

## 2014 II. ÇEYREK STRATEJİ RAPORU



## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

İÇİNDEKİLER	SAYFA NO
YÖNETİCİ ÖZETİ	2
KÜRESEL GÖRÜNÜM	3
TÜRKİYE EKONOMİSİ	5
VARLIK YÖNETİM MODELİ	13
HİSSE SENEDİ	14
SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR	15
KIYMETLİ MADENLER	15
DÖVİZ SEPETİ	16
ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ	17

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### YÖNETİCİ ÖZETİ

**Son aylarda küresel büyümenin, özellikle gelişmiş ülkeler öncülüğünde hızlanmakta olduğu görülmektedir.** 2014 yılı birinci çeyrek büyümesine ilişkin olarak da öncü göstergeler gelişmiş ülkelerde büyüme hızında artışa işaret etmektedir. 11 Mart 2014 tarihinde küresel görünüme dair değerlendirme raporunu yayınlayan OECD, pek çok gelişmiş ülkede büyümenin güçlendiğini belirtmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerle ilgili olarak ise IMF son raporunda yeni bir oynaklık döneminin ortaya çıktığını ifade etmektedir. Finansal piyasalardaki son gelişmeler, gelişmekte olan ekonomilerin en başta para politikaları olmak üzere bazı politika zorluklarına işaret etmektedir.

**Türkiye ekonomisi yılın son çeyreğinde %4,4 büyürken, %4,1 olan beklentileri aştı.** Böylece, canlı iç talep sayesinde 2013 yılında %4 olarak gerçekleşen büyüme ile OVP’de öngörülen oran da yakalandı. Talep tarafında 2013 yılında hane halkları tüketim harcamaları %4,6 ve devlet harcamaları %5,9’luk büyüme gösterdi. Yılı genelinde yerleşik hane halklarının tüketimi, devlet harcamaları, sabit sermaye oluşumu ve ithalat %4’lük GSYH artışının üzerinde, ihracat ise altında büyüdü. Enflasyon verilerine baktığımızda Mart 2013 itibarıyla TÜFE %8,39 Yİ-ÜFE %12,31. TL’nin zayıf seyri sebebiyle özel kapsamlı enflasyonların da yönünü kalıcı olarak yukarı çevirdikleri görülüyor. 28 Ocak 2014 tarihli ara toplantısında önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırmaya giderek faiz oranlarında önemli miktarda artışlara giden TCMB, Şubat ve Mart ayı toplantılarında faizlerde bir değişikliğe gitmezken, seçimler sonrasında faiz indirimi olasılıklarını gündeme getirmeye başladı. Enflasyonda belirgin iyileşme sağlanana kadar para politikasında sıkı duruşa devam edileceğini vurgulayan TCMB, enflasyonun Hazirandan sonra düşmeye başlayacağını beklediğini de belirtiyor. Diğer yandan TCMB, 2014 yılında yurtiçi talep ivme kaybederken, yurtdışı talepteki toparlanma eğiliminin devam etmesiyle cari açığımızda belirgin iyileşme bekliyor. Yılın ilk iki ayında gerçekleşen dış ticaret ve ödemeler dengesi verileri de bunu teyit ediyor. Ocak-Şubat 2014 döneminde geçen yılın aynı dönemine göre ihracat %7,2 artışla 25,6 milyar \$, ithalat ise %1,7 azalarak 37,5 milyar \$ olarak gerçekleşti. Ocak ayında 4,88 milyar \$ olarak gerçekleşen cari işlemler açığında da geçen yılın aynı dönemine göre %16 azalma var. Ancak, cari açığın finansmanında durum pek iç açıcı değil. Aylık 8 milyar \$ döviz açığının 2,2 milyar \$’lık kısmı kaynağı belirli olmayan net hata noksan kalemi ile geri kalan 5,8 milyar \$’lık kısmı ise TCMB’nin döviz rezervlerinden karşılanmış. Bütçe dengesinde ise yılın ilk iki ayında önceki yıla göre azalma var. Yılın ilk ayında İthalde Alınan KDV performansının olumlu olduğunu görmüştük, ikinci ayında ise vergi gelirlerinde özellikle Dahilde Alınan Dolaylı Vergilerin artış performansını olumlu bulmaktayız. Ancak, yıl genelinde büyümede beklenen zayıflamanın bütçe dengesine olumsuz etki ederek hedefler üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmesi mümkün. Buna ek olarak, yılın ilk iki ayında gerçekleşen bütçe giderlerinden yola çıkarak giderlerin kontrol altında tutulabilmiş olduğunu söyleyebiliriz, ancak yıl genelinde iç talepteki yavaşlama karşısında Hükümetin faiz dışı harcamaları artırması ihtimali var.

**2014 yılı ikinci çeyreği için BİST Sinaî Endeksi’nin şu anda seyretmekte olduğu 62,5 bin – 65 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %40, sabit getirili menkul kıymetlere %50, kıymetli madenlere %5 ve döviz sepetine %5 ağırlık verilerek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız.** Bir önceki çeyrekte sinai endeksi 62,5 bin – 65 bin bandında iken varlık dağılımı önerimizi %30 hisse, %50 SGMK , %5 kıymetli madenler ve %15 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, Fed’in faiz artırımına 2015 yılı ikinci yarısından sonra başlayacağını beklemekteyiz ve cari açık riski yüksek bir gelişmekte olan ülke ekonomisine sahip Türkiye’nin de son zamanlarda bu durumunun yeterince fiyatlandığı görüşündeyiz. Buna ek olarak, 2014 yerel seçim sonuçlarının siyasi riski azaltacak şekilde sonuçlanması ile birlikte 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 62,5 bin – 65 bin bandında seyretmesi halinde hisse senedi için önerdiğimiz ağırlığı %10 arttırıp, bu artışın da döviz sepeti ağırlığının %10 azaltılarak karşılanmasının uygun olacağı görüşündeyiz.

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### KÜRESEL GÖRÜNÜM

**IMF, gelişmiş ülkelerin %2,2, gelişmekte olan ülkelerin %5,1 büyümesini beklemektedir. Business Monitor International (BMI) tarafından Şubat ayında yayınlanan Küresel Makro Monitor Raporu'na göre de 2014 yılında küresel büyüme %3,2, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin büyümeleri sırasıyla %2 ve %4,9 öngörülmektedir.** IMF ise Ocak ayında 2014 yılı küresel büyüme tahminlerini %3'ten %3,7'ye revize etmişti. Bu revizyonda gelişmiş ülke ekonomilerindeki büyüme tahminlerindeki artış etkili olmuştu. Dünya Bankası'nın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için büyüme tahminleri ise sırasıyla %2,2 ve %4,8'dir.

**FED 19-20 Mart tarihlerinde yaptığı toplantıda aylık tahvil alımını 10 milyar dolar daha azaltarak 55 milyar dolara indirdi.** Bu durum gelişmiş ekonomilerde uzun dönemli faiz oranlarını artırırken, gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımlarında yavaşlama ile hisse senedi piyasaları, tahvil piyasaları ve kurlarında önemli değer kayıplarına yol açıyor. ECB ve BOJ ise genişlemeci para politikalarına 2014 yıllarında devam edeceklerini işaret etmekte. Uygulanan genişlemeci politikalar sonucunda Japonyada dış ticaret açığı oldukça yükselmiş ve enflasyon oranı da %1,5 seviyelerine ulaşmıştır. Avro bölgesinde ise deflasyon riski bulunmaktadır.

**Gelişmekte olan ülkelerde büyüme hızında yavaşlama bekleniyor.** Çin 2013 yılında %7,5 olan büyüme hedefinin üzerinde ve %7,7 büyüdü. 2014 yılı için ise IMF büyüme tahminini %7,7'den %7,5'e indirmiştir. Üretim ve yatırım faaliyetleri zayıf seyreden Rusya ekonomisinin 2014 yılında %1,9 büyümesi bekleniyor. Diğer yandan, Mart ayının başlarında Rusya'nın Kırım'a girme kararından sonra Ukrayna ile gerginliğin artması, Rusya'ya yabancı sermaye girişlerini ve ülkenin büyüme potansiyelini olumsuz etkileyebilecek riskler arasında. Rusya'nın enerji ihracatının zarar görmesi temel risk. Uluslararası derecelendirme kuruluşları Ukrayna krizinin Rusya ekonomisi üzerindeki riskleri artırdığını belirtmiştir. Pesoda son 12 yılın en hızlı değer kaybının yaşanmasıyla birlikte Arjantin Merkez Bankası kur ayarlamasına geçti. Banka, 2014 yılı kur tahminini yükseltirken, piyasa güveninin zedelenmesiyle ülkeye gelen yabancı yatırımlarında da önemli azalma yaşandı.

### ABD

**ABD'de 2013 yılı üçüncü çeyrek büyüme oranı %4,1 olurken, dördüncü çeyrek büyümesi ise önce %3,2 açıklanmış, daha sonradan %2,4'e revize edilmiştir.** IMF'nin ABD için 2014 yılı büyüme beklentisi %2,8 seviyesine yükseltilmiştir. Ancak olumsuz hava koşulları sebebiyle yılın ilk çeyrek büyümesi düşük beklenmektedir. Kamu harcamaları yavaşlarken özel tüketim, sanayi üretimi, yatırımlar ve dış ticaret artış eğiliminde. Ekonomik aktivitede ivmelenme neticesinde Mart ayında yaptığı Açık Piyasa Komitesinde FED aylık tahvil alımlarını 55 milyar \$'a indirdi. Faiz artırımlarına da 2015 yılında başlanacağını işaretini verdi. Bu durum ABD 10 yıllık tahvillerini de yukarı yönde hareketlendirdi. İstihdam ve konut piyasasında da iyileşmenin hızlanması halinde toparlanmanın ivmelenmesi bekleniyor. Ocak ayında işsizlik oranı İKO'daki artışa rağmen %6,6'ya geriledi. İşsizlik oranının 2014 sonunda %6,4'e 2015 sonunda da %5,8'e gerilemesi bekleniyor.

### AVRO BÖLGESİ

**2013 yılı üçüncü çeyreğinde %0,1 büyüyen Avro Bölgesi'nde yılın son çeyreğinde ise %0,3 büyüme yaşandı.** 2014 ve 2015 yıllarının bölgede toparlanma süreci olması ve bu yıllarda sırasıyla %1 ve %1,3 büyüme beklenmektedir. Bölgede itici güç olan Almanya ekonomisi 2013 yılının son çeyreğinde %1,4 ve yıl genelinde ise %0,4 büyümüştür. Alman hükümeti 2014 yılı için ise %1,8 büyüme öngörmektedir. Ocak ayında enerji fiyatlarındaki gerileme sebebiyle %0,7'ye gerileyen enflasyon oranının politika hedefinin altında seyretmesi beklenmektedir. Bölgede deflasyon riski de bulunmaktadır. ECB genişleyici para politikalarına ve düşük faiz oranlarına 2014 yılında da devam edeceğini belirtmiştir. Ocak ayı işsizlik oranı %12'de kalırken, işgücü piyasalarındaki zayıflık devam etmektedir.

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### JAPONYA

**Japon ekonomisi 2013 yılı ikinci ve üçüncü çeyrekte sırasıyla yıllık bazda %3,8 ve %0,7 büyümüştür.** Diğer yandan, 2014 yılı Nisan ayında yapılacak tüketim vergisi artışları (%5'ten %8'e) önümüzdeki dönemlerde iç talep ile ilgili kaygı oluşturmaktadır. Uzun dönem enflasyon hedefi %2 olan Japonya'da son dönemlerde enflasyon %1,5 seviyelerine kadar yükselmiştir. BOJ Ocak ayında yıllık 60-70 trilyon yen parasal genişleme politikasını sürdürme kararı almıştır. Bunu sonucu olarak yenin değer kaybetmesi ve sanayi üretiminin hızlanması neticesinde büyüme ivmelenmektedir. Yeninin değerinin düşürülmesi, başta bölge ülkeleri olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin ihracatlarını olumsuz etkileyebilir. 2013 yılında rekor seviyelere ulaşan cari açık ve dış ticaret açığı, ithalatın ihracattan daha fazla artmasından kaynaklanmıştır. İthalatın artmasında 2011 Mart'ında nükleer santrallerin kapanmasıyla enerji ithalatındaki artış etkili olmuştur. Ülkenin küresel rekabet gücündeki azalma dış ticaret açığının artıyor olmasının diğer bir sebebidir.

### ÇİN

**Çin'den hem iç hem de dış talep ile ilgili gelen veriler, ekonomik büyümede yavaşlamanın devam edeceği endişeleri oluşturmaktadır.** 2013 yılı büyümesi %7,7 olmuştur. IMF'nin yıllık büyüme beklentisi 2014 ve 2015 yılları için sırasıyla %7,7 ve %7,5 iken, BMI 2014 yılı için %7,1 büyüme beklemektedir. Geçtiğimiz yıllarda en hızlı kredi büyümesi yaşanan Çin'de, kredi koşullarının sıkılaştırılması ve bankacılık alanındaki düzenlemelerle önümüzdeki dönemlerde büyümenin yavaşlaması beklenmektedir. Geçmiş yıllara göre büyümede kamu yatırımlarının payının azalıyor olması büyümede yavaşlama beklentisinin sebeplerinden biridir. Bir diğer sebep ise, piyasada yaşanan nakit sıkışıklığı ve küçük ölçekli şirketlerin borçlanma ihtiyacının karşılanması konusunda yaşanan zorlukların borçlanma maliyetlerini artırmasıdır. Likidite sıkışıklığı sebebiyle bu yıl Çin'de faaliyet alanı güneş enerjisi panelleri ve konut inşaatı olan 2 yerli şirket temerrüde düşmüştür.

### DİĞER GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER

**Brezilya ve Rusya ekonomilerinde büyüme hızlarında hafif artış beklenirken, Hindistan'da büyüme beklentisi aşağı çekilmiştir.** Küresel ekonomilerdeki toparlanmayla birlikte dış talepte yaşanacak canlanmayla Brezilya ekonomisinde büyümede ivmelenme beklenmektedir. Diğer yandan, küresel emtia fiyatlarının düşük seyretmesi, emtia ihracatçısı Brezilya için olumsuzdur. 2014 ve 2015 yılları büyüme tahminleri sırasıyla %2,4 ve %2,7'dir. En son Mart ayında yapılan 25 bp faiz artırımıyla politika faizi %11'e yükseltilen Brezilya'da, faiz artırımlarıyla beraber enflasyon da %5,6 seviyelerine gerilemeye başlamıştır.

**2013 yılı üçüncü çeyrek verilerine göre %1,2 büyüyen Rusya ekonomisinde, üretim ve yatırım faaliyetleri zayıf seyretmekte ancak BMI, 2014 yılında %1,9 büyüme beklemektedir.** Enflasyon %6 seviyelerinde seyreden Rusya'da Merkez Bankası'nın enflasyon hedefi %5'tir. Mart ayının başlarında Rusya'nın Kırım'a girme kararından sonra Ukrayna ile gerginliğin artması Rusya'ya yabancı sermaye girişlerini ve ülkenin büyüme potansiyelini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca, Rusya'nın enerji ihracatının zarar görmesi riski de bulunmaktadır. Uluslararası derecelendirme kuruluşları Ukrayna krizinin Rusya ekonomisi üzerindeki riskleri artırdığını belirtmiştir.

**BMI Hindistan için 2014 yılı büyüme tahminini %5'ten %4,4'e çekti.** Asya'nın ikinci büyük ekonomisi olan Hindistan'da yüksek cari açık ve sermaye çıkışları sebebiyle büyümenin zayıf seyretmeye devam etmesi beklenmektedir. Para birimindeki zayıflama ve %9 seviyesinde yüksek seyreden enflasyon ile mücadele için Hindistan Merkez Bankası Ocak ayında politika faizini 25 bp artışla %8'e çekmiştir. Zayıflayan para birimi sebebiyle ihracatının canlanması beklenen Hindistan'ın cari açığında da düşüş beklenmektedir. Son zamanlarda ülkede altın ithalatının azalmasıyla cari açık son 4 yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir.



## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### EMTİA PİYASASI

**Son yılda küresel enerji ve tarım emtia fiyatları yatay seyrederken, metal emtia fiyatlarında önemli gerilemeler yaşandı.** Şubat ayında 102\$'ın üzerine çıkan WTI ham petrol fiyatları Mart ayında yılbaşındaki 98\$ seviyelerine geriledi. Ocak ayında Kuzey Amerika'da sert hava koşulları sebebiyle yükselen WTI ham petrol fiyatları Mart ayında tekrar gerileme eğilimindedir. Kuzey Amerika'da kâğıt arzi petrol talebini etkilerken, OPEC'in petrol üretiminde kesintilere gidebileceği ihtimali fiyatlar üzerinde yukarı yönlü risk oluşturmaktadır. WTI stoklarının artması sonucunda Brent-WTI spreadi açılmaktadır. Bölgesel fiyat farklılıkları rafineri şirketlerinin stratejilerini ve küresel rekabet ortamını etkilemektedir. Diğer yandan ucuz maliyetli petrol kaynağı olan Orta Doğu'daki gelişmelerin küresel petrol arz ve talebine olan etkileri daha fazla olmaktadır. Bloomberg küresel enerji emtia fiyatları endeksi, yıl başından bugüne %0,5'e yakın ve son yılda ise %3 seviyelerinde artış göstermiştir. Bloomberg küresel tarım emtia fiyatları endeksine bakıldığında, yıl başından bugüne %15'e yakın artışlar olduğu ancak yıllık olarak %1 seviyelerinde gerileme görülmektedir. Bloomberg küresel metal emtia fiyatları endeksi ise yıl başından bugüne %6'ya yakın ve son yılda da %15 seviyelerinde gerileme göstermiştir.

### TÜRKİYE EKONOMİSİ

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

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

**2013 yılının son çeyrek döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla GSYH %4,1 olan beklentilerin üzerinde ve %4,4'lük artışla 31,2 milyar TL olarak gerçekleşti.** Ayrıca yılın ilk üç çeyreğinde gerçekleşen büyüme oranları da revize edildi. Böylece, 2013 yılında %4 olarak gerçekleşen büyüme OVP'de öngörülen oranın yakalandığını gösterdi. Harcamalar yöntemine göre yılın dördüncü çeyreğinde yerleşik hane halklarının tüketimi, devlet harcamaları, sabit sermaye oluşumu ve ithalat sırasıyla %5,3, %6,8, %6,4 ve %9,3'lük artışlarla %4,4'lük GSYH artışının üzerinde; ihracat ise %1,5 ile altında büyümüştür. 2013 yılı genelinde de durum son çeyrekteki gibi olmuştur. Yerleşik hane halklarının tüketimi, devlet harcamaları, sabit sermaye oluşumu ve ithalat %4'lük GSYH artışının üzerinde, ihracat ise altında büyümüştür.

**Yılın ikinci yarısında, piyasa faizlerindeki yukarı yönlü hareket ve kredi hacmi artışındaki yavaşlamanın büyümeyi olumsuz etkilemesi beklenirken, beklentileri aşan iç tüketim sayesinde yıllık %4'lük büyüme hedefine ulaşıldı.** Arz tarafında büyüme inşaat ve hizmetler öncülüğünde gerçekleşirken, yılın ilk yarısında zayıf denilebilecek büyüme performansı gösteren imalat sanayinde yılın ikinci yarısında gerçekleşen iyileşmeyi olumlu buluyoruz. 2012 yılı büyümesi yıllık GSYH artışının 1,6 puan altında kalmış olan inşaat sektöründe 2013 yılında %7,1 ile GSYH büyüme hızının üzerinde artış var. Bu dönemde hizmetler tarafında finans ve sigorta, konaklama ve yiyecek faaliyetleri, eğitim ve sağlıkta GSYH büyümesinin üzerinde büyüme yaşandığı görülüyor. Yılın ilk iki çeyreğinde GSYH'dan zayıf büyüyen İmalat sanayi ise yılın son yarısında %4,9 ile GSYH'dan güçlü büyümüş.

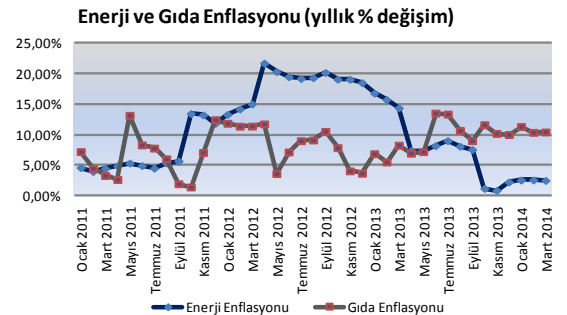
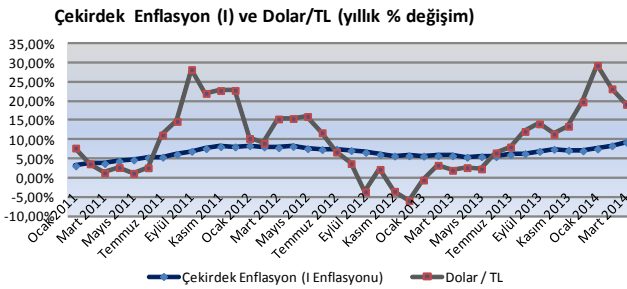
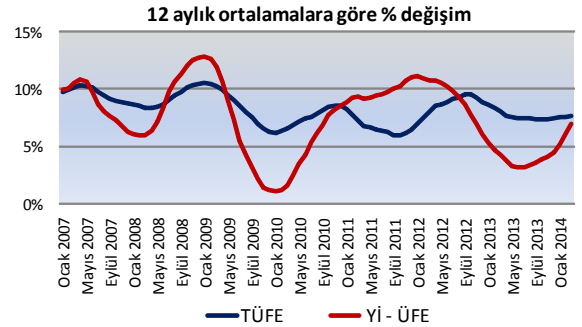
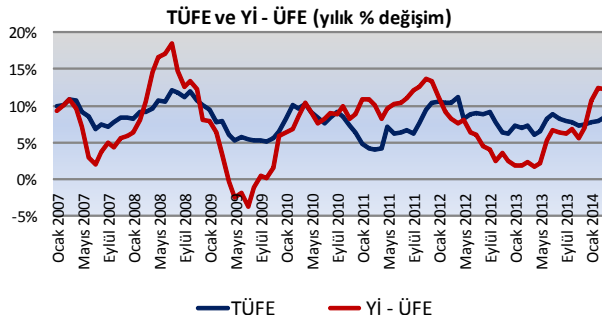
## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

**Talep tarafında 2013 yılında hane halkları tüketim harcamaları %4,6 ve devlet harcamaları %5,9'luk büyüme ile canlı seyretti.** Yıl genelinde özel sektörün sabit sermaye oluşumu zayıf seyretmiş, ancak son iki çeyrekte %3,6 ve %4,9 artış olduğu göze çarpıyor. Kamu kesimi sabit sermaye oluşumunda ise yıl genelinde %22,9 artış var. Son iki yılda kapasite kullanım oranının %75 seviyelerinde neredeyse yatay seyrediyor olması özel sektör yatırımlarındaki iştahsızlığı açıklıyordu ancak son iki çeyrekte özel sektörün sabit sermaye oluşumunda gerçekleşen büyüme olumlu sinyaller veriyor. Dış ticarete bakıldığında yıl genelinde ithalat artış hızının yüksek seyretmiş olduğu ve net dış ticaretin büyümeye 2,5 puan negatif katkı yaptığı görülüyor. 2014 yılında ise alınan makro ihtiyati tedbirler ve zayıf seyreden TL sebebiyle iç talebin zayıflamasını ancak bu durumun güçlenen Avrupa ekonomilerinin de katkısıyla dış ticaret dengesindeki iyileşme ile dengelenerek büyümeye yansımaları beklemekteyiz. Mart ayı beklenti anketine göre 2014 yılı büyüme tahminleri %2,6 ile %4 olan OVP tahminlerinin altında.

### ENFLASYON

**Mart 2013 verileri itibarıyla TÜFE %8,39 Yi-ÜFE %12,31.** TL'nin zayıf seyri sebebiyle özel kapsamlı enflasyonların da yönünü kalıcı olarak yukarı çevirdikleri görülüyor. I-tanımlı yıllık çekirdek enflasyon Mart ayında %9,32 ile %8,39 olan TÜFE'nin üzerinde. Mevsimlik ürünleri dışarıda bırakarak hesaplanan A tanımlı çekirdek enflasyon ise %9,40 ile yine yıllık TÜFE'nin üzerinde. Üstelik, yurtdışında TL'deki değer kaybı henüz enerji fiyatlarına tam yansıtılmadı ve bunun enflasyon artış oranlarını biraz sınırladığı söylenebilir. Yıllık gıda enflasyonu %10,42 ile hala yüksek seyretmekte. Doğalgazda yılın ilk yarısında bir fiyat artışı yapılmasını beklemiyoruz, ancak toptan elektrik fiyatlarına Nisan ayı itibarıyla yaklaşık %5,5'lik bir artış yapıldı. Sonuç olarak, enerji fiyatları başta olmak üzere yılın ikinci yarısında yapılması muhtemel kamu fiyat artışları ve gıda fiyatlarının yüksek seyrine devam etmesi enflasyonu yukarı yönde baskılayacak risklerin başında geliyor. Beklenti anketine göre 2014 yılı enflasyon tahmini %8 ile son TCMB enflasyon raporunda orta nokta olan %6,6'nın üzerinde.



## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### TCMB PARA POLİTİKALARI

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

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

**28 Ocak 2014 tarihli ara toplantısında önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırmaya giderek faiz oranlarında önemli miktarda artışlara giden TCMB, Şubat ve Mart ayı toplantılarında faizlerde bir değişikliğe gitmedi.** 28 Ocak tarihinde faiz artırımlarıyla atılan sıkılaştırıcı adımların iç talepte daralmaya sebep olacağı bir gerçek; ancak, döviz kurlarındaki artışlar sebebiyle yükseliş eğiliminde olan çekirdek enflasyon göstergelerindeki yükselişin önüne geçilmesi amacıyla da gerekliydi.

**Enflasyonda belirgin iyileşme sağlanana kadar para politikasında sıkı duruşa devam edileceğini vurgulayan TCMB enflasyonun Hazirandan sonra düşmeye başlayacağını beklediğini de belirtti.** Para Politikası Kurulu, yıl başında yapılan vergi ayarlamalarına, döviz kuru hareketlerinin etkilerine ve gıda fiyatlarındaki olumsuz seyre bağlı olarak enflasyon göstergelerinin bir süre daha hedeflerin üzerinde seyredeceğini tahmin ettiğini açıkladı. TCMB, uygulanan sıkı para politikaları, Şubat ayında devreye giren kredi büyümesini daraltıcı makroekonomik önlemler ve zayıf sermaye akımlarının yurtiçi talebi cansızlaştırmasını beklediğini de ifade etti. Diğer yandan, zayıflayan TL ve canlanan küresel talebin cari açığımızda belirgin iyileşme sağlayacağı görüşünde. Bunun sebepleri ise 2014 yılının ilk çeyreğinde yurtiçi talep ivme kaybederken, yurtdışı talepteki toparlanma eğiliminin devam etmesiyle ihracatın büyümeye ve dış ticaret dengemize olumlu yansımalarının bekleniyor olması.

### BÜTÇE

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

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma



## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

**Geçen yılın Ocak-Şubat dönemine göre bu yıl giderlerin gelirlerden fazla artmış olması sebebiyle bütçe fazlasında düşüş var.** Bu dönemde faiz hariç giderlerde %10,5 artış, faiz giderlerinde ise %18,4 azalış var. Vergi gelirleri ise faiz hariç giderlerden fazla artmış, ancak vergi dışı diğer gelirlerdeki azalış (geçen yıl özelleştirme gelirlerinin olması sebebiyle) bütçe fazlasını azaltmış. Vergi Gelirlerinde dolaysız vergilerde Ocak-Şubat döneminde gelir vergisinde gerçekleşen yıllık %21'lik artışın 2014 yılı bütçesinde bu kalemden hedeflenen %12,9'luk artışın çok üzerinde olduğu görülüyor. Dâhilde alınan dolaylı vergilerde (Dahilde alınan KDV, ÖTV ve BSMV); yılın ilk iki ayında gerçekleşen %11,3'lük artış yıllık bütçede hedeflenen %5'lik artış oranının üzerinde. Özellikle Dâhilde Alınan KDV artışının %19 ile iyi bir performans gösterdiği ve bu durumun iç talepteki canlılığı teyit ettiği söylenebilir. ÖTV'de ise Şubat ayında geçen yıla göre %15,5, yılın ilk iki ayında ise %6,3 artış var. Dış ticaretten alınan vergilere bakıldığında; ithalde alınan KDV'de yılın ilk iki ayında %14,8 artış var. Yılın ilk ayında %38,7'lik artış olduğu düşünüldüğünde, kredi kart taksitlerine getirilen sınırlamaların uygulamaya geçmesinden önce Ocak ayında harcamaların artmış olduğunu söyleyebiliriz. Ocak ayında döviz kurlarındaki artışın da buradaki artışta etkili olduğunu söyleyebiliriz. Şubat ayında ise ithalde alınan KDV'de geçen yıla göre %0,8 düşüş var. Diğer yandan, bunun yıl genelinde zayıflayarak devam etmesini beklemekteyiz. Vergi dışı gelirlerde yılın ilk iki ayında geçen yıla göre %24,3 azalış var ve bu gerilemenin ana sebebi Sermaye Gelirlerindeki özelleştirme gelirlerinde geçen yıla göre gerçekleşen azalış diyebiliriz. Faiz hariç giderlerdeki artış oranı Şubat ayında geçen yıla göre sadece %1,7 iken, yılın ilk iki ayında ise %10,5 ile 2014 yılı bütçesinde hedeflenen %7,4'lük artışın üzerinde.

**Özetle, yılın ikinci ayında vergi gelirlerinde özellikle Dahilde Alınan Dolaylı Vergilerin artış performansını olumlu bulurken, yılın ilk ayında ise İthalde Alınan KDV performansının olumlu olduğunu görmüştük.** Ancak, yıl genelinde büyümede beklenen zayıflamanın bütçe dengesine olumsuz etki ederek hedefler üzerinde aşağı yönlü risk teşkil etmesi mümkün. Buna ek olarak, yılın ilk iki ayında gerçekleşen bütçe giderlerinden yola çıkarak giderlerin kontrol altında tutulabilmiş olduğunu söyleyebiliriz, ancak yıl genelinde iç talepteki yavaşlama karşısında Hükümetin faiz dışı harcamaları artırması ihtimali var. Bu yıl yapılacak seçimler öncesi faiz dışı harcamalarda bozulma ihtimali de hedefler üzerinde bir diğer aşağı yönlü risk oluşturuyor. Diğer yandan, sıkı maliye politikalarının devamlılığı halinde bütçe dengesi/GSYH oranının OVP'de yılsonu için hedeflenen %2 seviyesinden fazla uzaklaşmayacağı görüşündeyiz.

### DIŞ TİCARET

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

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

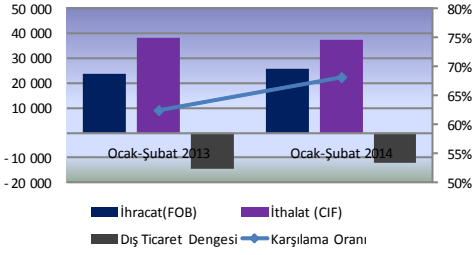
**2013 yılında bir önceki yıla kıyasla ihracatta %0,4 azalış, ithalatta %6,4 artış varken 2014 yılının ilk iki ayı itibarıyla durum tersine döndü.** Ocak-Şubat 2014 döneminde ihracat geçen yılın aynı dönemine göre %7,2 artışla 25,6 milyar \$, ithalat ise %1,7 azalarak 37,5 milyar \$ olarak gerçekleşti. Bu dönemlerde dış ticaret açığı %16,6 azalışla 11,9 milyar \$'a gerilerken, ihracatın ithalatı karşılama oranı ise %62,5'ten %68,2'ye yükseldi. Geçen yılın ilk iki aylık dönemine göre bu yıl enerji dış ticaret açığımız %5,4 artış ile bu dönemlerde ortalama enerji fiyatlarında

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

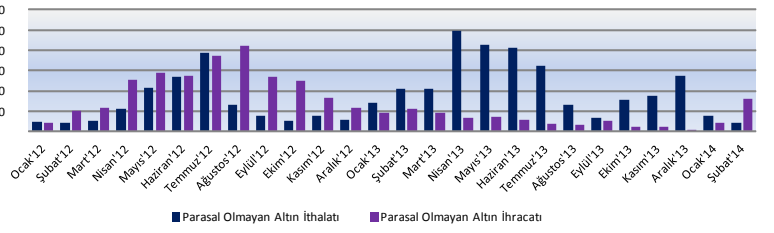
09/04/2014

gerçekleşen %5,5'lik gerilemeye rağmen artmış oldu. Aynı dönemlerde geçen yıl 728 milyon \$ altın dış ticaret açığı verilmişken bu yıl 413 milyon \$ fazla verildi. Altın ve enerji hariç dış ticaret açığımız ise geçen yılın Ocak-Şubat dönemine göre %30 azalışla 3,9 milyar \$'a geriledi.

Ocak - Şubat 2013 ve 2014



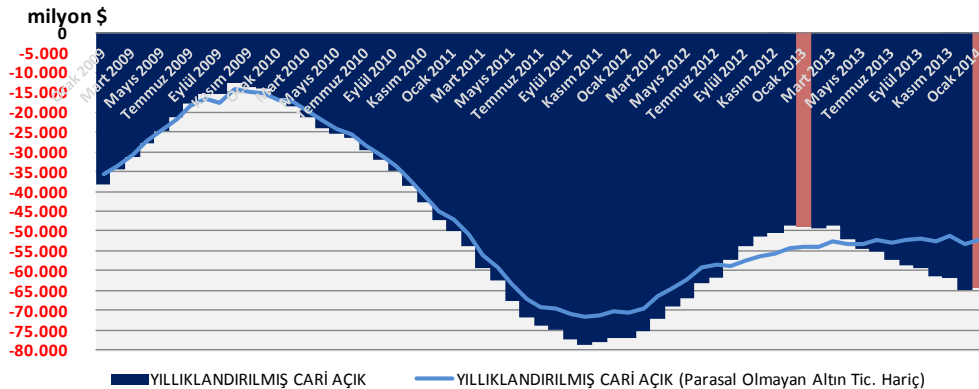
Parasal Olmayan Altın Dış Ticareti (bin \$)



**Yıllıklandırılmış dış ticaret açığımız son ayda bir önceki aya göre %1,9 geriledi ve 97,5 milyar \$ oldu.** Yıllıklandırılmış altın ve enerji hariç dış ticaret açığımız %2,4 azalışla 37,2 milyar \$'a geriledi. Yıllıklandırılmış ihracatın ithalatı karşılama oranı ise son ay itibarıyla bir önceki aya göre %60,6'dan %61,2'ye yükseldi. Yılın ilk iki ayında geçen yılın aynı dönemine göre yatırım malları ve aramalı dış ticaret açığı sırasıyla %9,5 ve %7,4 azalışla 2,8 milyar \$ ve 15,2 milyar \$ oldu. Bu dönemlerde tüketim malları dış ticaret fazlası %14'lük artışla 6 milyar \$ oldu. Ocak-Şubat döneminde AB'nin ihracattaki payı %41,6'dan %42,8'e yükselirken, ithalattaki payı %35,9'dan %34,9'a geriledi.

### ÖDEMELER DENGESİ

**Ocak ayında 4,88 milyar \$ olarak gerçekleşen cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre %16 azaldı.** Parasal olmayan altın ticareti açığındaki gerilemeden dolayı ise parasal olmayan altın ticareti hariç cari açığındaki yüzdesel düşüş, cari açığındaki %16'lık gerilemeden daha az ve %15,7. Yıllıklandırılmış cari işlemler açığında ise bir önceki aya göre gerileme var. 2013 yılı sonu itibarıyla 64,94 milyar \$ ile yılın en yüksek seviyesine ulaşmış olan yıllıklandırılmış cari işlemler hesabının son ay itibarıyla 64 milyar \$'a gerilediği görülüyor.



Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

CARI İŞLEMLER AÇIĞI (milyon \$)			Ocak 2013-	Ocak 2013-	Yıllıklandırılmış (son 12 ay)
	Ocak 2013	Ocak 2014	2014 (Değ.)	2014 (%Değ.)	
<b>1.CARI İŞLEMLER HESABI (A+B)</b>	<b>-5.809</b>	<b>-4.877</b>	<b>932</b>	<b>-16,0%</b>	<b>-64.008</b>
<i>Parasal Olmayan Altın Ticareti Hariç Cari Açık</i>	<i>-5.577</i>	<i>-4.702</i>	<i>875</i>	<i>-15,7%</i>	<i>-52.284</i>
Net Mal Ticareti	-5.637	-5.064	573	-10,2%	-67.505
Net Parasal Olmayan Altın Ticareti	-232	-175	57	-24,6%	-11.724
<i>Mal Dengesi</i>	<i>-5.869</i>	<i>-5.239</i>	<i>630</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-79.229</i>
Net Turizm Gelirleri	896	966	70	7,8%	23.250
<i>Hizmetler Dengesi</i>	<i>632</i>	<i>888</i>	<i>256</i>	<i>40,5%</i>	<i>23.323</i>
<i>Mal ve Hizmet Dengesi</i>	<i>-5.237</i>	<i>-4.351</i>	<i>886</i>	<i>-16,9%</i>	<i>-55.906</i>
<i>Gelir Dengesi</i>	<i>-601</i>	<i>-544</i>	<i>57</i>	<i>-9,5%</i>	<i>-9.287</i>
<b>A. MAL, HİZMET VE GELİR DENGESİ</b>	<b>-5.838</b>	<b>-4.895</b>	<b>943</b>	<b>-16,2%</b>	<b>-65.193</b>
<b>B. CARI TRANSFERLER</b>	<b>29</b>	<b>18</b>	<b>-11</b>	<b>-37,9%</b>	<b>1.185</b>
<b>2. NET HATA VE NOKSAN</b>	<b>9</b>	<b>2.217</b>	<b>2.208</b>	<b>24533,3%</b>	<b>5.559</b>
<b>TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI (1+2)</b>	<b>-5.800</b>	<b>-2.660</b>	<b>3.140</b>	<b>-54,1%</b>	<b>-58.449</b>

Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

**2013 yılına büyümeden feragat edilerek cari açığa iyileşmeyle başlandığı görülüyor.** Her ne kadar cari açık Ocak ayında dış ticaret dengesindeki iyileşmenin öncülüğünde geçen yıla göre gerilemişse de, bu durum kurlardaki gerilemeyle tüketimin kısılmasının doğal bir sonucu. Ancak, cari açığın finansmanında durum pek iç açıcı değil. Aylık 8 milyar \$ döviz açığı var. Bu açığın ise 2,2 milyar \$'lık kısmı kaynağı belirli olmayan net hata noksan kalemi ile ve geri kalan 5,8 milyar \$'lık kısmı ise TCMB'nin döviz rezervlerinden karşılanmış. Geçen yılın Ocak ayında ise durum bundan epey farklıymış. Geçen yıl cari işlemler açığı bu yılkinden 932 milyon \$ fazla olmuş olmasına rağmen, aylık 9,5 milyar \$ döviz girişi olduğundan cari işlemler açığı bu para ile rahatça finanse edilmiş ve kalan 3,7 milyar \$ ise rezervlere eklenmiş. OVP de 2014 yılı için Cari İşlemler Açığı 55,5 milyar \$ ve bunun GSYH'ya oranı -%6,4 öngörülüyor olmasına rağmen, yıllıklandırılmış cari açığımızın son 4 çeyrek GSYH'ya oranı en son açıklanan veriler itibarıyla -%7,8 seviyesinde seyrediyor. TL'deki zayıflamayla OVP'de öngörülen 55,5 milyar \$'ın altında bir cari açıkla yılı kapatmamız mümkün; fakat, Fed'in tahvil alım programında frene basmış olması ülkemizin yabancı yatırım çekmesini zorlaştırırken, cari açığımızın finansmanı riskinin de artmasına sebep olmaktadır.

### İSTİHDAM

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

Kaynak: TC Kalkınma Bakanlığı, BMD Araştırma

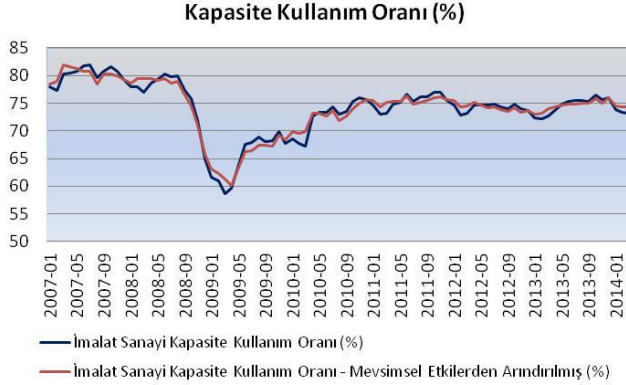
**2013 yılı Aralık ayı döneminde işsizlik oranı geçen yıla göre 0,1 puanlık azalışla %10,0 oldu.** Mevsim etkilerinden arındırılmamış işsizlik oranı, bir önceki yılın Aralık ayı dönemine göre 0,1 puan azalışla %10,0 seviyesinde gerçekleşti. İşgücüne katılma oranı aynı dönemde 0,1 puan artarak %50,1 olurken, bu dönemde yaklaşık 841 bin kişi artan işgücüne karşılık ekonomi, 496 bin ilave istihdam yaratabildi.

**2013 yılı genelinde ise işsizlik oranı 2013 yılında bir önceki yıla göre 0,5 puanlık artışla %9,7 seviyesinde gerçekleşti.** Mevsim etkilerinden arındırılmamış işsizlik oranı, bir önceki yıla göre 0,5 puan artışla %9,7seviyesinde gerçekleşti. İşgücüne katılma oranı aynı dönemde 0,8 puan artarak %50,8 olurken, bu dönemde yaklaşık 932 bin kişi artan işgücüne karşılık ekonomi, 703 bin ilave istihdam yaratabildi ve işsiz sayısı 229 bin kişi arttı.

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

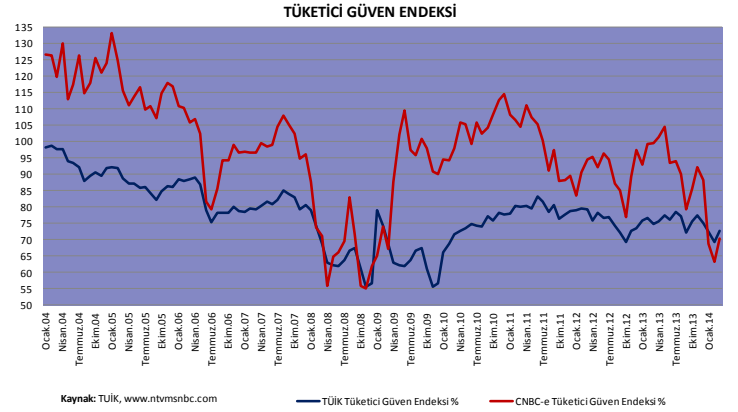
### KAPASİTE KULLANIMI



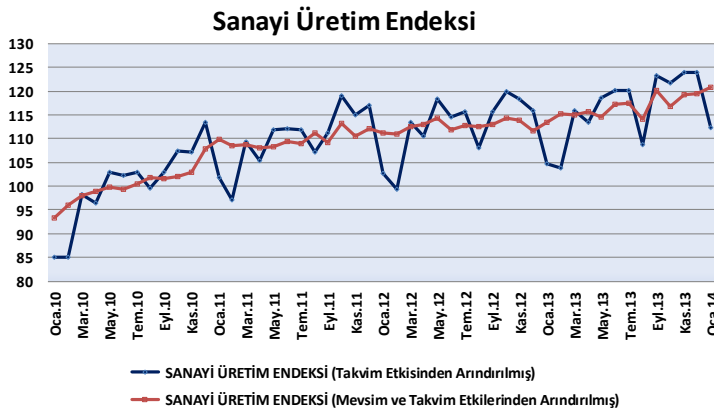
2013 yılında dalgalı bir seyir izleyerek Aralık ayında en yüksek değerine ulaşan mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı 2014 yılının ilk 3 ayında geriledi. Bir önceki aya göre kapasite kullanım oranı Ocak ayındaki 1,4 puanlık hızlı düşüşün ardından Şubat ve Mart aylarındaki düşüş 0,1 puan ile sınırlı kaldı. Bir önceki yıla göre ise imalat sanayinde kapasite kullanım oranı 2014 yılının ilk üç ayında geçen yılın aynı dönemlerine göre artış gösterdi.

### TÜKETİCİ GÜVENİ

17 Aralıktan itibaren yurt içinde başlayan soruşturmanın oluşturduğu tedirginlik Türk Lirasında değer kaybının yanı sıra tahvil faizlerinde yükselişe sebep olarak, tüketici güvenini olumsuz etkiledi. Ocak ayında %3,5 ve Şubat ayında %4,3 gerileyerek 69,2 seviyesine gerileyen endeks, Mart ayı nda %5 yükselişle 72,7 seviyesine çıktı.



### SANAYİ ÜRETİMİ



Sanayi üretimi 2013 yılını ortalama %3,4 büyüme oranıyla tamamladı. 2014 yılı Ocak ayında açıklanan endeks ise Aralık ayına göre %1,1, bir önceki yılın aynı dönemine göre %7,3 artış gösterdi. Avrupa'da yaşanan canlanma ile birlikte Ocak ayında ihracattaki %8,6'lık artış sanayi üretimini destekledi. 17 Aralık'ta başlayan operasyon sonrasında meydana gelen siyasi karışıklık ve yükselen döviz kurunun etkileri, üretim siparişlerinin daha önce alınmasından kaynaklı olarak veriye

tam anlamıyla yansımamış olabilir. Bu sebeple Şubat ayı sanayi üretim verisi ekonominin içinde bulunduğu durum hakkında daha çok bilgi verecektir. TÜİK tarafından açıklanan dış ticaret istatistiklerinde Şubat ayında ihracatın %6,2 artış gösterdiği görülüyor. Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) tarafından açıklanan 2014 yılı Mart ayı ihracat rakamları ise otomotiv endüstrisinin desteğiyle ihracattaki artışın devam edeceğini öngörüyor. Tüketici güvenindeki dalgalı seyir ve kapasite kullanım oranında yaşanan düşüş iç talebin yavaşlayacağına dair sinyaller verirken, sanayi üretimindeki artışın sürdürülebilirliği hakkında soru işaretleri doğuruyor.

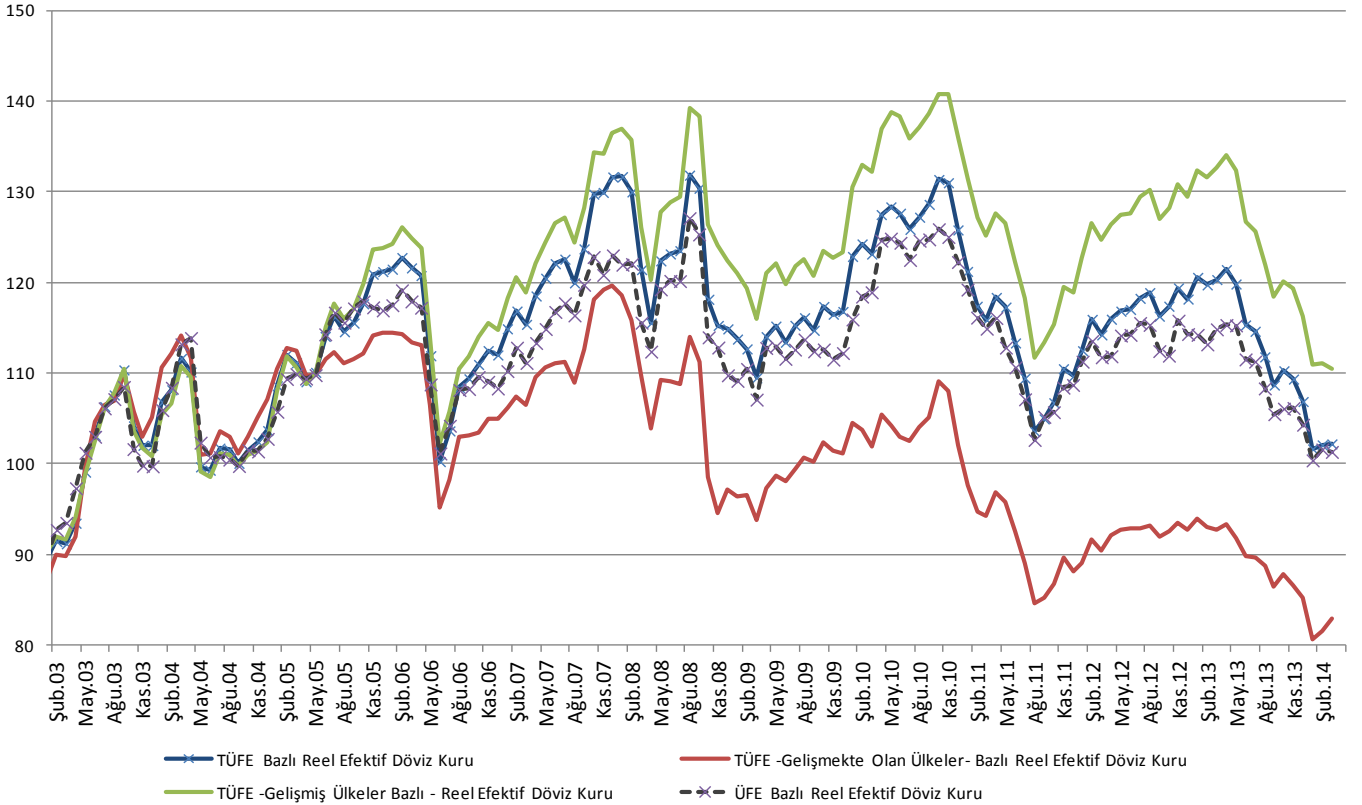
## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### REEL EFEKTİF DÖVİZ KURU (REDK) ENDEKSİ

**Reel Efektif Döviz Kuru (REDK) Endeksi; Mart ayında bir önceki aya göre %0,54 artarak 102,19 seviyesinde gerçekleşirken, bir önceki yılın aynı ayına göre ise %14,68 azaldı.** 2013 yılında düşüş trendine giren REDK Endeksi; Ocak ayında Haziran 2006'dan bu yana hesaplanan en düşük seviyeye gerilemişti. Şubat ayında yükselişe geçen REDK Endeksi, Mart ayında da yükselişini sürdürerek Mart-Nisan 2013'ten beri ilk kez üst üste 2 ay yükselmiş oldu.

**Grafik: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)**



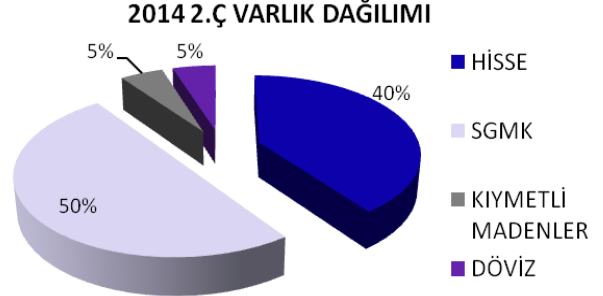


## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### VARLIK YÖNETİM MODELİ

2014 2.Ç VARLIK DAĞILIMI				
BİST-SIN	HİSSE	SGMK	KIYMETLİ MADENLER	DÖVİZ
70000 ve üzeri	25	60	5	10
65000 - 70000	30	55	5	10
62500 - 65000	40	50	5	5
60000 - 62500	45	45	5	5
56000- 60000	50	40	5	5



2014 yılı ikinci çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 62,5 bin – 65 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %40, sabit getirili menkul kıymetlere %50, kıymetli madenlere %5 ve döviz sepetine %5 ağırlık verilerek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sinai endeksi 62,5 bin – 65 bin bandında iken varlık dağılımı önerimizi %30 hisse, %50 SGMK, %5 kıymetli madenler ve %15 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, Fed'in faiz artırımına 2015 yılı ikinci yarısından sonra başlayacağını beklememiz sebebiyle ve cari açık riski yüksek bir gelişmekte olan ülke ekonomisine sahip Türkiye'nin de son zamanlarda bu durumunun yeterince fiyatlandığı görüşündeyiz. Buna ek olarak, 2014 yerel seçim sonuçlarının siyasi riski azaltacak şekilde sonuçlanması ile birlikte 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 62,5 bin – 65 bin bandında seyretmesi halinde hisse senedi için önerdiğimiz ağırlığı %10 arttırıp, bu artışın da döviz sepeti ağırlığının %10 azaltılarak karşılanmasının uygun olacağı görüşündeyiz. Sınai Endeksinin 62,5 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 %50'den %45'e düşürülmesinin; 65 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 %50'den %55'e ve döviz sepeti ağırlığının %5'ten %10'a çıkarılmasının yerinde olacağı görüşündeyiz. Diğer taraftan, makro ekonomik gelişmelerin yukarı yönlü riskleri baskın çıkaracak yönde gerçekleşmesi, ve sinai endeksin 70 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 %55'ten %60'a yükseltilerek karşılanmasının iyi bir fikir olacağı görüşündeyiz.

BMD VARLIK YÖNETİM MODELİ KARŞILAŞTIRMALI PERFORMANSI													
Önerilen Varlık	Risk (β)	Yıllık Beklenen Getiri (%) *	Önerilen Ağırlık**				Dönemsel Getiri				Son 4 Çeyrek Bileşik Getiri (01/04/2013-31/03/2014)	Kümülatif Getiri (18/08/2011-31/03/2014)	
			2013 2.Çeyrek	2013 3.Çeyrek	2013 4.Çeyrek	2014 1.Çeyrek	2013 2.Çeyrek	2013 3.Çeyrek	2013 4.Çeyrek	2014 1.Çeyrek			
Hisse Senedi (BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü)	0,78	12,3%	30%	39%	40%	44%	-0,15%	-1,38%	-2,37%	-1,88%	-5,67%	62,95%	
Sabit Getirili Varlık	0,02	8,1%	48%	39%	35%	41%	1,59%	2,18%	2,41%	2,87%	9,36%	24,34%	
Döviz (%50 Dolar - %50 Euro)	-0,18	7,0%	12%	10%	15%	10%	7,41%	7,61%	5,65%	1,20%	23,58%	19,19%	
Kıymetli Madenler (%50 GOLDP - %50 SLVRP)	-0,05	7,7%	10%	12%	10%	5%	-24,18%	17,45%	-3,93%	4,70%	-10,42%	-24,97%	
<b>BMD Varlık Yönetim Modeli</b>	<b>0,28</b>	<b>9,6%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>-0,81%</b>	<b>3,14%</b>	<b>0,35%</b>	<b>0,72%</b>	<b>3,40%</b>	<b>29,22%</b>	
* 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):		8,40%
*** Son yılda portföyümüzün tamamının ilgilendiği 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:		-13,99%
											BMD Hisse Portföyü:		-5,67%
											Sabit Getirili MK'ler:		9,38%
											Döviz Sepeti:		23,58%
											Kıymetli Madenler:		-9,87%
											Son Yıl Getiri		3,40%
											Yıllık Bileşik Getiri		10,28%

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### HİSSE SENEDİ (%40)

**Son aylarda kırılğan gelişmekte olan ülke ekonomilerinde riskler epeyce fiyatlandı.** 2013 yılı Mayıs ayında FED'in tahvil alımlarını azaltmaya başlayabileceğini açıklaması ile Türkiye'nin de aralarında bulunduğu kırılğan beşli (Brezilya, Hindistan, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika) para birimleri hızla değer kaybederken, ülke borsaları da geriledi. Ortak noktaları yüksek cari açığa sahip olmak olan bu ülkeler, Aralık ayında FED'in azaltıma başlaması ile birlikte cari açıklarının finansmanını sağlamaları daha da zorlaştı. 17 Aralık süreci ile birlikte yurt içinde başlayan ve 12 yıldır fiyatlara dahil edilmemiş olan siyasi istikrar kaygılarının da fiyatlanmaya dahil olması ile Borsa İstanbul'daki ve Türk Lirasındaki değer kaybı hızlandı. TCMB faiz artışı ile volatilitiyi azalmaya çalışsa da yurt içi siyasi gelişmelerin yanı sıra ABD makroekonomik verilerinden güç alan Dolar, Çin'de zayıf büyüme sinyalleri ile birlikte global büyüme kaygılarının artması ve sermaye akımlarının gelişmiş olan ülkelere kayması olumsuz sürecin devam etmesine neden oldu. 21 Şubat'tan itibaren Ukrayna gündemde ön plana çıktı ve finansal açıdan yaşadığı sıkıntılar, hükümet protestoları ve Kırım'dan ayrılma süreci gelişmekte olan ülkelerin risk iştahını azalttı. Mart ayının ikinci yarısında TCMB'nin Türk Lirası munzam karşılıklarına faiz ödenebileceğini gündeme getirmesi ve seçim anketlerinin fiyatlandırılması ile yabancı ilgisinin tekrar canlanması Borsa İstanbul'un hızla toparlanmasını sağladı. TCMB'nin munzam karşılıklarına faiz uygulaması ile banka bilançolarında görülecek iyileşme ve siyasi kaygıların azalmasını yükselişi destekleyecek sebepler olarak görüyoruz.

ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ PİYASALARI							
Gelişmekte Olan Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)*			
ÜLKE	ENDEKS	F/K*	31.03.2014	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Türkiye	XU100	10,59	74.486	9,46%	11,48%	-18,82%	2,85%
Rusya	INDEXCF	5,86	1.421	7,95%	-3,55%	-16,30%	-15,26%
Meksika	MEXBOL	22,63	39.650	1,61%	4,33%	-8,20%	-5,30%
Hindistan	SENSEX30	17,78	19.395	-0,11%	1,82%	8,98%	8,98%
Çin	SHCOMP	10,17	1.979	-1,50%	-1,12%	-9,08%	-3,88%
Brezilya	IBOV	19,58	47.609	5,04%	7,05%	-10,54%	-2,12%
Gelişmiş Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)*			
ÜLKE	ENDEKS	F/K*	31.03.2014	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Yunanistan	ASE	10,70	847	0,45%	1,91%	53,62%	0,00%
İngiltere	UKX	17,52	6.165	1,20%	-3,10%	2,92%	-2,24%
Japonya	NKY	20,51	13.677	2,43%	-0,09%	19,60%	-8,99%
Almanya	DAX	18,64	7.946	3,99%	-1,41%	22,58%	-0,09%
ABD	INDU	15,55	14.760	1,11%	0,83%	12,89%	-0,72%
Fransa	CAC40	26,59	3.739	2,69%	-0,39%	17,69%	2,24%
İspanya	IBEX	19,38	7.763	4,31%	2,23%	30,56%	4,28%
İtalya	ITSTAR	-	15.362	1,50%	5,99%	18,85%	5,74%

\* 04/04/2014 tarihi itibarıyla değişimleri göstermektedir.

**Ancak, önümüzdeki dönemin içinde barındırdığı risklerin küçümsenmemesi gerektiği görüşündeyiz.** FED'in yeni Başkanı Yellen, Mart ayı toplantısından sonra tahvil alımlarının bu yıl sonlandırılacağını ve parasal genişleme programı tamamlandıktan altı ay sonra faiz artırımının olabileceğini ifade etti ve bu durumun makroekonomik verilerin performansına bağlı olduğunun altını çizdi. Global piyasalar 2013 yılı Mayıs ayından itibaren FED'in parasal genişlemeyi sonlandırma olasılığını ve faiz artırımını yapabileceğini fiyatlamaktaydı. Ancak faiz artırımının miktarı henüz fiyatlara yansıtılmadı. Önümüzdeki dönemde piyasaların karşılaşacağı risklerden biri ABD makroekonomik verilerinin faiz artırım kaygılarını gündeme getirerek piyasalarda yaşanabilecek dalgalanmalar. Global ekonomi ve piyasalar üzerinde diğer bir risk faktörü ise Çin ekonomisinin büyüme kaygıları. Zayıf büyümeyi işaret eden veriler sonrasında Çin hükümetinin ekonomiyi desteklemek ve istihdama katkı sağlamak için demiryolu harcamaları ve

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

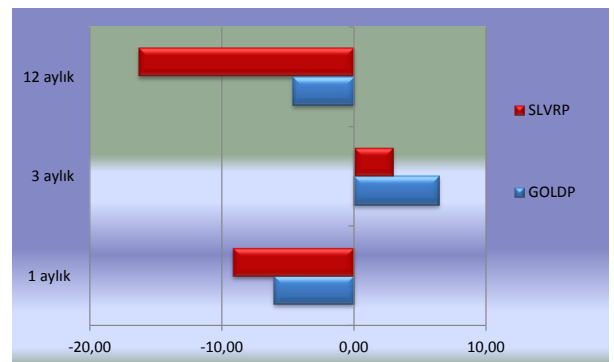
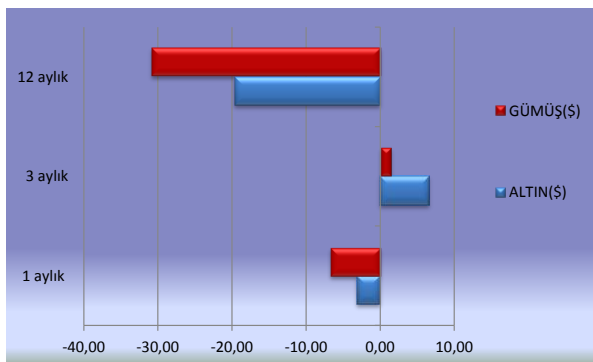
vergi indirimlerini içeren bir teşvik paketi hazırlığında içinde olması sonrasında piyasalar rahatladı. Çin ekonomisine dair gelişmeler hem emtia piyasalarını hem de para piyasaları üzerinde etkili olmaya devam edecektir. Son dönemlerde gelişmekte olan ülke piyasalarına para girişleri gözlenirken, Avrupa'da ekonomik verilerin toparlanmaya dair olumlu sinyaller vermeleri Alman 10 yıllık tahvil faizlerini yanı sıra İtalya ve İspanya tahvillerine olan talebi artırdı. Sürecin devamı gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları geçişini tekrar gündeme getirebilir.

### SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR (1-3 Ay Vadeli Katılım Hesabı ve SUKUK) (%50)

**ABD ekonomisinden gelen güçlü büyüme rakamları varlık alım programının Ekim ayında sonlandırılması ve 2015 yılının 2. çeyreğinde faiz artışının gerçekleşmesi olasılığını güçlendirdi.** FED, son toplantısında faiz artırımını içi daha önce referans gösterdiği %6,5 işsizlik oranından vazgeçerek, finansal koşullarda iyileşme sağlanması halinde 2014 yılı içerisinde varlık alım programının sonlandırılacağını açıkladı. İlk faiz artırımını içine varlık alım programı sonlandırıldıktan 6 ay sonra başlayacağını duyurdu. Tahvil alımlarının azaltılmasını ve faiz artışını önceden fiyatlandırmaya başlayan piyasalar ilerleyen dönemlerde faiz artışının miktarını tahmin ederek, beklentileri fiyatlandırılabilir. Bu nedenle ABD verileri tahvil faizleri üzerinde etkili olacaktır. Diğer yandan Mart sonunda yurt için piyasalara para girişi yaşanmasına rağmen tahvil faizlerindeki düşüşün yüksek enflasyon nedeniyle yavaş ve sınırlı olduğu, enflasyon oranının burada belirleyici unsurlardan biri olacağı görülmektedir.

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

**Son üç aylık dönemde Euro/Dolar paritesinin Euro lehine güçlenmesi Altın fiyatlarını desteklerken, Çin ekonomisinin beklentilerin altında büyüyeceğine dair endişeler ve son olarak Ukrayna krizi güvenli liman altına olan talebin artmasına sebep olduysa da daha sonradan altın fiyatlarında tekrar geri çekilmeler yaşandı.** Yurt içinde Dolar/TL kurundaki yükselişin etkisiyle spot altının gram fiyatı 2012 yılının Aralık ayından sonra ilk defa 100 TL sınırına yaklaştı. Avrupa'dan gelen olumlu sinyallerin yanı sıra FED'in genişlemeci politikasına karşılık ECB'nin LTRO ihalelerinin geri ödenmesi ile piyasadaki Euro çekiyor olması Euro'nun Dolar karşısında güçlenmesini sağladı. Dolar'daki değer kaybı ise Altın fiyatlarına destek oldu. Gelişmiş ülkelerde düşük seyreden faizler, küresel büyümeye dair endişeler ve Rusya'nın Ukrayna'ya askeri operasyon ihtimali Altını tekrar cazip yatırım aracı haline getirirse de, yükselişin kalıcı olmasını sağlayamadı. JP Morgan'ın Rus elçiliğinden para transferini engellemesi ile Rusya'nın, ABD'nin diplomatik hareketine karşı misilleme tehdidinde bulunması gerginliğin henüz tam anlamıyla sona ermemiş olduğunu gösteriyor. Bu durum ileride altın fiyatlarına tekrar destek olabilir. Diğer yandan Dünya'nın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin ekonomisinin büyüme göstergeleri ise yakından takip edilmeye devam edilecek. Olumsuz veriler Altın fiyatları üzerinde artışa sebep olurken, emtialar satış baskısı altında kalıyor. Avrupa ekonomisindeki zayıf seyir ve durağan kredi dinamikleri nedeniyle enflasyonun zayıf seyretelemeye devam etmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın politika faizinde indirim gitmesine ya da bankaların Avrupa Merkez Bankası'nda tuttukları mevduatlarına negatif faiz uygulanmasına sebep olabilir. Bu durumda Euro'da yaşanacak değer kaybı Dolar'ı güçlendirerek Altın fiyatlarında aşağı yönlü baskı oluşturabilir.

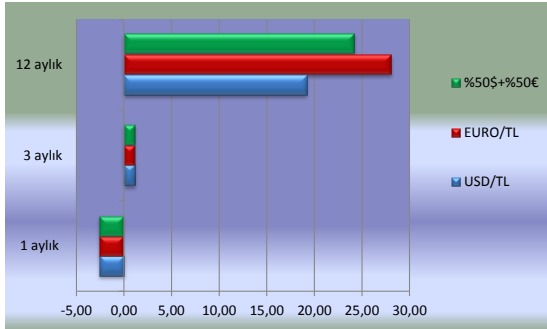


## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

## DÖVİZ SEPETİ (%50 Euro, %50 Dolar) (%5)

**Geçtiğimiz aylarda FED'in tahvil alımlarını azaltım kararı sonrasında GOÜ para birimlerinin dolar karşısında değer kayıpları, 17 Aralık'ta başlayan siyasi gelişmeler ve yurt içinde iş dünyasının açık pozisyonlarını kapatmak amacıyla dövize yönelmeleri Türk Lirasında sert değer kayıplarına neden olmuştur.** Gelişmekte olan ülke Merkez bankaları faiz artırımı yoluyla yabancı yatırımcıyı çekmeye çalışırken, TCMB bankalararası piyasada faiz oranlarının %9 seviyesinde oluşmasını sağlayacağını açıkladı. Bu da dövizdeki yüksek volatilitenin önüne geçemeyince PPK Ocak ayın sonunda olağan üstü toplanarak haftalık repo faiz oranını %4,5'ten %10 seviyesine yükseltti. Bu karar sonrasında Dolar/TL 2,38 seviyesinden 2,16 seviyesine geri çekilse de GOÜ piyasalarında artan volatilitte ve yurt içinde yerel seçimlerin öncesinde tırmanan gerginlik Dolar/TL'nin düşüşünü sınırlandırdı. Mart ayının ikinci yarısında Merkez Bankası'nın Türk Lirası cinsinden tutulan munzam karşılıklara faiz ödeme olasılığını değerlendirmesi ve seçim anket sonuçlarının siyasi istikrar kaygılarını hafifletmesi ile yabancı yatırımcının ilgisinin artması Dolar/TL'yi 2,12 seviyesinin altına taşıdı. Önümüzdeki dönemde Cumhurbaşkanlığı süreci yanında yurt içi makroekonomik veriler ve FED ve ECB'nin para politikaları döviz kurları üzerinde etkili olacaktır.





## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

### ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ:

**AKENR:** Çerkezköy santralının kapanmasıyla son çeyrekte toplam kurulu gücü 648MW'a düşen Akenerji, 2014 yılının ortalarında 900MW kapasiteye sahip Egemer santralini faaliyete geçirerek üretim kapasitesini artırmayı hedefliyor. Diğer taraftan şirket 127 MW kurulu güce sahip Kemalpaşa Doğalgaz Çevrimiçi Santrali'nin faaliyetlerini 28.02.2014 tarihinde durdurmuş ve 132 MW kurulu güce sahip Bozüyük Doğalgaz Çevrimiçi Santrali'nin faaliyetlerini 31.08.2014 tarihinde durduracağını açıklamıştır. Şirket 2013 4Ç'te 56,5 milyon TL net dönem zararı açıkladı. TL'deki zayıflama son çeyrekte de Şirket'in finansallarını olumsuz etkiledi. Kur farkı giderlerindeki artışın yanısıra faaliyetleri durdurulan Kemalpaşa Doğalgaz KÇ Santralinden dolayı 35,3 milyon TL'lik sabit kıymet değer düşüklüğü karşılığı kaydedilmesi net dönem zararındaki artışın ana nedenlerindedir. Diğer taraftan Akenerji, geçtiğimiz yıl sonunda kapatılan Çerkezköy santralinden kaynaklı sabit kıymet satışından 14,9 milyon TL kar elde etti. Şirket 4Ç13'teki FAVÖK marjı 5,7 puanlık düşüşle %9,6'ya geriledi. 2014'te devreye girecek olan Egemer Doğalgaz Çevrim Santrali'ne müşteri portföyü oluşturmak için üretip satmak yerine ikili anlaşmalarla elektrik piyasasından elektrik alınmış bu da FAVÖK marjını olumsuz etkilemiştir. Kuraklık sebebiyle HES'lerdeki KKO'nun düşmesinin yanısıra, Kemalpaşa Doğalgaz Çevrim Santrali'nin kapatılmasından dolayı kaydedilen değer düşüklüğü FAVÖK marjını olumsuz etkileyen diğer etkenler oldu. Egemer'in devreye girmesiyle üretimden satışların payının artarak satışların maliyetinin düşeceğini ve FAVÖK marjının iyileşeceğini düşünüyoruz. AKENR hisse senetleri için 09/04/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **1,39 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

**BIZIM:** Bizim Toptan, 4Ç13'te satış gelirlerini geçen yılın aynı dönemine göre %11,4 artışla 590,4 milyon TL'ye yükseltti. Ana kategori satışları %7,9 artarken, tütün mamülleri satış gelirleri %21 yükseldi. Piyasaki zayıf talep koşullarının etkisi yılın son çeyreğinde de finansal tablolara yansırken, tütün taleplerine vergi artışı beklentisinden dolayı piyasanın nakdin önemli kısmını tütün mamüllerine bağlaması, tütün grubu satışlarının artmasında etkili oldu. Bizim Toptan'ın 4Ç13 brüt karı geçen yıla göre %11,7 artışla 51,5 milyon TL'ye yükseldi. Brüt kar marjı ise geçen yıla aynı seviyede kalarak %8,7 oldu. Şirket'in FAVÖK'ü ise geçtiğimiz yılın altında bir performans sergilemiştir. Bizim Toptan 4Ç12'deki 18,6 milyon TL'lik FAVÖK performansına karşılık 4Ç13'te 16,6 milyon TL FAVÖK gerçekleştirmiştir. FAVÖK marjı ise 0,7 puanlık düşüşle %2,8'e gerilemiştir. FAVÖK marjının düşmesinde; hızlanan mağaza açılışları, HORECA yatırımları dolayısıyla artan faaliyet giderleri ve tütün ürünlerine talebin artmasının brüt kar marjı üzerindeki baskılayıcı etkisi önemli rol oynamıştır. Bizim Toptan'ın net kar marjı ise 0,4 puan düşüşle %0,9'a geriledi. 2013'teki yıllık net dönem karı ise Bizim Toptan'ın Şok Marketler A.Ş.'deki hisselerini satmasından dolayı %52,4 artışla 39,8 milyon TL'ye yükselmiştir. BIZIM hisse senetleri için 04/03/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **23,00 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

AKENR	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	1,04
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>1,39</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>34%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	773
* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
AKENR Performans (%)	6,12	-8,77	-40,57
BİST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	-	15,13	-	-
FD/FAVÖK	19,08	16,64	17,97	16,19
PD/DD	1,32	1,27	1,07	1,06
Hisse Başına Kar (TL)	<b>-0,56</b>	0,21	<b>-0,10</b>	<b>-0,17</b>

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	560	802	529	771
Brüt Kar	110	139	131	149
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>19,6%</b>	<b>17,3%</b>	<b>24,8%</b>	<b>19,4%</b>
Faaliyet Gideri	51	44	34	44
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>9,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,7%</b>
FAVÖK	106	149	143	166
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>19,0%</b>	<b>18,6%</b>	<b>27,0%</b>	<b>21,5%</b>
Net Kar	-213	81	-71	-127
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>-38,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>-13,4%</b>	<b>-16,5%</b>

BIZIM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	21,50
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>23,0</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>7%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	860
* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
BIZIM Performans (%)	2,63	-7,73	-32,60
BİST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	25,18	42,61	25,45	23,76
FD/FAVÖK	11,68	15,80	18,96	13,09
PD/DD	7,57	9,20	7,98	6,94
Hisse Başına Kar (TL)	0,75	0,65	0,86	1,00

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	1.733	1.974	1.656	2.247
Brüt Kar	148	171	146	197
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,8%</b>
Faaliyet Gideri	94	112	103	141
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>
FAVÖK	63	69	52	69
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,1%</b>
Net Kar	30	26	34	40
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,8%</b>



## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

**BMEKS:** 2013 yılında organik büyümesine ek olarak Electroworld'ü satın alarak dikkat çeken Bimeks, 4Ç13'te satışlarını bir önceki yıla göre %64,9 artırarak 259,6 milyon TL satış geliri elde etti. 2014 yılında da ve Darty'yi satın alan şirketin Pazar payını önemli ölçüde artırmayı hedeflediğini söyleyebiliriz. Satışların maliyeti ise satışlara paralel bir artışla %66 yükseldi ve 217,7 milyon TL oldu. Bimeks 4Ç13'te bir önceki yıla göre %96,6 artışla 21,1 milyon TL FAVÖK üretti. 4Ç13'teki FAVÖK marjı 1,4 puan artışla %8,2'ye yükseldi. Operasyonel giderler %97,5 yükselmışken FAVÖK marjındaki artışı sağlayan en önemli etken Electroworld'ün satın almasından kaynaklı yazılan 24,5 milyon TL'lik pazarlıklı satın alım karı oldu. Bimeks'in 4Ç13'teki net dönem karı geçen yıla göre %570,7 artışla 10,8 milyon TL'ye yükseldi. Net Finansal Giderler 4Ç13'te %45 azalırken, yıllık bazda baktığımızda vadeli döviz işlem gelirlerindeki artışın kambiyo zararlarındaki artışı dengelemesiyle Şirket'in net finansal giderleri geçen yıla göre yatay seyretti. Bimeks 4Ç13'te Electroworld'ü satın almasının etkisiyle 9,6 milyon TL faaliyet zararı kaydetti. Şirket, yıllık bazda %69 azalışla 6,2 milyon TL faaliyet karı elde etti. Satın almalarından kaynaklı nedenlerin yanı sıra geçtiğimiz yıl 2,89 milyon TL olan ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı gelirinin bu yıl 840 bin TL'ye gerilemesine karşın, ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı giderinin 2012'deki 423 bin TL'den 6,4 milyon TL'ye yükselmesi 2013 ve 2012 arasındaki faaliyet karı farkını derinleştirdi. BMD Model portföyümüzde yer alan BMEKS hisse senetleri için 11/03/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,30 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

**TRGYO:** Torunlar GYO, 2013 yılında 193 milyon TL satış geliri ve 115 milyon TL kira geliri elde etmiştir. Mall Of İstanbul AVM ve konut projesinde yer alan konutların %86'i ve ofislerin %75'i tamamlanmıştır. 1.081 konutun 921 adedinin ve 180 ofisin 126 adedinin taahhütlü ön satışı yapılarak 536 milyon TL avans alınmıştır. Ön satışı yapılan konutların 132,1 milyon TL'lik kısmı 24 Aralık tarihinden başlanarak teslim edilmiştir. Nisan 2014'te inşaatın bitmesi ve bu tarihte alışveriş merkezinin açılması planlanmaktadır. Torun Tower ofis projesinin 30 Haziran'da teslim edilmesi planlanırken 66.286 m2 kompleksin 60.133 m2 si Denizbank tarafından 10 yıl süre ile kiralanmıştır. Torun Center projesi 353 adet konut ve 226 adet ofisten oluşmaktadır. 2013 yılı 2. çeyreğinde ön satışına başlanmış ve 228,1 milyon TL ön satış geliri elde edilmiştir. MAPFRE GENEL SİGORTA, genel müdürlük ofisi olarak kullanılmak üzere, ofis kulesinin yüzde 18'ini yaklaşık 67 milyon USD karşılığında alarak Türkiye'deki faaliyetlerini kuledeki 10 katta sürdürecektir. Şirket, Paşabahçe arazisi, hem de yıl içinde satın alınan Eyüp'teki Kiptaş arazisi için 2014-2017 yılları arasında 2 milyar TL yatırım yapmayı planlamaktadır. BMD Model portföyümüzde yer alan TRGYO hisse senetleri için 09/04/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **4,58 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

BMEKS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	1,54
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>2,3</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>49%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	185

\* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
BMEKS Performans (%)	-2,53	-13,97	19,38
BİST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	34,16	81,13	67,31	18,37
FD/FAVÖK	4,65	5,98	12,94	11,09
PD/DD	1,45	1,34	1,81	1,66
Hisse Başına Kar (TL)	0,07	0,02	0,01	0,10

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	396	495	437	697
Brüt Kar	87	89	77	119
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>22,1%</b>	<b>18,0%</b>	<b>17,7%</b>	<b>17,1%</b>
Faaliyet Gideri	62	73	62	108
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>15,7%</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,2%</b>	<b>15,5%</b>
FAVÖK	36	28	25	27
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>9,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>3,9%</b>
Net Kar	4	2	1	12
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>1,0%</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,3%</b>	<b>1,7%</b>

TRGYO	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	3,07
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>4,58</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>49%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.750

\* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TRGYO Performans (%)	10,04	13,70	-17,08
BİST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	5,02	4,78	8,66	7,24
FD/FAVÖK	17,57	17,46	34,71	20,76
PD/DD	0,35	0,57	0,61	0,46
Hisse Başına Kar (TL)	0,79	0,67	-0,03	0,38

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	163	225	160	344
Brüt Kar	100	139	100	166
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>61,5%</b>	<b>61,6%</b>	<b>62,7%</b>	<b>48,2%</b>
Faaliyet Gideri	25	17	17	26
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>15,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>10,6%</b>	<b>7,6%</b>
FAVÖK	76	122	84	141
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>46,6%</b>	<b>54,3%</b>	<b>52,3%</b>	<b>40,9%</b>
Net Kar	177	337	-16	191
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>108,8%</b>	<b>149,7%</b>	<b>-9,9%</b>	<b>55,4%</b>

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

**TCELL:** Turkcell Türkiye'nin abone sayısı 2013'ün son çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %0,3 artarak 35,2 milyon olarak gerçekleşti. Turkcell Grup'un, yurtdışı bağlı ortaklıkları ile toplam abone sayısı 2013'te 71,3 milyona ulaşarak geçen yılın 2,1 milyon üzerinde gerçekleşti. Abone başına gelirleri (ARPU) faturalıda 38,1 TL'den 36,5'e gerilerken, faturasızda 12,1 TL'den 11,3 TL'ye geriledi. Son çeyrekte gözlemlenen düşüşte BTK'nın SMS ve çağrı sonlandırma ücretlerindeki düzenleme etkili oldu. Turkcell, akıllı telefon piyasasındaki konumunu güçlendirmeye devam ederek mobil genişbant pastasından aldığı payı artırdı. 2013'te Turkcell şebekesindeki akıllı telefon sayısı 3,3 milyon arttı ve 9,6 milyona yükseldi. İştirak gelirleri 4Ç13'te %25 artarken, grup gelirlerine katkısı %18'den %22'ye yükseldi. 2013'te toplam 1,8 milyar TL yatırım yapan şirketin, fiber internete yapılan yatırımların katkısıyla Superonline'ın gelirleri %38 artışla 262 milyon TL'ye ulaştı. Grup'un Ukrayna'da faaliyet gösteren bir diğer önemli iştiraki Astelit; 4Ç12'ye göre gelirlerini %11 oranında artırarak 114 milyon ABD dolarlık hasılat elde etti. Turkcell; iştirak gelirlerindeki artış sayesinde, çağrı ve SMS sonlandırma ücretlerindeki değişiklik ile pazarda son çeyrekte özellikle data kullanımı tarifelerindeki agresif tarifelerin gelirler üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırdı. Turkcell'in 4Ç13'te satış gelirleri geçen yıla göre %2,7 artırarak 2,88 milyar TL oldu. Satışların maliyeti ise 4Ç13'te geçen yıla göre %5,1 artışla 1,85 milyar TL'ye yükseldi. Şirketin brüt kar marjı ise 1,4 puanlık düşüşle %35,9'a geriledi. FAVÖK marjı son çeyrekte 3,2 puan azalışla %26,1 seviyesinde gerçekleşti. Yıllık bazda kümülatif FAVÖK ise son yıllardaki seviyelerini korudu ve %30 oldu. Turkcell'in net dönem karı son çeyrekte %10 artış ile 505 milyon TL'ye yükseldi. Net karın yükselmesinde artan iştirak katkısının yanı sıra finansman gelirlerindeki artış da etkili oldu. TCELL hisse senetleri için 03/03/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **13,50 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**"dir.

**TRKCM:** Trakya Cam'ın girdi sağladığı sektörlerde yaşanan büyüme ile 2013 yılında Türkiye düzcama pazarı büyümesini sürdürürken, Trakya Cam da yurt içi satışlarını %16 artırmıştır. Almanya'da yüksek pazar payına ulaşmayı hedefleyen şirket, 2013 yılı Mayıs sonu itibarıyla Fritz Holding GmbH'ı satın almıştır. Fritz'in satış gelirlerine katkısının yanı sıra TL'deki değer kaybı ve ürün fiyatlarında yaşanan artışların da etkisiyle şirket, 2013 yılı tamamında bir önceki yıla göre toplam satış gelirlerini %43 artırmış ve 1.488 milyon TL seviyesine ulaştırmıştır. Ana Ortaklık Payları Net Dönem Karı ise %54,9 artışla 117 milyon TL olmuştur. Trakya Cam, 2013 yılının 4. çeyreğinde toplam satış gelirini %65 artırarak 490 milyon TL'ye ulaştırmıştır. 2013 yılı 4. çeyreğinde 2012 yılının aynı dönemine göre ilk madde ve malzeme kalemindeki artışa rağmen doğalgaz fiyatlarının artmamış olması karlılık marjlarını iyileştirmiştir. Şirket, 2013 yılı 4. çeyreğinde Ana Ortaklık Payları Net Dönem Karını geçen yılın aynı dönemine göre %168 artırarak 41,1 milyon TL olarak açıklamıştır. BMD Model portföyümüzde yer alan TRKCM hisse senetleri için 26/03/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,73 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**"dir.

TCELL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	12,30
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>13,5</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>10%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	27.060

\* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TCELL Performans (%)	10,61	11,82	1,23
BİST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	16,51	12,20	11,46	10,72
FD/FAVÖK	5,75	6,77	8,08	5,86
PD/DD	1,79	1,97	1,80	1,68
Hisse Başına Kar (TL)	0,54	0,95	0,83	1,06

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	9.370	10.507	8.524	11.408
Brüt Kar	3.421	4.025	3.314	4.349
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>36,5%</b>	<b>38,3%</b>	<b>38,9%</b>	<b>38,1%</b>
Faaliyet Gideri	2.096	2.190	1.731	2.394
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>22,4%</b>	<b>20,8%</b>	<b>20,3%</b>	<b>21,0%</b>
FAVÖK	2.913	3.161	2.678	3.431
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>31,1%</b>	<b>30,1%</b>	<b>31,4%</b>	<b>30,1%</b>
Net Kar	1.140	2.062	1.819	2.334
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>12,2%</b>	<b>19,6%</b>	<b>21,3%</b>	<b>20,5%</b>

TRKCM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,17
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>2,73</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>26%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.569

\* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TRKCM Performans (%)	6,37	-3,13	-21,47
BİST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	6,56	22,37	19,33	15,39
FD/FAVÖK	3,58	10,72	13,43	9,57
PD/DD	0,86	0,89	0,83	0,84
Hisse Başına Kar (TL)	0,37	0,11	0,11	0,17

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	1.255	1.034	998	1.488
Brüt Kar	447	265	255	422
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>35,6%</b>	<b>25,7%</b>	<b>25,5%</b>	<b>28,4%</b>
Faaliyet Gideri	219	211	193	312
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>17,5%</b>	<b>20,4%</b>	<b>19,3%</b>	<b>21,0%</b>
FAVÖK	356	153	142	219
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>28,3%</b>	<b>14,8%</b>	<b>14,2%</b>	<b>14,7%</b>
Net Kar	236	84	81	125
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>18,8%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,4%</b>

## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

**EREGL:** Dünya ham çelik üretimi 2013 yılında %3,5 artış ile 1,61 milyar tona ulaşırken Türkiye’de ham çelik üretimi geçen yıla göre %3,4 oranında gerileyerek 34,7 milyon ton seviyesinde gerçekleşti. Ereğli grubu ise 2013 yılı içerisinde üretimini %5 artırarak 8,3 milyon ton ham çelik üretti. 2013 yılında miktar bazında toplam satışlarını %3,2 artıran Şirketin satış gelirleri, ortalama %7 oranında gerileyen nihai mamul fiyatları dolayısıyla dolar bazında %4,7 gerilerken; yükselen döviz kurlarının etkisiyle cirosu %2,2 oranında arttı ve 9.780 milyon TL oldu. Ana ortaklık net dönem karı ise %98 artışla 919 milyon TL’ye ulaştı. 2013 yılı 4. çeyrek verileri incelendiğinde ise 2012 yılının aynı dönemine göre toplam üretim miktarı değişmezken, uzun mamul satışlarındaki gerilemenin etkisiyle toplam satışları miktar bakımından %4,9 azaldı. Uluslararası piyasada gerileyen hammadde fiyatları, Şirket’in brüt kar marjını pozitif etkilerken, genel üretim giderlerinin ve personel giderlerinin de gerilemesi ile 2012 yılının son çeyreğine göre karlılık marjları iyileşti. Şirket 2013’ün son çeyreğinde 2012 yılının aynı dönemine göre Ana ortaklık net karını %87,5 artırarak 152 milyon TL olarak açıkladı. Şirkette %12,08 oranında paya sahip ArcelorMittal son hisse senedi satışını 2013 yılı Ekim ayında gerçekleştirip, kalan hisse senetlerini 180 gün süreyle elinde tutmayı kabul etmişti. ArcelorMittal’ın hisse senedi satmama taahhüdü 2014 yılı Nisan ayı başında sona erecektir. EREGL hisse senetleri için 05/03/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,92 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **“Endekse Paralel Getiri”** dir.

**CIMSA:** 2013 yılında gelişmekte olan ülkelerin çimento talepleri artmaya devam etmekle birlikte Türkiye’de sektör %12 oranında büyüme gösterdi. İnşaat sektöründe yaşanan güçlü büyüme ile birlikte çimento üretimi ve yurt içi satış miktarı artarken, Suriye, Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesinde yaşanan karışıklıkların ihracatı olumsuz etkilemesiyle ihracat miktarı azaldı. 2013 yılında bir önceki yılın aksine yumuşak geçen kış ayları ve yükselen çimento fiyatlarının etkisiyle yıla hızlı büyüme rakamlarıyla başlayan Çimsa, yılın tamamında toplam satışlarını miktar bazında %3, cirosunu %11 artırarak 953,7 milyon TL net satış geliri açıkladı. Sabancı holding hisse senedi satışlarından 139,9 milyon TL gelir elde eden Şirket, 2013 yılı karını geçen yıla göre %162 artırarak 302 milyon TL Ana Ortaklık Net Dönem Karı açıkladı. (Sabancı Holding hisse satış geliri hariç Ana Ortaklık Net Dönem Karındaki artış %40) 2013 yılı 4. çeyreğinde Çimsa’nın toplam üretim miktarı geçen yılın aynı dönemine göre önemli bir değişim göstermezken, satış miktarı geçen yılın altında kaldı. 2013 yılı boyunca yükselmeye devam eden yurt içi çimento fiyatlarının ve artan döviz kurunun olumlu etkisine rağmen Şirketin 2013 yılı 4. çeyrek net satış gelirleri 2012 yılına göre yüzde 0,6 geriledi ve 215,2 milyon TL oldu. Şirketin 2013 yılı 4. çeyreğinde Ana Ortaklık Net Dönem Karı kur farkı geliri ve iştirak gelirinin etkisiyle %30,7 artışla 33,2 milyon TL oldu. BMD Model portföyümüzde yer alan CIMSA hisse senetleri için 13/03/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **12,60 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **“Endekse Paralel Getiri”** dir.

EREGL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,70
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>2,92</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>8%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	9.485
* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
EREGL Performans (%)	10,66	8,00	41,06
BİST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	7,01	16,75	10,73	9,82
FD/FAVÖK	5,12	9,33	7,69	6,06
PD/DD	1,00	1,05	1,09	1,07
Hisse Başına Kar (TL)	0,47	0,15	0,22	0,26

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	8.921	9.570	7.200	9.781
Brüt Kar	2.072	1.029	1.351	1.859
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>23,2%</b>	<b>10,8%</b>	<b>18,8%</b>	<b>19,0%</b>
Faaliyet Gideri	294	283	222	314
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,2%</b>
FAVÖK	2.092	1.089	1.431	1.942
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>23,4%</b>	<b>11,4%</b>	<b>19,9%</b>	<b>19,9%</b>
Net Kar	1.039	484	796	960
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>11,6%</b>	<b>5,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,8%</b>

CIMSA	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	11,40
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>12,35</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>8%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.574
* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
CIMSA Performans (%)	7,93	8,40	25,74
BİST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	8,26	10,70	5,84	5,09
FD/FAVÖK	6,18	7,53	10,38	6,86
PD/DD	1,19	1,25	1,66	1,42
Hisse Başına Kar (TL)	0,91	0,85	1,99	2,24

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	801	857	739	954
Brüt Kar	207	211	177	232
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>25,8%</b>	<b>24,7%</b>	<b>24,0%</b>	<b>24,3%</b>
Faaliyet Gideri	45	47	36	50
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,4%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,2%</b>
FAVÖK	201	210	181	236
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>25,1%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,8%</b>
Net Kar	123	111	269	302
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>15,4%</b>	<b>13,0%</b>	<b>36,4%</b>	<b>31,7%</b>



## ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

09/04/2014

**TUPRS:** 2013 yılında küresel petrol ürünleri sektöründe Avrupa ve Akdeniz ülkelerinde talep zayıf seyrederken, Çin ve Hindistan gibi gelişmekte olan büyük ekonomilerin talebi de yatay seyretti. Tüpraş'ın rafineri marjı son üç çeyrekte Akdeniz rafineri marjının üzerinde seyretti. 2013 yılı genelinde Akdeniz Rafineri Marjı, önceki yıla göre %60 azalarak 1,67 \$/varil olurken, Türpaş'ın rafineri marjı %26 azalışla 2,45 \$/varil oldu. Akdeniz rafineri marjlarının, yılın ikinci yarısında Ural ham petrolünün Brent petrol fiyatlarıyla neredeyse aynı seviyede işlem görmesi sebebiyle gerilediğini söyleyebiliriz. Yılın başından itibaren her çeyrek gerileyen Akdeniz rafineri marjı yılın son çeyreğinde ise geçen yılın aynı dönemine göre 2,62 \$/varil azalarak 0,30 \$/varil ile yılın en düşük seviyesine ulaştı. Son çeyrekte Tüpraş'ın kapasite kullanımı ve üretimi gerilerken, satışlar da ton bazında %9,5 azaldı. Ton bazında satışlarla birlikte ürün fiyat oranları da geriledi. Son çeyrekte ciro neredeyse değişmezken brüt kar marjı bir miktar iyileşti. Önümüzdeki dönemlerde İran'a uygulanan yaptırımların hafiflemesi halinde şirketin net rafineri marjlarında iyileşme bekliyoruz. Buna ek olarak Kasım 2014'te devreye girmesi beklenen Fuel Oil Dönüşüm Projesinin şirketin katma değerli ürün satışlarını artırarak operasyonel karlılık marjlarına olumlu yansımaları öngörmekteyiz. BMD Model portföyümüzde yer alan TUPRS hisse senetleri için 21/02/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **45,70 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

**PETKM:** PETKİM'in kapasite kullanım oranı 2012 yılında %87,8 iken 2013 yılında %81,4'e geriledi. Talebin zayıf olması kapasite kullanım oranlarını ve ciroyu düşürürken, ABD Dolarındaki güçlenme ve şirketin uygulamakta olduğu pazar odaklı dinamik planlama politikaları operasyonel karlılık marjlarını iyileştirdi. 2013 yılı dördüncü çeyreğinde geçen yıla göre PETKİM'in miktarsal (ton bazında) satışları %11 artışla 447 bin ton, satış gelirleri ise %27 artışla 1.192 milyon TL oldu. Diğer yandan şirketin ihracatının cirosu içindeki payı 2013 yılı son çeyreğinde %36 ile son iki yıldaki ortalama %40 seviyesinin altında kaldı. Ancak, Avrupa pazarlarında toparlanma ile birlikte önümüzdeki dönemlerde şirketin ihracatında canlanma beklemekteyiz. Şirket 2013 yılı karından toplam 47 milyon TL temettünün 01.07.2014 tarihinde dağıtılmasına karar verdi. 3 Şubat 2014 tarihinde şirket iştiraki Petlim ile ilgili olarak stratejik finansal fırsatların değerlendirilmesi amacıyla görüşmelere başladığını açıklamıştı. Ancak, konuyla ilgili belirli bir karar henüz olmadığından, değerlememizde bu durumun hisse fiyatı üzerindeki olası etkilerini göz önüne almadık. BMD Model portföyümüzde yer alan PETKM hisse senetleri için 06/03/2014 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **3,10 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

TUPRS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	45,00
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>45,7</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>2%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	11.569

\* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
TUPRS Performans (%)	16,86	12,38	-7,58
BIST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	8,07	8,81	6,83	8,97
FD/FAVÖK	5,15	11,13	15,98	13,42
PD/DD	2,29	2,66	2,15	2,11
Hisse Başına Kar (TL)	4,96	5,85	4,33	4,78

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	40.806	42.437	30.482	41.078
Brüt Kar	2.647	1.691	1.139	1.473
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>6,5%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,6%</b>
Faaliyet Gideri	739	666	490	700
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,7%</b>
FAVÖK	2.158	1.247	829	1.014
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>5,3%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,5%</b>
Net Kar	1.245	1.471	1.087	1.199
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>2,9%</b>

PETKM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,67
<b>12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>3,10</b>
<b>Yükselme Potansiyeli (%) (*)</b>	<b>16%</b>
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	2.690

\* 03/04/2014 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
PETKM Performans (%)	7,23	0,38	-13,31
BIST Performans (%)	13,51	8,46	-15,69

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/09	2013/12
F/K	19,25	112,58	28,52	55,83
FD/FAVÖK	18,53	122,70	14,74	12,12
PD/DD	1,16	1,66	1,59	1,60
Hisse Başına Kar (TL)	0,10	0,02	0,05	0,05

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/09	2013/12
Gelir	3.891	4.349	2.967	4.159
Brüt Kar	175	81	213	270
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>4,5%</b>	<b>1,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>6,5%</b>
Faaliyet Gideri	122	130	88	117
<b>Faaliyet Gideri Marjı (%)</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,8%</b>
FAVÖK	115	23	183	231
<b>FAVÖK Marjı (%)</b>	<b>2,9%</b>	<b>0,5%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,6%</b>
Net Kar	102	25	49	49
<b>Net Kar Marjı (%)</b>	<b>2,6%</b>	<b>0,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,2%</b>

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

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

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

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla 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.