

2013 IV. ÇEYREK STRATEJİ RAPORU



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

İÇİNDEKİLER	SAYFA NO
YÖNETİCİ ÖZETİ	2
KÜRESEL GÖRÜNÜM	3
TÜRKİYE EKONOMİSİ	8
VARLIK YÖNETİM MODELİ	14
HİSSE SENEDİ	15
SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR	16
KIYMETLİ MADENLER	16
DÖVİZ SEPETİ	17
ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ	18

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

YÖNETİCİ ÖZETİ

Birleşmiş Milletler, OECD ve Dünya Bankası'nın ardından IMF de 2013 küresel büyüme tahminlerini aşağı yönde revize etti. OECD Eylül ayında yayınladığı raporunda OECD ülkelerinde büyüme hızında iyileşme olduğundan, ancak toparlamanın sürdürülebilirliği açısından; Avro Bölgesi'nde devam eden finansal sorunlar, gelişmekte olan ülkelerdeki hızlı sermaye çıkışları ve ABD'deki borç tavanının artırılması konusundaki anlaşmazlık endişelerinin risk oluşturduğundan bahsetmektedir. Eylül ayının ilk haftasında Rusya'da yapıla G-20 zirvesinde de küresel ekonomiyi güçlendirme hedefi altında birçok konu ele alındı. Bunların önemli olanlarından biri para birimleri dolar karşısında ciddi oranda değer kaybeden gelişmekte olan ülkelerin "döviz müdahale fonu" kurulması konusunda uzlaşması oldu. FED'in aylık 85 milyar dolar olan tahvil alımları azaltımını Eylül ayında gerçekleştirilmemiş olması küresel piyasalarda volatilitiyi artırdı. Bu gerçekleşmenin aksini fiyatlayan gelişmekte olan ülke piyasalarında hisse senetleri ve kurlarda bunun ardından yüksek değer kazançları yaşandı. Büyüme oranı yukarı yönlü revize edilen ABD ekonomisinde işsizlik oranları hala FED'in beklediği seviyeye ulaşamadı. Avro Bölgesinde ise ikinci çeyrekte, ilk çeyreğe gören büyüme yaşandıysa da siyasi kargaşalar bölgedeki zayıf ekonomik toparlanmanın güçlenmesini tehdit etmektedir. Japonya'da Başbakan Abe'nin agresif para politikaları devam ederken, Yen'in değer kaybetmesiyle sanayi üretiminin ve iç talebin canlanması ekonomik büyümeyi ivmelendirmektedir. Bununla birlikte Yen'de yaşanan değer kaybı, başta bölge ülkeleri olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin ihracatına olumsuz etki edebilir. Suriye'de yaşanan gerginlik küresel piyasaları olumsuz etkileyen diğer bir gelişmeyken, ABD ile Rusya arasında yaşanan uzlaşma ile ABD'nin Suriye'ye askeri müdahale ihtimali şimdilik ortadan kalkmış oldu.

Türkiye ekonomisi yılın ikinci çeyreğinde yüzde 4,4 büyürken, yüzde 3,5 olan beklentileri aşmış oldu. Bu büyüme oranı hem 2013 birinci çeyreğinde hem de 2012 yılı ikinci çeyreğinde gerçekleşen büyüme oranlarının üzerinde oldu. İnşaat, ticaret, tarım sektörü ve mali kuruluşlar bu yılın ilk iki çeyreğinde GSYİH üzerinde büyüme gösterdi. Diğer taraftan özel sektörün sabit sermaye oluşumunda küçülme yaşanmış olması büyümenin devamlılığı açısından olumsuz bir gelişme olarak göze çarpmakta. Dış ticarete baktığımızda; 2012 yılında bir önceki yıla kıyasla ihracattta artış, ithalatta azalış varken 2013'te bu durumun terse döndüğü görülüyor. Ocak-Ağustos arası dış ticaret açığı %18,3 artarak 67.568 milyon \$'a yükselirken, ihracatın ithalatı karşılama oranı %63,6'dan %59,5'e geriledi. 2013 yılına yüksek başlayan enflasyon daha sonra düşüşe geçse de son üç ayda %8 seviyelerinin üzerinde seyretti. ÜFE son ay itibarıyla %6,38 seviyesinde gerçekleşirken TÜFE-ÜFE makasındaki daralma da dikkat çekiyor. Enflasyonun yıl sonunda mevcut seyrinin aşağısında gerçekleşeceğini bekleyen TCMB, sermaye akımlarındaki yavaşlamanın da kredi büyümesini frenleyeceği görüşünde olduğundan faiz artırımı yapmaktan yana değil. Eylül ayı toplantısında faizlerde değişiklik yapmayan TCMB, bir önceki ayda faiz koridorunun üst bandında 50 baz puanlık artırıma giderek borç verme faiz oranını %7,75'e yükseltmişti. Geçtiğimiz yılın ilk sekiz ayında 8,5 milyar TL açık vermiş olan bütçe, bu yılın aynı döneminde 231 milyon TL fazla verdi. Yılsonuna doğru faiz giderlerindeki artışın hızlanması, TL'de değer kaybının devam etmesi halinde dış ticarete alınan verigilerdeki gerileme ve yerel seçimler öncesi bütçe disiplinin bozulması ihtimali bütçe dengesi açısından aşağı yönlü risk olarak görülebilir.

Dış finansman ihtiyacı yüksek düzeyde olan Türkiye ekonomisinde küresel likidite seyrinde olası değişikliklerin cari açığımızı oluşturduğu risk algısını artıracağı görüşümüzü koruyoruz. FED'in Mayıs ayındaki tahvil alımı azaltımına yönelik açıklamalarının yanısıra Haziran ayında yaşanan politik gerginlikler, BİST'de fiyatlara diğer gelişmete olan ülke borsalarına göre daha olumsuz yansıdı. Buna karşın Eylül ayında Suriye gerginliğinin sona ermesi, FED'in tahvil alımı azaltımını ertelemesi gibi gelişmeler Ağustos ayında 63.900 seviyesine gerileyen BIST-100 endeksini 80.000 seviyelerine kadar taşıdı. Fakat faizlerde ve döviz kurlarında görülen yükselişler, endeksi baskı altına alınca yukarı yönlü hareket devam edemedi. Belirsizlikler ortadan kalkana kadar satış baskısı altında kalacağını düşündüğümüz Borsa İstanbul'un FED'in parasal genişlemeden çıkış tarihini belirlemesi sonrasında büyüme hikayesi ve gelişmekte olan ülkelere göre görece daha düşük F/K oranıyla cazip hale gelebileceği kanısındayız.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

KÜRESEL GÖRÜNÜM

Birleşmiş Milletler ve OECD'nin ardından, Haziran ayında Dünya Bankası ve Temmuz ayında IMF 2013 yılı küresel büyüme tahminlerini yaklaşık 0,2 puan aşağı yönde revize etti. Son zamanlarda gelişmiş ülke ekonomilerde büyümede toparlanma hızlanırken, gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızları azalmaktadır. Birleşmiş Milletler, OECD, Dünya Bankası ve IMF'nin tahminleri sırasıyla %2,3, %3,1, %2,2 ve %3,1. OECD'nin 3 Eylül tarihli ekonomik değerlendirmeler raporunda OECD ülkelerinde büyüme hızında iyileşme olduğu ancak toparlanmanın sürdürülebilirliği konusunda riskler olduğundan bahsedilmektedir. Bu risklerin başta gelenleri; Avro Bölgesi'ndeki finansal sorunların halen devam ediyor olması, gelişmekte olan ülkelerde son aylarda yaşanan hızlı sermaye çıkışları ve bu durumun finansal piyasalarda yarattığı dalgalanmalar ve ABD'de Ekim ayında Federal hükümet borç tavanının artırılması konusunda uzlaşma sağlanamaması durumunda finansal piyasalarda güven ortamının zayıflaması olarak belirtilmektedir.

Eylül ayının ilk haftasında Rusya'da yapılan G-20 zirvesinde küresel ekonomiyi güçlendirme hedefi altında birçok konu ele alındı. Büyümenin ve kalifiye istihdamın artırılması, çok taraflı ticaretin artırılması, yatırımların finansmanı, uluslararası finansal düzenlemeler, yolsuzlukla mücadele ve şeffaflığın artırılması, tüketicinin korunması, küresel emtia piyasası ve enerji politikası ve iklim değişikliği tartışılan konu başlıklarından öne çıkanlarıdır. Ancak, G-20 zirvesinde uzlaşılan bir diğer önemli konu ise; FED'in küresel likiditeye desteğini azaltmasına karşı piyasadaki para akışının tekrar canlandırılması amacıyla başta BRIC ülkeleri olmak üzere para birimleri dolar karşısında değer kaybeden ülkeler tarafından "döviz müdahale fonu" oluşturulmasıdır. Bu fonda 41 milyar dolarla Çin en büyük finansör olurken, diğer BRIC ülkelerinin her birinin 18 milyar dolar ve Güney Afrika'nın 5 milyar dolar katkıda bulunması bekleniyor.

FED'in her ay 85 milyar \$ tahvil alımını içeren parasal genişleme programında Eylül ayında azaltıma gideceği beklentilerinin gerçekleşmemiş olması küresel piyasalarda volatilitiyi artırdı. Bu durum gelişmiş ekonomilerde uzun dönemli faiz oranlarının gerilemesine ve sermaye akımlarında yavaşlama olacağı beklentisinin aşırı fiyatlanmış olduğu gelişmekte olan ekonomilerde ise hisse senedi piyasaları ve kurlarda değer kazançlarına yol açtı. FED'in parasal genişlemeyi azalatacak olması cari açık problemi olan gelişmekte olan ülkelerin risk algısını artırırken, küresel büyüme üzerinde de baskı oluşturmaktadır. Diğer yandan, küresel PMI endeksi ekonomik aktivitenin gelişmiş ülkeler öncülüğünde yılın ikinci yarısına iyi başladığını göstermektedir. Endeks, Haziran ayında 51,2 seviyesinde iken Temmuz ayında 54,2 ve Ağustos ayında 55,2 seviyesine yükselmiştir. FED'in Haziran ayı toplantısında varlık alım programını 2014 ortasında sonlandıracağına netlik getirmiş olması, azaltıma ne zaman başlanacağı belirsizliğini gidermiyor olsa da eninde sonunda likiditetin kısıllacağı gerçeğini de değiştirmemektedir. Bu sebeple, azaltıma Eylül'de başlanmamış olmasının küresel piyasalarda yarattığı olumlu havanın sadece kısa süreli olacağı görüşüdeyiz.

ABD

ABD'de 2013 yılı birinci çeyrek büyüme oranı aşağı yönde ve %1,8'e revize edilirken, ikinci çeyrekte ise %1,7 açıklandı ancak daha sonra bu oran %2,5'e revize edildi. OECD'nin 3 Eylül tarihli ekonomik değerlendirmeler raporuna göre ABD'nin yılın kalan iki çeyreğinde sırasıyla %2,5 ve %2,7 oranında büyümesi öngörülmektedir. Yılın ilk yarısında ABD ekonomisinde kamu harcamaları yavaşlarken özel tüketim, sanayi üretimi ve dış ticaretin artış eğiliminde olması büyümenin sağlıklı olduğunu göstermektedir. Özellikle son çeyrekte yatırım harcamaları, dış ticaret hacmi ve özel tüketim harcamaları artarken kamu harcamalarının ve dış ticaret açığının azalıyor olması ABD ekonomisiyle ilgili olumlu sinyaller vermektedir. Ek olarak, Satın Alma Yöneticileri endeksi ve Tüketici Güven endeksinin yıl başından bu yana iyileşen bir eğilim gösteriyor olması ve Ağustos ayı itibarıyla son yıl içerisinde en yüksek seviyelerde seyrediyor olması da büyümenin kalıcı olmasını destekleyicidir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

İşsizlik oranı ve enflasyon FED'in varlık alımında azaltıma başlamadan önce görmek istediği seviyelerde değil. Ağustos ayında %7,3 olarak açıklanan işsizlik oranı, FED'in görmek istediği %6,5-7 seviyelerinin hala üzerindedir. İstihdam ve konut piyasasında da iyileşme yaşanması halinde ABD'de ekonomik toparlanmanın ivmelenmesi beklendiğinden, bu gelişmeler FED'in para politikasının geleceği için belirleyici rol oynamaktadır. En son açıklanan Ağustos ayı işsizlik oranı önceki aya göre 0,1 puan gerilemiş olmasına rağmen bu durumun işgücüne katılım oranındaki azalıştan kaynaklanmış olması piyasalarda olumsuz algılandı. Son gelen işgücüne katılım oranı %63,2 ile son 35 yılın en düşük seviyesinde gerçekleşti. Aktif olarak iş arayanların sayısındaki azalışın işsizlik oranının düşmesinde etkili olmuş olması, işsizlik oranındaki iyileşmenin sağlıklı bir iyileşme olmadığını gösteriyor. Son gelen istihdam verilerinin, ayrıca yeni işlerin büyük ölçüde düşük ücret ve part-time çalışan sektörlerde yoğunlaştığını göstermesi de olumlu değil. İstihdam verileri şirketlerin maliyetlerini düşürmek amacıyla emek verimliliğini artırmaya yöneldiklerini de göstermektedir ki, bu durum istihdamın artmasını zorlaştırmaktadır. ABD'de Temmuz ayında petrol fiyatlarındaki artışın önemli etkisiyle %2'ye ulaşan enflasyon oranının Ağustos ayında %1,5'e gerilemesi de FED'in tahvil alım programında azaltıma gitmesini için erken olduğunu söylüyor. Gıda ve enerji fiyatları hariç çekirdek enflasyon oranlarındaki yatay seyir de tüketimde istenen canlanmanın henüz yakalanmamış olduğunu gösteriyor. Diğer yandan, küresel aktivitedeki yavaşlama karşısında dış ticaretini canlı tutmak isteyen ABD, çeşitli serbest ticaret anlaşmaları imzalamak konusunda gayret göstermektedir. İlk turu Temmuz ayında yapılan AB ile Transatlantik Ticaret ve Yatırım Ortaklığı (TTIP) müzakerelerinin ikinci turunun Ekim ayında yapılması bekleniyor.

Ekim ayında borçlanma üst limitine ulaşacak olan ABD'nin bu konuda henüz bir önlem almamış olması ekonomiyile ilgili kaygıları artırmaktadır. Mart ayında mali uçurumun önüne geçilmesi için otomatik harcama kesintilerinin devreye girmesiyle birlikte savunma harcamalarına bazı sınırlamalar getirilmişti. Son dönemlerde gündeme gelen Suriye'ye müdahale tartışmalarının önemli konularından biri de mali disiplinden sapılması oldu. Ancak, Suriye'ye askeri müdahalenin ertelenmesiyle birlikte bu konu şimdilik rafa kaldırılmışa benziyor. Bununla birlikte, ABD borç tavanının Ekim ortasında 16,7 trilyon dolar ile sınıra dayanması beklendiğinden Kongre'nin borç sınırını bir an önce artırmak konusunda anlaşması gerekmektedir. Mali plan ile ilgili belirsizlikler, ABD ekonomisi için aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.

AVRO BÖLGESİ ve AB

İlk çeyrekte bir önceki çeyreğe göre %0,2 küçülen Avro Bölgesi'nde yılın ikinci çeyreğinde ise önceki çeyreğe göre %0,3 büyüme yaşandı. Bu dönemde özel tüketim %0,2 artarken kamu harcamaları %0,4 ve dış ticaret %1,5 arttı. Son çeyrek bölgedeki toparlanmanın dış ticaret öncülüğünde olmuş olmasını olumlu bulmakta, ancak kamu harcamalarındaki artışın GSYH artışının üzerinde gerçekleşmesini ve yatırım harcamalarındaki zayıflığı iyileşmenin sağlıklı olması bakımından olumlu bulmamaktayız. Diğer yandan OECD Bileşik Öncü göstergeleri ve Güven endeksi göstergeleri üçüncü çeyrekte de ekonomik aktivitede toparlanmanın devam edeceğini göstermektedir. Bu dönemde Portekiz %1,1, Almanya, Litvanya, Finlandiya ile İngiltere %0,7 ve Fransa %0,5 büyürken; Slovenya %0,3, Hollanda %0,2 ve borç krizi sorunu devam eden İtalya ile İspanya ise %0,2 ile %0,1 oranlarında daraldı. IMF, AMB ve OECD 2013 yılında da bölgede resesyonun devam etmesini öngörmektedir. AMB'nın 5 Eylül tarihli toplantısında ise 2013 yılı büyüme tahmini 0,2 puan yukarı yönde güncellenerek %0,1 oranında daralma olarak belirlenmiştir. 2014 yılı için ise daha önce %1 olarak öngörülen büyüme tahmini %0,9'a revize edilmiştir. OECD'nin 3 Eylül tarihli ekonomik değerlendirmeler raporuna göre ise 2013 yılı üçüncü ve dördüncü çeyrek büyüme tahminleri: Almanya için %2,3 ve %2,4; Fransa için %1,4 ve %1,6, İngiltere için %3,7 ve %3,2 ve İtalya için ise negatif %0,4 ve negatif %0,1'dir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

Diğer yandan, bölgede Almanya öncülüğünde görülen toparlanma eğiliminin işgücü piyasalarına olumlu yansdığına dair sinyaller henüz alınmamaktadır. Avrupa'da son iki yıldır artış eğiliminde olan işsizlik oranları Temmuz 2013 itibarıyla Avro Bölgesinde % 12,1, AB'de ise % 11 seviyesindedir. Bu durum karşısında AMB, genişleyici para politikaları ve düşük faiz oranlarının 2013 yılının ikinci yarısı ve 2014 yılında da devam edeceğini belirtmiştir. 22 Eylül 2013 tarihinde Almanya'da gerçekleştirilen genel seçimlerde Angela Merkel'in tekrar seçilmesi Avro Bölgesinde siyasi istikrar açısından olumludur. Ancak, İspanya ve Portekiz'deki siyasi gelişmeler bunun tam tersi yöndedir. İspanya'da Başbakan Mariano Rajoy'un adının yolsuzluk iddialarına karışması ülkedeki tansiyonu yükseltirken, Portekiz'de hükümetin uyguladığı kemer sıkma politikaları hükümet içinde görüş ayrılıkları yaratmış, birkaç bakan istifa etmiş ve bu durum hükümetin düşebileceği yönündeki tartışmaları beraberinde getirmiştir.

Enflasyon oranı politika hedefinin altında bir seyir izlerken ekonomik aktivitedeki ve kredi piyasalarındaki durgunluk devam etmektedir. Son yılda %2,5-%1,2 bandında ve aşağı yönlü bir seyir izleyen Avro Bölgesi enflasyon oranları, Haziran ve Temmuz aylarında %1,6 seviyesine yükseldiyse de Ağustos'ta %1,3'e geriledi. Üstelik enflasyonun bileşenlerine bakıldığında başta gıda, tütün ve alkol ve enerji fiyatlarındaki artışlar öncülüğünde gerçekleşmiş olması ve enerji dışı sanayi ürün fiyatlarındaki artışın ise zayıf kalması, ekonomik toparlanmanın zayıf olduğunu gösteriyor.

Avro Bölgesi genelinde finans, bankacılık ve devlet borcu konularındaki kırılganlıkların devam ettiği görülmektedir. IMF bölgede sorunlu bankalara Avrupa İstikrar Mekanizması'nın destek olmasını, Ortak Çözüm Mekanizması ile Bankalar Birliği kurulumunda sürecin hızlandırılmasını ve banka denetiminin ECB'de kapatma yetkisinin ise Avrupa Komisyonu'nda olmasını tavsiye etmektedir. Bankalar Birliği'nin kurulmasıyla bankalar tek elden denetlenerek, stres testleri ile mevcut durumları tespit edilerek finansal desteğe ihtiyaç duyan bankalara hızlı bir şekilde müdahale edilebileceğinden bölgenin finansal istikrarı açısından önem arz etmektedir. Diğer yandan AMB tarafından Uzun Vadeli Refinansman Operasyonu çerçevesinde sağlanan 800 milyar avroluk likidite fazlası 250 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. Önümüzdeki dönemlerde finansal piyasalardaki kırılganlığın azalmasıyla bu likiditenin daha da azalması umut edilmektedir. Diğer yandan, AMB Başkanı Mario Draghi yaptığı konuşmada gevşek para politikasının devam edeceğini ve gerektiğinde yeni uygulamalar yapabileceklerini belirtmiştir. Sonuç olarak, Avrupa'da düşük tüketici ve yatırımcı güveni, artan belirsizlik ortamı ve istihdam piyasasındaki zayıflık tüketim harcamalarını olumsuz etkilerken, yüksek kamu borcu olan ülkelerde kemer sıkma politikalarının uygulanması ise devlet harcamalarına olumsuz yansımaktadır.

JAPONYA

Japonya'da 2013 yılı birinci çeyrek büyüme oranı %1'e revize edilirken ikinci çeyrekte ise %0,6 artış ile yıllık büyüme %2,6 oldu. Geçen yıl sonu göreve başlayan Başbakan Abe tarafından uygulamaya konulan agresif para politikası, Kuroda'nın Merkez Bankası Başkanlığına seçilmesiyle artarak devam etti. Japonya Merkez Bankası, %2 enflasyon hedefine 2 yıl içerisinde ulaşılması için parasal genişleme programını 135 trilyon Yenden 270 trilyon Yene yükseltmişti. Japon Yeni'nin değerini düşürerek ihracat avantajı kazanma yoluyla büyümeyi hedefleyen bu strateji 2013 yılı ilk çeyrekte Japonya'nın beklentilerin üzerinde büyümesini sağlamıştı. Uygulanan parasal genişleme sonrasında yenin değer kaybetmesi, sanayi üretiminin hızlanması ve iç talebin canlanması neticesinde büyümeyi ivmelendirmektedir. IMF'nin Japonya için yıllık büyüme beklentisi %1,6 seviyesindedir. Hükümet kamu harcamaları, vergi reformu ve piyasalarda serbestleşme politikalarına devam ederken, BOJ ise 2014 yılı sonuna kadar parasal tabanını ikiye katlamayı hedeflemektedir. Yenin değerinin düşürülmesi, başta bölge ülkeleri olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin ihracatlarını azaltabilir. Ancak, artan likiditenin ABD'de olduğu gibi gelişmekte olan ülkelere akmayıp büyük ölçüde Japonya'da kalması beklenmektedir. Japonya'nın bu strateji ile % 2 enflasyon hedefine ulaşip ulaşamayacağı ise büyük bir merak konusu.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

ÇİN

Yılın ilk yarısında ekonomik aktivitede yavaşlama sinyalleri veren Çin ekonomisinden yılın üçüncü çeyreğinde gelen veriler, yeniden iyimser havanın oluşmaya başladığını gösteriyor. Çin ekonomisinden yılın ilk yarısında hem iç talep hem de dış talep ile ilgili gelen veriler ekonomik büyümede yavaşlamaya işaret etmiş ve bu durumun yılın ikinci yarısında da devam edeceği endişeleri oluşmuştu. Ancak, yılın ikinci yarısına temel ekonomik göstergeler toparlanmayı işaret ederek başladı. Ağustos ayında açıklanan imalat sanayi satın alma yöneticileri endeksi (PMI) ve sanayi üretim verileri son 17 ayın en yüksek artışını gerçekleştirirken, ihracat verileri de olumlu yönde gelişme gösterdi. Ağustos ayında bir önceki yıla göre hem ihracatın hem de ithalatın %7 seviyesinde artmış olması yurtiçi ve yurtdışı canlanan talebin işaretçisi oldu. Çin ihracatında önemli yer tutan AB ve ABD ekonomilerinin seyri de ülkenin büyümesinde belirleyici olmaktadır. Çin'de yılın ilk yarısı itibarıyla büyüme yıllık %7,5 olarak gerçekleşirken, IMF'nin yıllık büyüme beklentisi ise %7,8 seviyesinde. OECD'nin Eylül ayında yayınladığı raporunda ise Çin ekonomisinin yılın son iki çeyreğinde %7,2 ve %8,1 büyüyeceği tahmin ediliyor. Haziran ayında gıda fiyatlarındaki %4,9'luk artışın etkisiyle %2,7'ye yükselen enflasyon oranı Ağustos ayı itibarıyla %2,6'dır. Bununla birlikte tüketici güveni düşük seyretmeye devam etmekte ve konut piyasası ve finansal piyasalarla ilgili riskler hala güncelliğini korumaktadır. Geçtiğimiz yıllarda uygulanan likidite artırıcı politikaların ardından son zamanlarda Çin'de son 10 yılın en büyük kredi daralması yaşanırken, emlak fiyatları ve borçlanma maliyetlerindeki artış da devam etmektedir. İşsizlik sorunu neredeyse olmayan Çin'de işsizlik oranı da %4 seviyelerinde istikrarlı bir seyir izlemektedir. Çalışma çağındaki nüfusun azalıyor olması ve ekonomik aktivitede hizmetlerde büyümenin hızlanması beklenmesi sebebiyle orta vadede istihdam artışı olması beklenmektedir.

Çin hükümeti yatırım odaklı büyüme modelinden çıkıp, sürdürülebilir büyüme ve dengeli bir ekonomik yapıya ulaşmayı hedeflemektedir. Sürdürülebilir büyümeyi mümkün kılmak için de öncelikle ekonomik dönüşümün sağlanması ve yatırım odaklı bir yapıdan iç tüketim odaklı bir yapıya dönüşülmesi gerekli görülmektedir. Bu amaçlara ulaşmak için gerekli olan ve 'Likonomiks' olarak adlandırılan bu dönemde uzun dönemli yapısal sorunlara çözüm aranırken, kısa vadede ekonomik dalgalanmalar karşısında zayıf kalmak da en büyük risk olarak görülmektedir. Ayrıca bu süreçten hangi sektörlerinin nasıl etkileneceği konusundaki belirsizlikler de risk algısını artırmaktadır. Ülkenin bu dönemde çözüm aramakta olduğu yapısal sorunlar ve ulaşmak istediği hedefleri; finansal liberalleşme ve emlak sektöründe düzenlemeleri de içeren yapısal reformlar, gereksiz teşviklerin uygulanmaması ve finansal sistemdeki risk algısını değiştirmek için borç oranlarının düşürülmesidir.

Oldukça yüksek döviz rezervleri bulunan ve dünya nüfusunun da önemli kısmını oluşturan gelişmekte olan BRICS ülkeleri küresel döviz volatilitesi sorunlarını çözmek için yeni bir banka kurmayı ve bu sayede IMF ve Dünya Bankasına alternatif bir yapı oluşturmayı planlamaktalar. Eylül ayında Rusya'da yapılan G-20 toplantısında, Çin öncülüğündeki BRICS ekonomileri tarafından 100 milyar dolarlık bir fon kurulmasına karar verildiği açıklandı. Yeni oluşturulacak fona Çin'in katkısının 41 milyar dolar, Brezilya, Hindistan ve Rusya'dan her birinin 18'er milyar dolar ve Güney Afrika'nın 5 milyar dolar olması beklenmekle birlikte detaylar henüz kesinleşmemiştir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

DİĞER GELİŞMEKTE OLAN EKONOMİLER

HİNDİSTAN ve DİĞER ASYA ÜLKELERİ

Asya'nın ikinci büyük ekonomisi olan Hindistan'da yüksek cari açık ve sermaye çıkışları sebebiyle büyüme zayıf seyretilmektedir. IMF'nin yıllık büyüme beklentisi %5,7 seviyesindedir. OECD tahminlerine göre ise önümüzdeki iki yılda Hindistan ekonomisinin bir miktar toparlanarak sırasıyla %5,7 ve %6,6 oranlarında büyümesi beklenmektedir. Diğer yandan sürekli yüksek enflasyon ve yüksek cari açığın yanında politik belirsizlikler ve özellikle ulaşım ve enerji alanlarındaki yapısal sorunlar Hindistan ekonomisinin temel sorunları olmaya devam etmektedir. Ülkenin cari açığının yüksek olmasının önemli bir sebebi Hindistan'ın dünyanın en büyük altın ithalatçısı olması, bir diğer sebep ise enerji dış ticaret açığıdır. Endonezya, Filipinler, Tayland gibi gelişmekte olan diğer Asya ülkelerinde ise sermaye akımlarına karşı kırılabilirlik en büyük risk olarak görülmektedir.

RUSYA

2012 yılı ikinci yarısında ekonomik faaliyetlerinde önemli yavaşlama gözlemlenen Rusya'da ekonomik aktivitedeki düşüş 2013 yılında da devam etmekte. Rusya ekonomisi ile ilgili hem iç talep hem de dış talep tarafından gelen veriler, ekonomik büyümede yavaşlamanın devam edeceği endişeleri oluşturmaktadır. 2013 ilk yarısı itibarıyla yıllık büyüme %1,6'dan %1,2'ye gerilemiştir. Ekonomik büyümedeki yavaşlamaya rağmen işsizlik oranı 0,1 puan gerileyerek Temmuz ayında %5,3 olmuştur. Net enerji ihracatçısı olan Rusya'nın dış ticareti küresel enerji talebindeki düşüşten olumsuz etkilenirken, istihdam artışındaki yavaşlama ve reel ücretlerdeki azalma sonucunda özel tüketim 2012 yılında büyümüş olmasına rağmen 2013 yılında zayıflamış, yatırımlar ise daralmıştır.

BREZİLYA

2013 yılı ikinci çeyreğinde büyüme yıllık bazda %1,9'dan %3,3'e yükselmiştir. OECD tahminlerine göre Brezilya ekonomisinin 2013 ve 2014 yıllarında sırasıyla %2,9 ve %3,5 büyümesi beklenmektedir. Ülkenin yıllık %6,5 seviyelerinde seyreden enflasyon oranının ise 2013 ve 2014 yıllarında %4,5 olması hedeflenmektedir. Diğer yandan, işsizlik oranı artış eğilimi göstermektedir. 2012 yılı Aralık ayında %4,6 seviyesine gerileyen işsizlik oranı 2013 yılı Haziran ayı verilerine göre %6'ya yükselmiş ve Temmuz ayında %5,6 olmuştur. Bu gelişmeler neticesinde Brezilya hükümeti de 2013 yılı büyüme tahminini %3,5'ten %3'e indirmiştir.

EMTİA PİYASASI

Yılın ilk yarısı itibarıyla petrol fiyatları OECD'nin Kasım 2012 tahminlerinin yaklaşık %8 altında seyretilmişken, Temmuz ve Ağustos aylarında Suriye konusu ile ilgili artan gerginlikle birlikte fiyatlar aşırı yükselmiş ve Eylül ayı sonuna doğru normale dönmeye başlamıştır. Temmuz ve Ağustos aylarında petrol fiyatları Dünya Bankası'nın yıl sonu için öngördüğü 101 dolar/varilin çok üzerine ve 112 dolar/varile yükselmiştir. Eylül ayında ise Suriye gerginliği ile ilgili tansiyonun düşmesiyle birlikte petrol fiyatları tekrar geri çekilmeye başlamıştır. Tahıl fiyatlarına bakıldığında, geçen yıl çok fazla fiyat artışı yaşanmasının ardından 2013 yılında fiyatların yatay seyrettiği söylenebilir. Yılın ilk yarısında tahıl fiyatlarındaki hafif yukarı seyir ile petrol ve metal fiyatlarındaki aşağı yönlü seyrin enflasyon oranlarını düşürücü etkisi olmuşken, yılın ikinci yarısına petrol fiyatlarının öncülüğünde tüm emtialar yukarı yönlü seyrinde başlamıştır. Diğer yandan gıda ihraç eden ülkelerin çoğunun para birimlerinin değer kaybetmesiyle Ağustos ayında gıda fiyatları düşmeye başlamıştır. Metal fiyatlarındaki artışta ise Çin ithalatının artması önemli unsurlardan olmuştur.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

TÜRKİYE EKONOMİSİ

Tablo 1 - OVP / Temel Göstergeler	2011G	2012 T	2012G	2013 T	2014 T	2015 T
GSYH Büyümesi (% , Sabit Fiyatlarla)	8.5	3.2	2.2	4.0	5.0	5.0
GSYH (Milyar TL, Cari Fiyatlarla)	1,298.0	1,435.0	1,416.8	1,571.0	1,740.0	1,933.0
TÜFE Yıllonu (%)	10.5	7.4	6.2	6.2	5.0	5.0

2013 yılının ikinci çeyrek döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre sabit fiyatlarla GSYİH %3,5 olan beklentilerin üzerinde ve %4,4'lük artışla 30 145 milyon TL olarak gerçekleşti. Böylece son çeyrekte GSYİH'da gerçekleşen artış, gerek bir önceki çeyrekte gerçekleşen %2,9'luk gerekse 2012 yılı ikinci çeyreğinde gerçekleşen %2,8'lik artıştan fazla olmuş oldu. En son açıklanan çeyreklik büyüme oranı, yıl için OVP'de öngörülen %4'lük büyümede aşağı yönde revizyon olması gerektiği beklentisini de zayıflattı. Cari fiyatlarla GSYİH 2012 yılının ikinci çeyreğine göre %10,2 artışla 385 113 milyon TL olurken, Dolar bazında Cari fiyatlarla GSYİH ise; bu dönemlerde Doların TL karşısında %2,2 değerlenmesi sonucunda, TL bazındaki artışın altında ve %10 artış gösterdi. 2013 yılının 3. Çeyreğinde Doların TL karşısında neredeyse %10 değerlenmiş olduğunu dikkate aldığımızda, önümüzdeki çeyrekte Dolar ve TL bazında GSYİH artışları arasındaki farkın açılmasını beklemekteyiz. Harcamalar yöntemine göre 2013 yılı 2.çeyreğinde yerleşik hane halklarının tüketimi, devletin nihai tüketim harcamaları ve ithalat sırasıyla %5,3, %7,4 ve %11,7 ile %4,4'lük GSYİH artışının üzerinde; sabit sermaye oluşumu ve ihracat ise sırasıyla %3,7 ve %1,7 ile bu oranın altında büyümüştür.

Yılın ilk yarısında TCMB'nin uygulamış olduğu genişlemeci para politikalarının büyüme oranına olumlu etki ettiği görülüyor; ancak, yılın ikinci yarısında, piyasa faizlerindeki yukarı yönlü hareket ve kredi hacmi artışındaki yavaşlamanın büyümeyi olumsuz etkilemesi ihtimali var. Arz tarafında büyümenin sanayiden çok inşaat, tarım ve hizmetler öncülüğünde gerçekleştiği görülüyor. İnşaat sektöründe yılın ilk iki çeyreğinde de GSYİH büyüme hızının üzerinde artış olmasını olumlu bulmaktayız. Diğer yandan, sektörün 2012 yılı büyümesinin yıllık GSYİH artışının 2,5 puan altında kalmış olduğu göz önüne alındığında, 2013 yılında sektör performansında baz etkisinin de olduğu unutulmamalıdır. 2012 yılında GSYİH artışının üzerinde büyümüş olan Tarım sektörü ve Mali kuruluşlar bu yılın ilk iki çeyreğinde de GSYİH artışının üzerinde büyüdü. Ticaret ise inşaat sektöründe olduğu gibi 2012 yılında GSYİH büyümesinin altında performans sergilemişken bu yılın ilk yarısında biraz üzerinde büyüme gösterdi.

Talep tarafında büyümede hane halkları tüketim harcamalarındaki ivmelenmeyi olumlu değerlendirirken, devletin nihai tüketim harcamalarındaki büyümenin %7,4 ile yüksek seyrettiği görüşüdeyiz. Özel sektörün sabit sermaye oluşumunda ise küçülme yaşanmış olması büyümenin devamlılığı açısından olumlu değil. Son iki yılda kapasite kullanım oranının %75 seviyelerinde neredeyse yatay seyrediyor olması özel sektör yatırımlarındaki iştahsızlığı açıklıyor aslında. Dış ticarete bakıldığında ihracat artış hızında yavaşlama, ithalat artış hızında ise hızlanma görülüyor. Bu durumun devamı halinde, %7,1 olarak hedeflenen yıl sonu cari açığın milli gelire oranının gerçekleşmesi zorlaşabilir. Diğer yandan, Hükümetin 2013 yılı için öngördüğü %4'lük büyüme hedefine ulaşılacağı görüşüdeyiz.

ENFLASYON

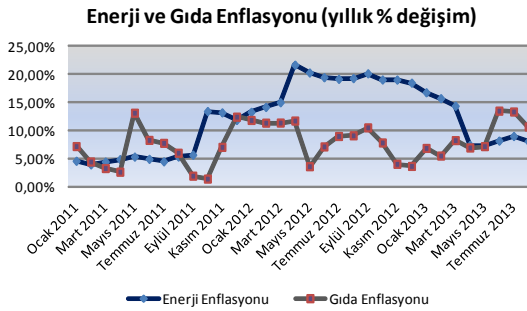
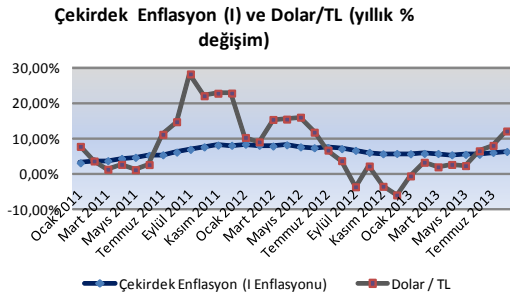
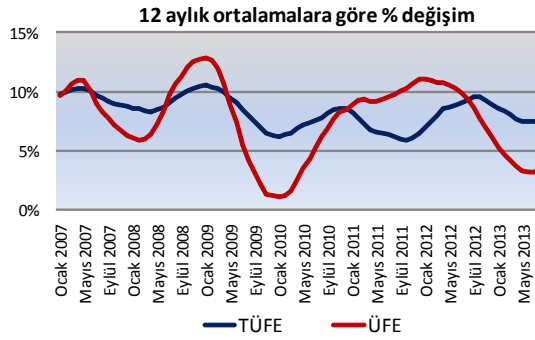
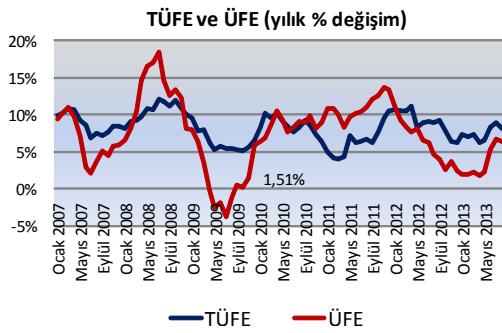
Enflasyon oranları 2013 yılına yüksek başlamış ve daha sonra düşüş göstermişti ancak son üç ayda %8 seviyelerinin üzerinde seyretti. Temmuz ayında %8,88 ile son 10 ayın en yüksek seviyesinde gerçekleşen enflasyon oranı son ay itibarıyla %7,88 seviyesinde bulunuyor. Küresel enerji fiyatlarındaki gerileme sayesinde Nisan ayında enflasyonda belirgin düşüş yaşanmış ve TÜFE %6,13 ile yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmişti. Nisan ayındaki düşüşün ardından, Mayıs-Temmuz döneminde enflasyonda sınırlı artışların devam etmesini ve daha

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

sonra ise tekrar düşüş eğilimi beklemekteydik. Mayıs ayında beklediğimiz gibi sınırlı yükseliş yaşandı; ancak, Haziran ayında başta gıda enflasyonunda ve Dolar/TL kurunda gerçekleşen artışlar sebebiyle enflasyon oranları beklentimizin üzerinde artış gösterdi.

Üretici Fiyatları Endeksi ise son ay itibarıyla bir önceki yılın aynı ayına göre %6,23 ve on iki aylık ortalamalara göre %3,58 artış gösterdi. Yılın ilk yarısı sonunda TÜFE-ÜFE makasında gerçekleşen daralma da dikkat çekici. Yılın kalan aylarında üretici fiyatlarındaki artışın şirketlerin karlılık marjlarını baskılaması muhtemel görünüyor. Bununla birlikte, Dolar/TL'deki ve küresel enerji ve gıda fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketlerin devamı halinde, TCMB'nin son olarak %6,2 olarak revize ettiği yılsonu enflasyon hedefine ulaşılması zor görünmektedir.



TCMB PARA POLİTİKALARI

Temmuz ayındaki toplantısında faiz koridorunun üst bandında 75 baz puanlık artırıma gidip, borç verme faiz oranını %7.25'e yükselten TCMB, Ağustos ayında da 50 baz puanlık artırım yaparak %7.75'e yükseltirken Eylül ayında ise herhangi bir politika değişikliği yapmadı. TCMB, sermaye akımlarındaki zayıflama ve referans değer üzerinde seyreden kredi büyümesini dikkate alarak; finansal istikrarı desteklemekle birlikte, enflasyon hedefi orta vadeli hedeflerle uyumlu olana kadar da gerektiğinde ek sıkılaştırmaya gidilebileceğini belirtiyor. TCMB'nin, Temmuz ayında başlattığı uygulamaya göre ek parasal sıkılaştırma günlerinde piyasa yapıcısı bankalar da faiz koridorunun üst bandından borçlanıyorlar. Ayrıca, bu uygulamaya göre TCMB ek parasal sıkılaştırma uyguladığı günlerde döviz satışı da yapmıyor. Enflasyonun yıl sonunda mevcut seyrinin aşağısında gerçekleşeceğini bekleyen TCMB, sermaye akımlarındaki yavaşlamanın da kredi büyümesini frenleyeceği görüşünde. Ancak bu durum cari açığımızın finansmanında risk algısını yükselttiği de bir gerçek. Bununla birlikte, fiili fonlama maliyeti ile politika faizi arasındaki arasındaki makasın kalıcı olarak açılması halinde, yılın son çeyreğinde bir hafta vadeli repo faizinde de artırım yapılması gerekebilir.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

BÜTÇE

Tablo 3 - OVP / MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE	2012T	2012G	2013T	2014T	2015T
HARCAMALAR	362,7	360,5	404	436,8	471,2
Faiz Hariç Harcamalar	313,7	312,1	351	381,8	413,7
Faiz Giderleri	49	48,4	53	55	57,5
GELİRLER	329,2	331,7	370,1	401,4	436,8
Genel Bütçe Gelirleri	319,1	320,3	359	389,3	423,9
Vergi Gelirleri	278,8	278,8	317,9	347	379,4
Özel Bütçe. İdr. ve Düz. Den. Kurum Geliri	10,1	9,1	11,1	12,1	13
BÜTÇE DENGESİ	-33,5	-28,8	-33,9	-35,5	-34,3
Bütçe Dengesi / GSYH (%)	-2,3	-2,0	-2,2	-2	-1,8
FAİZ DIŞI DENGE	15,5	19,6	19,1	19,5	23,2
Faiz Dışı Fazla / GSYH (%)	1,1	1,4	1,2	1,1	1,2

Geçtiğimiz yılın ilk sekiz ayında 8,5 milyar TL açık vermiş olan bütçe, bu yılın aynı döneminde 231 milyon TL fazla verdi. Geçen yılın Temmuz ve Ağustos aylarında bütçe açığı sırasıyla 246 milyon TL ve 1,6 milyar TL iken; bu yıl aynı aylarda bütçe, 312 milyon TL fazla ve 3,1 milyar TL açık verdi. Geçen yılın aynı aylarına göre faiz giderlerinde sırasıyla %63,8 ve %30,1'lik artış olmuş olması sonucunda faiz dışı fazla 2012 Temmuz ayında 4 milyar TL'den 7,2 milyar TL'ye, Ağustos ayında ise 4,2 milyar TL'den 4,4 milyar TL'ye yükseldi. Son iki ayda faiz giderlerinde aşırı artış olmuş olması, özellikle yılın ilk çeyreğinde, takvim etkisiyle faiz giderlerinin düşük kalmış olması sebebiyle bütçe dengesinde yaşanan iyileşmenin de sonuna geldiğini gösteriyor. Yıl sonuna doğru faiz giderlerindeki artışın hızlanması ve yükselen piyasa faizleriyle yavaşlama potansiyeli bulunan iç talebin bütçe gelirlerini sınırlaması, TL'de değer kaybının devamı halinde dış ticaretten alınan vergilerde gerileme ve faiz dışı harcamaların yerel seçimler öncesi bozulma ihtimali bütçe dengesi açısından aşağı yönlü riskler olarak görülebilir.

Ocak-Ağustos döneminde geçen yıla göre dolaysız vergilerde %7,2, dahilde alınan dolaylı vergilerde ise %23,5'lik artış var. Dahilde Alınan Mal ve Hizmet Vergilerindeki (KDV ve ÖTV) artış iç talepteki toparlanmayı teyit ediyor. Dış ticaretten alınan dolaylı vergilerde ise ithalde alınan KDV'de yılın ilk sekiz ayında %29,6 artış, gümrük vergilerinde ise %4,2'lik azalış var. İthalde alınan KDV'de gerçekleşen artış cari açıktaki kötüleşmeyi teyit ediyor. Ancak, yılın ilk sekiz ayında faiz hariç giderlerdeki gerçekleştirmelerin yıllık bütçe hedefleriyle uyumlu olduğu görülüyor.

DIŞ TİCARET

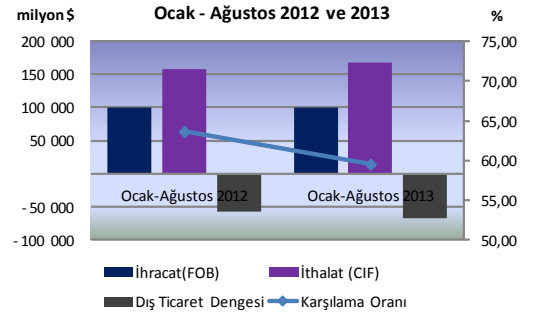
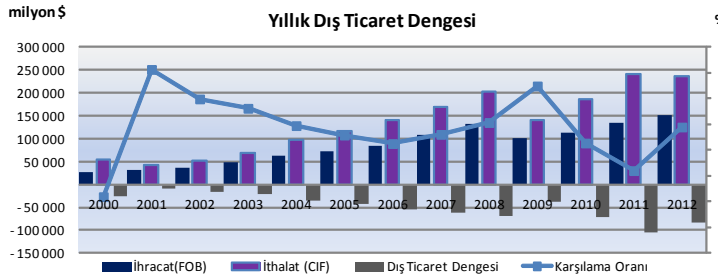
Tablo 4 - OVP / DIŞ TİCARET	2012T	2012G	2013T	2014T	2015T
İhracat (FOB) (Milyar Dolar)	149,5	152,6	158	172,3	187,1
İthalat (CIF) (Milyar Dolar)	-239,5	-236,5	-253	-272,2	-291,2
Enerji İthalatı (27. Fasıll, Milyar Dolar)	59,1	60,1	59,6	62,6	65,4
Dış Ticaret Dengesi (Milyar Dolar)	-90	-83,9	-95	-99,9	-104,1
Turizm Gelirleri (Milyar Dolar)	23,5	23,4	25,4	27	28,4
Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar)	-58,7	-48,9	-60,7	-63,6	-64,7
Cari İşlemler Dengesi / GSYH (%)	-7,3	-6,1	-7,1	-6,9	-6,5
Dış Ticaret Hacmi / GSYH (%)	48,7	48,9	47,9	48,4	47,9
İhracat / İthalat (%)	62,4	64,5	62,5	63,3	64,3

2012 yılında bir önceki yıla kıyasla ihracatta artış, ithalatta azalış varken 2013 yılının ilk sekiz ayı itibarıyla durum tersine döndü. Ocak-Ağustos döneminde ihracat geçen yılın aynı dönemine göre %0,5 azalışla 99.426 milyon \$, ithalat ise %6,3 artarak 166.994 milyon \$ olarak gerçekleşti. Bu dönemlerde dış ticaret açığı %18,3 artışla

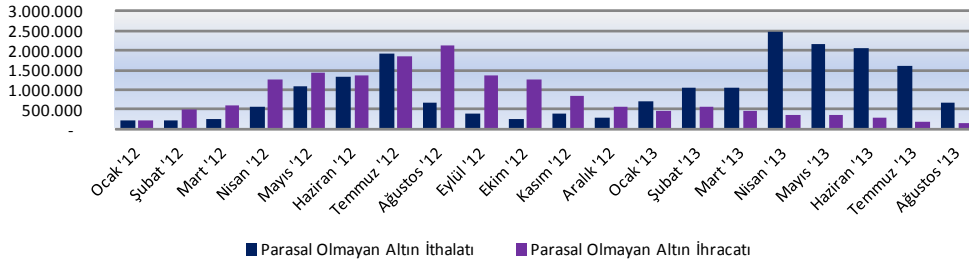
ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

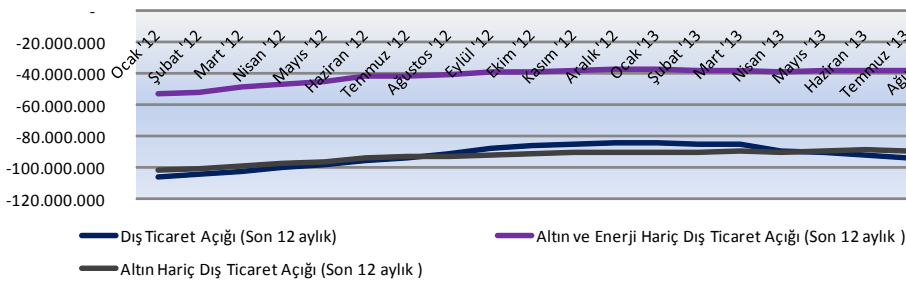
67.568 milyon \$'a yükselirken, ihracatın ithalatı karşılama oranı ise %63,6'dan %59,5'e geriledi. Geçen yılın ilk sekiz aylık dönemine göre bu yıl enerji dış ticaret açığımız %7,1 azalmış ve bu dönemlerde ortalama enerji fiyatları ise %3,8 gerilemiştir. Enerji dış ticaret açığımızda iyileşme olması enerji ithalatımızın zayıflığından kaynaklanıyor ki bu durum imalat sanayinin zayıflığına işaret ediyor ve büyüme için olumsuz. Aynı dönemlerde geçen yıl 3.054 milyon \$ altın dış ticaret fazlası verilmişken bu yıl 8.916 milyon \$ açık verildi. Altın ve enerji hariç dış ticaret açığımız ise geçen yılın Ocak-Ağustos dönemine göre %3,1 artışla 26.404 milyon \$'a yükseldi. Yılın ilk sekiz ayında geçen yılın aynı dönemine göre yatırım malları ve aramalı dış ticaret açığı sırasıyla %6,4 ve %17,2 artışla 13.902 milyon \$ ve 73.080 milyon \$ oldu. Bu dönemlerde tüketim malları dış ticaret fazlası %5,8'lik artışla 19.471 milyon \$ oldu. Yıllıklandırılmış dış ticaret açığımız son ayda %1,1 artışla 94.351 milyon \$'a yükselirken, yıllıklandırılmış altın ve enerji hariç dış ticaret açığımız %0,4 azalışla 38.144 milyon \$'a geriledi. Yıllıklandırılmış ihracatın ithalatı karşılama oranı ise son ay itibarıyla %62,2'den %61,7'ye geriledi.



Parasal Olmayan Altın Dış Ticareti (milyon \$)



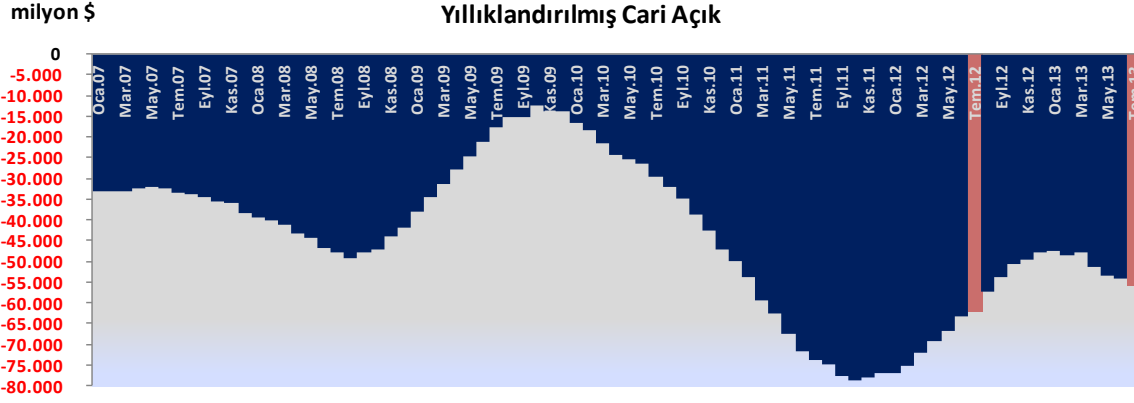
Yıllıklandırılmış Dış Ticaret Açığı (milyon \$)



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

ÖDEMELER DENGESİ



Kaynak: TCMB, BMD Araştırma

2013 yılı Temmuz ayında 5,5 milyar olan piyasa beklentilerinin üzerinde ve 5,79 milyar \$ olarak gerçekleşen cari açıkla birlikte Ocak-Temmuz döneminde cari işlemler açığı geçen yılın aynı dönemine göre %23,5 artarak 42.099 milyon \$'a ulaştı. Yıllıklandırılmış cari işlemler açığı ise 2011 Ekim - 2013 Ocak döneminde devam eden düşüş eğilimine Şubat 2013'te son vermiş ve daha sonraki her ay da yükselmişti. Temmuz ayında da yükseliş eğilimi devam etti ve yıllıklandırılmış cari işlemler açığı Temmuz 2013'te 55.754 milyon \$ ile son 11 ayın en yüksek seviyesine ulaştı.

Geçen yılın ilk çeyreğine göre bu yıl neredeyse yatay seyretmiş olan mal dengesi açığı, son dört ayda gerçekleşen önemli artışlar sebebiyle yılın ilk yedi ayı sonunda geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre yaklaşık %18,7'lik artış göstermiştir. Bu artışta parasal olmayan altın ithalatımızdaki artış etkili olurken, altın ticareti hariç mal dengesinde ise geçen yılın Ocak-Temmuz dönemine göre bu yıl 2.396 milyon \$'lık (%5,6'lık) bir iyileşme olmuştur. Başta net turizm gelirlerindeki %22,1'lik artış sayesinde geçen yılın Ocak-Temmuz dönemine göre bu yıl hizmetler dengesi fazlasında ise %13,8'lik bir artış yaşanmıştır. 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. Son haftalarda petrol fiyatlarında görülen aşağı yönlü hareket bu beklentiyi güçlendirmektedir. Diğer yandan, TL karşısında değeri artan Dolar ile birlikte enerji fiyatlarının da yukarı hareketlenmesi halinde 2013 yılı Cari İşlemler Açığı/GSYH oranımızın yükselmesi riski bulunmaktadır.

2013 yılı Ocak-Temmuz dönemi için cari açığımızın %12,2'sinin net doğrudan yatırımlarla ve %36'sının ise portföy yatırımları ile finanse edilmiş olduğu görülüyor. Resmi Rezervlere baktığımızda yılın ilk yedi ayı sonunda döviz rezervlerinde 2.301 milyon \$, menkul kıymet rezervlerinde ise 2.427 milyon \$ artış var. Ancak, son ayda sürdürülebilir bir sermaye girişinin göstergesi olmayan net hata noksan kaleminden 4.801 milyon \$'lık sermaye girişi olduğu dikkate alındığında, bu kalemin etkisiyle yılın ilk yedi ayında resmi rezervlerdeki değişimin artış şeklinde gerçekleşmiş olduğu görülüyor. Küresel likidite seyrinde olası değişikliklerin cari açığımızın oluşturduğu risk algısını artıracığı görüşümüzü koruyoruz.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

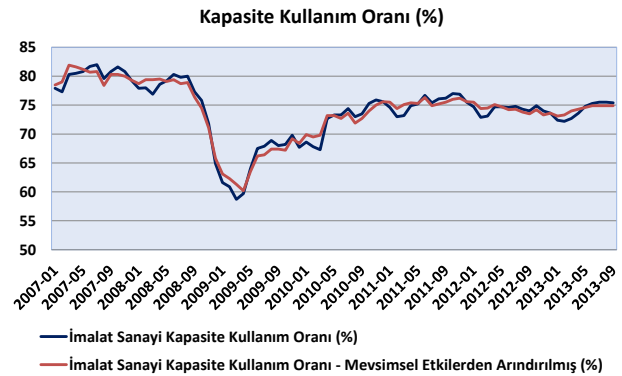
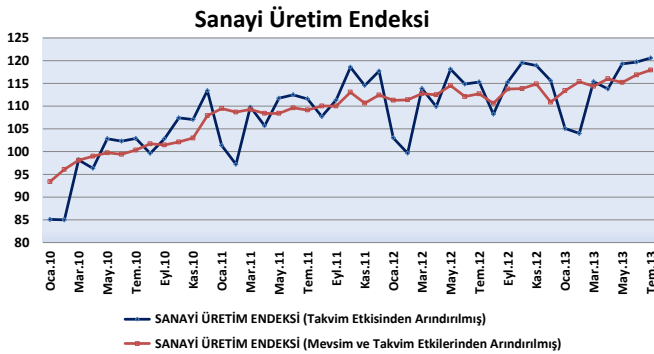
İSTİHDAM

Tablo 2 - OVP / İSTİHDAM	2012T	2012G	2013T	2014T	2015T
Nüfus (Yıl Ortası, Bin Kişi)	74.885	73.604	75.811	76.707	77.601
İşgücüne Katılma Oranı (%)	49,6	50	49,6	49,7	49,8
İstihdam Düzeyi (Bin Kişi)	24.728	24.821	25.223	25.728	26.243
İstihdam Oranı (%)	45,2	45,4	45,3	45,3	45,5
İşsizlik Oranı (%)	9	9,2	8,9	8,8	8,7

2013 yılı Haziran ayı döneminde işsizlik oranı, bir önceki yılın ayı dönemine göre 0,8 puan artışla %8,8 seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde yaklaşık 1,041 milyon kişi artan işgücüne karşılık ekonomi, 742 bin ilave istihdam yaratabildi. İşsizlik oranı Ocak 2013 itibariyle %10,6 seviyesindeydi. Bir önceki yılın Haziran dönemine göre kentsel yerlerde işsizlik oranı 0,6 puan artışla 10,6 olurken, kırsal yerlerde 0,8 puanlık artışla %5,1 oldu. Mevsim etkilerinden arındırılmış işsizlik oranı ise Mayıs ayı dönemine göre 0,1 puan artarak %9,7 olarak gerçekleşti. Ocak 2013'te bu oran %9,4 seviyesindeydi. Orta Vadeli Programa göre 2013 yılında işsizlik oranının %8,9 olması ve sonraki iki yılda ise her yıl 0,1 puan azalması öngörülmektedir.

SANAYİ ÜRETİMİ

Sanayi üretim endeksinde zaman zaman geri çekilmeler olsa da Ocak ayından itibaren geçen yılki seviyelerin üzerinde seyrediyor. Temmuz ayında takvim etkilerinden arındırılmış sanayi üretim endeksi bir önceki yılın aynı ayına göre %4,6 artarak 120,6 olurken, bir önceki yılın aynı ayına göre %0,9 artarak 117,9 seviyesine yükseldi. Mevsim ve takvim etkilerinden arındırılmış alt sektörlerde ise İmalat Sanayi Endeksi 2012 Aralık ayına göre %6,9 ve Elektrik, Gaz, Buhar ve İklimlendirme Üretimi ve Dağıtım Endeksi %4,6 artış gösterirken, Madencilik ve taşocaklığı endeksi %1,6 geriledi.



KAPASİTE KULLANIMI

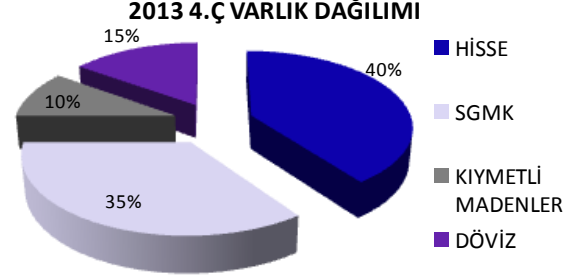
Ocak 2013'de %73,1 olan mevsimsellikten arındırılmış kapasite kullanım oranı, Haziran ayına kadar devam eden sınırlı artışın ardından dört aydır %74,9 seviyesinin üzerine çıkamadı. Temmuz ayında imalat sanayi genelinde mevsimsel etkilerden arındırılmış kapasite kullanım oranı bir önceki aya göre değişmeyerek %74,9 seviyesinde gerçekleşirken, geçen yılın aynı ayına göre 1,4 puan artarak %75,4 seviyesinde gerçekleşmişti. Mal gruplarına göre kapasite kullanım oranı incelendiğinde 2012 Aralık ayına göre Ara malı (%3,74), Yatırım malları (%4,44) ve Dayanıklı tüketim mallarında (%2,8) artış görülürken, Dayanaksız Tüketim Malları (%1,6) ve Gıda ve İçecekler (%1,9) azaldı.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

VARLIK YÖNETİM MODELİ

2013 4.Ç VARLIK DAĞILIMI				
BİST-SIN	HİSSE	SGMK	KIYMETLİ MADENLER	DÖVİZ
70000 ve üzeri	35	40	10	15
65000 - 70000	40	35	10	15
62500 - 65000	40	35	10	15
60000 - 62500	45	30	10	15
56000- 60000	50	30	10	10



2013 yılı son çeyreği için BİST Sınai Endeksinin şu anda seyretmekte olduğu 65 bin – 70 bin bandında hareketine devam etmesi durumunda, hisse senedine %40, sabit getirili menkul kıymetlere %35, kıymetli madenlere %10 ve döviz sepetine %15 ağırlık verilerek model portföyümüzü çeşitlendirmekten yanayız. Bir önceki çeyrekte sinai endeksi 65 bin – 70 bin bandında iken varlık dağılımı önerimizi %35 hisse, %40 SGMK, %10 kıymetli madenler ve %15 döviz sepeti olarak belirlemiştik. Ancak, ABD’de borçlanma tavanı konusunda yaşanan gerginlik dolayısıyla FED’in parasal genişlemeden çıkış programının ertelenme ihtimali bulunuyor. Ayrıca, Borsa İstanbul’un FED’in parasal genişlemeden çıkış programının netleşmesi sonrasında diğer gelişmekte olan ülkelere göre görece daha düşük F/K oranıyla cazip hale gelebileceği kanısındayız. Bu sebeplerle bir önceki çeyreğe göre sinai endeksinin 65 bin -70 bin bandında seyretmesi halinde hisse senedi için önerdiğimiz ağırlığı arttırdık. Sınai Endeksinin 62.500 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 %35’ten %30’a düşürülmesi; 70 000 seviyesinin üzerinde en az on gün art arada işlem görmesi durumunda ise hisse senedi ağırlığının %40’tan %35’e düşürülmesi ve sabit getirili menkul kıymet ağırlığının %35’ten %40’a çıkarılmasının yerinde olacağı görüşündeyiz. Diğer taraftan, makro ekonomik gelişmelerin aşağı yönlü riskleri baskın çıkaracak yönde gerçekleşmesi, ve sinai endeksin 60 000 seviyesinin altında en az on gün art arada işlem görmesi halinde hisse senedi oranının %45’ten %50’ye çıkarılmasını ve hisse senedi ağırlığındaki artışın döviz sepeti payının %15’ten %10’a düşürülerek karşılanmasının iyi bir fikir olacağı görüşündeyiz.

BMD VARLIK YÖNETİM MODELİ PERFORMANSI

Önerilen Varlık	Risk (β)	Yıllık Beklenen Getiri (%) *	Önerilen Ağırlık**				Dönemsel Getiri **				Son 4 Çeyrek Getiri (01/10/2012-30/09/2013)	Kümülatif Getiri (18/08/2011-30/09/2013)
			2012 4.Çeyrek	2013 1.Çeyrek	2013 2.Çeyrek	2013 3.Çeyrek	2012 4.Çeyrek	2013 1.Çeyrek	2013 2.Çeyrek	2013 3.Çeyrek		
Hisse Senedi (BMD Mali Sektör Dışı Hisse Portföyü)	0,78	12,3%	30%	25%	30%	39%	6,97%	2,49%	0,02%	-0,54%	9,06%	21,26%
Sabit Getirili Varlık	0,02	8,1%	50%	45%	48%	39%	0,71%	0,71%	0,76%	0,84%	3,07%	7,01%
Döviz (%50 Dolar - %50 Euro)	-0,18	7,0%	10%	10%	12%	10%	0,06%	0,00%	0,88%	0,76%	1,71%	1,29%
Kıymetli Madenler (%50 GOLDP - %50 SLVRP)	-0,05	7,7%	10%	20%	10%	12%	-1,04%	-0,66%	-2,37%	2,09%	-2,02%	-2,28%
BMD Varlık Yönetim Modeli	0,28	9,5%	100%	100%	100%	100%	6,71%	2,55%	-0,71%	3,14%	12,07%	28,46%
* Sermaye piyasası araçları için Yıllık Beklenen Getiri hesaplamamızda Risksiz Getiri Oranı %8 ve Piyasa Risk Primi %5,5 olarak varsayılmıştır.											Son 4 Çeyrek Getiri***	
** Modelimizdeki varlıkların ağırlıkları BİST Sınai Endeksi’nin değişen bant aralıklarına göre değişmektedir. Bu nedenle, önerilen ağırlık ve dönemsel getiri hesaplamaları 3 aylık dönem içerisinde BİST Sınai Endeksi’nin farklı bant aralıklarında geçirdikleri gün sayısına göre hesaplanmaktadır. Önerilen ağırlıklarda değişiklik yapılması için gerekli koşul BİST Sınai endeksinin mevcut bandın dışında en az 10 gün arka arkaya işlem görmesidir.											Enflasyon (TÜFE): 7,88%	
*** Son dört çeyrekte 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: 13,76%	
											BMD Hisse Portföyü: 34,03%	
											Sabit Getirili MK'ler: 6,95%	
											Döviz Sepeti: 16,29%	
											Kıymetli Madenler: -32,02%	
											12,07%	

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

HİSSE SENEDİ (%40)

FED, çıkış planının gelecek verilere bağlı olduğunu söylemiş olsa da Eylül ayında yapılacak olan toplantıda parasal genişlemenin 10-20 milyar dolar azaltılabileceği beklentisiyle piyasalar panik içinde satışa geçmişti, ancak FED'in Eylül ayında aldığı kararlar bu yönde olmadı. Haziran toplantısından itibaren ABD'de açıklanan olumlu veriler global piyasalarda düşüşün ardından beklentileri karşılayamayan veriler yükseliş sebebi oldu. Para bolluğundan en çok istifade etmiş olan gelişmekte olan ülke borsaları gelişmiş ülkelere oranla bu satışları çok daha sert yaşadı ve para birimleri hızla değer kaybetti. Haziran ayından buyana bakıldığında ABD ve Almanya gibi gelişmiş ülkeler zaman zaman satışlarla karşılaşsalar da yükseliş trendlerini devam ettirdikleri ve tarihi zirvelerine yakın seyrettikleri görülüyor. 18 Eylül FED toplantısında aylık 85 milyar dolarlık tahvil alım programının yavaşlatılmasına kesin gözüyle bakılırken, FED sürpriz bir kararla tahvil alımının azaltılması planını ötededi. FED, bütçe görüşmeleri ve borç tavanı konusunun gündemde olması sebebiyle piyasaların daha fazla bozulmasını istememiş olabilir. Global çapta borsalar bu habere sert yükselişlerle tepki verseler de hemen ardından azaltım tarihine dair spekülasyonlar yapılmaya başlandı. Önümüzdeki dönemde de borsaların yönünü yine FED kararları belirleyecektir. Bernanke'nin görevinin Ocak ayında bitecek olması da seçilecek olan yeni başkanın mevcut politikaları devam ettirip ettirmemesi bakımından belirsizlik ortamının devam etmesine sebep olacaktır. Piyasaları etkileyen diğer bir gelişme ise Ağustos sonu itibarıyla yaşanmaya başlayan Suriye gerginliğiydi. Suriye'nin kimyasal silah kullandığı haberleri, Amerika'nın Suriye'ye askeri müdahalede bulunabileceğinin gündeme gelmesi ve konunun ABD Başkanı Obama tarafından Kongreye taşınması risk iştahında azalmaya sebep oldu. Rusya ve Çin askeri müdahaleye soğuk bakarken, Suriye'nin kimyasal silahlarını uluslararası güçlerin kontrolüne vermeyi kabul etmesi piyasaları rahatlattı. Asya tarafında ise uygulanan gevşek para politikası ve Yen'deki değer kaybı Nikkei'yi desteklerken, Çin'de büyümeye ilişkin kaygılar devam etti. Çin'in Avrupa pazarına yaptığı ihracat azalışına paralel ithalatını azaltması, Çin'e emtia ihracatı gerçekleştiren gelişmekte olan ülkelerin ekonomik büyümelerini tehdit etmeyi sürdürdü. Yılsonuna kadar varlık alımlarının azaltılması beklenirken, sermaye hareketlerinin tersine dönecek olmasının en çok gelişmekte olan ülke borsalarını etkilemesi, açıklanacak çıkış politikasının belirsizliği ortadan kaldırarak yatırımcıların önünü görmesini ve yatırım kararları alınırken ülke makroekonomik göstergelerinin ön planda tutulmasını ve volatilitenin azalmasını sağlaması muhtemeldir.

Dış finansman ihtiyacı yüksek düzeyde olan Türkiye açısından bakınca FED açıklamalarının yanında Haziran ayıyla birlikte başlayan politik gerginlik de fiyatlara yansdı. Merkez Bankası Temmuz ayı içerisinde ölçülü faiz artırımını sinyali verdi. Temmuz ayında gecelik borç verme faiz oranlarında beklentinin altında bir faiz artışı gerçekleştirmesinin ardından, Ağustos ayında gecelik borç verme faiz oranının 50bp artması, faiz artışını yeterli bulmayan ve politika faizinde artış beklentisi içerisinde olan piyasa oyuncularını tatmin etmedi. Suriye gerginliğinin baş göstermesi ve Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı'nın artan döviz kurlarına karşı faiz silahını kullanmayacaklarını açıklaması satışları artırdı. Bu gelişmelerle birlikte global borsalara göre para çıkışlarının daha fazla yaşandığı BIST-100 endeksi Ağustos ayının sonunda 63.900 seviyesine kadar geriledi. Suriye gerginliğinin sona ermesi ve FED Başkan adaylarından faizlerin kısa sürede yükseltilmesini savunan Larry Summers'ın adaylıktan çekildiğini açıklaması endeksi 80.000 seviyesine taşıdı. Fakat faizlerde ve döviz kurlarında görülen yükselişler, endeksi baskı altına alınca yukarı yönlü hareket devam edemedi. Bol likidite döneminde tarihi seviyelere yükselen Borsa İstanbul'da önümüzdeki dönemde FED kararları doğrultusunda düşüşlerin olması olası gözüküyor. TCMB, enflasyon görünümünde bir tehlike görmediği sürece faiz oranlarını yılsonuna kadar artırmamayı taahhüt etmesi, para çıkışlarına rağmen Merkez Bankası'nın ekonomik büyümeyi destekleyici bir tutum takınacağını gösteriyor. Faiz oranlarını artırma yönünde adım atmaktan kaçınması TL'nin değer kayıplarına yol açsa da bu durumun ihracatın artarak, büyümenin bu yolla sağlanmasına ve cari açığın azalmasına katkıda bulunabilir. Belirsizlikler ortadan kalkana kadar satış baskısı altında kalacağını düşündüğümüz Borsa İstanbul'un FED'in parasal genişlemeden çıkış tarihini belirlemesi sonrasında büyüme hikâyesi ve gelişmekte olan ülkelere göre görece daha düşük F/K oranıyla cazip hale gelebileceği kanısındayız.

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

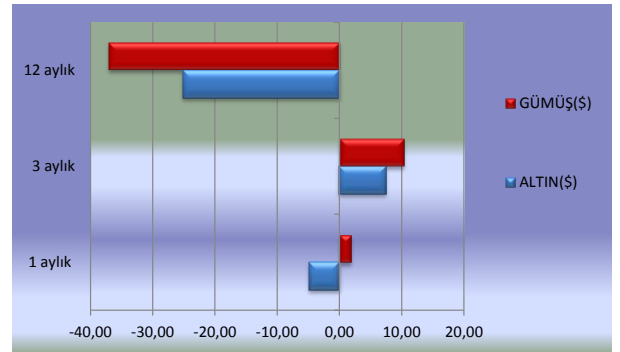
ULUSLARARASI HİSSE SENEDİ PİYASALARI							
Gelişmekte Olan Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)			
ÜLKE	ENDEKS	F/K	30.09.2013	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Türkiye	XU100	10,12	74.486	-4,34%	12,19%	12,18%	-4,76%
Rusya	INDEXCF	4,84	1.421	-2,80%	10,16%	-3,66%	-6,88%
Meksika	MEXBOL	18,29	39.650	-0,78%	0,16%	0,09%	-6,02%
Hindistan	SENSEX30	16,60	19.395	-4,36%	4,08%	3,29%	-0,33%
Çin	SHCOMP	11,38	1.979	-6,34%	-13,96%	-13,43%	-11,37%
Brezilya	IBOV	-	47.609	-11,41%	-12,01%	-1,30%	-21,89%
Gelişmiş Ekonomiler				DEĞİŞİM (%)			
ÜLKE	ENDEKS	F/K	30.09.2013	Son Hafta	Son Ay	Son Yıl	YBB
Yunanistan	ASE	-	847	1,30%	12,79%	37,21%	11,80%
İngiltere	UKX	19,26	6.165	0,83%	3,73%	16,46%	11,63%
Japonya	NKY	24,05	13.677	-1,95%	7,97%	62,97%	41,30%
Almanya	DAX	14,79	7.946	-0,72%	6,06%	19,10%	12,90%
ABD	INDU	14,66	14.760	-1,25%	3,02%	13,55%	16,35%
Fransa	CAC40	17,92	3.739	-1,43%	5,34%	23,52%	13,79%
İspanya	IBEX	58,24	7.763	0,16%	10,81%	19,17%	13,11%
İtalya	ITSTAR	632,80	15.362	-1,22%	6,41%	17,60%	9,08%

SABİT GETİRİLİ YATIRIMLAR (1-3 Ay Vadeli Katılım Hesabı ve SUKUK) (%35)

ABD ekonomik verilerinde görülen toparlanma, tarihi düşük seviyelerdeki politika faiz oranının artırılma zamanının yaklaştığı kaygılarını beraberinde getirdi. Likidite bolluğunda gerileyen ABD 10 yıllık tahvil faizleri yükselişe geçti. Yurt içinde de tahvil piyasasındaki satışlar, Temmuz ve Ağustos aylarında da devam etti. Merkez Bankası Başkanı Erdem Başçı'nın dövizdeki yükselişe karşı faiz silahını kullanmayacaklarını açıklaması ile 2 yıl vadeli gösterge tahvil faizi Ağustos ayı içerisinde %10,24 seviyesine kadar yükseldi. Başçı'nın enflasyon %6,2'ye düşene kadar faiz oranının %6,75'in altına düşmeyeceğini, ihtiyaç olursa ek parasal sıkılaştırmalar yoluyla 7'ye, 7,75'e kadar çıkabileceğini söylemesi faiz oranlarında öngörülebilirlik sağladı ve tahvil piyasasında toparlanma yaşandı. Önümüzdeki dönemlerde FED'in 85 milyar dolarlık tahvil alımının azaltılması programına bağlı olarak ABD 10 yıllık tahvil faizlerinde ve buna paralel yurtiçi tahvil faizlerinde de yükselişler görülebilir.

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

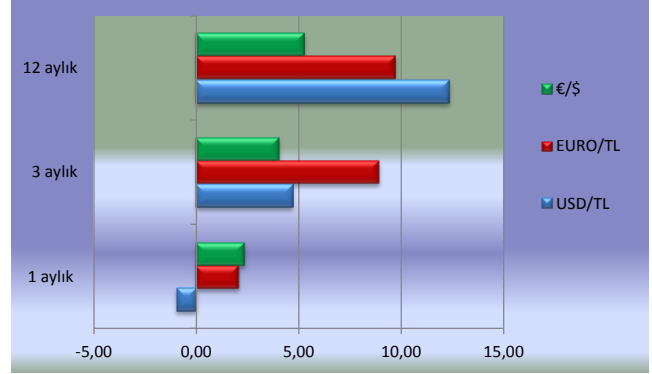
FED'in parasal genişlemeden çıkış zamanının belirsizliği, Suriye konusunda yaşanan gerginlik ve Çin'in altın alımlarının yılın ilk yarısında geçen yıla göre arttığı haberleri altına alım getirirken, olumlu ekonomik veriler ise satışlara sebep oldu. Tekrar 1400 dolarlı seviyelerin üzerine yükselmiş olsa da spekülasyonlarla yükselen altın, düşüş trendinden çıkabilmiş gözüküyor. Zaman zaman ortaya çıkan ekonomik ve siyasi belirsizliklerin uzun süreli olmaması altın fiyatlarının 1400 dolar üzerinde tutunmasını engelliyor. Son iki haftayı 1300-1380 dolar arasında sıkışık bant hareketi olarak geçiren altının, ilerleyen dönemlerde açıklanacak ABD ekonomik verilerinin beklentileri karşılması halinde tekrar 1300 bandının altına sarkarak düşüşünü sürdüreceğini düşünüyoruz.



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU**03/10/2013****DÖVİZ SEPETİ (%50 Euro, %50 Dolar) (%15)**

Ülkeye sıcak para girişiyle birlikte değer kazanan TL, yabancıların DİBS ve hisse senetleri piyasalarında satış yaparak döviz talebinde bulunması sonucu değer yitirdi. Parasal genişlemenin biteceği kaygısıyla tüm gelişmekte olan ülke para birimleri Dolar karşısında değer kayıpları yaşıyor. Erdem Başçı döviz karşı faiz değil bilanço silahını kullanacaklarını söyledi. Ancak, Merkez Bankası'nın faiz artırmayarak, döviz satım ihaleleri yoluyla değer kaybını engellemeye çalışması da başarılı olmadı. Reel

sektörün döviz pozisyonlarını kapatmak istemesi de yükselişlerde etkili oldu. FED'in tahvil alımlarını sonlandırma stratejisi TL'nin yönünü ve değer değişiminin şiddetini belirleyecek olmakla birlikte, sorunlarını tam olarak çözememiş olmasına rağmen dolar karşısında değerlenen Euro'nun değer kaybetmeye başlaması da TL üzerinde aşağı yönlü risk oluşturmaktadır. Dövizdeki yükselişin enflasyon görünümünü bozması halinde ise Merkez Bankası'nın faiz artırımı yoluyla TL'deki değer kaybını sınırlaması beklenebilir.



ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

ÖNERİLEN SANAYİ ŞİRKETLERİ:

AKENR: 2012 yılı ilk yarısında 119,2 TWh olan elektrik tüketimi 2013 yılının aynı döneminde elektrik tüketiminde 119,3 TWh olarak gerçekleşerek büyük bir değişim meydana gelmemiştir. Ortalama piyasa elektrik fiyatları 2013'ün ilk yarısında geçen yılın aynı dönemine göre %10 düşmüştür. Elektrik fiyatlarında ikinci çeyrekte yaşanan artışta Nisan ayında gerçekleşen periyodik termik santral bakımlarının ve düşük hidroelektrik kaynaklı üretimin etkisi olmuştur. Akenerji'nin yenilenebilir enerji santrallerinin portföyündeki payı ise 2012 yılının 2.çeyreğine göre bu yıl %49'dan (358 MW /658 MW), %60'a (388MW/647MW) yükseldi. 2012 yılı ikinci çeyreğinde 39,6 milyon net finansal gider kaydeden şirket, 2013 yılının aynı döneminde dövizdeki değer artışı sonucunda 90,3 milyon TL net finansal gider kaydetmiştir. Şirket 20 Eylül 2013 tarihinde yaptığı açıklamada, kur riskinin finansal tabloları üzerindeki etkisini sınırlandırmak için sonradan belirlenecek bankalar ile 330 milyon \$'a kadar kur riskini sınırlandırmaya yönelik sözleşmeler imzalayacağını belirtmiştir. Bununla birlikte, 2012 yılı ilk çeyreğinde şirket özkaynak yöntemiyle değerlediği iştiraki Akcez'in karından 16,9 milyon TL'lik payını gelir tablosuna eklemişken, bu iştirakini elinden çıkarmış olması sebebiyle bu yıl ekleyememiştir. Sonuç olarak, 2012 yılı ikinci çeyreğinde 15,2 milyon TL net kar açıklayan şirket 2013 yılında operasyonel karlılık marjlarındaki iyileşmeye rağmen finansal giderlerindeki artış sonucunda 7,1 milyon TL net zarar açıkladı. AKENR hisse senetleri için 03/10/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **1,80 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"** dir.

BIZIM: Bizim Toptan, 2013 yılı ikinci çeyreğinde satış gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %18 oranında artmış ve 2013 yılı ilk çeyreğine göre %11 artmıştır. Ana kategori satış gelirleri % 22, tütün mamulleri satış gelirleri ise %5 artmıştır. Şirketin ciro içindeki payını azaltmayı hedeflediği tütün ürünlerinin toplam ciro içindeki payı, cari dönemde 4 puan azalmış ve %21 seviyesinde gerçekleşmiştir. Tütün mamullerinin hem ciro içindeki payının azalması hem de satış hacmindeki gerilemesi temel olarak; geçen yıl tütün ürünlerine yapılması beklenen vergi artışının müşteri stoklarını arttırmasının etkisiyle gerçekleşmiştir. Tütün ürünlerinde fiyat artışı 2013 yılının Ocak ayında gerçekleşmiştir. Şirketin 2012 yılı ikinci çeyreğinde 5,0 milyon TL olan net dönem karı, 2013 yılı ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre %25 artmış ve 2013 yılı ilk çeyreğine göre %32 azalarak 6 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Faaliyet giderlerindeki artış ve özellikle sigara stoku taşınması sebebiyle artan vadeli alımlardan kaynaklı finansal giderler, net kar marjı üzerinde olumsuz etki yaratmıştır. 2012 Ocak-Mart döneminde 124 olan mağaza sayısı 2012 yılı sonunda 137'ye yükselmiş, 2013 yılı ikinci çeyreğinde nette eklenen 7 mağaza ile 144 mağazaya ulaşmıştır. Bizim Toptan, Şok marketler zincirindeki %10'luk payını Yıldız Holding'e 46 milyon TL karşılığında 9 Eylül 2013 tarihinde satmış ve bu satıştan 15,1 milyon TL'lik kazanç elde etmiştir. BMD Model portföyümüzde yer alan BIZIM hisse senetleri için 06/08/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **30,50 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"** dir.

AKENR	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	1,31
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	1,80
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	37%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	970
* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibariyle	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	13,91	-7,09	-12,28
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	-	15,13	223,53	-
FD/FAVÖK	19,08	17,25	49,17	20,87
PD/DD	1,32	1,27	1,40	1,07
Hisse Başına Kar (TL)	-0,56	0,21	-0,01	-0,01

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	560	802	153	323
Brüt Kar	110	139	53	112
Brüt Kar Marjı (%)	19,6%	17,3%	34,8%	34,8%
Faaliyet Gideri	51	49	12	23
Faaliyet Gideri Marjı (%)	9,0%	6,1%	8,1%	7,2%
FAVÖK	106	144	56	119
FAVÖK Marjı (%)	19,0%	17,9%	36,6%	36,9%
Net Kar	-213	81	-4	-11
Net Kar Marjı (%)	-38,1%	10,1%	-2,5%	-3,4%

BIZIM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	26,10
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	34,80
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	33%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.096
* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibariyle	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	5,03	-16,61	15,31
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	25,18	42,61	43,40	42,33
FD/FAVÖK	11,68	15,85	57,92	32,95
PD/DD	7,57	9,20	9,41	10,13
Hisse Başına Kar (TL)	0,75	0,65	0,23	0,39

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	1.733	1.974	503	1.062
Brüt Kar	148	171	50	98
Brüt Kar Marjı (%)	8,5%	8,7%	10,0%	9,3%
Faaliyet Gideri	94	112	33	67
Faaliyet Gideri Marjı (%)	5,4%	5,7%	6,5%	6,3%
FAVÖK	63	69	21	37
FAVÖK Marjı (%)	3,6%	3,5%	4,1%	3,5%
Net Kar	30	26	9	16
Net Kar Marjı (%)	1,7%	1,3%	1,8%	1,5%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

BMEKS: Eklenen yeni mağazalarla perakende satış alanının ve metrekare başına satış gelirlerinin artmasıyla BİMEKS'in 2013 yılı ikinci çeyreğinde satış gelirleri, geçen yılın aynı dönemine göre %34 oranında artarak 143,1 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2013'ün ilk altı ayı ile geçen yılın aynı dönemini kıyasladığımızda ise %28'lik artış gerçekleşmiştir. Karşılaştırılan bu dönemlerde mevcut mağaza satış hacmi(LFL) %16 ve yeni açılan mağaza satış hacmi %12 artmıştır. 2 yıl içinde ciroya katkısının %20 ve üzerine çıkarılması hedeflenen online satışların ciroya katkısı son dönemde %7,2(2012/06:%9) seviyesine gerilemiştir. 2012 yılı 2. Çeyreğinde 6 aylık kümüle bazda 1,908 milyon TL olan Ana ortaklık net dönem karı 2013 yılı 2. çeyreğinde 787 bin TL seviyesine gerilemiştir. 2012'nin 2. çeyreğinde 3 aylık bazda 96.176 olan net dönem karı, bu yılın aynı döneminde 6.033 TL'ye gerilemiştir. Esas faaliyet gider marjındaki iyileşmeye karşın, Brüt kar marjındaki düşüş ve 2012 yılının ikinci 3 aylık dönemine göre finansman giderinin 3,72 milyon TL'den 5,19 milyon TL seviyesine yükselmesi karın azalmasına neden olmuştur. Ana ortaklık net kar marjı karşılaştırılan dönemlerde 0,08 puan azalmış ve %0,004 seviyesine gerilemiştir. Bimeks, Eylül ayında Electroworld'ün tamamını 6 milyon TL karşılığında İngiltere merkezli DSG European Investments Limited şirketinden satın almıştır. Electroworld'ün satın alınmasıyla cirosunu artırması beklenen Bimeks'in bu sayede tedarikçilerinden daha avantajlı fiyatlar alabileceğini ve bu sayede de satışların maliyeti marjını düşürebileceğini öngörmekteyiz. Bu satınalmanın Bimeks'e sağlayacağı lojistik destek ile "Bidakka" hizmetinden daha da aktif geleceği ve online satışların payının artmasında etkili olacağını düşünmekteyiz. Borsa İstanbul tarafından açıklanan listede, BIST 100 endeksi yedek listesine giren BMEKS'in 2014'ün ilk çeyreğinde BIST 100 endeksine girme ihtimali bulunmaktadır. 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.

BMEKS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	1,76
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,13
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	21%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	208
* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	6,67	9,32	34,35
BIST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	34,16	70,06	131,22	168,47
FD/FAVÖK	4,65	5,94	32,53	17,15
PD/DD	1,45	1,34	1,33	1,58
Hisse Başına Kar (TL)	0,07	0,02	0,01	0,01

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	396	495	141	284
Brüt Kar	87	89	23	50
Brüt Kar Marjı (%)	22,1%	18,0%	16,5%	17,4%
Faaliyet Gideri	62	73	19	40
Faaliyet Gideri Marjı (%)	15,7%	14,7%	13,8%	14,2%
FAVÖK	36	28	7	15
FAVÖK Marjı (%)	9,1%	5,7%	4,8%	5,4%
Net Kar	4	2	1	1
Net Kar Marjı (%)	1,0%	0,4%	0,6%	0,3%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

TCELL: Şirket'in 2013 yılı ikinci çeyrek konsolide satış gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %11,31 artmış ve 2.855,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2013 yılı ilk çeyreğine göre ise ikinci çeyrekte artış gösteren abone başına yükselen gelir miktarı ve artan bağlı ortaklık katkısı sonucunda %6,2 artmıştır. FAVÖK ise geçen yılın aynı dönemine göre %11,5, bir önceki çeyreğe göre %7,63 artmış ve 869,2 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin 2013 yılı ikinci çeyrek Ana ortaklık net dönem karı bir önceki çeyreğe göre %1,55 azalmış ve geçen yılın ikinci çeyreğine göre %4,16 artmış, 558,1 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2013 yılı 2. çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine ile kıyaslandığında satışların maliyetinin konsolide satış gelirleri içindeki payında önemli bir değişiklik olmamış, %62(2012/03:%61,2) seviyesinde gerçekleşmiştir. Mobil pazarda fiyat rekabetinin devam etmesiyle her yöne sunulan dakikalar nedeniyle ara bağlantı giderlerinin SMM içindeki payı artarken, itfa ve tükenme payları ile amortisman giderleri ve şebeke ile ilgili giderlerin payı gerilemiş, karlılığa olumsuz bir etkisi olmamıştır. Ara bağlantı gelirleri de arttığından şirketin SMM'sindeki değişim temel olarak maaş ve ücretlerdeki ve diğer giderlerdeki artış ile amortisman giderlerindeki düşüşten kaynaklanmıştır. Şirketin faaliyet gider marjında geçen yılın aynı dönemine 2013 yılı ikinci çeyreğinde iyileşme gözlenmiştir. Cari dönemde 1,3 puan azalmış ve %20,4 seviyesine gerilemiştir. Bu temel olarak pazarlama, satış dağıtım giderlerindeki artışın cirodaki çift haneli büyümeye performansının altında kalması ile sağlanmıştır. 2013 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre, genel yönetim giderlerinin gelirlere oranındaki düşüş maaş ve ücret giderleri ve yasal takip giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır. Şirketin toplam yurtiçi abone sayısı bir önceki çeyreğe göre %0,6 gerilemiş ve geçen yılın 2. çeyreğine göre ise aynı kalmıştır. 2013 ikinci çeyreğinde, bir önceki çeyreğe göre faturasız abonelerde yaşanan kayıplarla toplam abone sayısı 191 bin azalmış, 34,7 milyona gerilemiştir. Abone başına elde edilen gelir bir önceki çeyreğe göre %6,2, geçen yılın 2. çeyreğine göre %7,7 artmıştır. Bu artışta faturalı abone bazındaki artış ile ses ve mobil genişbant gelirlerindeki artış etkili olmuştur. BTK Temmuz 2013'ten itibaren tüm operatörler için ses ve çağrı sonlandırma ücretlerini düşürmüş, şebeke içi çağrı asgari fiyatını ise yükseltmiştir. İngiltere Yüksek Mahkemesi'nde görülen TCELL'in %13,81'lik hissesine ilişkin davada, Mahkeme Çukurova Holding'in sözkonusu hisseleri geri alabilmek için önce 60 günlük bir süre belirlemiş, daha sonra da Çukurova Holding'in itirazı üzerine 60 günlük süre kısıtlamasını ucu açık olarak kaldırmıştır. Taraflar 1 Aralık 2013 tarihinden sonra bu ucu açık süre uzatımı koşullarının yeniden değerlendirilmesi için başvuru yapabileceklerdir. SPK, Sonera tarafından önerilen iki üyeyi Yönetim Kurulu'na atadı. Şirket'te uzun süre devam eden yönetim sorunu nedeniyle 2011 yılından bu yana altı kez Genel Kurul'un toplanması için gerekli çoğunluk sağlanamamıştı. TCELL hisse senetleri için 24/09/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **14,20 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**" dir.

TCELL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	11,90
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	14,20
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	19%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	26.730

* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	11,21	4,85	8,68
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	16,51	12,20	12,52	11,42
FD/FAVÖK	5,75	6,61	28,60	12,39
PD/DD	1,79	1,97	1,99	1,77
Hisse Başına Kar (TL)	0,54	0,95	0,26	0,51

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	9.370	10.507	2.688	5.544
Brüt Kar	3.421	4.025	1.003	2.088
Brüt Kar Marjı (%)	36,5%	38,3%	37,3%	37,7%
Faaliyet Gideri	2.096	2.190	554	1.135
Faaliyet Gideri Marjı (%)	22,4%	20,8%	20,6%	20,5%
FAVÖK	2.913	3.242	808	1.672
FAVÖK Marjı (%)	31,1%	30,9%	30,0%	30,2%
Net Kar	1.140	2.062	563	1.119
Net Kar Marjı (%)	12,2%	19,6%	20,9%	20,2%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

CİMSA: Türkiye çimento sektörü, 2012 yılı kış aylarının sert geçmesiyle gerileyen üretim rakamlarının ardından 2013 yılına hava koşullarının mevsim normallerinin üzerinde seyretmesinin de etkisiyle yüksek büyüme oranlarıyla başlamıştır. Çimsa 2013 yılı 2. çeyreğinde iştiraklerinden Exsa Export'un karından Şirket'e isabet eden 24,2 milyon TL'nin ve Şirket aktifinde bulunan Sabancı Holding hisse senetlerinin satışından elde edilen 139,9 milyon TL hisse satış gelirinin etkisiyle 193,7 milyon TL net kar açıklamıştır. 2013 yılı ikinci çeyreğinde net satış gelirlerini bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,6, 2013 yılı ilk çeyreğine göre %46,9 artırmış ve 279 milyon TL'ye ulaşmıştır. Hammadde, malzeme ve enerji giderlerindeki artış brüt kar marjının %25,2'ye, FAVÖK marjının ise %25,7'ye gerilemesine sebep olmuştur. 2013 yılı ilk yarısında Türkiye'nin toplam çimento ihracatındaki payı %11 düzeyindeyken, bu yıl %12'ye yükselmiştir. Karlılık marjlarındaki hafif kötüleşme ve risksiz getiri oranlarındaki artışa rağmen şirketin satış gelirlerindeki ve borçluluk yapısındaki iyileşmeyi göz önünde bulundurarak ÇİMSA hisse senetleri için 16/09/2013 tarihli raporumuzda belirlediğimiz hedef fiyatımız **13,30 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"**dir.

EREGL: Türkiye'de ham çelik üretimi 2013 yılının ilk yarısında %2,9 geriledi ve 17,4 milyon ton oldu. Ereğli grubu; aynı dönemde 4,3 milyon ton ham çelik üreterek ülke ham çelik üretiminin %25'ini gerçekleştirdi. 2013 yılı 2. çeyrek satış gelirleri ise geçen yılın aynı dönemine göre %9, bir önceki döneme göre %4,5 artarak 2.618 milyon TL oldu. Hammadde maliyetlerinin satış fiyatlarından daha hızlı gerilemesiyle birlikte, kapasite kullanım oranındaki artışın da etkisiyle şirketin 2013 yılı 2. çeyrek SMM'si geçen yılın aynı dönemine göre gerilemiş ve karlılık marjları iyileşmiştir. 2013 yılı 2. çeyrekte bir önceki döneme göre uzun mamulün FAVÖK'e katkısı azalırken, yassı mamul içerisinde yer alan sıcak ve soğuk hadde ürünlerin katkısı artarak devam etti. Türk Lirası'ndaki değer kaybının da etkisiyle 2013 yılı 2. çeyrekte net karı bir önceki döneme ve geçen yılın aynı dönemine göre sırasıyla %35 ve %273 artış göstererek 324,8 milyon TL oldu. Ekonomik büyümenin yavaşlama sinyali vermesine rağmen, şirketin yıl sonu karlılık marjları tahminlerimizde ve AOSM varsayımımızda yukarı yönde güncellemeye gitmemiz sonucunda Ereğli Demirçelik için 04/09/2013 tarihli raporumuzda belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,52 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endekse Paralel Getiri"**dir.

CİMSA	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	12,90
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	13,30
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	3%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.722

* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	28,36	-3,01	74,29
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	8,26	10,70	11,30	6,25
FD/FAVÖK	6,18	7,53	54,30	18,65
PD/DD	1,19	1,25	1,60	1,78
Hisse Başına Kar (TL)	0,91	0,85	0,18	1,61

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	801	857	190	469
Brüt Kar	207	212	33	103
Brüt Kar Marjı (%)	25,8%	24,7%	17,3%	22,0%
Faaliyet Gideri	45	47	12	24
Faaliyet Gideri Marjı (%)	5,6%	5,5%	6,1%	5,2%
FAVÖK	201	210	34	106
FAVÖK Marjı (%)	25,1%	24,5%	17,9%	22,5%
Net Kar	123	111	24	217
Net Kar Marjı (%)	15,4%	13,0%	12,5%	46,4%

EREGL	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,56
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,52
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	-2%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	8.890

* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	15,84	29,95	33,32
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	7,01	17,85	13,68	9,13
FD/FAVÖK	5,12	9,84	21,74	9,24
PD/DD	1,00	1,05	0,99	0,91
Hisse Başına Kar (TL)	0,47	0,14	0,07	0,16

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	8.921	9.570	2.429	5.047
Brüt Kar	2.072	976	394	913
Brüt Kar Marjı (%)	23,2%	10,2%	16,2%	18,1%
Faaliyet Gideri	294	287	69	151
Faaliyet Gideri Marjı (%)	3,3%	3,0%	2,8%	3,0%
FAVÖK	2.092	1.032	430	969
FAVÖK Marjı (%)	23,4%	10,8%	17,7%	19,2%
Net Kar	1.039	455	241	565
Net Kar Marjı (%)	11,6%	4,8%	9,9%	11,2%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

PETKM: 2013 yılı ikinci çeyreğinde PETKİM'in satışlarındaki miktarsal (ton bazında) değişim geçen yıla ve bir önceki çeyreğe göre sırasıyla %18,5 ve %1,2 azalırken, satış miktarı 397 bin ton oldu. Bu dönemlerde satış gelirleri ise sırasıyla %18,3 ve %6,1 azaldı ve son çeyrekte 930 milyon TL oldu. Kapasite kullanım oranı 2013 yılının ilk çeyreğinde geçen yıla göre düşüş ancak bir önceki çeyreğe göre artış göstererek %86 olmuştur. PETKİM'in temel hammaddesi olan nafta fiyatları 2013 2.çeyrek döneminde bir önceki çeyreğe göre %11 gerilerken, ortalama ürün fiyatları %7,3 düşüş gösterdi. Diğer yandan enerji maliyetlerini azaltmak için uygulanan tedbirler sonucunda, son çeyrekte kko ve dolayısıyla üretim önceki çeyreğe göre %13 azalmış olmasına rağmen ton başına üretimde kullanılan miktarsal enerjide (kcal) düşüş yaşanmıştır. Dolayısıyla, şirketin brüt kar marjı bir önceki çeyrek ile karşılaştırıldığında %5,4'ten %5,7'e yükselmiştir. 2013 yılı ikinci çeyreğinde bir önceki çeyreğe göre şirketin FAVÖK marjı ve FAVÖK'ü iyileşmiş olmasına rağmen, ertelenmiş vergi varlığı gelirindeki gerileme sebebiyle şirketin net karı bir önceki çeyrekte gerçekleşen net karın (3,1 milyon TL) altında ve 2,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. BMD Model portföyümüzde yer alan PETKM için 22/08/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,90 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endekse Paralel Getiri**"dir.

PETUN: 2013 yılı başında işlenmiş et ürünleri fiyatları bir miktar düşüş eğilimine girmiş Mart 2013 tarihi itibarıyla Türk Gıda Kodeksi Et ve Et Ürünleri Tebliğinin yürürlüğe girmesi fiyatlarda sınırlı bir artış getirmiştir. 2013 yılı ikinci çeyrek döneminde şirketin satış gelirleri 2012 yılının ikinci çeyreğine göre %23,6 ve bir önceki çeyreğe göre %25,3 artmış ve 125,2 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Satış miktarındaki gerilemeye karşın, satılan ürünlerin ağırlığını katma değerli ürünlerin oluşturması ve yeni gıda kodeksinin etkisiyle ürün fiyatlarındaki artış şirketin cirosuna olumlu katkı sağlamıştır. Satışların maliyetinin cirodaki artışın altında yükselmesi brüt kar marjını bir önceki çeyreğe göre 0,4 ve geçen yılın aynı dönemine göre 0,8 puan iyileştirerek %19,1 seviyesine yükselmesini sağlamıştır. Geçen yılın aynı dönemi ile kıyaslandığında 2013 yılı ikinci çeyreğinde, Ana ortaklık net dönem karı %59,8 ve 2013 yılı ilk çeyreğine göre %28,6 artmış, 10,0 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. BMD Model portföyümüzde yer alan PETUN hisse senetleri için 14/08/2013 tarihli raporumuzda belirlediğimiz hedef fiyatımız **7,84 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**"dir.

PETKM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,72
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,90
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	7%
Piyyasa Değeri (mn TL) (*)	2.780

* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	0,74	-4,56	35,32
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	19,25	158,93	109,99	41,89
FD/FAVÖK	18,53	212,50	83,60	33,64
PD/DD	1,16	1,66	1,88	1,70
Hisse Başına Kar (TL)	0,10	0,02	0,00	0,01

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	3.891	4.349	990	1.920
Brüt Kar	175	76	54	107
Brüt Kar Marjı (%)	4,5%	1,8%	5,4%	5,6%
Faaliyet Gideri	122	135	35	60
Faaliyet Gideri Marjı (%)	3,1%	3,1%	3,5%	3,1%
FAVÖK	115	13	37	85
FAVÖK Marjı (%)	2,9%	0,3%	3,7%	4,4%
Net Kar	102	17	3	5
Net Kar Marjı (%)	2,6%	0,4%	0,3%	0,3%

PETUN	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	6,80
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	7,84
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	15%
Piyyasa Değeri (mn TL) (*)	296

* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	5,59	-7,36	39,19
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	8,19	9,48	10,12	8,84
FD/FAVÖK	8,46	8,01	31,56	13,15
PD/DD	0,78	0,92	0,94	1,01
Hisse Başına Kar (TL)	0,69	0,70	0,18	0,41

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	384	416	100	225
Brüt Kar	60	72	19	43
Brüt Kar Marjı (%)	15,7%	17,4%	18,7%	18,9%
Faaliyet Gideri	36	42	11	23
Faaliyet Gideri Marjı (%)	9,4%	10,1%	11,1%	10,4%
FAVÖK	32	38	10	23
FAVÖK Marjı (%)	8,4%	9,0%	9,6%	10,3%
Net Kar	30	31	8	18
Net Kar Marjı (%)	7,7%	7,3%	7,6%	7,9%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

TRGYO: Şirket, 2013 yılı 2. çeyreğinde 28 milyon TL kira geliri, 14 milyon TL konut satış geliri ve 7,6 milyon ortak alan geliri olmak üzere toplam 49,8 milyon TL gelir elde etmiştir. Mall of İstanbul inşaatının %75'ini, Torun Tower'ın %39'unu ve Torun Center'ın %22'si tamamlanmıştır. Mall of İstanbul projesinin ön satış geliri 442,9 milyon TL'ye ulaşmıştır. Torun Center projesinden ise yılın ikinci çeyreğinde 49,6 milyon TL ön satış geliri elde edilmiştir. Torunlar GYO'nun % 14,83 oranında hisse sahibi olduğu Yeni Gimat İşyerleri İşletmesi A.Ş. Gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüştürülmüş ve kurumlar vergisinden muaf olmuştur. Yeni Gimat ilerleyen tarihlerde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayacaktır. 30/06/2013 tarihi itibarıyla Şirketin portföyü 4,3 milyar TL ve net aktif değeri 2,3 milyar TL olmuştur. 04/09/2013 tarihli raporumuzda net aktif değerine göre %36,5 oranında iskontolu olan Şirketin, Torun Center projesinin portföye dahil olması ile iskonto oranının artması beklenmektedir. İMKB'de işlem gören GYO'lar arasında ikinci en büyük Net Aktif Değere sahip olan TRGYO hisse senetleri için belirlediğimiz hedef fiyatımız **4,39 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"**dir.

TRKCM: Almanya'da yüksek pazar payına ulaşmayı hedefleyen Trakya Cam, 31 Mayıs 2013 tarihinde Fritz Holding GmbH şirketinin tamamını satın almış, Fritz'in iktisap tarihinden sonra elde ettiği 33 milyon TL satış gelirinin de eklenmesi ile 2013 yılı ikinci çeyreğinde satış gelirlerini, geçen yılın aynı dönemine göre %28 ve 2013 yılı ilk çeyreğine göre %46,6 artırmış ve 346,1 milyon TL olmuştur. Şirketin ton bazında satışlarında geçen yılın 2. çeyreğine göre %4'lük bir artış olmasına rağmen, miktarsal temel cam satışlarının toplam satışlardaki payının azalmasıyla satış fiyatında yaşanan yükseliş, satış gelirlerinin %28 oranda artmasında etkili oldu. Şirketin bölümlere göre satış gelirleri incelendiğinde; 2013 yılı ikinci çeyreğinde geçen yılın aynı dönemine göre temel camlar satış gelirleri %18,6, otomotiv camı, enerji camı ve beyaz eşya camından oluşan diğer camlar segmenti satış gelirleri ise %62 artmıştır. Doğalgaz fiyatlarındaki %19'luk artış ve hammadde maliyetlerindeki artışa bağlı olarak baskı altında kalan karlılık marjları, 2013 yılı ikinci çeyreğinde geçen yılın altında seyretmesine rağmen 2013 yılı ilk çeyreğine göre artış göstermiştir. Geçen yılın aynı dönemine göre brüt kar marjı 2 baz puan kötüleşerek %27 seviyesine gerilerken, FAVÖK geçen yılın aynı dönemine göre %0,9 azalmış ve 52,9 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Soda Sanayii A.Ş.'den gelen 3,4 milyon TL temettü gelirinin de katkısı ile 2013 yılı 2. çeyrek net dönem karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %16,5 azalarak 33,3 milyon TL olmuştur. TRKCM hisse senetleri için 03/10/2013 tarihli raporumuzda belirlediğimiz hedef fiyatımız **2,94 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz **"Endeksin Üzerinde Getiri"**dir.

TRGYO	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	3,39
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	4,39
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	29%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.700
* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	15,70	-9,60	22,19
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	5,02	4,78	6,26	6,58
FD/FAVÖK	17,57	17,46	112,44	57,52
PD/DD	0,35	0,57	0,66	0,62
Hisse Başına Kar (TL)	0,79	0,67	0,07	0,05

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	163	227	47	97
Brüt Kar	100	140	31	61
Brüt Kar Marjı (%)	61,5%	61,7%	66,2%	63,1%
Faaliyet Gideri	25	18	7	14
Faaliyet Gideri Marjı (%)	15,0%	8,1%	14,5%	14,5%
FAVÖK	76	122	24	48
FAVÖK Marjı (%)	46,6%	53,9%	52,1%	49,0%
Net Kar	177	337	33	25
Net Kar Marjı (%)	108,8%	148,6%	71,3%	26,3%

TRKCM	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	2,40
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	2,94
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	23%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	1.704
* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	11,63	-9,69	21,94
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	6,56	23,38	30,21	31,40
FD/FAVÖK	3,58	8,14	68,98	25,22
PD/DD	0,86	0,89	1,04	0,93
Hisse Başına Kar (TL)	0,37	0,10	0,01	0,05

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	1.255	1.249	236	582
Brüt Kar	447	330	57	150
Brüt Kar Marjı (%)	35,6%	26,4%	24,0%	25,8%
Faaliyet Gideri	219	254	54	121
Faaliyet Gideri Marjı (%)	17,5%	20,3%	23,0%	20,9%
FAVÖK	356	202	28	81
FAVÖK Marjı (%)	28,3%	16,2%	11,9%	13,9%
Net Kar	236	81	6	39
Net Kar Marjı (%)	18,8%	6,5%	2,5%	6,7%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

TUPRS: Tüpraş'ın 2013 yılı ikinci çeyrek mali performansı gerek ciro gerekse karlılık marjları açısından beklentilerin altında gerçekleşti. Geçen yılın ikinci çeyreğine göre kötüleşen rafineri marjları ve kötüleşen ürün fiyat oranları karlılık marjlarının kötüleşmesinde etkili oldu. Bununla birlikte, Brent petrol fiyatlarında yılın birinci çeyreğine göre gerileme yaşanmış olması şirketin stok değer kaybına sebep olurken, bu dönemlerde TL'nin Amerikan doları karşısındaki değer kaybı da marjların kötüleşmesinin bir diğer nedeni olmuştur. Şirketin net rafineri marjı geçen yılın ikinci çeyreğinde 3,65 \$/varil iken bu yıl 2,63\$/varile gerilemiştir. Benzer şekilde Akdeniz rafineri marjlarında da aynı dönemlerde 5,73 \$/varil'den 2,52 \$/varil'e gerileme yaşanmıştır ki buradaki yüzdesel gerileme Tüpraş'ın rafineri marjlarındaki yüzdesel gerilemenin üzerindedir. Şirketin ham petrol işleme kapasite kullanım oranı 2012 yılı ilk yarısında %73,5 iken bu yıl %72,1'e gerilemiştir. Şirketin yurtiçi satışları geçen yılın ikinci çeyreğine göre %3,11 artarken yurtdışı satışları ise %21,8 azalmıştır. Böylece toplam ton bazında satışlardaki azalış da %2,4 olmuştur. Satışlardaki tonsal azalış ve ürün fiyatlarındaki azalış ciroya olumsuz etki ederken, net rafineri marjındaki düşüş ve üretim maliyetlerindeki artışın da brüt kar marjına olumsuz yansıdığı görülmektedir. Tüpraş'ın son çeyrekte operasyonel karlılık marjlarının beklentimizden kötü gerçekleşmiş olmasına rağmen 2013 yılı genelinde karlılık marjlarının yılın ilk çeyreğine göre daha iyi olacağı görüşündeyiz. BMD Model portföyümüzde yer alan TUPRS hisse senetleri için 20/05/2013 tarihinde belirlediğimiz hedef fiyatımız **56,00 TL** ve getiri potansiyeli öngörümüz "**Endeksin Üzerinde Getiri**"dir.

TUPRS	Değerleme (TL)
Hisse Fiyatı (*)	42,70
12 Aylık Hedef Hisse Fiyatı	56,00
Yükselme Potansiyeli (%) (*)	31%
Piyasa Değeri (mn TL) (*)	10.818
* 30/09/2013 tarihli kapanış fiyatları itibarıyla	

Fiyat Performansı (%)	1 ay	3ay	1 yıl
Performans (%)	8,93	-8,17	11,96
BİST Performans (%)	12,19	-2,55	12,18

Değerleme Parametreleri	2011	2012	2013/03	2013/06
F/K	8,07	8,83	10,59	9,05
FD/FAVÖK	5,15	9,90	111,89	54,58
PD/DD	2,29	2,66	2,77	2,84
Hisse Başına Kar (TL)	4,96	5,83	0,51	1,06

Gelir Tablosu (Mn-TL)	2011	2012	2013/03	2013/06
Gelir	40.806	47.099	8.214	18.315
Brüt Kar	2.647	1.997	232	478
Brüt Kar Marjı (%)	6,5%	4,2%	2,8%	2,6%
Faaliyet Gideri	739	866	151	322
Faaliyet Gideri Marjı (%)	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
FAVÖK	2.158	1.401	141	276
FAVÖK Marjı (%)	5,3%	3,0%	1,7%	1,5%
Net Kar	1.245	1.468	130	269
Net Kar Marjı (%)	3,0%	3,1%	1,6%	1,5%

ÇEYREKSEL STRATEJİ RAPORU

03/10/2013

IV. ÇEYREK

2013

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 Perşembe 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.