

DEUTSCHE SECURITIES  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
2006 YILI FAALİYET RAPORU

**DEUTSCHE SECURITIES MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**2006 YILI FAALİYET RAPORU**

<b>KAPAK.....</b>	<b>1</b>
<b>YÖNETİM KURULU BAŞKANI'NIN MEKTUBU.....</b>	<b>3</b>
<b>1. 2006 YILINDA EKONOMİDEKİ GELİŞMELER.....</b>	<b>6</b>
<b>2. DEUTSCHE SECURITIES MENKUL DEĞERLER A.Ş.2006.....</b>	<b>13</b>
2.1 Ortaklık ve Sermaye Yapısı.....	13
2.2 İnsan Kaynakları & Compliance .....	14
2.3 Bilgi İşlem ve Enformasyon Teknolojisi 2006 Yılı Yatırımları.....	14
2.4 İşlem Hacmi ve Karlılık.....	15
2.5 2007 Yılı Beklentilerimiz.....	18
<b>3. FİNANSAL TABLOLAR.....</b>	<b>20</b>

## YÖNETİM KURULU BAŞKANI'NIN MEKTUBU

Değerli Ortaklarımız,

Hepimizin bildiği üzere 2006 yılı, yoğun ekonomik ve politik gelişmelerinin yaşandığı bir yıl olmuştur. Uluslararası piyasalardaki gelişmeler ile yabancı yatırımcıların tercihlerinin, ülke ekonomisinde tahminlerin çok üstünde bir etkisi olduğu bu sene de bir kez daha gözlemlenebilmiştir.

Aslında 2006 yılı, kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poors'un Türkiye'nin görünümünü durağandan olumluya çevirmesiyle oldukça iyimser bir havada başlamıştı. Bu olumlu hava, Halkbank'ın özelleştirilmesinin önünün açılması ve Türkiye'nin önde gelen özel sektör bankalarından biri olan Finansbank'ın Yunan National Bank of Greece'e yaklaşık 5,5 milyar dolar değer üzerinden satılması haberleriyle devam etmişti.

Yukarı yönlü geçen ilk iki ayın ardından, Mart ve Nisan ayları boyunca ABD, AB ve Japonya'daki sıkı para politikalarının yarattığı soru işaretleri, T.C. Merkez Bankası Başkanlık ataması, IMF'nin hükümete yaptığı mali gevşeme uyarıları ile aşağı yönlü veya yatay bir seyir izlendi.

Bu dönemde dahi, şirket alım/satımları düşüşü sınırlayan olumlu gelişmeler olarak göze çarptı. Türkiye'nin en eski ve köklü petrol dağıtım şirketlerinden biri olan Petrol Ofisi Avusturya menşeli OMV'yle 3 milyar dolar değer üzerinden ortaklığa giderken, Mey İçki de Amerika'lı yatırım grubu Texas Pacific'e 800 milyon doların üzerinde bir rakama satıldı. Merkez Bankası Başkanlığı makamına ise yoğun geçen tartışmaların ve gerginliklerin ardından Sn. Durmuş Yılmaz getirildi.

Mayıs ayıyla beraber bahar havası yerini fırtınalı bir ortama bıraktı. Nisan ayı enflasyonunun beklenenin çok üzerinde çıkmasıyla başlayan tedirginlik, gelişmekte olan ülkelere karşı risk algılamasının bozulmasıyla doruğa ulaştı. Türkiye ekonomisi bu global çaptaki dalgalanmadan en fazla etkilenen ülke oldu. YTL dolar kuru 1,5 ay gibi kısa bir sürede 1,31 seviyelerinden 1,70 düzeyine ve gösterge kağıdın faizi de %13'lerden %23'lere kadar yükseldi. İlk günlerde gelişmeleri seyretmekle yetinen Merkez Bankası, ilerleyen günlerde gecelik faizleri önce 175 baz puan, daha sonra

da 225 baz puan artırdı. Üçüncü ve son bir müdahale ile gecelik faizler %17,5 seviyesine yükseltildi ve yılsonuna kadar da değiştirilmedi.

Mayıs-Haziran aylarında yaşanan bu büyük dalgalanma, ya da kimilerince “mini kriz” olarak telaffuz edilen bu dönemin ardından, cari açığı GSMH'nin %8'ine ulaşan Türkiye dünyanın en yüksek reel fazını ödeyerek dış yatırımcıların iştahını kabartmaya başladı. Yabancı yatırımcılara uygulanan stopaj vergisinin kaldırılması da yabancı sermaye akımlarını teşvik eden başka bir etken oldu.

Artan kısa vadeli sermaye girişleri sonucu tekrar değerlenmeye başlayan YTL %12'lere yaklaşan enflasyonun tekrar düşmesine yardım etse de, Türkiye ekonomisi yüksek faiz yavaş büyüme sürecine girmiş oldu. Başka bir deyişle Mayıs Haziran dönemindeki dalgalanmanın en büyük maliyeti, enflasyonu tekrar kontrol altına alabilmek adına ekonomik büyümeden feragat etme şeklinde ortaya çıkmış oldu.

2006 yılının son çeyreğinde Türkiye'nin gündemi, alışıldığı üzere tekrar Avrupa Birliği, Kıbrıs Sorunu ve Ermeni Soykırım Yasa Tasarısı gibi konulara yoğunlaşırken, bu dönemde Türkiye'nin en büyük özel sektör bankası Akbank'ın %20 oranındaki hissesi, dünyanın önde gelen bankalarından Citigroup'a 3,1 milyar dolara satıldı.

Avrupa Birliği Dönem Başkanı Finlandiya'nın Kıbrıs konusundaki çabalarına ek olarak, Türkiye'nin adımları da bir işe yaramadı ve bu konuda yine somut bir gelişme sağlanamadı. Sonuç olarak 8 müzakere başlığında müzakereler, Türkiye Gümrük Birliği Protokolü'nü Kıbrıs Rum Kesimi'ni de kapsayacak şekilde uygulayana kadar durduruldu. Diğer müzakerelerin kapatılması da aynı şarta bağlandı.

2007 yılında beklentimiz global ekonomideki gelişmelerin Türkiye'de de belirleyici olması. Bunun yanı sıra Cumhurbaşkanlığı ve milletvekili seçimleri nedeniyle içerideki politik çekişmelerin de ekonomiden daha ön plana çıkması. Uzun süredir gerçekleştirilebilen reformların belki de en büyük dayanağı olan tek parti hükümeti ya da bir başka adıyla siyasi istikrar, 2007 yılının son çeyreğindeki seçimlerle birlikte yerini bir koalisyon hükümetine bırakabileceği ve yapılacak genel seçimlerin etkilerinin, önümüzdeki seneleri de kapsayacağı aşıkardır. Yine Mayıs ayında yapılacak olan cumhurbaşkanlığı seçimi de bir başka önemli politik gündem maddesi olarak piyasaların önünde durmaktadır. İktidar partisinin Cumhurbaşkanlığı seçimleriyle ilgili hangi yönde bir tercihte bulunacağı büyük bir merak konusudur. Bu tercih hiç şüphesiz Kasım ayında yapılması planlanan genel seçimlerin kaderini de

etkileyecektir.

Son yıllarda Türkiye ekonomisinin en zayıf halkası olan cari açık 2007 yılında da sorun olmaya devam edecek görünmektedir. Bu nedenle uluslararası piyasalardaki gelişmeler ve yabancı sermaye hareketleri, piyasalara en çok etki edecek unsurlar olarak göze çarpmaktadır.

2006 yılında en sık şahit olunan ekonomik gelişmelerden biri de şirket alım/satımları olmuştur. Bu dönemde birçok özel sektör bankasının mülkiyetinin el değiştirdiği hatırlanırsa, hızla büyüyen Türkiye ekonomisinin yabancı yatırımcılar için ne kadar önemli bir pazar olduğu da anlaşılmış olacaktır. 2007 yılında bir önceki seneye göre azalsa da, özel sektör şirketlerine yabancı talebinin devam etmesini bekliyoruz. Yine geçtiğimiz yıllarda başarıyla yürütülen özelleştirme programı, muhtemelen bu sene de piyasanın ana gündem maddelerinden birini oluşturacaktır. Özellikle elektrik dağıtım ihaleleri, Halkbank, TEKEL ve Petkim gibi önemli özelleştirmeler konusunda hükümetin takınacağı tavır ve uygulayacağı politik strateji, piyasaların takip edeceği önemli konular olacaktır.

IMF ve AB ile olan ikili ilişkilerimiz de piyasaların en çok etkilendiği ve Türkiye ekonomisinin yıllardır en çok dikkat ettiği konulardan biri olmaya devam etmektedir. Bu ikili ilişkilerde çok dikkatli olunması ve disiplinli reformist politikalardan asla taviz verilmemesi piyasaların en önemli beklentilerinden biri olarak göze çarpmaktadır.

Tüm bu gelişmelere karşın 2007 yılında ülke performansımızı, genel olarak seçimler belirleyecektir. Bu seneyi iki dönem olarak da algılayabiliriz. Birinci dönem, seçimlere kadar hükümetin uygulayacağı politikalar ve seçim ekonomisinin bütçe performansındaki etkilerinden oluşurken, ikinci bölüm ise seçim sonuçlarının piyasalara vereceği olası ivmeye odaklanacaktır. Ara dönemlerde ise, uluslararası piyasalardaki gelişmeler ve dış sermaye hareketleri, yüksek cari açık nedeniyle risk faktörünün gittikçe arttığı Türkiye’de belirleyici parametreler olmaya aday görünmektedir.

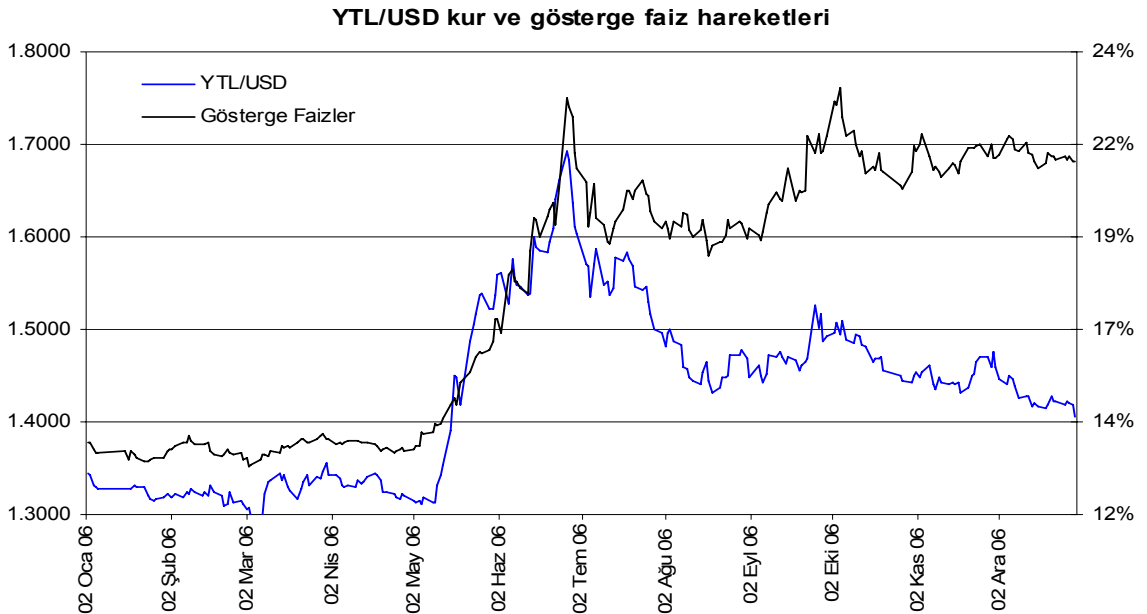
Saygılarımızla

Kaya Didman

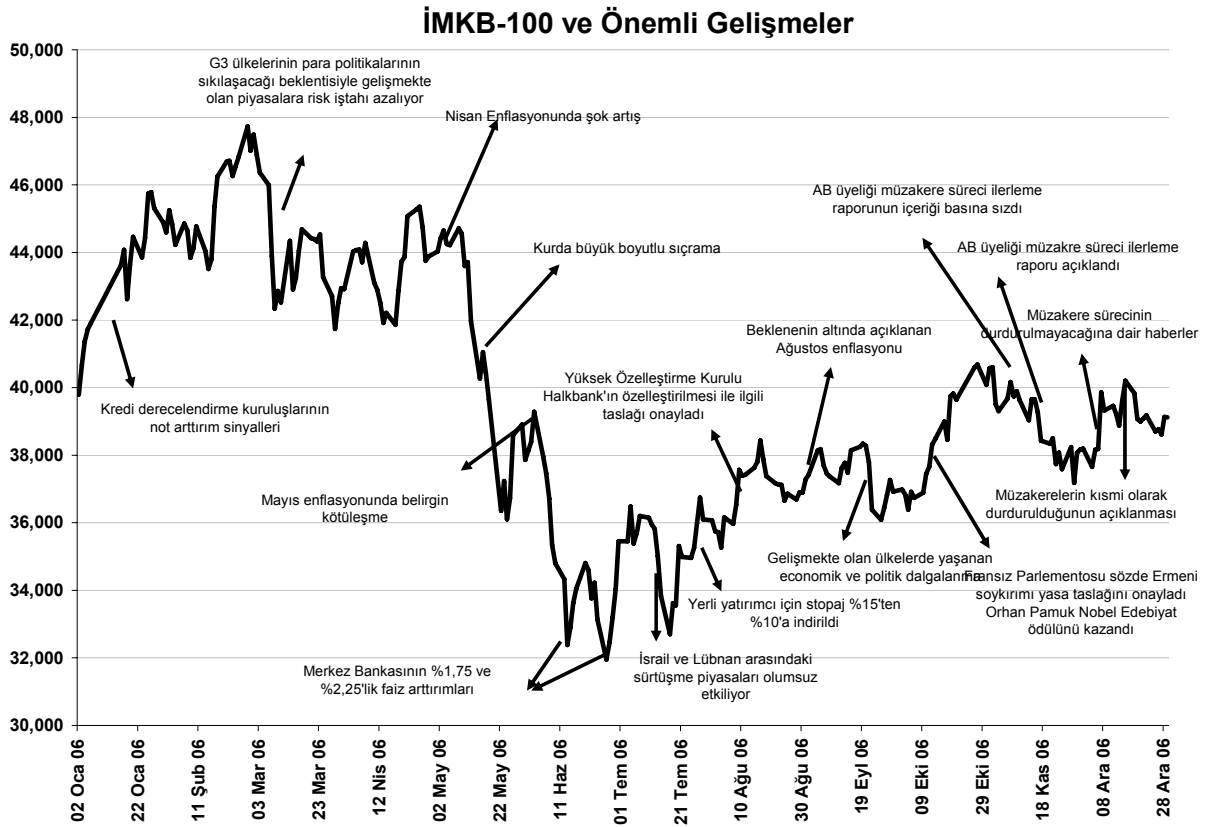
Yönetim Kurulu Başkanı

## 2006 YILINDA GELİŞMELER: GENEL

2006 yılına olumlu bir havayla başlayan Türkiye, Şubat ortasında İMKB-100 endeksinin 48,000 seviyelerine ulaşmasıyla adeta bir bahar havasına girmiş oldu. Mart ayının başlarından Nisan ayı ortalarına kadar bir sürelik düşüşe karşın Nisan ayını 45.000 seviyelerinde tamamlayan İMKB-100 endeksi, 1,30 seviyelerine gerileyen YTL/\$ kuru ve %13'lerde seyreden gösterge bono faizi ile birlikte Mayıs ayına kadar gelindi. Ancak bu tarihten itibaren, yutduğunda yaşanan olumsuz gelişmeleri takiben içerde gelen olumsuz haberlerin de etkisiyle, piyasalar büyük bir çöküntünün içine girdi. Mayıs ayında yaşanan bu dalgalanma Türkiye ekonomisinin ne kadar hassas dengeler üzerine kurulduğunu bize bir kez daha kanıtladı. Bu dalgalanma sırasında YTL/\$ kuru 1,70 seviyelerine tırmanırken, endeks de 32,000 seviyesine geriledi. İkincil piyasada gösterge bononun faizi de %23'lere kadar yükseldi. Bu tarihten itibaren piyasalara, yaptığı sert müdahalelerle Merkez Bankası damgasını vurdu. Faiz oranlarında art arda yapılan artışlar ile birlikte yabancı yatırımcıların yönü bir kez daha Türkiye'ye döndü ve YTL/\$ kuru 1,40 seviyelerine kadar gevşedi. İMKB-100 endeksi de yılı 39,000'li seviyelerden kapattı. Bunlara karşın bono faizlerindeki direnç 2006 yılının sonlarına kadar devam etti. İkincil piyasada faizler Ağustos ayında %19'lara kadar gerilese de Eylül ayı ile birlikte tekrar yükselişe geçti ve yılı %21'in üzerinde tamamladı. Bu seviye bizce yatırımcıların Türkiye'nin yüksek cari açığına ve buna bağlı olarak maruz olduğu kur riskine karşı algılamalarını yansıtmaktadır. Bu algı MB'nın enflasyon hedefi doğrultusunda sıkı para politikası ile birleştiğinde 2007 yılında faizlerin hızlı düşüşü önündeki en büyük engeldir.



2006 yılı içerisinde öne çıkan en önemli unsur yukarıda da belirtildiği gibi yerel ekonomik gelişmelerin ve haber akışının yanı sıra, uluslararası piyasaların hareketlerinin ve yabancı yatırımcıların tercihlerinin piyasalarımız üzerinde sanıldığından çok daha fazla etkili olduğunun görülmesidir. 2006 yılına genel olarak göz gezdirecek olursak akıllarda kalan bazı gelişmeler ve piyasalara olan etkilerini hatırlayabiliriz.



2006, ilk haftalarda uluslararası kredi değerlendirme kuruluşu Standard and Poors'un Türkiye'nin görünümünü durağandan olumluya çevirmesiyle oldukça iyi başladı. İlerleyen günlerde Türkiye'nin Kıbrıs sorunu konusunda önermiş olduğu çözüm önerisi ile birlikte piyasalardaki olumlu hava etkisini daha da fazla göstermeye başladı. Her ne kadar bu öneri birkaç gün içinde Güney Kıbrıs Rum Kesimi tarafından reddedilse de Halkbank'ın özelleştirilmesinin önünün açılması gibi diğer pozitif gelişmelerle birlikte yıla 40,000 seviyesinden başlayan endeks, Şubat ayı ortasında 48,000 seviyelerine kadar yükseldi.

Mart ve Nisan aylarının genelinde dışarıda G3 ülkelerindeki ek para politikası sıkılaştırma beklentileri, içeride de MB Başkanı atama sürecinin kötü yönetilmesi ve

hükümeti maliye politikasının gevşettiği konusundaki IMF uyarılarının etkisiyle finansal piyasalarda satış hakim oldu. Daha sonra Finansbank'ın, National Bank of Greece'e ve Mey İçki'nin Texas Pacific Group'a satışı, Türk Telekom'un halka arz edileceği haberleri ve MB Başkanı ataması sorununun çözülmesi ile birlikte Nisan ayının sonlarında finansal piyasalarda bir düzelme görüldü. Nisan ayına Merkez Bankası'nın %0,25 oranındaki faiz indirimi kararıyla veda edildi.

Finansal piyasalarda yaşanan olumlu trend, Mayıs ile birlikte yerini kaos ortamına bıraktı. Her ne kadar bu aya Tekfenbank'ın bir başka Yunan bankası olan EFG Eurobank Ergasias'a satıldığı gibi olumlu bir haber ile girilse de Nisan ayındaki yüksek enflasyon rakamları piyasaların gözünü ciddi boyutta korkuttu. Gelişmekte olan ülkelerdeki risk algılamasının değişmesiyle birlikte bu ülkelerden gelişmiş piyasalara büyük bir likidite transferi başladı. Uluslararası piyasalarda yaşanan bu dalga Türkiye'de adeta bir Tsunami'ye dönüştü. Mayıs ayına 1,31 oranı ile başlayan YTL/\$ kuru, ay sonunda 1,56 seviyesine çıktı. Benzer bir şekilde aya 44,500 seviyesinden başlayan endekste 31,500 seviyesine kadar geriledi. Türkiye ekonomisinin en sık karşılaştığı "kriz" kelimesi manşetlerde tekrar yer almaya başladı. Türk ekonomisinin ne kadar kırılgan bir yapıya sahip olduğu tekrar su yüzüne çıktı. Rekor seviyelere çıkan cari açık daha fazla konuşulur oldu. Haziran sonlarına kadar bekle ve gör politikasını izleyen Merkez Bankası, cesur bir hareketle faiz oranlarını 175 baz puan artırdı. Ancak bu artış kuru durdurmada yeterli olmadı. 1,68 seviyelerine tırmanan YTL/\$ kuru Merkez Bankası'nı çok daha cesur ve agresif bir karar almaya itti. Bir kez daha faiz artırımı kararı alan Merkez Bankası gecelik faizleri 225 baz puan artırarak gecelik borçlanma faizini %17,25'e yükseltti. Bunlara ek olarak açtığı döviz satış ve depo alım ihaleleri ile piyasadaki fazla YTL likiditesini çekme yoluna gitti. Yaşanan bu olumsuz gelişmelere ilk tepki kredi derecelendirme kuruluşu Standard and Poors'dan geldi. Sene başında durağandan olumluya çevirdikleri Türkiye'nin görünümünü tekrardan durağana düşüren kuruluş, piyasalara çeşitli uyarılarda bulunmaktan da kaçınmadı. Merkez Bankası Haziran sonunda bir müdahalede daha bulunarak gecelik borç verme faizini %20,25'den %22,5'e yükseltti.

Haziran ayı için gelen enflasyon sonuçları kimilerini tedirgin ederken kimilerinin de umutlanmasına yol açtı. Tüketici fiyatları enflasyonu %0,34 olarak açıklanırken, üretici fiyatları enflasyonu yılın en yüksek rakamı olan %4.0 olarak geldi. Merkez Bankası'nın Haziran ayında yapmış olduğu müdahaleler bazı kesimlerin "mini kriz" diye nitelendirdiği dönemin sonunu getirmiş oldu. Bu müdahalelere ek olarak yabancı

yatırımcılara uygulanmaya başlanan %0'lık vergi politikasıyla Türkiye adeta yabancı yatırımcı akınına uğradı. Yerli yatırımcılar için de stopaj vergisi %15'den %10'a düşürüldü. Bu tarihten itibaren piyasalar hızlı bir toparlanma sürecine girerken, Türk Lirası da dolar karşısında değer kazanmaya başladı. Bütçe performansının da çok iyi gitmesi piyasalarda moralleri düzelden başka bir gelişme olarak yer aldı. YTL/\$ kuru uzun bir aradan sonra tekrar 1,50 seviyesinin altına gerilerken endeks de 36,000 sınırına dayandı. Temmuz ayına Merkez Bankası'nın %0,25'lik faiz artırım kararı ile veda edildi. Bu son artırım ile birlikte gecelik borçlanma faizleri %17,5'e yükseldi ve yılsonuna kadar değiştirilmedi.

Orgeneral Yaşar Büyükanıt'ın Genelkurmay Başkanlığı'na getirilmesiyle girilen Ağustos ayı, Halkbank'ın özelleştirilmesi yolunun açılması ile yeni bir bahar döneminin başlangıcı oldu. Endeks 38,000 seviyelerine tırmanırken kurlarda önemli bir değişiklik yaşanmadı. Bu tarihten itibaren Merkez Bankası, sıkı para politikasından taviz vermeyeceğini ve birinci hedefinin enflasyonun düşürülmesi olduğunu yılsonuna kadar sıklıkla tekrarladı.

Lübnan'a asker gönderme kararı hükümet üzerindeki tartışmaların alevlenmesine yol açarken, bu kararı destekleyenlerin çoğu ABD ile daha önce tezkere krizi nedeniyle gerilen ilişkilerin düzeltilmesi için mükemmel bir fırsat olduğu görüşünde birleştiler. Eylül ayından itibaren Türkiye'nin gündemi alışıldığı üzere tekrar Ermeni Soykırım Yasa Tasarısı, AB ve Kıbrıs konularında yoğunlaştı. Fransa parlamontosunda geçen Ermeni Soykırım Yasası Türkiye ile bu ülkenin ilişkilerinin gerilmesine yol açtı. Türkiye'nin limanlarını Güney Kıbrıs'a açmaya yanaşmaması nedeniyle müzakerelerin askıya alınabileceği beklentisi medyada sıklıkla dile getirildi. Limanların açılması sorununun geçici çözümü için dönem başkanı Finlandiya'nın yoğun girişimleri sonuç getirmedi. Çeşitli tartışmaların sonunda müzakerelerin kısmen askıya alınmasına karar verildi. Buna göre 8 müzakere başlığında müzakereler, Türkiye Gümrük Birliği Protokolü'nü tam olarak uygulayana, yani tüm liman ve hava alanlarını Rum gemi ve uçaklarına açana kadar durduruldu.

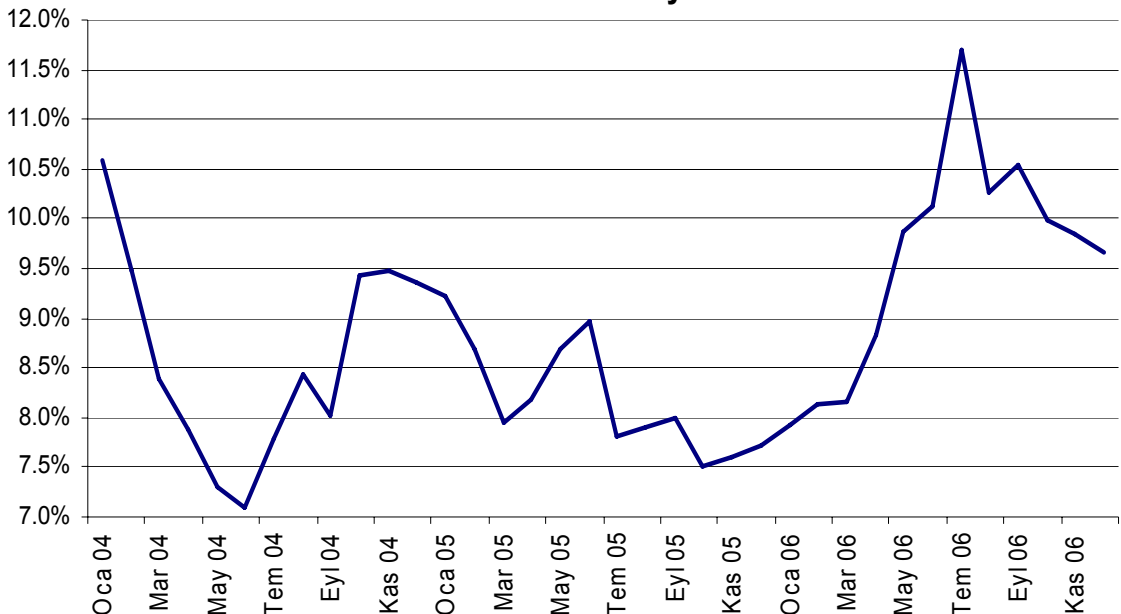
2006 yılının son çeyreğinde her ne kadar yatırımcıların iştahını kabartacak haberler gelmese de, dünyanın en yüksek reel faizini ödeyen Türkiye yabancı yatırımcıların gözdesi olmaya devam etti. Bono piyasasına yüklü yabancı girişi sürerken, 40,000 seviyesini birkaç kez zorlayan IMKB-100 endeksi yılı 39,000 seviyesinden kapattı. Sermaye girişleri YTL/\$ kurunun 1,40 seviyelerine kadar gerilemesine neden oldu.

### **Ekonomik göstergelerdeki gelişmeler**

**Büyüme:** 2001 yılında yaşanan ekonomik krizi sonrasındaki yüksek büyüme trendi 2006 yılının ilk yarısında da devam etti. Yılın ilk yarısında büyüme oranı %7'yi aştı. Ancak Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanma nedeniyle artan faizlerin ve düşen tüketici güveninin etkisiyle iç talep yılın ikinci yarısında ciddi oranda yavaşladı. Üçüncü çeyrekte GSYİH büyümesi %3,4 oldu. Bu düşüşte özel tüketim harcamalarındaki yıllık artışın sadece %1,3 olmasının payı büyüktü. Buradaki artışın yılın ilk yarısında %9,4 olduğu göz önüne alındığında, iç talepteki düşüşün keskinliği ortaya çıkıyor. İç talepteki bu yavaşlamaya karşın artan ihracat performansının yardımıyla yılın genelinde büyüme hızının %5 civarında hedef dahilinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

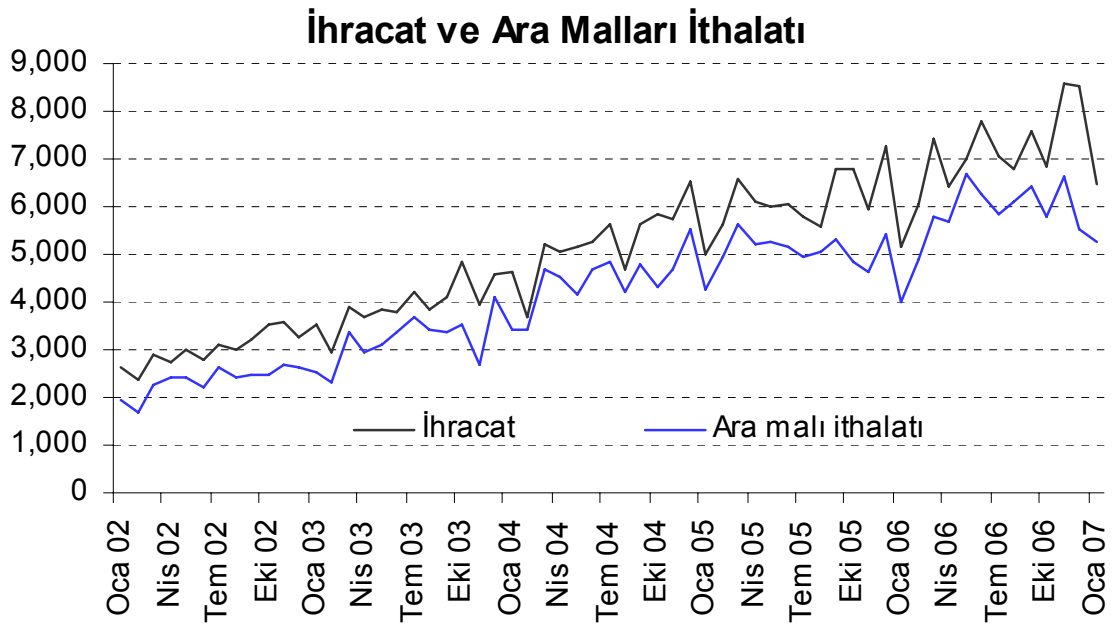
**Enflasyon:** 2006 yılında enflasyon konusunda ise hedef aşıldı. 2005 yılında tek haneli rakamlara gerileyen ancak %7'li seviyelerde direnç göstermeye başlayan tüketici fiyatları enflasyonu (TÜFE) YTL'deki değer kaybının etkisiyle Temmuz ayında %11,7'ye kadar yükseldi. Daha sonra tüketici güveninin azalması ve MB'nın sıkı para politikası sonucu fiyatlar üzerindeki iç talep baskısının azalması, kurların bir miktar geri gelmesi, petrol fiyatlarının düşmesi ve işlenmemiş gıda fiyatlarında önceki aylardaki çok yüksek artışların aksine daha ılımlı artışlar olmasının etkisiyle, yıllık enflasyon Ağustos ayından itibaren düşmeye başladı ve yılı tek hanede %9,7 ile tamamladı. Ancak yine de %5 enflasyon hedefinin çok üzerinde kaldı.

**Yıllık TÜFE enflasyonu**



**Dış denge:** 2006 yılında da cari açık konusunda da herhangi bir düzelmeye kaydedilmedi ve cari açık yüksek petrol fiyatları ve ihracatın ara malı ithalatına iyice bağımlı hale gelmesinin etkisiyle hızlanarak artmaya devam etti. GSMH'ya oran olarak 2005 sonunda %6,3 seviyesinde bulunan cari açık yıl içinde GSMH'nın %9'una kadar yükseldi. Cari açığın yılı GSMH'nın %8'inin üzerinde bir seviyede tamamlaması beklenmektedir. Yüksek cari açığa karşılık sermaye girişleri de tüm hızıyla devam etti. Sermaye hareketleri konusunda en dikkati çeken konu doğrudan sermaye girişlerinin 2-3 yıl önceki 1-2 milyar dolar seviyelerinden 20 milyar dolara yükselmiş olmasıdır. Bunda özelleştirme ve şirket alım-satımları ve birleşmelerinin etkisi büyüktür.

Dış denge ile ilgili dikkat çeken çok önemli bir gelişme, değerli YTL, istihdam üzerindeki yüksek vergi yükü, Çin ve Hindistan etkileri gibi nedenlerle rekabet gücünü kaybeden Türk imalat sanayiinin giderek ara malı ithalatına bağımlı hale gelmesidir. Buna bağımlı olarak ihracat performansındaki artış aynı oranda ara malı ithalatında artışa yol açtığından, dış ticaret açığında ciddi bir düzeltme sağlamak çok olası gözükmemektedir. Yapılması gereken, imalat sanayiinin rekabet gücünü artırarak üretimin ara malı ithalatına bağımlılığını azaltacak yapısal reformların süratle hayata geçirilmesidir. Bu süreçte büyümeden feragat etmek ve kurlarda ciddi bir düzeltmeyi göze almak da gerekebilecektir.



**Mali performans:** 2001 yılında GSMH'nin %16,5'ini oluşturan ve 2005 yılında GSMH'nin %2,6'sına kadar gerileyen bütçe açığı, 2006'da yalnızca 3,9 milyar YTL oldu ve GSMH'nin %0,7'sini oluşturdu. Hükümetin revize edilmiş 37 milyar YTL tahminine karşılık faiz dışı fazla 42 milyar YTL'na ulaştı. IMF tanımlı merkezi bütçe faiz dışı fazlası ise GSMH %6,0'sına denk gelerek hükümet hedefi olan %5,0'ı aştı. Ağırlıklı olarak KİT'lerin oluşturduğu diğer kamu faiz dışı fazla gerçekleşmesinin ise %1,5'in altında kalarak yaklaşık %1.0 olması beklenmektedir. Dolayısıyla toplam kamu faiz dışı fazla rakamı, muhtemelen %6,5 hedefini aşarak %7,0'ye ulaşacaktır.

Hükümet, faiz dışı harcamalar için bütçe ödeneklerini aştıysa da, 2006 bütçe performansı, yüksek vergi tahsilatı ve bir defaya mahsus gelirler sayesinde çok başarılı oldu. Bir defaya mahsus gelirler arasında 6,2 milyar YTL'lik TMSF ve diğer düzenleyici kurumlardan transferler ve gecikmiş sosyal güvenlik primlerinin yeniden yapılandırılması sonucu elde edilen yaklaşık 4,5 milyar YTL'lik gelir sayılabilir. Bu iki kalem, GSMH'nin %2'sini oluşturuyor.

Dikkatimizi 2007 bütçesine çevirdiğimizde, hükümet 2006'ya göre aynı vergi performansını gösterse bile (ki yavaşlayan bir ekonomiyle mümkün değil gibi gözüküyor), 2006'da elde edilen büyük miktarda bir defaya mahsus gelirlerin yokluğu nedeniyle, 2007 yılında mali performansın kötüleşeceğini düşünüyoruz. Hazine'nin Mayıs ayından sonra gerçekleştirdiği borçlanma ihalelerindeki yüksek borçlanma maliyetinin, 2007 faiz harcamalarını arttıracak olması ve potansiyel seçim harcamaları da 2007 yılında mali performansın kötüleşmesinde etkili olacak. 2007 yılında %6,5 faiz dışı fazla hedefinin az bir marjla da olsa kaçırılacağını tahmin ediyoruz. Az miktarda bir sapma, seçim yılı olan 2007 için başarılı bir sonuç olarak algılanabilir.

## 2. 2006'da DEUTSCHE SECURITIES MENKUL DEĞERLER A.Ş.

### 2.1 Ortaklık ve Sermaye Yapısı

2005 yılında ismi Bender Menkul Değerler A.Ş. olan şirketimiz hisselerinin tamamı Deutsche Bank AG tarafından satın alınmış ve Temmuz 2005 itibarı ile ortaklık yapısı aşağıdaki şekilde oluşmuştur:

Hissedarlar	Pay(%)
Deutsche Bank AG	99,9998%
Diğer	0,0002%
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>

Bu devirle beraber Deutsche Bank AG, Türk sermaye piyasalarının geleceğine olan inancını birkez daha vurgulama imkanına kavuşmuş bulunmaktadır. 2000 yılındaki ilk hisse devrini takiben, yaşanan ortaklığın taraflarda yarattığı olumlu tecrübe, Deutsche Bank AG'nin benzer satın almaları çevre ülkelerde de yakın gelecekte tekrarlayabileceği izlenimi yaratmaktadır.

Bu işlem sayesinde şirketimizde yıllar boyunca oluşan yerel know-how'un Deutsche Bank AG'nin tüm yönetsel ve alt yapısal kaynaklarıyla harmanlanması mümkün hale gelmekte, benimsenen yüksek katma değerli butik hizmet anlayışının, tüm dünyadaki yatırımcılara çok daha yaygın ve etkin bir şekilde sunulması planlanmaktadır.

Şirketimizde kurulu yapının, Deutsche Bank AG'nin global standartlarına ulaşmasını teminen hayata geçirilen entegrasyon projesinin bir adımı olarak, 2006 yılı içerisinde Bender Menkul Değerler A.Ş. olan ismimiz Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş. olarak değişmiştir.

Hissedarlık yapısındaki değişikliğe rağmen şirketimiz yönetim kademelerinde herhangi bir değişim yaşanmamıştır.

## 2.2 İnsan Kaynakları & Compliance

Şirketimiz son yıllarda insan kaynaklarına yaptığı yatırımın karşılığını 2006 yılında da almış ve bilhassa ana kadrolarında fazlaca bir yeni istihdama gerek kalmadan artan işlem hacmi ve iş yoğunluğunu karşılayabilmiştir. 2006 yılında verimliliği artırmaya yönelik olarak kimi personelin yurtiçi ve yurtdışı eğitimlere katılması sağlanmıştır. Şirketimiz önümüzdeki yıllarda da bu konudaki tutumunu sürdürmeye kararlıdır.

Bilhassa hisse devrini müteakip, çalışan elemanlarımızın Deutsche Bank AG'nin global standartlarına uyumunu teminen, insan kaynakları kural ve uygulamaları alanında gerekli eğitimler temin edilmiş, know-how transferi yoluyla tüm personelin günlük hayatını önemli oranda etkileyen değişiklikler hayata geçirilmiştir. Atılan bu adımların daha önce sözü edilen entegrasyon projesinin iskeletini oluşturduğu kuşkusuzdur.

Tüm bu kazanımların ötesinde, bir global finans kurumunun parçası olmanın doğal uzantısı olarak, şirketimiz compliance (mevzuata uyum ve yönetim) açısından da devrim niteliğinde, son derece kapsamlı kurallar silsilesini 2006 yılı içerisinde hayata geçirmiştir. Compliance birimimiz Deutsche Bank AG'nin Türkiye ve Global Compliance birimleri ile bire bir uyumlu olarak çalışmaktadır. Yine 2006 yılında, şirket çalışanlarımızın Compliance bilincinin en üst seviyeye taşınması ve global Compliance kuralları hakkında bilgilendirilmeleri amacıyla çeşitli eğitim programları düzenlenmiştir. 2007 yılında da hedefimiz bu konudaki eğitimlerin artarak devam etmesidir. Bu amaçla hazırlanan Compliance eğitim planlaması yürürlüğe konmuştur.

## 2.3 Bilgi İşlem ve Enformasyon Teknolojisi 2006 Yılı Yatırımları

2006 yılında sistemlerimizin Deutsche Bank AG global standartlarına uygun hale getirilmesi amaçlanmış ve bunu teminen sistem odaları yeniden yapılandırılmış, UPS sistemi ilave kapasitelerle güçlendirilmiş, altyapı çalışmaları yapılmış ve Deutsche Bank AG standartlarında sistemlerin kurulumları yapılmıştır. Disaster Recovery çözümünü de içeren yeni data hatları alınarak Deutsche Bank AŞ ve Probil AŞ arasında bağlantılar gerçekleştirilmiştir.

Tüm çalışanların sistemleri Deutsche Bank standartlarında Workstation ve PC'ler ile değiştirilmiştir. Sales , Trading ve Research departmanlarının efektif çalışmalarını sağlayabilmek amacıyla çeşitli data servisleri , raporlama programları kurulumları yapılmış, Blackberry servislerinden faydalanmaları sağlanmıştır. Operasyon ve Controlling departmanları için başta ATP olmak üzere Takasbank sistemlerini kullanabilmeleri için terminal servisleri devreye alınmıştır.

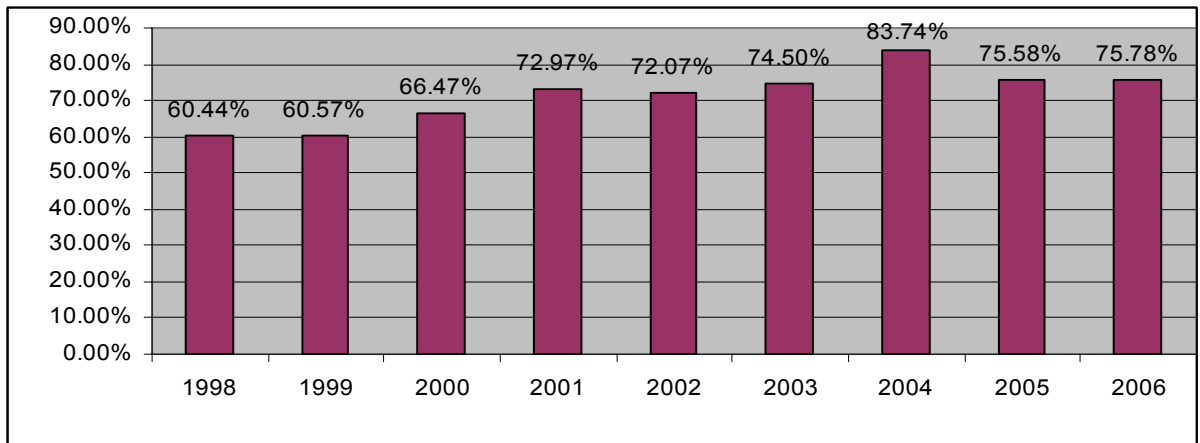
Deutsche Bank standartlarına uygun güvenlik ve alarm sistemleri için yatırım planlamaları ve keşifleri yapılmıştır. 2007 yılı ilk çeyreğinde kurulumlar tamamlanarak sistem devreye alınacaktır.

## 2.4 İşlem Hacmi ve Karlılık

Senelik enflasyon oranının TÜFE'de %9.7, ÜFE'de %11.5 olarak hesaplandığı 2006 yılında, Şirketimiz'in işlem hacmi, YTL bazında bir önceki seneye göre % 18 artışla 11.7 milyar YTL'ye ulaşmıştır. Dolar bazında bakıldığında ise işlem hacmimiz % 11 oranında artarak 8.2 milyar ABD Doları'na yükselmiştir.

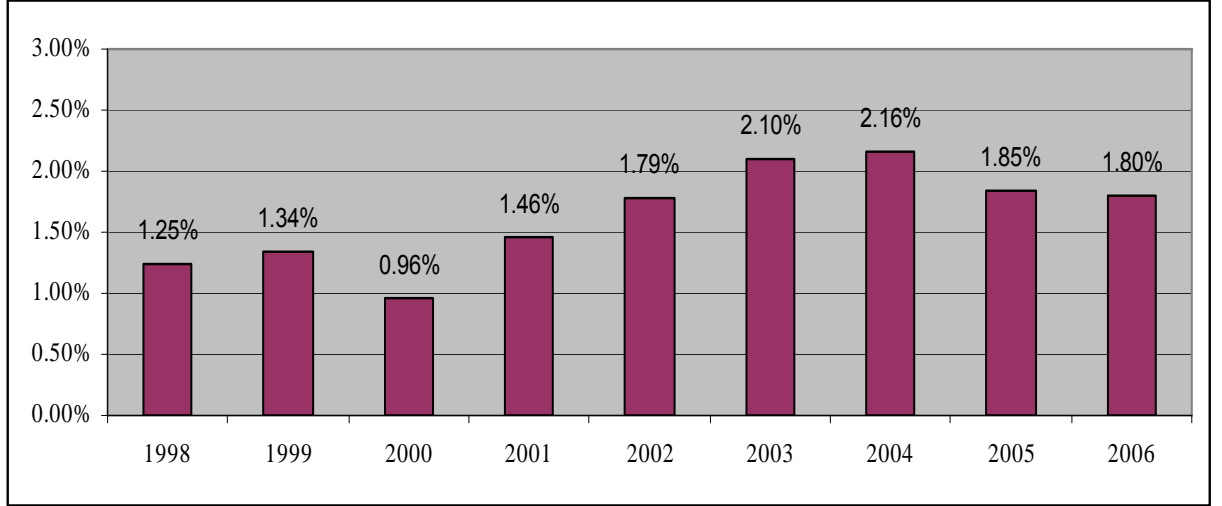
Geçmiş yıllarda olduğu gibi 2006'da da yabancı yatırımcıların toplam işlem hacmimiz içindeki payı önemini korumuş ve seneyi % 75.78 düzeyinde tamamlamıştır.

### Deutsche Securities Yabancı Kurumsal Yatırımcılar İşlem Hacmi (Deutsche Securities'in toplam işlem hacmine oranı)



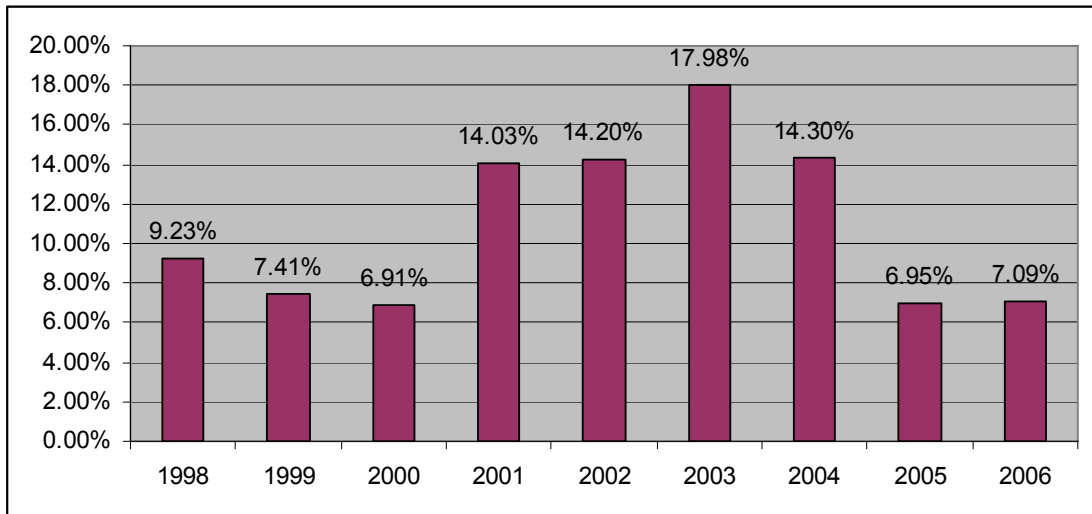
Aynı dönemde Şirketimiz toplam pazar payı, geçmiş beş senenin ortalamasına paralel bir şekilde %1.80 düzeyinde tecelli etmiştir.

## Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş. Toplam Pazar Payı



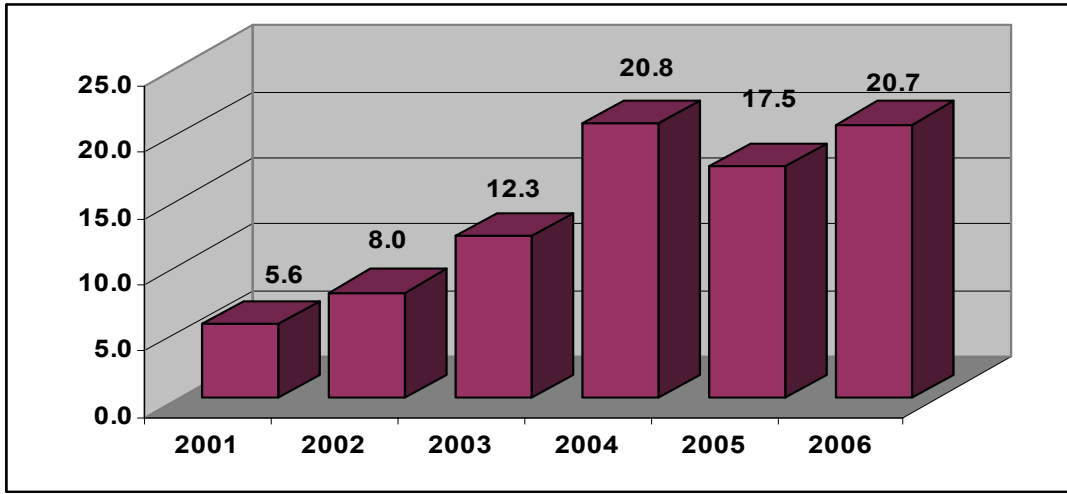
Bu dönemde İMKB'de gerçekleştirilen yabancı yatırımcıları işlem hacmi içindeki pazar payımız %7.09 olmuştur. 2006 yılı, işlem hacim bakımından Kurumumuzun açısından başarılı bir yıl olarak değerlendirilmiştir.

## Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş. Pazar Payı (Yabancı Kurumsal Yatırımcılar)



İşlem hacmimize paralel olarak, toplam aracılık komisyon gelirlerimiz 2006'da 20.7 milyon YTL olmuştur. Bu dönemde yabancı yatırımcı işlemlerinden elde edilen toplam aracılık komisyonları 15.1 milyon YTL, yerli yatırımcılardan elde ettiğimiz aracılık gelirleri toplamı 3.1 milyon YTL olarak gerçekleşirken, vadeli işlem sözleşmeleri aracılık komisyonu toplamı 2.5 milyon YTL olmuştur.

### **Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş.Komisyon Geliri** **(Toplam Milyon YTL)**



2006 yılında, kuvvetlenen özkaynak yapısı ve başarı ile uygulanan maliyetleri kontrol altında tutmaya yönelik politikaların da yardımıyla Deutsche Securities'in net karı 1.9 milyon YTL olarak tecelli etmiştir.

## 2.5 2007 Yılı Beklentilerimiz

Bu faaliyet raporunun hazırlandığı günlerde, 2007 yılı ekonomik ve politik gelişmelerinin ana belirleyicisinin Mayıs ayındaki cumhurbaşkanlığı ve Kasım ayındaki genel seçimlerle ilintili politik açılımlar olduğu iyice netleşmeye başlamaktaydı. Bu konuda iktidarın uygulayacağı stratejilerin, ekonomi ve politik istikrar üzerinde çarpıcı etkiler yaratacağı anlaşılmaktadır.

Uygulanan IMF programı da, AB müzakere süreci de belli ki bir müddet daha bu iki seçimin gölgesi altında kalmaya devam edecektir. Bu dönemde bütçe disiplini ve çoğu makroekonomik performans ölçütünde sağlanan kazanımların, politik kırılma yapı nedeniyle olumsuz etkilenmesi ihtimali bulunmaktadır. Zaten bu çekince cari reel faizlerin yüksek seviyesinden de kolayca anlaşılmaktadır.

Geçen sene olduğu gibi, 2007 yılında da cari açık rakamları ve yabancı sermaye akış hızının döviz kurları üzerinde oluşturması muhtemel baskı, ekonominin ana gündem maddelerini oluşturmaya adaydır. Üstelik bu kez yabancı yatırımcılar açısından daha flu bir gelecek tablosu mevcuttur. Seçim sonucunda oluşacak parlamento yapısının çok parçalı olması ihtimali, politik istikrar adına önemli soru işaretleri yaratmaktadır.

Faizlerin ve şirket değerlemelerinin ulaştığı seviye bugün itibarıyla piyasaların çok daha kırılma bir tabiata bürünmesine neden olacaktır. Global likiditenin önümüzdeki aylarda, gelişmekte olan ülkelere duyacağı ilginin düzeyi de kuşkusuz önemli bir etken olacaktır. Dünyanın önde gelen ekonomilerinin faiz oranları konusundaki yeni politikaları, ülkemize akacak sermaye miktarı üzerinde baskı oluşturabilecektir.

Yabancı kurumsal yatırımcıların bu olası gelişmelere kayıtsız kalması da mümkün değildir. Yabancı yatırımcıların haritalarında Türkiye'nin işgal ettiği alanın ulaştığı seviye, konunun önemini daha da artırmaktadır. Senenin ilk çeyreğinin yabancı sermaye yatırımları açısından daha cazip bir ortam sunması doğaldır. Bilhassa İstanbul sınırları içinde yapılacak önemli gayri menkul yatırım projeleri ve arazi ihalelerinin gündemi işgal etmesi beklenmektedir.

Keza sigorta sektöründe gözlemlenmesi beklenen şirket alım/satımlarının 2007'nin ilk yarısına damgasını vurması şaşırtıcı olmayacaktır. Bankacılık sektöründe yaşanan benzer dönüşümün, sigorta sektörünü ıskalması mümkün görünmemektedir.

Seçimlerle ilgili politik çekince ve taktikler, özelleştirme faaliyetleriyle ilgili olarak, Hükümet'in başkaca adımlar atması (elektrik dağıtım ihaleleri, Halkbank, Petkim vs) ihtimalini minimum düzeye indirmektedir. Dolayısıyla birincil piyasalar açısından, seçimler bitene ya da politik senaryolar netleşene kadar heyecan verici bir ivme beklenmemelidir.

İkincil piyasalardaki işlem hacimleri, içinde bulunduğumuz sektörü 2007'nin önemli bir bölümünde beslemeye devam edecektir.

Politik belirsizlikler ve global piyasalardaki kaygan zeminin, Türkiye'de sermaye piyasalarını genelde olumsuz etkilemesi, ancak artan volatilitenin işlem hacimlerini olumlu yönde değiştirmesi beklenmektedir.

Keza politik belirsizlikler ve piyasalar üzerindeki muhtemel etkileri, yabancı yatırımcıların vadeli işlemler piyasalarında risklerini kontrol altına alma istemini tetikleyecektir. Beklentimiz VOB işlem hacimlerinin 2007 senesinde rekor seviyelerde gerçekleşmesidir.

Yabancı yatırımcıların Türk hisse senetlerine ve gayri menkul projelerine yaptıkları yatırım miktarlarının artacak olması, kurumsal yönetim, şeffaflık vs açısından da önemli kazanımları tetikleyebilecek, şirketlerin daha etkin bir şekilde yönetilmesini teşvik edecektir.

### 3. FİNANSAL TABLOLAR