayına göre %6,4 artış gösterdi. Öncü göstergelerin olumlu seyretmesine rağmen Ekim ayı içerisinde yaşanan bayram tatili sebebiyle mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi bir önceki aya göre %3,1 oranında gerileyerek sanayi üretiminde dalgalı bir seyir çizdi.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

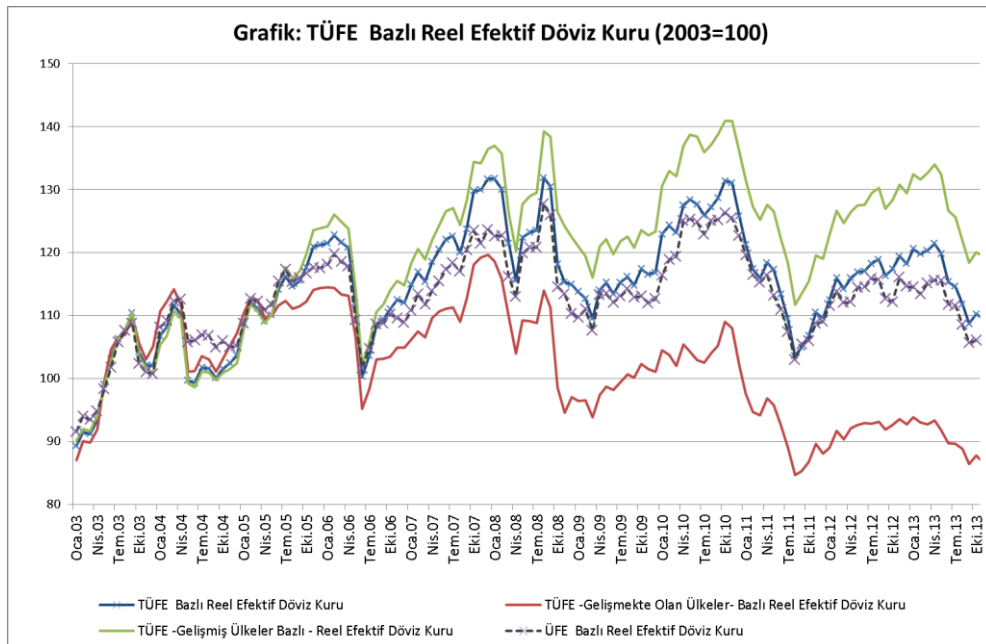


KAPASİTE KULLANIMI

Haziran-Eylül ayları arasında yatay bir seyir izleyen mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı Aralık ayında son iki yılın en yüksek seviyesine ulaştı. Haziran ayından itibaren önemli bir artış göstermeyen mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı Ekim ayında 0,8 puan artışla senenin en hızlı yükselişini yaşadı. Ekim, Kasım ve Aralık ayları içerisinde imalat sanayi genelinde kapasite kullanım oranı ise, geçen yılın aynı ayına göre sırasıyla 1,5, 1,6 ve 2,4 puan artış gösterirken, mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı da Aralık ayında son iki yılın en yüksek seviyesine ulaştı.

REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU (REDK) ENDEKSİ

REDK endeksi, Kasım ayında bir önceki aya göre %0,75, bir önceki yılın aynı dönemine göre ise %8,37 azalarak 109,41 seviyesinde gerçekleşti. Ocak-2013 döneminde 120,57 olarak gerçekleşen REDK, TL'de yaşanan değer kayıplarına bağlı olarak 11 ayda 11 puanın üzerinde düşüş kaydetti. 2003 yılının 100 kabul edildiği hesaplamada 110 altındaki değerler TCMB tarafından aşırı değersiz olarak görülüyor. 2003'ten beri hesaplanan Endeks'te TCMB'nin her yıl 1,5 puanlık artışı normal olarak değerlendirdiğini varsayarsak, şu an 115 seviyeleri normal değer olarak kabul edilebilir.

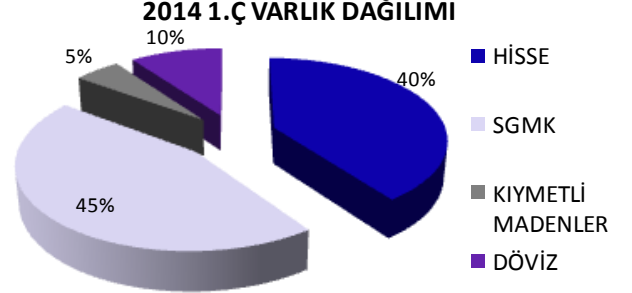


ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

VARLIK YÖNETİM MODELİ

2014 1.Ç VARLIK DAĞILIMI				
BİST-SIN	HİSSE	SGMK	KIYMETLİ MADENLER	DÖVİZ
70000 ve üzeri	20	60	5	15
65000 -70000	25	55	5	15
62500 - 65000	30	50	5	15
60000 - 62500	40	45	5	10
56000- 60000	45	40	5	10



2014 yılı birinci çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 60 bin – 62,5 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %40, sabit getirili menkul kıymetlere %45, kıymetli madenlere %5 ve döviz sepetine %10 ağırlık verilerek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sinai endeksi 60 bin – 62,5 bin bandında iken varlık dağılımı önerimizi %45 hisse, %30 SGMK, %10 kıymetli madenler ve %15 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, Fed'in parasal genişleme programında azalışa 2014 yılı Ocak ayından itibaren başlayacağı sebebiyle, cari açık riski yüksek bir gelişmekte olan ülke ekonomisine sahip Türkiye'den sermaye çıkışları karşısında kırılmanın artacağını beklemekteyiz. Diğer yandan, Aralık ayında başlayan yolsuzluk operasyonunun siyasi riski artırması ve 2014 yılında seçimlerin yapılacak olması sebebiyle Borsa İstanbul'un diğer gelişmekte olan ülkelere göre görece daha düşük F/K oranıyla cazip hale geldiği kanısındayız. Bu sebeplerle bir önceki çeyreğe göre sinai endeksinin 60 bin -62,5 bin bandında seyretmesi halinde hisse senedi için önerdiğimiz ağırlığı sadece %5 azalttık. Sınai Endeksinin 60 bin seviyesinin altında en az on gün art arada işlem görmesi durumunda ise hisse senedi ağırlığının %40'tan %45'e yükseltilmesi ve sabit getirili menkul kıymet ağırlığının %45'ten %40'a düşürülmesinin; 62,5 bin seviyesinin üzerinde en az on gün art arada işlem görmesi durumunda ise hisse senedi ağırlığının %40'tan %30'e düşürülmesi, sabit getirili menkul kıymet ağırlığının %45'ten %50'ye ve döviz sepeti ağırlığının %10'dan %15'e çıkarılmasının yerinde olacağı görüşündeyiz. Diğer taraftan, makro ekonomik gelişmelerin yukarı yönlü riskleri baskın çıkaracak yönde gerçekleşmesi, ve sinai endeksin 65 bin seviyesinin üzerinde en az on gün art arada işlem görmesi halinde hisse senedi oranının %30'dan %25'ye indirilmesini ve hisse senedi ağırlığındaki azalışın sabit getirili menkul kıymet ağırlığının %50'den %55'e 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 (01/01/2013-31/12/2013)	Kümülatif Getiri (18/08/2011-31/12/2013)
			2013 1.Çeyrek	2013 2.Çeyrek	2013 3.Çeyrek	2013 4.Çeyrek	2013 1.Çeyrek	2013 2.Çeyrek	2013 3.Çeyrek	2013 4.Çeyrek		
Hisse Senedi (BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü)	0,78	12,3%	25%	30%	39%	40%	9,97%	-0,15%	-1,38%	-2,37%	5,72%	66,07%
Sabit Getirili Varlık	0,02	8,1%	45%	48%	39%	35%	1,59%	1,59%	2,18%	2,41%	7,99%	20,87%
Döviz (%50 Dolar - %50 Euro)	-0,18	7,0%	10%	12%	10%	15%	0,01%	7,41%	7,61%	5,65%	22,13%	17,77%
Kıymetli Madenler (%50 GOLDP - %50 SLVRP)	-0,04	7,8%	20%	10%	12%	10%	-3,29%	-24,18%	17,45%	-3,93%	-17,25%	-28,33%
BMD Varlık Yönetim Modeli	0,28	9,5%	100%	100%	100%	100%	2,55%	-0,81%	3,14%	0,35%	5,28%	28,77%
* Sermaye piyasası araçları için Yıllık Beklenen Getiri hesaplamalarımızda 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 bant dışında en az 10 gün arka arkaya işlem görmesidir.											Enflasyon (TÜFE): 7,40%	
*** 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: -3,54%	
											BMD Hisse Portföyü: 5,72%	
											Sabit Getirili MK'ler: 8,00%	
											Döviz Sepeti: 22,12%	
											Kıymetli Madenler: -17,30%	
											Son Yıl Getiri	
											5,28%	
											Yıllık Bileşik Getiri	
											11,25%	

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

HİSSE SENEDİ (%40)

Fed'in tahvil alımlarını önce azaltıp daha sonra sonlandıracağına yönelik beklentiler, Mayıs ayından itibaren fon akımlarının gelişmekte olan ülkelerden gelişmiş ülke borsalarına doğru kaymasına sebep olmaya devam ediyor.

ABD'de açıklanan her veri parasal genişlemeyi destekler nitelikte olup olmaması yönünden değerlendirilerek gelişmekte olan ülke borsalarına yansırken, olumlu gelen veriler krizden çıkışın sinyali sayılarak ABD borsalarını tarihi yüksek seviyelere taşıdı. Mayıs ayından itibaren yükselen ABD 10 yıllık tahvil faizleri gelişmekte olan ülke tahvillerinde satışlara ve yerel para birimlerinde kayıplara sebep oldu. Yüksek cari açıkları nedeniyle fon akımlarının yönüne duyarlı olan gelişmekte olan ülkelerin Merkez Bankalarının birçoğu finansal dalgalanmaları ve para birimlerindeki değer kayıplarını önleyebilmek için politika faizlerinde artışa gitme yolunu seçtiler. Brezilya Merkez Bankası, ülke içerisinde yaşanan siyasi krizi de göz önüne alarak Mayıs ayından itibaren politika faizini 200bp artırarak %10 seviyesine çıkarttı. Cari açığı azaltma ve enflasyon hedeflerine ulaşmayı amaçlayan Endonezya Merkez Bankası politika faizini 175bp artırırken, yüksek seyreden enflasyonla mücadele eden Hindistan Merkez Bankası politika faizini 25bp artırdı ve altın ithalatının azaltılması yönünde önlemler alarak, para birimini desteklemeye ve büyümeyi canlandırmaya çalıştı. ABD hükümetinde yaşanan borç tavanı ve harcama kesintileri krizi yanında finansal piyasalarda yaşanabilecek bir çalkantının ekonomik toparlanmayı zorlaştırabileceğini göz önüne alarak Eylül ayı içerisinde varlık alımlarında herhangi bir değişikliğe gitmeyen Fed, Aralık ayı toplantısında tahvil alımlarını 2014 yılı Ocak ayından itibaren azaltmaya başlayacağını açıkladı. Fed, ekonomik verilerin kötüleşmesi halinde varlık alımlarının artırılabilirliğini açıklarken, kararın Mayıs ayından itibaren fiyatlandırılıyor olması global piyasalarda panik havasını engelledi. Parasal genişlemenin biteceğini yavaş yavaş kabul eden piyasa oyuncularının bundan sonraki fiyatlandırmaları ülkelerin ekonomik yapıları ve iç dinamiklerine göre farklılaşacaktır.

Yurt içinde ise Fed'in tahvil alımlarını azaltacak olmasının getirdiği satış baskısının yanında Merkez Bankası'nın enflasyonu kontrol altına almak ve cari açığı azaltmak adına uyguladığı parasal sıkılaştırma politikası ve çoktandır yatırımcıların gündeminde olmayan siyasi riskler son dönemde Borsa İstanbul üzerinde etkili oldu.

TCMB kredi büyümesinin önünü kesmeyi ve bu şekilde yurt içi talebi azaltmayı hedefleyerek piyasanın TL fonlama ihtiyacını artırma yoluna gitti. Önce aylık repo ihalelerini iptal eden TCMB daha sonra piyasa yapıcısı bankalara %6,75'ten tanınan fonlama imkânını yaklaşık 23 milyar TL'den 6,5 milyar TL'ye düşürdü. Böylece bankalar arası piyasada oluşan faizlerin %7,75 düzeyine yakın, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin ise %6,75 ve üzerinde oluşmasını hedefledi. Faizlerin yükselmesi ise Borsa İstanbul üzerinde satış baskısı oluşturdu. Enflasyon %5 hedef seviyesine ulaşana kadar var olan sıkı para politikasının korunacağını dile getiren Merkez Bankası'nın adımları hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olmaya devam edecektir.

Bankacılık sektörünün güçlü yapısı, azalan kamu borcu, devam eden bütçe disiplini ve cari açığı azaltma yönünde attığı adımlarla olumlu bir görüntü çizen Türkiye, düşük fiyat/kazanç oranı bakımından da gelişmekte olan ülke borsalarından ayrılıyor. Fon akımlarının geri dönme ihtimali, Merkez Bankası'nın sıkı para politikası ve seçim dönemine giriyor olmamız ise hisse senetleri üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturan unsurlardır. Borsa İstanbul hisse senetleri piyasasında Mart ayı sonunda yapılacak yerel seçimlere kadar önemli yönde bir yukarı hareket beklemek için yeni sebeplerin olmasını gerektiğini söylemek yanlış olmaz. Yurt içi piyasaları etkileyen ve 2014 yılında yapılacak seçimler dolayısıyla gündemde yer almaya devam edecek diğer bir baskı unsuru ise siyasi risk. Mayıs ayında Gezi parkı olayları ve Aralık ayında rüşvet ve yolsuzluk operasyonu fiyatlar üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturdu. Mart ayında yapılacak olan yerel seçimler ve sonbaharda yapılacak olan Cumhurbaşkanlığı seçimlerinin de piyasada volatilitiyi artırması olası görünüyor.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ PİYASALARI							
Gelişmekte Olan Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)*			
ÜLKE	ENDEKS	F/K	31.12.2013	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Türkiye	XU100	8,82	74.486	6,13%	-10,49%	-13,31%	-13,31%
Rusya	INDEXCF	5,94	1.421	-0,21%	2,85%	-5,50%	-5,50%
Meksika	MEXBOL	19,81	39.650	-0,06%	0,54%	-2,24%	-2,24%
Hindistan	SENSEX30	17,69	19.395	-0,11%	1,82%	8,98%	8,98%
Çin	SHCOMP	10,46	1.979	0,67%	-4,73%	-6,79%	-6,79%
Brezilya	IBOV	79,90	47.609	0,47%	-1,86%	-15,50%	-15,50%
Gelişmiş Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)*			
ÜLKE	ENDEKS	F/K	31.12.2013	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Yunanistan	ASE	18,25	847	-0,26%	-2,76%	28,11%	28,11%
İngiltere	UKX	16,57	6.165	-0,28%	1,22%	14,14%	14,14%
Japonya	NKY	23,54	13.677	0,70%	4,02%	56,72%	56,72%
Almanya	DAX	16,02	7.946	-0,39%	1,56%	25,49%	25,49%
ABD	INDU	15,90	14.760	0,59%	3,05%	26,50%	26,50%
Fransa	CAC40	18,19	3.739	0,42%	0,00%	17,96%	17,96%
İspanya	IBEX	66,69	7.763	0,16%	0,80%	21,42%	21,42%
İtalya	ITSTAR	220,45	15.362	0,20%	-0,28%	16,56%	16,56%

* 31/12/2013 tarihi itibarıyla değişimleri göstermektedir.

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

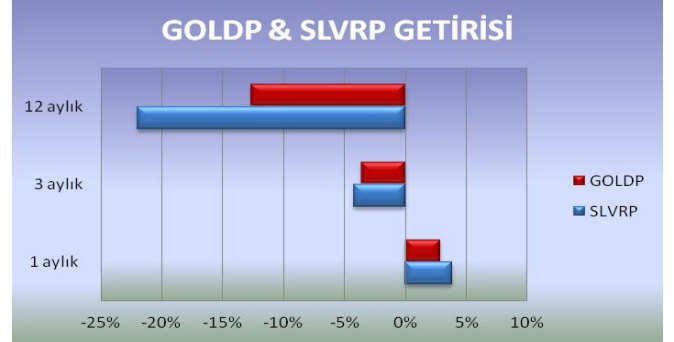
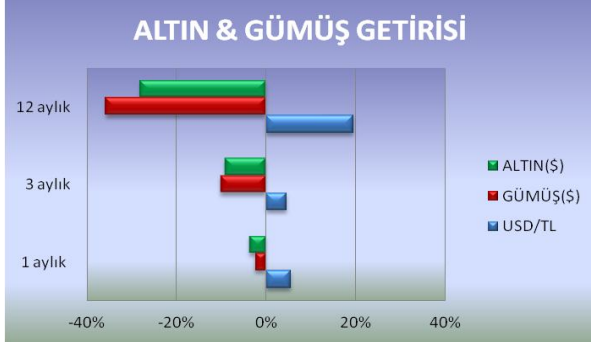
Mayıs ayı içerisinde Fed'in tahvil alım programında önce azaltılma giderek daha sonra da sonlandıracağını açıklaması başta ABD 10 yıllık tahvil faizleri olmak üzere küresel çapta tahvil faizlerine yükseliş getirmeye devam ediyor. Fed'in tahvil piyasası ile birlikte yükselen konut kredisi faizlerinin, konut sektörünün toparlanmasını olumsuz etkileyecek düzeye ulaştığı kanısına varması halinde, faizleri baskılayıcı müdahalelerde bulunması beklenebilir. Diğer yandan ABD ekonomik verilerinde bozulma olmaması Fed'in politika faizini artıracığı beklentilerini erkene taşıyarak faizlerin yükselmesine sebep olabilir. Yurtiçine baktığımızda TCMB'nin enflasyonu kontrol altına almak amacıyla, iç talebi ve kredi büyümesini yavaşlatmaya yönelik attığı adımların da gösterge faizleri yukarı taşıdığını görüyoruz. Kredi sıkılaştırmasını sağlayabilmek için piyasa yapıcısı bankalara tanınan fonlama miktarını 23 milyar TL'den seviyesinden 6,5 milyar TL seviyesine düşüren TCMB, bu şekilde bankalararası piyasada oluşan faizlerin %7,75 düzeyine yakın, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin ise %6,75 ve üzerinde oluşmasını hedefliyor. TL fonlama ihtiyacının artması ise kısa vadeli faizlerde yükselişe sebep oluyor. Gelişmeler ışığında TCMB, faiz koridorunda yeni bir düzenleme yapabilir.

KIYMETLİ MADENLER (%50 Gold Plus, %50 Silver Plus) (%5)

Fed'in tahvil alımlarını azaltacağını söylemesinden itibaren yükselen faizler ve değer kazanan dolar altın fiyatlarını olumsuz etkilemeye devam ediyor. Yılın son çeyreğinde ABD borç tavanı ve bütçe görüşmelerinin oluşturduğu belirsizlik ortamı altın fiyatlarına biraz destek olduysa da trendi yukarı taşımaya yetmedi. ABD'den gelen olumlu ekonomik verilerle tahvil alımlarının önce azaltılıp daha sonra sonlandırılacağı beklentileri bol para döneminde tarihi seviyelere ulaşan altına satış getiriyor. Yatırımcıları altından uzaklaştıran sebeplerden biri de altın fiyatlarının yükseliş için gerekli siyasi ve makroekonomik zeminin bulunmaması. Bu durumda yatırımcılar güvenli liman arayışından çıkarak hisse senedi gibi riskli varlıklara yöneliyor. Ayrıca enflasyonist bir ortamın olmaması da enflasyona karşı koruma aracı olarak kullanılabilen altına talebi azaltıyor. Altında riskler aşağı yönlü olmakla birlikte, ABD'den gelecek verilerde yaşanan bir bozulma ya da Avrupa'da Bankacılık düzenlemelerinde oluşabilecek sıkıntılar tekrar gözlerin bu bölgeye çevrilmesine ve altın fiyatlarında yukarı yönlü harekete sebep olabilir.

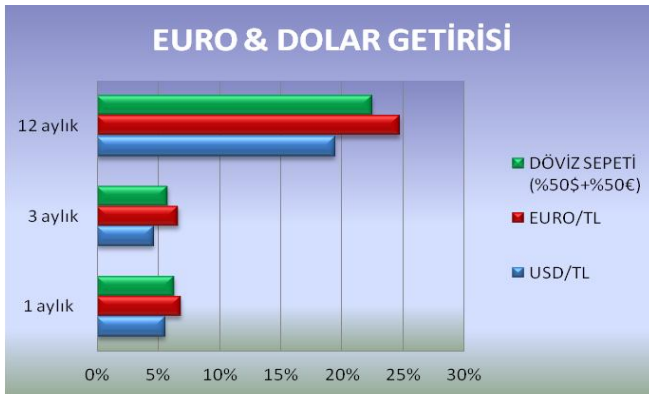
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013



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

Mayıs ayından likiditeyi kısacağına yönelik sinyaller veren Fed'in Aralık ayı toplantısında varlık alımlarında azatım kararı verdiğini açıklaması, son dönemlerde özellikle gelişen ülke piyasalarından sermaye çıkışı ve bu ülkelerin yerel para birimlerinin dolar karşısında değer kaybetmesine neden oldu. Uzun süre gelişmekte olan diğer ülke para birimlerine göre görece daha iyi bir performans sergileyen TL, yurt içinde yürütülen yolsuzluk operasyonunun oluşturduğu tedirginliğin döviz talebini artırması ve yılsonu pozisyon kapatma amaçlı alımların etkisiyle yılın son iki haftasında hızlı değer kaybetti. TCMB, döviz kurlarında aşırı oynaklığı önlemek adına Aralık ayında her gün en az 450 milyon dolarlık döviz satımı yapılacağını duyurduysa da ihalelerin etkisi sınırlı kaldı. Diğer yandan, tam bir toparlanma sinyali veremeyen, yüksek işsizlik nedeniyle talebi canlandırmayı başaramayan ve bankacılık sistemindeki sorunları hala çözememiş olan Euro Bölgesi varlıklarına talep artıyor. Avrupa Merkez Bankası'nın faiz indirimi ve bol likidite söylemleri dahi Euro'daki yükselişe engel olamadı ve TL, Euro karşısında da değer kaybetti. Yüksek cari açığa sahip birçok gelişmekte olan ülke Merkez Bankası faiz artırımını yapmış olmasına rağmen, para birimlerindeki değer kaybının önüne geçilemedi. Önümüzdeki dönemlerde Türkiye'den de sermaye çıkışlarının hızlanması durumunda TCMB'nin mevcutta uygulamakta olduğu döviz satım ihaleleri yoluyla dövizdeki yükselişi engellemesi yeterli olmamaya başlarsa faiz artırımını da gerekli olacaktır.



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ:

AKENR: Akenerji 2013'ün üçüncü çeyreğinde TL'de yaşanan değer kayıplarından dolayı 59,9 milyon TL net dönem zararı yazdı. Kur farkından kaynaklanan 11,7 milyon TL'lik kara karşın, 70,6 milyon TL'lik kur farkı zararı dönemin zararlar kapatılmasına yol açtı. Akenerji'nin satışları bir önceki yıla göre %18,3 oranında artışla 205,8 milyon TL'ye ulaşırken, satışların maliyeti %29,8 artışla 186,7 milyon TL'ye yükseldi. Geçtiğimiz yılın aynı çeyreğinde %45 olan KKO'nun bu çeyrekte %31'e gerilemesi ve yine geçtiğimiz çeyrekte 168 TL/MWs olan spot piyasadaki ortalama elektrik fiyatının bu çeyrekte 163 TL/MWs'e gerilemesi brüt kar marjındaki düşüşün nedenleri oldu. Akenerji'nin FAVÖK marjı KKO'daki değişikliklere bağlı olarak dalgalı bir seyir izlemektedir. 2013 yılı üçüncü çeyreğinde de daha yüksek kar marjı sağlayan HES'lerin KKO'larının gerilemesi ve faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelirlerinin düşmesi FAVÖK marjının 8,7 puan kötüleşmeyle %11,3 olmasına neden oldu. Akenerji, 20 Aralık 2013 tarihinde yaptığı resmi açıklamada Kemalpaşa Doğalgaz Kombine Çevrimiçi Santralinin faaliyetlerini 28.02.2014 tarihinde durduracağını bildirdi. Açıklamada 2013 itibarıyla Şirket'in toplam üretiminin %24'ünü oluşturan santralin faaliyetlerinin durdurulmasının karlılık üzerinde önemli bir etkisinin olmayacağı söylendi. Santral'in faaliyetlerinin durdurulmasından sonra Şirket'in kurulu gücü 647 MW's'den 520 MW's'ye düşecek. AKENR hisse senetleri için 28/11/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **1,61 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

BİZİM: Organize toptan satış sektöründe Metro ile birlikte pazarın en önemli iki oyuncusundan biri olan Bizim Toptan, 2013 yılı üçüncü çeyreğinde satışlarını bir önceki yılın aynı dönemine göre %9,17 oranında artırarak 594,6 milyon TL'lik satış hacmine ulaştı. Tütün dışı ürün satışlarındaki artış %9,6 olurken, Ramazan Bayramı sonrasında özellikle de Eylül ayında talebin düşük kalması satışlardaki artışı sınırlandırdı. Şirketin brüt karı %6,9 artışla 47,7 milyon TL'ye ulaşırken, brüt kar marjı 0,2 puan düşüşle %8,0'e geriledi. Düşüşte daha fazla pazar payı elde etmek için bazı ürün gruplarında yapılan fiyat yatırımları etkili oldu. Bizim Toptan, kendi etiketiyle sattığı ürünlerin toplam satıştaki payını artırarak brüt kar marjını iyileştirmeyi hedeflemektedir. Bizim Toptan 2013'ün üçüncü çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %20,3 gerileyerek 15 milyon TL FAVÖK elde etti. HoReCa(Hotel-Restaurant-Cafe) harcamalarının artması ve yeni mağaza açılışları faaliyet giderlerini arttırdı. Şirketin net kar marjı ise %1,4'ten %3,2'ye yükseldi. Bizim'in Şok'taki payını Yıldız Holding'e satmasından kaynaklanan 15,1 milyon TL'lik satış karını çıkarttığımızda ise brüt kar marjı %0,6'ya gerilemektedir. BİZİM hisse senetleri için 14/11/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **26,30 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**" dir.

AKENR	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	1,20
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	1,61
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	34%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	831

* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-10,45	-8,40	-26,83
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	-	15,13	-	-
FD/FAVÖK	19,08	17,25	20,87	17,97
PD/DD	1,32	1,27	1,07	1,07
Hisse Başına Kar (TL)	-0,56	0,21	-0,01	-0,10

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	560	802	323	529
Brüt Kar	110	139	112	131
Brüt Kar Marjı (%)	19,6%	17,3%	34,8%	24,8%
Faaliyet Gideri	51	49	23	34
Faaliyet Gideri Marjı (%)	9,0%	6,1%	7,2%	6,4%
FAVÖK	106	144	119	143
FAVÖK Marjı (%)	19,0%	17,9%	36,9%	27,0%
Net Kar	-213	81	-11	-71
Net Kar Marjı (%)	-38,1%	10,1%	-3,4%	-13,4%

BİZİM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	23,65
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	26,30
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	11%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	932

* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	2,60	-12,08	-14,12
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	25,18	42,61	42,33	25,45
FD/FAVÖK	11,68	15,85	32,95	18,96
PD/DD	7,57	9,20	10,13	7,98
Hisse Başına Kar (TL)	0,75	0,65	0,39	0,86

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	1.733	1.974	1.062	1.656
Brüt Kar	148	171	98	146
Brüt Kar Marjı (%)	8,5%	8,7%	9,3%	8,8%
Faaliyet Gideri	94	112	67	103
Faaliyet Gideri Marjı (%)	5,4%	5,7%	6,3%	6,2%
FAVÖK	63	69	37	52
FAVÖK Marjı (%)	3,6%	3,5%	3,5%	3,2%
Net Kar	30	26	16	34
Net Kar Marjı (%)	1,7%	1,3%	1,5%	2,1%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

BMEKS: Mağaza açılışlarıyla organik büyümesini sürdürmeye devam eden Bimeks, 2013'te Electroworld ve Darty'yi satın alarak inorganik büyüme stratejisini uygulamaya geçirdi. Darty'nin satın alınmasından sonra mağaza sayısı 120'yi aşan şirketin toplam satış alanı da 125,000 m²'nin üzerine çıktı. Satın almalar öncesinde %8'lik payla pazar 5.si olan Bimeks'in, %20-%21'lik pazar payıyla 2. sıraya yerleşmesi bekleniyor. Online satışlarının toplam satışları içindeki payı %7 olan Bimeks, %2,5'luk sektör ortalamasının yaklaşık üç katı üzerinde performans sergilemektedir. Şirket, 2013'ün üçüncü çeyreğinde satışlarını geçen yılın aynı dönemine göre %30,1 artırarak 152,9 milyon TL'lik gelir elde etti. Bimeks'in üçüncü çeyrekteki brüt kar marjı, kar marjı yüksek beyaz eşya ve elektrikli küçük ev aletleri satışlarındaki artışla 1,2 puan yükselerek %18,2 oldu. Şirket, 2013'ün üçüncü çeyreğinde FAVÖK'ünü %70,3 artırarak 9,62 milyon TL'ye yükseltti. FAVÖK marjının yükselmesinde, kira giderlerindeki iyileştirmeler ve personel ücretlerindeki etkinleştirmeler önemli rol oynadı. Şirket'te gerçekleşen tüm bu operasyonel iyileştirmeler sonucunda, üçüncü çeyrek net dönem karı 496.708 TL oldu. Şirket, geçtiğimiz yılın aynı çeyreğinde 1,48 milyon TL zarar açıklamıştı. Bimeks, 2 Ocak 2014 itibarıyla BİST-100 Endeksine eklenmiştir. BMD Model portföyümüzde yer alan BMEKS hisse senetleri için 27/09/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,13 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

TRGYO: Şirket, 2013 yılı 3. çeyrekte 29,8 milyon TL'si kira geliri ve 24,4 milyon TL'si konut satış geliri olmak üzere toplam 62,8 milyon TL gelir elde etmiştir. Döviz kurlarında yaşanan yükseliş Şirketin net kur farkı giderlerini önemli miktarda artırmıştır. 2013 yılı 3. çeyreğinde 65 milyon TL net kur farkı gideri yazan Şirket, bu dönemde 41,1 milyon TL zarar açıklamıştır. Faaliyetleri bakımından incelediğimizde Mall of İstanbul ve Torun Tower projelerinin inşası devam etmektedir. Mall of İstanbul proje inşaatında konutların %81'i ve ofislerin %60'ı tamamlanmıştır. 1.081 konuttan 882 adedi ve 179 ofisten 121 adedi 2013 Eylül sonuna kadar satılmış ve 478,5 milyon TL önsatış geliri elde edilmiştir. Konut ve ofis ünitelerinin kesin teslimlerine 24 Aralık'tan itibaren başlanması ve 2014'ün birinci çeyreği içinde tamamlanması hedeflenmektedir. Şirket 2014 yılı içerisinde Paşabahçe projesine başlamayı hedefliyor. Kentsel dönüşüm kapsamında ihalesi kazanılan Eyüp'teki arazi için, KIPTAŞ işbirliği ile gerçekleştirilecek olan Finanskent 2 projesinin de 2014 yılı içerisinde başlaması beklenmektedir. TRGYO hisse senetleri için belirlediğimiz hedef fiyatımız **4,39 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

BMEKS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	1,86
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,13
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	15%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	215
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-8,37	6,29	44,19
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	34,16	70,06	168,47	67,31
FD/FAVÖK	4,65	5,94	17,15	12,94
PD/DD	1,45	1,34	1,58	1,81
Hisse Başına Kar (TL)	0,07	0,02	0,01	0,01

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	396	495	284	437
Brüt Kar	87	89	50	77
Brüt Kar Marjı (%)	22,1%	18,0%	17,4%	17,7%
Faaliyet Gideri	62	73	40	62
Faaliyet Gideri Marjı (%)	15,7%	14,7%	14,2%	14,2%
FAVÖK	36	28	15	25
FAVÖK Marjı (%)	9,1%	5,7%	5,4%	5,7%
Net Kar	4	2	1	1
Net Kar Marjı (%)	1,0%	0,4%	0,3%	0,3%

TRGYO	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,76
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	4,39
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	59%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.350
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-25,41	-17,12	-12,26
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	5,02	4,78	6,58	8,66
FD/FAVÖK	17,57	17,46	57,52	34,71
PD/DD	0,35	0,57	0,62	0,61
Hisse Başına Kar (TL)	0,79	0,67	0,05	-0,03

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	163	227	97	160
Brüt Kar	100	140	61	100
Brüt Kar Marjı (%)	61,5%	61,7%	63,1%	62,7%
Faaliyet Gideri	25	18	14	17
Faaliyet Gideri Marjı (%)	15,0%	8,1%	14,5%	10,6%
FAVÖK	76	122	48	84
FAVÖK Marjı (%)	46,6%	53,9%	49,0%	52,3%
Net Kar	177	337	25	-16
Net Kar Marjı (%)	108,8%	148,6%	26,3%	-9,9%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

TCELL: Türkiye Telekomünikasyon sektörünün lideri Turkcell, başarılı performansını 2013'ün üçüncü çeyreğinde de sergilemeye devam etti. Turkcell, yılın üçüncü çeyreğinde konsolide bazda satışlarını %8,3 artırarak 2,98 milyar TL gelir elde etti. Şirket'in brüt karı ise %12,4 artışla 1,22 milyar TL'ye ulaştı. Mobil genişbant ve servis gelirlerindeki artışı abone başına elde edilen geliri (ARPU) yükseltmesi ve iştirak gelirlerinin grup gelirlerine katkısının artması sayesinde, Bilgi Teknolojileri ve İletişim Kurumu (BTK)'nun arabağlantı ücretlerini düşürmesinden kaynaklanan gelir kaybına rağmen brüt kar marjı 1,5 puanlık artışla %41,1 oldu. Turkcell'in FAVÖK'ü 2013'ün üçüncü çeyreğinde %11,4 artışla 1,01 milyar TL'ye ulaştı. FAVÖK artışında grup şirketlerinin FAVÖK'ündeki %17'lik artış etkili oldu. Turkcell'in FAVÖK marjı ise 1 puanlık iyileşmeyle %34,1 oldu. FAVÖK marjındaki iyileşme; artan iştirak katkısının yanısıra ara bağlantı ücretlerindeki değişikliklerden sonra ara bağlantı gelirlerindeki düşüşün, giderlerdeki düşüşe göre daha sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır. Turkcell'in Ana Ortaklık net dönem karı %22,2 artmış ve 700 milyon TL olmuştur. Net dönem karındaki artış; yukarıda açıkladığımız brüt kar marjı ve FAVÖK marjının iyileşmesini sağlayan etkenlere ek olarak, finansal gelirlerinde mevduatlardan elde edilen faizin kur farkı zararlarını dengelemesi ve diğer giderlerdeki geçen yılın aynı döneminde değer düşüklüğü kayıtlarında bu yıl iyileşme yaşanması nedenlerinden kaynaklanmıştır. Turkcell'in toplam abone sayısı 30 Eylül 2013 itibarıyla geçen yılın aynı dönemine göre 200 bin azalışla 35 milyon olmuştur. Faturasız hat abonelerindeki 1,1 milyonluk azalışa karşın faturalı hat abone sayısı 900 bin artmış, ARPU ise %3,2 artışla 22,7 TL olmuştur. İştirakler arasında Superonline, gelirlerini 186,7 milyon TL'den 237,1 milyon TL'ye artırarak fiber internete yapmış olduğu yatırımların meyvelerini toplamaya devam etti. Turkcell, akıllı telefon pazarından aldığı payı artırmak için Eylül ayında T-40 isimli yerli tasarım cep telefonunu piyasaya sundu. Son olarak Turkcell'e 19.12.2013 tarihinde BTK tarafından 39,7 milyon TL'lik para cezası verildi. Karara gerekçe olarak, araç takip hizmetleri alanına ilişkin olarak yürütülen uygulamaların Turkcell'in rakiplerinin faaliyetlerini zorlaştırdığı gösterildi. TCELL hisse senetleri için 05/11/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **14,35 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

TCELL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	11,35
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	14,35
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	26%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	24.200
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-7,35	-8,47	-1,73
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	16,51	12,20	11,42	11,46
FD/FAVÖK	5,75	6,61	12,39	8,08
PD/DD	1,79	1,97	1,77	1,80
Hisse Başına Kar (TL)	0,54	0,95	0,51	0,83

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	9.370	10.507	5.544	8.524
Brüt Kar	3.421	4.025	2.088	3.314
Brüt Kar Marjı (%)	36,5%	38,3%	37,7%	38,9%
Faaliyet Gideri	2.096	2.190	1.135	1.731
Faaliyet Gideri Marjı (%)	22,4%	20,8%	20,5%	20,3%
FAVÖK	2.913	3.242	1.672	2.678
FAVÖK Marjı (%)	31,1%	30,9%	30,2%	31,4%
Net Kar	1.140	2.062	1.119	1.819
Net Kar Marjı (%)	12,2%	19,6%	20,2%	21,3%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

EREGL: Ereğli grubunun İskenderun tesislerinde Temmuz ayında başlayıp 22 gün devam eden grev, grubun yassı mamul üretim ve satış miktarını önemli ölçüde etkiledi. Şirket'in toplam üretim miktarının %18,9 oranında gerilemesine sebep olurken, toplam satış miktarı ise %12,8 oranında azaldı. Geçen yıla göre döviz kurunun yüksek seyretmeye devam etmesi satış gelirlerindeki düşüşü sınırlandırdı ve Ereğli'nin 2013 yılı 3. çeyrek net satış gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %8,4 gerileyerek 2,1 milyar TL oldu. Hammade fiyatlarındaki düşüşün maliyetler üzerindeki olumlu etkisi 3. çeyrekte de devam etti. 2013 yılı 3. çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre satışların maliyeti %16 azaldı ve brüt kar marjı %13,1'den %20,3'e yükselerek brüt kar 437,9 milyon TL'ye ulaştı. Grup için önemli bir gelişme de Şirket'in ve bağlı ortaklıkları İsdemir ile Ersem'in fonksiyonel para birimlerini 1 Temmuz 2013 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere ABD Doları olarak değiştirmeleridir. Şirket 2012 yılı ikinci çeyreğinden itibaren ürünlerinin TL cinsinden vadeli satışının yapılmayacağını duyurmuştu ve bu tarihten itibaren Avrupa'ya yapılan ihracatlar dışında diğer siparişler ve kontratlar ABD Doları cinsinden yapılmaya başlanmıştır. Önceki iki dönemde kur farkı geliri yazan Şirket, fonksiyonel para birimi değişikliği sebebiyle 2013 yılı 3. çeyreğinde 45,7 milyon TL net kur farkı gideri yazdı. Bu dönemde ana ortaklık net dönem karı geçen yılın aynı dönemine göre %47 artarak 223,5 milyon TL olarak gerçekleşti. EREGL hisse senetleri için 02/12/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **3,17 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

PETUN: Türk Gıda Kodeksi Et ve Et Ürünleri Tebliğinin Mart ayında yürürlüğe girmesi ile kırmızı et ile üretilen ürünlere kanatlı et ürünlerinin karıştırılması engellenmiş, bu durum ürün birim kilogram fiyatlarının ve dolayısıyla işlenmiş et ürünlerinin fiyatlarının artmasına sebep olmuştu. Ürün fiyatlarının yükselmesi ve Şirketin stratejisi doğrultusunda katma değeri yüksek işlenmiş ürün satışlarının artması, Şarküteri ürün grubu bazında %30'luk ciro artışı sağladı. 2013 yılı 3. çeyrek net satış gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %16,1 artarak 131 milyon TL oldu. Net dönem karı ise geçen yılın aynı dönemine göre %16,1 oranında artışla 12,3 milyon TL oldu. Şirketin FAVÖK marjı iyileşirken, iştirak gelirlerinde ve faiz gelirlerinde yaşanan azalış net kar marjını olumsuz etkiledi. 2013 yılı 3. çeyrek net kar marjı geçen yılın aynı dönemine kıyasla değişmeyerek %9,4 seviyesinde gerçekleşti. PETUN hisse senetleri için 13/11/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **8,70 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

EREGL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,58
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	3,17
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	23%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	8.750
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-3,73	11,31	26,54
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	7,01	17,85	9,13	10,73
FD/FAVÖK	5,12	9,84	9,24	7,69
PD/DD	1,00	1,05	0,91	1,09
Hisse Başına Kar (TL)	0,47	0,14	0,16	0,22

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	8.921	9.570	5.047	7.200
Brüt Kar	2.072	976	913	1.351
Brüt Kar Marjı (%)	23,2%	10,2%	18,1%	18,8%
Faaliyet Gideri	294	287	151	222
Faaliyet Gideri Marjı (%)	3,3%	3,0%	3,0%	3,1%
FAVÖK	2.092	1.032	969	1.431
FAVÖK Marjı (%)	23,4%	10,8%	19,2%	19,9%
Net Kar	1.039	455	565	796
Net Kar Marjı (%)	11,6%	4,8%	11,2%	11,1%

PETUN	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	7,50
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	8,70
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	16%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	331
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-4,58	9,33	21,35
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	8,19	9,48	8,84	8,00
FD/FAVÖK	8,46	8,01	13,15	7,38
PD/DD	0,78	0,92	1,01	0,91
Hisse Başına Kar (TL)	0,69	0,70	0,41	0,70

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	384	416	225	357
Brüt Kar	60	72	43	65
Brüt Kar Marjı (%)	15,7%	17,4%	18,9%	18,3%
Faaliyet Gideri	36	42	23	34
Faaliyet Gideri Marjı (%)	9,4%	10,1%	10,4%	9,4%
FAVÖK	32	38	23	38
FAVÖK Marjı (%)	8,4%	9,0%	10,3%	10,6%
Net Kar	30	31	18	30
Net Kar Marjı (%)	7,7%	7,3%	7,9%	8,4%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

CIMSA: 2013 yılı 3. çeyreğinde Çimsa'nın toplam üretim ve satış miktarı geçen yılın aynı dönemine göre azaldı. Yurt içi çimento fiyatlarının artması ve yükselen döviz kurunun etkisiyle, Şirket cirosunu %10,2 artırdı ve 269,6 milyon TL net satış geliri açıkladı. Direkt hammadde ve malzeme giderleri ile diğer üretim giderlerinin geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla %24 ve %34 oranlarında artış göstermesi hem brüt kar marjının hem de FAVÖK marjının gerilemesine neden oldu. Diğer yandan Şirket, 2013 yılı Mayıs ayı içerisinde Sabancı holding hisse senetlerini satarak, 139 milyon TL gelir elde etmiş ve bu geliri mevcut kredi borçlarını kapatmakta kullanmıştı. Bunun sonucunda 2013 yılı 3. çeyrek banka faiz giderleri geçen yılın aynı dönemine göre 7,8 milyon TL azaldı. Ayrıca Şirketin iştiraki Exsa Export'dan gelen 2,1 milyon TL kar ve 2,4 milyon TL'lik net kur farkı geliri de Şirket'in net kar marjını olumlu etkiledi. Şirket 2013 yılı 3. çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre net dönem karını %37,7 artırdı ve 51,1 milyon TL olarak açıkladı. BMD Model portföyümüzde yer alan CIMSA hisse senetleri için 20/11/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **13,60 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"**dir.

TRKCM: 2013 yılı Mayıs sonu itibariyle Fritz Holding GmbH'ı satın alan Şirket, 2013 yılının 3. çeyreğinde Fritz'in elde ettiği 110 milyon TL satış gelirini de ekleyerek toplam satış gelirini %78 artırdı ve 415 milyon TL'ye ulaştı. 2013 yılı 3. çeyrekte ton bazında satışları geçen yıla göre %10 artış gösterirken ortalama ürün satış fiyatı da %20 seviyelerinde yükseldi. Fritz'in satışlara katkısı göz ardı edildiğinde ise Şirket geçen yılın aynı dönemine göre %31 oranında satış büyümesi elde etti. Geçen yıl doğalgaz fiyatlarında ve hammadde maliyetlerindeki artışa bağlı olarak baskı altında kalan karlılık marjları, bu yıl doğalgaz fiyatlarının artmamış olmasından etkilenerek iyileşme gösterdi. 2013 yılı 3. çeyreğinde Ana Ortaklık Payları Net Dönem Karı geçen yılın aynı dönemine göre %266 artarak 40,9 milyon TL olarak oldu. Şirketin 3. çeyrek satışlarının %26'sını oluşturan Fritz'in net kara katkısı ise 15,9 milyon TL ile net karın %38,8'i düzeyinde gerçekleşti. BMD Model portföyümüzde yer alan TRKCM hisse senetleri için 10/12/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,94 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"**dir.

CIMSA	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	11,40
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	13,60
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	19%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.567
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibariyle	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-11,63	-10,59	33,46
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	8,26	10,70	6,25	5,84
FD/FAVÖK	6,18	7,53	18,65	10,38
PD/DD	1,19	1,25	1,78	1,66
Hisse Başına Kar (TL)	0,91	0,85	1,61	1,99

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	801	857	469	739
Brüt Kar	207	212	103	177
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>25,8%</i>	<i>24,7%</i>	<i>22,0%</i>	<i>24,0%</i>
Faaliyet Gideri	45	47	24	36
<i>Faaliyet Gideri Marjı (%)</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,9%</i>
FAVÖK	201	210	106	181
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>25,1%</i>	<i>24,5%</i>	<i>22,5%</i>	<i>24,5%</i>
Net Kar	123	111	217	269
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>15,4%</i>	<i>13,0%</i>	<i>46,4%</i>	<i>36,4%</i>

TRKCM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,54
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,94
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	16%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.590
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibariyle	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	1,20	5,83	7,37
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	6,56	23,38	31,40	19,33
FD/FAVÖK	3,58	8,14	25,22	13,43
PD/DD	0,86	0,89	0,93	0,83
Hisse Başına Kar (TL)	0,37	0,10	0,05	0,11

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	1.255	1.249	582	998
Brüt Kar	447	330	150	255
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>35,6%</i>	<i>26,4%</i>	<i>25,8%</i>	<i>25,5%</i>
Faaliyet Gideri	219	254	121	193
<i>Faaliyet Gideri Marjı (%)</i>	<i>17,5%</i>	<i>20,3%</i>	<i>20,9%</i>	<i>19,3%</i>
FAVÖK	356	202	81	142
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>28,3%</i>	<i>16,2%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,2%</i>
Net Kar	236	81	39	81
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>18,8%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,7%</i>	<i>8,1%</i>

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

TUPRS: Akdeniz rafineri marjları 2013 yılı üçüncü çeyreğinde Ural ham petrolünün pahalı işlem görmesi sebebiyle geriledi ve geçen yıla göre 4,18 \$/varil azalarak 1,05 \$/varil oldu. Tüpraş'ın net rafineri marjı ise 1,78 \$/varil azalarak 4,13 \$/varil olarak gerçekleşti. Şirketin rafineri marjının Akdeniz rafineri marjının \$3,08 üzerinde olmasında 1,05 \$/varil stok değer kazancı da etkili oldu. Şirketin üretim toplamda azaldı ancak jet yakıtı ve dizel gibi ürün fiyat oranı yüksek olan orta ve hafif damıtılmış ürünlerde arttı. Ancak genel itibarıyla ürün fiyat oranlarında da gerileme yaşandı. Tüpraş, 2013 yılı üçüncü çeyreğinde önceki yılının aynı dönemine göre %4,11 artışla 12,17 milyar TL ciro üretti. Miktarsal azalışla birlikte ürün fiyat oranlarındaki azalış da cirodaki düşüşe etki ederken, net rafineri marjındaki düşüş ise brüt kar marjına olumsuz yansıdı. Artan \$/TL kuru ciro ve brüt karlılığa olumlu yansırken, ticari alacak ve borçların net kur farkı giderlerini ve finansal giderleri arttırdı. Diğer yandan, RUP projesi ile ilgili olarak uygulanan kurumlar vergisi teşvikinin büyük ölçekli yatırımdan stratejik yatırım durumuna alınmış olmasıyla yılın üçüncü çeyreğinde oluşan yaklaşık 408 milyon TL ertelenmiş vergi varlığının gelirleşmesi sonucunda net kar marjı önceki yılın ikinci çeyreğine göre 2 puan iyileşerek %6,7'ye yükseldi. Sonuç olarak şirketin 2012 yılı üçüncü çeyreğinde net dönem karı 556,5 milyon TL iken bu yıl 818,8 milyon TL olarak gerçekleşti. BMD Model portföyümüzde yer alan TUPRS hisse senetleri için 12/11/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **52,00 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

PETKM: 2013 yılı üçüncü çeyreğinde talebin zayıf olması PETKİM'in kapasite kullanım oranlarını ve cirosunu düşürürken, ABD Dolarındaki güçlenme ve şirketin uygulamakta olduğu pazar odaklı dinamik planlama politikaları operasyonel karlılık marjlarını iyileştirdi. 2013 yılı üçüncü çeyreğinde geçen yıla göre PETKİM'in miktarsal (ton bazında) satışları %11 düşüşle 403 bin ton olurken, ABD Doları'nın TL karşısında %9,4 değerlenmiş olmasının etkisiyle satış gelirleri sadece %1,8 düşüşle 1.047 milyon TL oldu. Şirketin brüt kar marjı bir önceki yılın aynı çeyreği ile karşılaştırıldığında %3'ten %10,2'ye yükseldi. Bunda PETKİM'in temel hammadde olan nafta fiyatları 2013 3.çeyrek döneminde bir önceki yıla göre %13,4 gerilemişken, etilen fiyatlarının %9,2 oranında gerilemiş olması etkili oldu. Şirketin hammadde olarak LPG kullanımını artırıyor olması ve Socar Gaz şirketinden daha uygun fiyatla doğal gaz alımı gibi enerji maliyetlerini azaltıcı uygulamalar da brüt kar marjlarının iyileşmesinde diğer sebepler oldu. Geçmiş yıl zararlarının kurum kazancından indirilmesiyle oluşan ertelenmiş vergi varlığı gelirinin de etkisiyle şirketin net kar marjı ise %1,3'ten %4,1'e yükseldi. BMD Model portföyümüzde yer alan PETKM hisse senetleri için 22/11/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **3,30 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

TUPRS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	42,90
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	52,00
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	21%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	10.332
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-6,54	-0,46	-10,45
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	8,07	8,83	9,05	6,83
FD/FAVÖK	5,15	9,90	54,58	15,98
PD/DD	2,29	2,66	2,84	2,15
Hisse Başına Kar (TL)	4,96	5,83	1,06	4,33

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	40.806	47.099	18.315	30.482
Brüt Kar	2.647	1.997	478	1.139
Brüt Kar Marjı (%)	6,5%	4,2%	2,6%	3,7%
Faaliyet Gideri	739	866	322	490
Faaliyet Gideri Marjı (%)	1,8%	1,8%	1,8%	1,6%
FAVÖK	2.158	1.401	276	829
FAVÖK Marjı (%)	5,3%	3,0%	1,5%	2,7%
Net Kar	1.245	1.468	269	1.087
Net Kar Marjı (%)	3,0%	3,1%	1,5%	3,6%

PETKM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,73
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	3,30
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	21%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	2.690
* 31/12/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	-10,78	-2,50	-1,44
BİST Performans (%)	-10,49	-9,79	-13,31

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/06	2013/09
F/K	19,25	158,93	41,89	28,52
FD/FAVÖK	18,53	212,50	33,64	14,74
PD/DD	1,16	1,66	1,70	1,59
Hisse Başına Kar (TL)	0,10	0,02	0,01	0,05

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/06	2013/09
Gelir	3.891	4.349	1.920	2.967
Brüt Kar	175	76	107	213
Brüt Kar Marjı (%)	4,5%	1,8%	5,6%	7,2%
Faaliyet Gideri	122	135	60	88
Faaliyet Gideri Marjı (%)	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%
FAVÖK	115	13	85	183
FAVÖK Marjı (%)	2,9%	0,3%	4,4%	6,2%
Net Kar	102	17	5	49
Net Kar Marjı (%)	2,6%	0,4%	0,3%	1,6%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

08/10/2013

I. 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 Çarşamba günü 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 değerlendirmeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma'nın izni olmadan başkalarıyla paylaşmalarını 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.