

1 Kasım 2011

Piyasalarda Bugün

Piyasa Yorumu

Avrupa kurtarma paketinin yarattığı balayı etkisi çabuk sona erdi. Bankaların sermaye artırımı ve kurtarma paketindeki artışın nereden sağlanacağına yönelik belirsizlikler piyasalarda sert satışlara yol açıyor. İtalyan tahvil faizlerinin %6'yı geçerek 2011 Temmuzunda gördüğü seviyelere yaklaşması pakete duyulan güvenin yetersiz olduğunu gösteriyor. Yunanistan'ın Avrupa kurtarma paketindeki son değişikliklerle ilgili referanduma gitme kararı alması piyasalardaki gerginliği iyice artırdı.

Türkiye hisse senetlerinde küresel risk iştahındaki bozulmaya paralel sert düşüşler yaşanıyor. MSCI Türkiye Pazartesi günü %3 düşerek gelişmekte olan ülkeler geneline göre (-%1.5) çok daha kötü bir performans gösterdi. Ekim ayı enflasyonunda beklenen rekor artış ve uygulanan sıkı para politikasına rağmen Türk lirasının zayıflamaya devam etmesi borsa üzerinde baskı yaratmaya devam etti.

Asya borsalarında ve Avrupa vadeli piyasalarındaki satışlar Türkiye piyasalarının satıcı bir gün geçireceğine işaret ediyor. İMKB-30 vadeli işlemleri borsada %1.9 civarında gerilemeye işaret ediyor. Tahvil piyasasında ilk kotasyonlar gösterge tahvilin 7bp yükselerek %9.81'de açılacağını gösteriyor. Dolar-avro döviz paketi sert bir hareketle Türk lirasına karşı 2.10'dan 2.13 seviyesine yükselmiş durumda. Önemli bir veri açıklanmayacak işlem gününde piyasalar Merkez Bankası'nın ekonomistlerle İstanbul'da yapacağı toplantıya ve döviz piyasasına odaklanacak.

Haberler & Makro Ekonomi

- **Merkez Bankası'nın Banka Ekonomistleri İle Toplantısı: Bana Bir Masal Anlat**
- **Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Mehmet Yörükoğlu Kuveyt'te Açıklamalarda Bulundu**

Sektörel Haberler

- **Yatırım malı tedarikini leasingle gerçekleştiren KOBİ'lere vergi indirimi gündemde.**
- **Bireysel emeklilik sisteminde ilave teşvikler gündemde.**
- **SPK yatırım fonlarının günlük kesintilerini bir kez daha düşürdü.**

Şirket Haberleri

- **ALBRK TI: İkinci çeyrek net karı beklentiler dahilinde.**
- **TOASO TI: Marjlarda dikkat çeken iyileşme**
- **UNYEC TI: Ünye Çimento 3Ç11 finansalları tahminimize paralel geldi**
- **PETKM TI: Petkim'in sonuçları beklentilerin çok altında kaldı.**

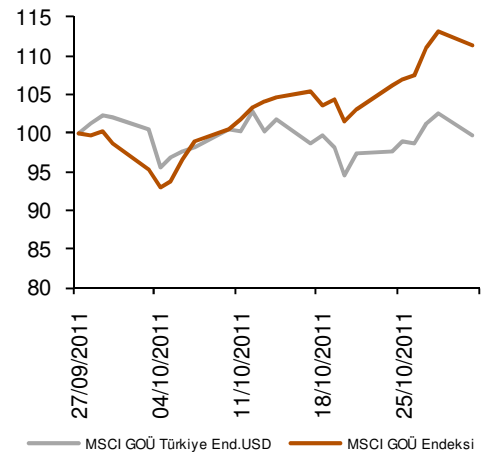
Ajanda

Yurtiçi Ajanda

- 01/11/2011** Merkez Bankası Banka Ekonomistleri İle Toplantı
HALKB 3Ç11 mali tablo açıklaması (İş Yatırım net kar beklentisi: 497 mın TL, piyasa beklentisi: 465 mın TL)
- 02/11/2011** VAKBN 3Ç11 mali tablo açıklaması (İş Yatırım net kar beklentisi: 238 mın TL, piyasa beklentisi: 265 mın TL)
BIMAS 3Ç11 mali tablo açıklaması (İS Yatırım Net Kar tahmini : TL69mın, Piyasa Beklentisi:TL74mın)
CCOLA 3Ç11 mali tablo açıklaması (İS Yatırım Net Kar tahmini : TL54mın, Piyasa Beklentisi:TL64mın)

Piyasa Rakamları	Kapanış	1 Gün Δ	1Ay Δ
İMKB-100, TL	56,061	-1.7%	-6.1%
İşlem Hacmi TL mn	2,248	116%	-19.9%
MSCI EM Endeksi	995	-1.5%	13.0%
MSCI Türkiye Endeksi	458	-3.0%	-2.4%
TRLIBOR, 3 Ay%	10.05	1 baz	235 baz
Gösterge Tahvil	9.90	-5.0 baz	149 baz
Eurobond -2030	5.61	-3.0 baz	-38.5 baz
US\$/TRY	1.7542	-0.33%	-5.7%
EUR/TRY	2.4569	-0.42%	-0.4%
İMKB 2011T F/K	11.56		
İMKB 2012T F/K	10.24		

MSCI GOÜ Endeksi \$ bazında



MSCI Sektör Endeksleri En İyi / Kötü

En İyi 5	1 Gün Δ	En Kötü 5	1 Gün Δ
Yarı iletkenler	1.1%	Perakende	-2.6%
Teknoloji	0.1%	Enerji	-2.5%
Donanım-Yaz.	-0.7%	GYO	-2.3%
İlaç&Biotek.	-0.7%	Dayanıklı Tük.	-2.2%
Elektrik	-0.7%	Sanayi	-1.8%

İMKB-100 En İyi / En Kötü

En İyi 5	1 Gün Δ	En Kötü 5	1 Gün Δ
FENER	10%	SNGYO	-5%
DOHOL	8%	EREGL	-5%
BJKAS	7%	TTRAK	-4%
TSPOR	6%	TOASO	-4%
MNDRS	5%	GOZDE	-4%

İMKB-100 İşlem Hacmi En Yüksek 5 Şirket

Kodu	Kapanış	1 Gün Δ	Hac. (TL mn)
GARAN	6.24	-1.89%	378
HALKB	10.90	-3.54%	109
ISCTR	4.13	-2.59%	85
DOHOL	0.65	8.33%	65
KONYA	348.00	-0.85%	64

Ajanda

Yurtdışı Ajanda

	Tahm.	Önc.
01/11/2011 ÇİN:PMİ İmalat Endeksi Saat:03:00		51,2
JPN:İşçi Nakit Gelirleri YoY Saat:03:30		-0,6%
İNG:Nat'wide Konut Fiyatları sa (MoM)	0,0%	0,1%
İNG:Nat'wide Konut Fiyatları nsa(YoY)	0,5%	-0,3%
İNG:PMİ İmalat Endeksi Saat:11:30	50,0	51,1
İNG:GDP (QoQ) Saat:11:30	0,3%	0,1%
İNG:GDP (YoY) Saat:11:30	0,3%	0,6%
İNG:Servis Sektörü Endeksi (3mth/3mth)		0,9%
BRZ:FGV IPC-S Tüketici Fiyat Endeksi		0,31%
BRZ:Sanayi Üretimi MoM(sa) Saat:13:00	-0,9%	-0,2%
BRZ:Sanayi Üretimi (YoY) Saat:13:00	1,3%	1,8%
BRZ:PMİ İmalat Endeksi Saat:14:00		45,5
BRZ:Ticaret Dengesi (FOB) - Haftalık		\$3074M
BRZ:İhracat - US\$ million Saat:15:00		\$23286M
BRZ:İthalat - US\$ million Saat:15:00		\$20212M
ABD:İnşaat Harcamaları MoM	0,3%	1,4%
ABD:İSM İmalat Endeksi Saat:16:00	52,3	51,6
ABD:Yerli Araç Satışları Saat:23:00	10,30M	10,17M
JPN:Resmi Reserv Aktifleri Saat:		\$1200,6

Sektörel Haberler

Yatırım malı tedarikini leasingle gerçekleştiren KOBİ'lere vergi indirimi gündemde. Maliye Bakanı Mehmet Şimşek, yatırım malı tedarikini finansal kiralama ile gerçekleştiren KOBİ'ler için KDV oranını %8 ila %18 düzeyinden %1'e indirileceğini söyledi. Çalışmaların yıl sonuna kadar bitirilmesi öngörülüyor. Haber tüm leasing şirketleri için olumlu zira leasing işlemlerinin %30'unu KOBİ'lerin yatırım talepleri oluştururken bu alandaki herhangi bir vergi indirimi teşviki hem KOBİ'lerin yatırım malları finansmanı için leasing tercihini artırarak pazarda büyüme sağlayacak hem de artan spreadlerle karlılığa katkısı olacak. 2008 yılında vergi avantajının kaldırılmasıyla sektörden çekilen KOBİ talebi dikkate alındığında büyüme potansiyeli daha net ortaya çıkıyor.

Bireysel emeklilik sisteminde ilave teşvikler gündemde. Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürü Ahmet Genç, bireysel emeklilik sisteminde var olan teşviklerin daha etkili ve daha görünür hale getirilmesinin amaçlandığını ve bu bağlamda Maliye Bakanlığı ile doğrudan teşvik konusunda ortak çalışmanın sürdürüldüğünü söyledi. Açıklamaya göre tüm katılımcılar için doğrudan teşvik ile vergi indiriminden faydalananlar için doğrudan teşvik konuları görüşülüyor. Sistemde doğrudan vergi sistemine geçilirse vergi teşviği matrah üzerinden gelire yansıtılmak yerine sistem içinde birikerek emeklilik döneminde hak edilmesi sözkonusu olacak. Bu konuda hem sektör hem de Hazine 2008 yılından bu yana çalışmalarını sürdürüyor. Hesaplamalarımıza göre eğer teşvik tüm katılımcılar için geçerli olursa bireysel emeklilik şirketlerinin yıllık fon işletim gelirlerinde %25 civarında artış ve kısıtlı olarak uygulanırsa %10 artış hesaplıyoruz. Hatırlanacağı gibi sistemde vergi teşvikinden faydalanan katılımcı sayısı %40 dolaylarında. Eğer bu çalışma hayata geçirilebilirse Anadolu Hayat'ı doğrudan olumlu etkilerken Yapı Kredi Sigorta'yı da bireysel emeklilik iştiraki dolayısıyla olumlu etkileyecektir.

SPK yatırım fonlarının günlük kesintilerini bir kez daha düşürdü. Buna göre likit fonların günlük kesintileri 2011 sonuna kadar %0,01'den (yıllık %3,65) en fazla %0,0075 düzeyine (yıllık %2,74) indirilirken 2012 yılı için %0,003 (yıllık %1,10) düzeyine indirilecek. Likit fonlar dışındaki diğer fonlar için kesintiler günlük %0,006 (yıllık %2,19) düzeyine indirildi. Bu haberin, bankaların ücret ve komisyon gelirleri ile aracı kurumlar için olumsuz etkisi olacaktır.

Haberler & Makro Ekonomi

Merkez Bankası'nın Banka Ekonomistleri İle Toplantısı: Bana Bir Masal Anlat

26 Ekim'de yayınlanan yılın son Enflasyon Raporu sonrası Merkez Bankası (MB) bugün ekonomistler ve yatırımcılarla saat 14:00'te İstanbul'da bir araya gelecek. Bu tür toplantılar ekonomistlerle her ay Ankara'da düzenlenmesine rağmen, bugünkü toplantı, MB'nin borç verme oranını yükselten ve dolayısıyla TL fonlamasını daha maliyetli hale getiren kararından sonra gerçekleşmesi nedeniyle zamanlama açısından önemli.

MB'nin piyasaya verdiği likiditeye bağlı olarak gecelik faiz %5,75 ile %12,5 aralığında belirlenebiliyor. Dolayısıyla TL fonlama maliyetinin anahtarı MB'nin elinde. Bu açıdan önümüzdeki dönemde MB'nin likidite yönetimi yakından takip edilecektir. Öte yandan yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda son yapılan düzenlemeler (ÖTV zammı ve elektrik-petrol fiyatı ayarlamaları) ve zayıflayan kur etkisinin fiyatlara geçişkenliği, MB'nin enflasyonist riskler adına sergilediği duruşun devam etmesine neden olabilir.

Haberler & Makro Ekonomi

Bugün gerçekleştirilecek toplantıda verilecek mesajlar, piyasa açısından Enflasyon Raporu'na kıyasla daha önemli olacaktır. MB'nin özellikle fiyat istikrarına olan bağlılığını vurgularken fiyatlama davranışları üzerinde yukarı yönlü baskı yapan ikincil etkileri sınırlamak ve enflasyon beklentilerinde bozulmayı engellemek adına görece sert bir tutum sergileyeceğini düşünüyoruz.

MB (yönetilen) dalgalı kur rejimiyle birlikte enflasyon hedeflemesi yapan bir merkez bankası olarak kurda yaşanabilecek aşırı dalgalanmalardan kaynaklanabilecek risklere tepkisiz kalmayacaktır. MB'nin kur cephesindeki tutumunun kısa vadede değişmesini beklemiyoruz.

Para politikasının sıkılaştığı bir ortamda MB'nin borç verme oranını yukarı çekmesi ve likidite yönetimini buna göre düzenlemesi, TL fonlama maliyetini yüksek seviyelerde tutmaya devam edecektir. Para politikası cephesinde sıkı duruşun devam ettirileceğini düşünmemize rağmen likidite cephesinde bu sert duruşun ne kadar süreceği açısından piyasayla farklı düşüncelere sahibiz. Repo piyasasında %12-12,5'lere yaklaşan TL maliyeti kısa vadede sürecektir ancak önümüzdeki dönemde talep koşullarına zarar vermemek adına devam ettirilmeyecektir. MB, bir ucunda enflasyon bir ucunda büyümenin bulunduğu bir değnekle yürüyen bir akrobat gibi yol almaya devam edecek. Ancak bugünkü toplantıda sinyal etkisinin belirginleştirilmesi açısından MB'nin fiyat istikrarını öne çıkaracağını düşünüyoruz.

Ekim ayı TÜFE beklentimiz aylık bazda %3,5 düzeyinde, piyasanın %2,8'lik beklentisinin oldukça üzerinde. Yönetilen/ yönlendirilen fiyatlarda yapılan düzenlemelere ek olarak gıda cephesinden yukarı yönlü şok beklememiz, aylık TÜFE tahminimizi piyasaya kıyasla yukarı taşıyor. Yıllık enflasyon ve reaksiyon fonksiyonuna dair beklentilerimizi bugünkü toplantı ve Perşembe günü açıklanacak olan Ekim ayı TÜFE, ÜFE rakamlarından sonra gözden geçireceğiz.

Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Mehmet Yörükoğlu Kuveyt'te Açıklamalarda Bulundu

Kuveyt'te bir finans konferansında konuşan Merkez Bankası (MB) Başkan Yardımcısı Mehmet Yörükoğlu 2010'da %9'a ulaşan büyümenin bu yıl %7 civarında olmasını beklediklerini bildirdi. Ancak Başkan Yardımcısı Yörükoğlu, bu büyümenin sağlıklı olarak değerlendirilmemesi gerektiğini sözlerine ekledi. Türkiye'nin iç talebi ve ihracat yaptığı pazarlar arasındaki dengesizliğe dikkat çeken Yörükoğlu makro ihtiyatı para politikası araçlarının bu tür dengesizlikleri gidermek adına kullanılmaya devam edilmesi gerektiğini vurguladı. Başkan Yardımcısı Yörükoğlu ayrıca, MB'nin bu yıl için Cari Açık/GSYİH beklentisinin %9 seviyesinde olduğunu belirtti.

Şirket Haberleri

Albaraka Türk

İkinci çeyrek net karı beklentiler dahilinde. Albaraka Türk yılın üçüncü çeyreğinde 39 milyon TL solo net kar elde etti. Bankanın net karı ortalama 39 milyon TL düzeyindeki beklentilerle paralel gerçekleşti. Net kar önceki çeyreğe göre %31 artarken önceki yılın aynı dönemine göre %19 arttı. Bankanın çeyrek bazında karlılık performansındaki artış genişleyen net faiz marjı ile birlikte aktiflerdeki büyüme ve karşılık giderlerindeki düşüşten kaynaklanıyor. Bankanın ücret ve komisyon giderlerindeki düşüş de karlılığı desteklerken takipteki kredi tahsilatlarındaki yavaşlama ve faaliyet giderlerindeki artış karlılığı olumsuz etkileyen gelişmeler oldu. Albaraka yılın üçüncü çeyreğinde de piyasadaki rekabetten uzak durdu. Toplam krediler %4 artarken toplam mevduat da %1 büyüyerek sektörün oldukça gerisinde kaldı. Albaraka asendikasyon tutarındaki artış ve Merkez Bankası'nın haftalık repo fonlaması imkanıyla üçüncü çeyrekte bilançosunu büyütebildi.

Net faiz marjı 20 baz puan genişledi. Ortalama kredi fiyatları önceki çeyreğe göre 38 baz puan artarak %10,8 olurken mevduat maliyetindeki artış 7 baz puanla sınırlı kalarak %5,0'e yükseldi. Sonuçta bankanın kredi-mevduat spredindeki artış ve menkul kıymet getirilerindeki toparlanma ile net faiz marjı önceki çeyreğe göre 20 baz puan artarak %5,0 oldu. Kredi büyümesinin de etkisiyle net faiz gelirlerinde %8 artış kaydedildi. Bankanın ücret ve komisyon gelirleri çeyrek bazında yatay görünümünü korurken bir önceki çeyrekte gördüğümüz likidite sıkışıklığı nedeniyle Yapı Kredi'den POS gelirlerinin erken tahsil edilmesi neticesinde ücret ve komisyon giderlerinde artış olmuştu. Bu çeyrekte ise aynı durum tekrarlanmayınca baz etkisiyle net ücret ve komisyon gelirlerinde artış kaydedildi. Geçmiş yıllara ait takipteki kredilerden gerçekleştirilen tahsilatlardaki gerileme beklenti dahilindeydi. Faaliyet giderlerinde ise şube ağındaki genişlemeyle ilişkili olarak personel ve reklam giderlerindeki artışın etkisini görüyoruz. Bankanın üçüncü çeyrekte takipteki kredilerindeki sınırlı artış nedeniyle karşılık giderlerinde çeyrek bazında ciddi gerileme görülürken karlılıktaki artışın önemli sebeplerinden biri oldu. Bankanın takipteki kredi oranı ise halen %2,9 düzeyinde.

AL önerimizi koruyoruz. Albaraka hisseleri 2012 tahminlerimize göre 5,5x F/K ve 0,9x PD/DD çarpanlarıyla takip ettiğimiz banka hisseleri arasında çok cazip değerlemeye sahip. Önümüzdeki dönemde karlılık artışı sektörün üzerinde olurken bankanın herhangi bir aktif kalitesi problemi de görülüyor. Sermaye yeterliliğine ilişkin muhtemel sıkıntıların önümüzdeki yıl içerisinde aşılmasıyla birlikte Albarak hisselerinin piyasa tarafından daha iyi değerlendirileceğini düşünüyoruz.

bsengonul@isyatirim.com.tr

kdoganay@isyatirim.com.tr

ALBRK TI	AL	44% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	1.87	2.69
PD, mn	1,008	1,450
HAO PD, mn	181	261
(x)	2011T	2012T
F/K	6.60	5.46
PD/DD	1.02	0.86
PD/Mevduat		
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	0.4	1.2
End.Gör.Perf. %	5.9	-17.5

Şirket Haberleri

Tofaş Fabrika

esuner@isyatirim.com.tr

Marjlarda dikkat çeken iyileşme

Beklentilerin üzerinde olarak (İS Yatırım: 93 milyon TL ve piyasa: 90 milyon TL), Tofaş yıllık bazda %79 büyüme ve çeyrek bazda sabit olarak 3Ç11'de 131 milyon TL net kar rakamı açıkladı. Satış hacminde kısmi daralma olmasına rağmen, güçlü fiyatlama ile birlikte artan ciro ve marjlarda görülen iyileşmeyi 3.çeyrekte net kar rakamındaki artışın nedeni olarak gösterebiliriz. Diğer yandan, beklediğimizden daha iyi gerçekleşen operasyonel karlılık kar tahminimizdeki sapmanın ana nedeni olarak gösterilenilir. Tahminlerin çok üzerinde olarak (İs Yatırım: 175 milyon TL, piyasa beklentisi: 171 milyon TL), FAVOK yıllık bazda %44 artış fakat çeyrek bazda %5 düşüşle 3Ç11'de 207 milyon TL olarak gerçekleşti. FAVOK'ün çeyrek bazda sabit kalmasına neden olarak ise, Ağustos ayında bakım ve onarım çalışmaları nedeniyle üretime ara verilmesi sonucu düşen satış hacimlerini gösterebiliriz.

Daralan satış hacmine rağmen güçlü ciro artışı Tahminlere paralel olarak (İs Yatırım: 1,671 milyon TL ve piyasa beklentisi: 1,640 milyon TL), Tofaş yıllık bazda %24 artış fakat çeyrek bazda %19 düşüşle 1,669 milyon TL ciro kaydetti. Satış hacmindeki gerilemeye rağmen, yurtiçi fiyatlardaki artış ve euro bazlı yurtdışı satışların TL'nin euro karşısında değer kaybetmesiyle olumlu etkilenmesi ciroda artışa neden oldu. Yurtiçi gelirler yıllık bazda %23 artış ve çeyrek bazda %19 düşerek 821 milyon TL olurken, toplam ciro içerisindeki payı 3Ç10 ve 2Ç11'e kıyasla sabit kalarak %49 oldu. Diğer yandan, yurtdışı gelirler yıllık bazda %24 artış fakat çeyrek bazda %18 gerileyerek 848 milyon TL olarak gerçekleşti. Şirketin yurtiçi satış hacmi 29,556 (yıllık bazda %3 ve çeyrek bazda %39 gerileme) adet olurken, yurtdışı satış hacmi 37,851 (yılılık bazda %4 ve çeyrek bazda %12 gerileme) adet oldu.

Negatif kur etkisine rağmen marjlarda iyileşme Fiyatlardaki artış sonucunda brüt kar marjı yıllık bazda 2 baz puan ve çeyrek bazda 1.5 baz puan artarak 3Ç11'de %13.2'ye yükseldi. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise 3Ç10'a kıyasla sabit kalarak %5.5 olurken, 2Ç11'deki %4.5'e kıyasla cirodaki düşüş sonucu arttı. Sonuç olarak, FAVOK yıllık bazda %44 artış fakat çeyrek bazda %5 gerileme ile 3Ç11'de ciddi büyüyerek 207 milyon TL oldu. FAVOK marjı ise kurun hammadde maliyetlerindeki olumsuz etkisine rağmen, 3Ç11'de 3Ç10'daki %10.7 ve 2Ç11'deki %10.6'a kıyasla %12.4'e yükseldi. Tofaş'ın üretim maliyetlerinin %50'sinin euro bazlı, geriye kalanının ise TL bazlı olduğunu hatırlatmak isteriz.

Net finansal gelirler faiz gelirlerindeki artış sonucu 3Ç10'daki 7 milyon TL'ye kıyasla 3Ç11'de 8 milyon TL oldu. Net borç pozisyonu (tüketici finansman operasyonları alacakları dahil) Euro bazlı banka borçları ve 3. çeyrekteki 105 milyon TL yatırım harcamaları sonucunda Haziran 2011'deki 15 milyon TL'den Eylül 2011 sonu itibarıyla 190 milyon TL'ye yükseldi.

Tofaş'ın 3.çeyrek marjlarındaki sürpriz iyileşmenin piyasa tarafında olumlu karşılanacağını düşünüyoruz. Hisse için 9.82TL hedef fiyatımız ile AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyatımız %44 yukarı potansiyelle işaret ediyor. Şirket bugün analist toplantısı düzenliyor, sonrasında tahminlerimizin üzerinden geçebiliriz.

TOASO TI	AL	44% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	6.84	9.82
PD, mn	3,420	4,912
HAO PD, mn	821	1,179
(x)	2011T	2012T
F/K	8.30	8.34
PD/DD	1.99	1.83
FD/FAVOK	5.81	5.50
(TL)	1Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	3.5	5.7
End.Gör.Perf. %	9.7	7.2

Şirket Haberleri

Tofas Fabrika (TLmn)	3Ç11	3Ç10	Değ.	2Ç11	Değ.	9A11	9A10	Değ.
Ciro	1,669	1,347	24%	2,050	-19%	5,554	4,472	24%
Brüt Kar Marjı	13.2%	11.2%	2.0pp	11.6%	1.5pp	11.7%	10.7%	1.0pp
Faaliyet Karı	129	77	68%	146	-12%	390	269	45%
Faaliyet Kar Marjı	7.7%	5.7%	2.0pp	7.1%	0.6pp	7.0%	6.0%	1.0pp
FAVÖK	207	144	44%	217	-5%	610	467	31%
FAVÖK Marjı	12.4%	10.7%	1.7pp	10.6%	1.8pp	11.0%	10.4%	0.5pp
Finansman Geliri	8	7	16%	3	n.a.	13	(1)	n.a.
Net Kar	131	73	79%	130	1%	343	265	30%
Net Kar Marjı	7.9%	5.4%	2.4pp	6.3%	1.5pp	6.2%	5.9%	0.3pp

Petkim

akumbaraci@isyatirim.com.tr

Petkim'in sonuçları beklentilerin çok altında kaldı.

Petkim 2011 yılının 3. çeyreğinde hem bizim hem de piyasanın beklentisinin çok altında 35mn TL net kar elde etti. Bizim 3. Çeyrek için kar beklentimiz 67mn TL seviyesinde iken piyasa beklentisi 62 mn TL seviyesindeydi. Artan nafta maliyetlerinin fiyatlara yansıtılmaması olmasının şirketin karlılığına olumsuz yansıdığını düşünüyoruz. 9 aylık dönemde ise şirket 143mn TL net kar yarattı. Her ne kadar kar geçen yılın aynı dönemine göre artış göstermiş olsa da bunda şirketin varlık satışından yarattığı tek seferlik 61mn TL karın etkisi büyük. Karı bundan arındırdığımız zaman geçen yıla göre %13'lük bir düşüş görüyoruz.

Petkim'in hacim bazında satışları geçen yıl 3. çeyreğe göre %3 artış gösterdi ve 433 bin ton seviyesine yükseldi. Bu da şirketin artan fiyatların da etkisiyle geçen yılın %33 üzerinde 983 mn TL satış geliri elde etmesine neden oldu. 9 aylık dönemde ise şirketin gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre %37 yükselerek 2,917 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Şirketin kapasite kullanım oranı planlı bakım durumu nedeniyle ilk dokuz aylık dönemde %86.5 olarak gerçekleşti. Geçen yıl 9 aylık dönemde ise şirketin kapasite kullanım oranı %97.7 seviyesindeydi.

Ürün fiyat karlılıklarındaki düşümlere, stok zararlarına ve artan faaliyet giderlerine paralel olarak Petkim'in 3. çeyrekte yarattığı FAVÖK 14 mn TL oldu. Bu da geçen yılın aynı dönemine göre %59'luk bir gerilemeye işaret ediyor. Her ne kadar ilk dokuz aylık dönemdeki FAVÖK hala geçen yıla göre %25'lik bir artışa işaret etse de, bunun 2. çeyrekteki yüksek karlılıktan kaynaklandığını hatırlatmakta fayda var.

Beklentilerin çok altında gelen Petkim'in finansallarının bugün hissenin performansına olumsuz yansiyabileceğini düşünüyoruz.

PETKMTI	AL	27% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	2.42	3.08
PD, mn	2,420	3,084
HAO PD, mn	750	956
(x)	2011T	2012T
F/K	8.85	10.01
PD/DD	1.29	1.29
FD/FAVÖK	7.74	6.09
(TL)	1 Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	7.8	18.7
End.Gör.Perf. %	7.4	19.7

PETKM	mn TL	3Ç11	3Ç10	değişim	2Ç10	değişim	9A11	9A10	değişim
Gelirler		983.0	740.5	32.8%	989.6	-0.7%	2,917	2,136.3	36.6%
Brüt Kar marjı		2.6%	5.3%		7.9%		7.6%	7.6%	
Faaliyet Karı		-1.5	19.1	-108%	46.6	-103%	131.9	98.2	34.4%
Faaliyet Marjı		-0.2%	2.6%		4.7%		4.5%	4.6%	
FAVÖK		14.0	33.9	-58.7%	62.0	-77.4%	177.9	142.5	24.9%
FAVÖK Marjı		1.4%	4.6%		6.3%		6.1%	6.7%	
Finansal Giderler-net		-18.1	17.8	n.m.	-3.7	n.m.	-15.7	10.0	n.m.
Net Kar		34.7	29.1	19.1%	30.8	12.4%	142.7	94.5	51.1%
Net Marj		3.5%	3.9%		3.1%		4.9%	4.4%	

Şirket Haberleri

Ünye Çimento

bberki@isyatirim.com.tr

Ünye Çimento 3Ç11 finansalları tahminimize paralel geldi

Ünye Çimento beklentimize paralel 13.9 milyon lira net kar açıkladı. Bu sonuçlarla birlikte karlılık yıllık %3 çeyreklik bazda %20 daraldı. Toplam 9 aylık net kar 39.6 milyon liraya yükselirken 9M10'da bu rakam 28 milyon lira seviyesindeydi. Operasyonel karlılığın geçen seneye göre iyiye gitmesinin yanı sıra net kardaki azalma finansal giderlerin artmasından dolayı oldu.

Satış gelirleri yıllık %14 artarken çeyreklik bazda %9 düşüş göstererek 57 milyon liraya yükseldi. Dokuz aylık toplam gelirler yıllık %23 artarak 165 milyon liraya yükseldi. Yurtiçi tarafta şirket gelirlerini %40 artırdı ve 54 milyon lira satış geliri elde etti. Yurtdışı satış gelirleri ise yıllık %70 düşüş gösterdi. Şirket satışlarını daha karlı olan yurtiçi piyasaya yönlendiriyor.

Satışların maliyetine göre daha çok artış gösteren çimento fiyatları şirketin operasyonel anlamda daha iyi bir performans göstermesini sağlıyor. Ünye için AL tavsiyemizi koruyoruz.

UNYEC TI	AL	36% Potansiyel
(TL)	Geçerli	Hedef
Kapanış	4.19	5.71
PD, mn	518	706
HAO PD, mn	47	64
(x)	2011T	2012T
F/K	9.90	8.68
PD/DD	1.98	1.90
FD/FAVÖK	7.01	6.26
(TL)	1 Ay	Yılıçi
Ort.Hac.Mn	0.1	0.4
End.Gör.Perf. %	5.7	21.8

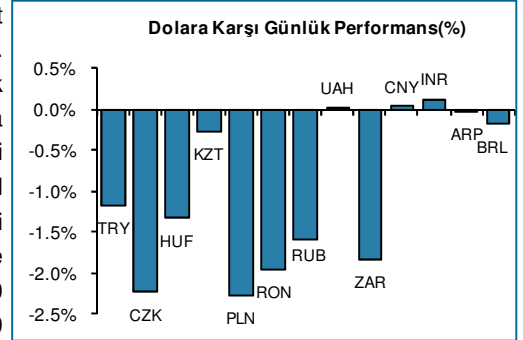
Ünye	mn TL	3Ç11	3Ç10	değişim	2Ç11	değişim	9A11	9A10	değişim
Gelirler		57,5	50,5	13,7%	63,1	-8,9%	164,5	133,4	23,4%
Brüt Kar Marjı		38,8%	36,8%		38,2%		37,0%	34,6%	
Faaliyet Karı		18,3	14,4	27,5%	19,6	-6,2%	46,6	31,7	47,1%
Faaliyet Kar Marjı		31,9%	28,5%		31,0%		28,3%	23,8%	
FAVÖK		21,9	17,7	24,3%	23,1	-5,1%	57,2	41,3	38,4%
FAVÖK Marjı		38,2%	34,9%		36,7%		34,7%	31,0%	
Finansal Giderler-net		-1,0	3,2	n.m.	1,7	n.m.	3,8	5,8	n.m.
Net Kar		13,9	14,3	-3,0%	17,4	-20,4%	39,6	28,2	40,3%
Net Kar Marjı		24,1%	28,3%		27,6%		24,1%	21,2%	

Döviz Piyasası

- Avrupa bölgesinden gelen Yunanistan'ın yeni kemer sıkma planını referandumla götürebileceğini açıklaması ve ABD'deki bir finans kuruluşunun iflas korumasına başvurması global piyasalardaki olumlu havanın kaybolmasına neden oldu. Dün döviz piyasasında karışık flowlar gördük ve USDTL 1,7500-1,7620 gibi bir bandda hareket etmişti. Ancak EURUSD paritesindeki sert düşüşün etkisiyle USDTL'de önemli seviye olarak görülen 1,7700 seviyesinin üzerinde güne başlıyoruz. Ancak sepet bazında baktığımızda TL'de önemli bir değer kaybı görmedik. Yurtdışındaki risk iştahının yüksek olduğu günlerde sepet seviyesi olarak 2,1000 'ün altına inememiştik. Yurtdışındaki havanın bozulmasıyla 2.1250'lere doğru bir hareket görebiliriz. Merkez Bankası döviz ihalelerini kesti ve döviz üzerindeki etkisini TL piyasasındaki para arzı ile kontrol etme yoluna gidiyor. Bugün Merkez Bankası'nın açacağı repo ihalesi piyasada etkili olacaktır. Ayrıca yurtdışından gelecek açıklamalar ve veriler piyasaların yönünü belirleyecektir. USDTL'de 1,7500 ve 1,7850 seviyelerine dikkat edilmeli. EURTL için ise gün içerisinde 2,4350-2,4750 bandında hareket bekliyoruz. Sepette 2,1250-2,1300 önemli direnç olacaktır. Aşağıda ise 2,1000 altına inmekte oldukça zorlanıyoruz.

Döviz Piyasası Verileri		Değişim (%)	
31/10/2011 İtibari ile	Kapanış	Günlük	Yıllık
Dolar	1.7643	-1.17	-12.49
Euro	2.4604	0.37	-16.19
Euro/Dolar	1.3945	-1.54	4.46
Sepet	2.1124	-0.27	17.17

Kaynak: Bloomberg

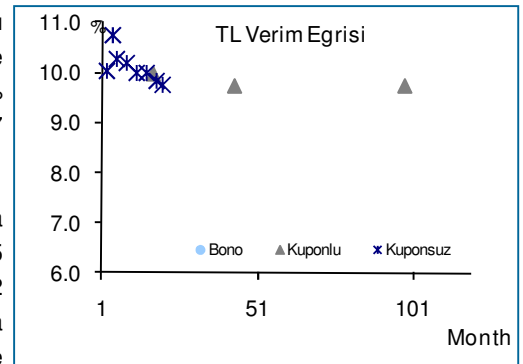
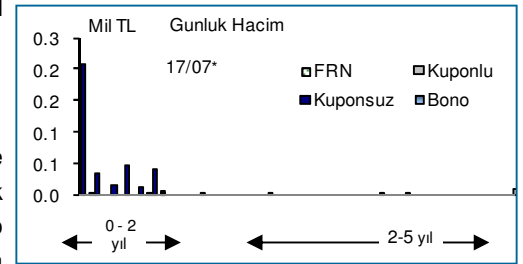


Para Birimleri: Türkiye: TRY, Çek Cum.: CZK, Macaristan:HUF, Kazakistan:KZT, Polonya:PLN, Romanya:RON, Rusya:RUB, Ukrayna:UAH, G.Afrika :ZAR, Çin:CNY, Hindistan:INR, Arjantin:ARP, Brezilya:BRL

- Yerel tarafta Merkez Bankası'nın ekonomistlerle toplantısından çıkacak yorumlar önemli olacak. Uluslararası tarafta İngiltere'de PMI imalat endeksi, konut fiyatları ve GDP; ABD'de ise inşaat harcamaları ve ISM imalat endeksi verileri açıklanacak.

Tahvil ve Bono Piyasası

- Piyasada yönü etkileyebilecek bir veri açıklamasının olmadığı günde tahviller güne yatay seviyelerden başladı. Merkez Bankası 14 milyar TL'lik haftalık repo geri dönüşüne karşılık 29 milyar TL yeni iki-haftalık repo ihalesi açtı. Bu hamleyi ay sonu vergi ve maaş ödemelerinin yanında Kurban Bayramı nedeniyle önümüzdeki hafta piyasaların kapalı olması gibi teknik detaylar yüzünden likiditeye sıkışan bankaları geçici olarak rahatlatmak amacıyla yapılmış bir hamle olarak yorumluyoruz. Bu sebeple IMKB'de gecelik faizler biraz gevşese de ortalama faiz oranı yine de yüksek %10,6 seviyesinde gerçekleşti. Gösterge kıymet %9,72 - %9,84 bileşik bandında hareket ettikten sonra günün 2bp aşağıda %10,07 basit (%9,74 bileşik) seviyesinden kapattı.
- Hazine 2012 yılı Finansman Programı'nı açıkladı. 93,6 milyar TL anapara ve 47,6 milyar TL faiz olmak üzere toplam 141,2 milyar TL (2011'de 150,5 milyar TL) tutarında borç servisi gerçekleştirilmesi öngörülmektedir. 2012 yılında 101,9 milyar TL (2011'de 114 milyar TL) tutarında iç borçlanma yapılması ve toplam iç borç çevirme oranının yüzde 83,5 olması (2011'de gerçekleşmesi beklenen %86) bekleniliyor. İç borçlanmada genel strateji amaçlarında bir değişiklik görünmüyor. Genel strateji kalan vadenin ve sabit faizli kıymetlerin borç stoku içindeki payının artırılması, likidite yönetiminin iyileştirilmesi ve nakit rezervlerin artırılması konuları gözetilerek en iyi maliyetle finansman sağlamak olarak aynı kalmış durumda. Ancak göze çarpan önemli bir nokta, artık "gösterge tahvil'in" 21 ay vadeli iskontolu kıymet yerine 2 yıl vadeli sabit kuponlu kıymet olacak olması. Bu yıl ihalelerde düşük talep gelen 3 yıl vadeli sabit kuponlu kıymetin ihracından bahsedilmeyen programda 5 ve 10 yıl vadeli sabit kuponlu kıymetlerin ihracına ağırlık verileceği anlaşılıyor. İç borç geri ödemelerindeki azalma ve borç çevirme oranlarında düşüş hedeflenen programı olumlu bulduğumuzu belirtmekte fayda görüyoruz.



Uğursel Önder
uonder@isyatirim.com.tr

Uğur N. Küçük, PhD
ukucuk@isyatirim.com.tr

- Gösterge kıymette (17/07/13) bu sabah geçen kotasyonlar 7bp yukarıda %9,81 bileşik seviyesinde bulunuyor.

Eurotahvil Piyasası

- Geçtiğimiz hafta AB Liderler Zirvesi'nden sonra piyasalara hakim olan pozitif havanın, planın detayları ve ne şekilde uygulamaya geçirileceği yönündeki belirsizliklerle yerini satışlara bıraktığı gözlemlendi. Avrupa'nın en büyük borç stoğuna sahip ülkelerinden biri olan İtalya'nın tahvil getirilerinde yükseliş dün de devam ederken ECB'nin yaptığı alımların getirilerdeki yükselişin önüne geçmekte yetersiz kaldığını gördük. İtalyan 10 yıllık tahvil getirileri Pazartesi gününü de %6 seviyesinin üzerinden sonlandırdı. AB'nin destek almayı planladığı Çin'den haftasonu gelen Avrupa ülkelerine destek verecekleri ama bu yardımın koşulsuz olmayacağı yönündeki açıklamalar da piyasadaki tedirginliği artırdı. Ayrıca ABD'de açılışından sonra geçtiğimiz haftadan bu yana sermaye desteğine ihtiyaç duyduğu yönünde haberler çıkan MF Global'ın iflas başvurusunda bulunması endekslere satış getirirken, ABD Hazine tahvil getirilerinin de geri çekilmesine sebep oldu. Geçtiğimiz hafta %2,40'lara kadar yükselen 10 yıllık ABD Hazine tahvil getirileri %2,12'lere geriledi. Yine ABD seansında Yunanistan Başbakanı Papandreu geçtiğimiz hafta yapılan AB Zirvesi'nden çıkan yardım planını referanduma sunma kararı aldıklarını açıkladı. Son dönemde yapılan düzenlemelerden, bütçe kesintilerinden rahatsız olan Yunan halkının plana sıcak bakmaması göz önünde bulundurulduğunda önümüzdeki günlerde belirsizlik ortamının devam edebileceğini söyleyebiliriz.
- Türk eurotahvilleri global piyasaları takiben güne yatay bir başlangıç yaptılar. Gün içerisinde Avrupa borç krizi çözüm planındaki belirsizliklerin konuşulmaya başlanmasıyla kırmızı alanda işlem görmeye başladı. Sonuç olarak, kısa vadelerde faizler 6-10 baz puan aralığında yükselirken, orta ve uzun vadelerde kıymetler günü ortalamada yatay seviyelerden kapattılar. Türkiye 2030 vadeli gösterge eurotahvil faizi 3bp düşerek %5,61 bileşik seviyesinden kapanışı yaparken, 5 yıl vadeli Türkiye CDS'i ise 11bp genişleyerek 233/237bp seviyesinde.

ÖNERİLERİMİZ

Tahvil ve Bono Piyasası:

- **15-01-2020 Sabit kuponlu kıymet:** Geçtiğimiz haftadaki satış dalgasıyla faizleri yükselen 8-yıl vadeli kıymette mevcut seviyelerde alım fırsatı olduğunu düşünüyoruz.
- **17-07-2013 Gösterge kıymet:** Gösterge kıymette mevcut seviyelerden uzun pozisyon öneriyoruz.
- **Mevduat:** Kısa vadeli kıymetlerin getirilerinin gerilemesi nedeni ile mevduatın kısa vadede kalmak isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- **TÜFE-Endeksli Kıymetler:** 2014 ve 2015 vadeli TÜFE endeksli kıymetlerin işaret ettiği başa-baş (breakeven) enflasyon seviyeleri ve enflasyon risk primleri kıymetlerde alım fırsatı oluşturuyor. Bu vadelerdeki TÜFE endeksli kıymetleri öneriyoruz.

Eurotahvil Piyasası:

- 2025-2036 vadeleri arasındaki kıymetlerin diğer vadeli kıymetlere nazaran daha iyi performans göstermesini bekliyoruz ve aşağıdaki kıymetleri öneriyoruz:
- **7 3/8% 20-Mayıs-25 USD, 11 7/8% 15 Ocak 2030 USD, 8% 14 Şubat 2034 USD, 6 7/8 % 17 Mart 2036 USD**

En Çok İşlem Görenler

Enstrüman	İtfa Tarihi	Vade	Dolaşım Miktar (Milyar TL)	Günlük Hacim (Milyar TL)	Haftalık Hacim (Milyar TL)	Son İş. Gören Fiyat	Basit Oran (%)	Bileş. Oran (%)	Get Fark 1g (bp)	Get. Fark Hft (bp)	3 ay Bant Düşük (%)	3 ay Yüksek (%)	3 ay Ort. (%)	Dur.	Konv.	PVBP * 100
kontolu Tahviller																
TRT250112T14	25/01/12	3 m	11,715	209	732	97.800	9.66	10.02		99	7.28	10.05	7.81	0.22	0.029	0.23
TRT071112T14	07/11/12	12 m	18,298	50	647	90.751	10.00	9.99	-10	31	7.79	10.53	8.41	0.97	0.011	0.84
TRT150513T11	15/05/13	18 m	10,386	44	887	86.562	10.10	9.84	-18	34	7.73	10.17	8.42	1.47	0.024	1.15
ıbit Getirili Tahviller																
TRT150120T16	15/01/20	8.2 y	10,307	12	339	105.600	9.50	9.73	-3	-13	8.83	10.07	9.40	5.39	0.000	5.84
TRT100413T17	10/04/13	17 m	7,903	5	69	100.500	9.62	9.97	15	22	7.94	10.30	8.53	1.30	0.109	1.34
TRT170615T16	17/06/15	3.6 y	8,514	1	2	101.500	9.50	9.73			8.16	9.89	8.81	2.90	0.000	3.05

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 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 getiri vaadi 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 sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.