



# **AYLIK BÜLTEN**

**“ÖNEMLİ OLAN GÜNEŞİN OLMASI ”**

**ŞUBAT 2012**

**Yıl:6 Sayı:63**

**M. Baki ATILAL**  
Araştırma, M¼d¼r  
[m.baki@turkishyatirim.com](mailto:m.baki@turkishyatirim.com)  
**+ 90 212 315 1071**

**Bařak Erçevik**  
Uzman Yardımcısı Adayı  
[b.ercevik@turkishyatirim.com](mailto:b.ercevik@turkishyatirim.com)  
**+ 90 212 315 1061**

Araştırma B¼l¼m¼m¼z¼n Hazırladığı Diğer Raporlarımıza  
[www.turkborsa.net](http://www.turkborsa.net)  
[www.turkishyatirim.com](http://www.turkishyatirim.com)  
adreslerinden ulaşabilirsiniz.

**İÇİNDEKİLER**

<b>LİKİDİTENİN ESERİ</b>	<b>1</b>
<b>BALTIC DRY ENDEKSİ NEDEN DÜŞÜYOR</b>	<b>5</b>
<b>PARASAL GENİŞLEME ADIMLARI EMTİA'LARI DA BORSALAR GİBİ UÇURDU</b>	<b>8</b>
<b>ALTIN</b>	
<b>GÜMÜŞ</b>	
<b>BAKIR</b>	
<b>MISIR</b>	
<b>BUGDAY</b>	
<b>PAMUK</b>	
<b>PETROL</b>	
<b>HİSSE SEÇİMİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ</b>	<b>19</b>
<b>ÇİMENTO SEKTÖRÜ YASALARI BEKLİYOR</b>	<b>21</b>
<b>ADANA ÇİMENTO</b>	
<b>ÇİMSA</b>	
<b>AKÇANSA</b>	
<b>GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ UÇMAYA HAZIR</b>	<b>29</b>
<b>İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI</b>	
<b>EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI</b>	
<b>SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI</b>	
<b>2011'DEKİ HALKA ARZ'LAR 2012 BEKLENTİLER</b>	<b>37</b>
<b>MAKRO BEKLENTİLERİMİZ</b>	<b>40</b>
<b>IMKB-50 GETİRİLERİ ( YILBAŞINDA İTİBAREN)</b>	<b>44</b>
<b>DİP ZİRVE ANALİZİ</b>	<b>45</b>

## LİKİDİTE'NİN ESERİ

ÜLKE	ENDEKS	DEĞİŞİM % YTD ( 10/02/2012)
<b>AMERİKA</b>		
ABD	Nasdaq Composite	12.56
Arjantin	Merval	11.63
Venezuela	Venezuela Stock Mkt.	10.62
<b>Brezilya</b>	<b>Bovespa</b>	<b>10.53</b>
ABD	S&P 500	7.50
ABD	Dow Jones	5.51
Meksika	Mexico Bolsa Index	3.14
<b>ASYA / PASİFİK</b>		
<b>Rusya</b>	<b>RTX</b>	<b>17.71</b>
Vietnam	Ho Chi Minh Stock Index	15.21
Hindistan	Mumbai Sensex	14.53
Hong Kong	Hang Sang	12.57
Singapur	SES, Straits Times Inx	11.96
Tayvan	Taiwan Weighted Index	11.17
Güney Kore	Kospi	9.20
Filipinler	PSEC(PSE Composite)	9.10
Pakistan	Karachi 100 Index	8.27
Tayland	Thai Se	7.30
<b>Çin</b>	<b>Shanghai Composite</b>	<b>6.94</b>
Japonya	Nikkei 225	5.82
Avustralya	All Ordinaries Index	5.15
Endonezya	Jakarta JSX	2.40
Malezya	Kuala Lumpur Comp Ind	2.07
<b>AVRUPA / AFRIKA / ORTADOĞU</b>		
Mısır	Cairo and Alesandra Stock	31.23
Yunanistan	ASE	21.10
Avusturya	ATX Index	18.71
<b>Türkiye</b>	<b>IMKB-100</b>	<b>17.35</b>
Almanya	DAX	15.10
Macaristan	Budapeşte	14.61
Çek Culm.	Prague Stock Exch	12.59
Danimarka	Copenhagen (KAX)	12.57
<b>Polonya</b>	<b>WSE Wig Index</b>	<b>11.16</b>
İtalya	Mib30	10.37
B.A.E	UAE Dubai - DFM General Inde:	9.86
İrlanda	Irish Overall Index	9.61
İsveç	Stockholm 30	9.04
Fransa	CAC 40	8.38
Norveç	OSE Benchmark Index	8.08
<b>Güney Afrika</b>	<b>JSE</b>	<b>6.84</b>
İngiltere	FTSE 100	5.80
Hollanda	Amsterdam	4.05
İsviçre	Swiss Market Index	3.93
İspanya	IBEX 35	3.92
İsrail	Tel Aviv 100	3.82
Portekiz	PSI 20	3.16
B.A.E	Abu Dhabi Sec. Market	2.68
Kuveyt	Kuwait Stock Exc.	0.86
Bahreyn	Bahrain Stock Exc.	-0.60
<b>MSCI ENDEKSLERİ (USD)</b>		
MSCI EM AVRUPA (USD)		20.59
MSCI EM LATİN AMERİKA (USD)		17.91
<b>MSCİ TÜRKİYE</b>		<b>16.91</b>
MSCI EMERGING MARKETS (USD)		16.13
MSCI EM ASYA (USD)		14.94
MSCİ DÜNYA ENDEKSİ (USD)		9.06

Piyasalara likidite sunmaktan bahsedersen piyasalar makro verilerine sonra bakar önce hızlı bir şekilde yolunu alır. İçinde bulunduğumuz tam da bu.

ECB, FED, IMF piyasalara likidite sağlamaya devam ederken, Para güvenli limanlardan çıkıp yeniden riskli varlıklara yönelirken, geride kalmamak için hızlı bir şekilde GOP ülkelerine para akarken, Sorunlu ülke ihalelerinde ne faizde ne borçlanma miktarında sorun çıkmazken, TCMB'nin tahminleri piyasalara neredeyse paralellik arz ederken , olacak olan sadece kısa süreli kar satışıdır.

Piyasalara likidite sağlandığı her dönemde borsalarda coşku en az iki ay sürmekte ve bunu 2008'den beri net bir şekilde görmekteyiz. Aynı şekilde PMI göstergeleri de bu dönemde mevcut seviyelerinden yukarı doğru dönmeye başlıyor.

2008'den sonraki dönemle içinde bulunduğumuz dönem arasında dikkat edilen göstergelerden sadece BDI' yününde fark var, BDI'daki gerilemenin nedeni ise likidite enjekte döneminde verilen gemi siparişlerinin teslim alınması ile arzdaki artış ile birlikte düşün navlun fiyatları ve yeni gemi siparişlerin iptal olmasından kaynaklandığını bilmekteyiz. İleriki sayfalarda detaylı sunumu yaptık.

ECB'nin LTRO ( uzun vadeli ve ucuz finansman) sağlaması , FED'in gerekirse likiditeyi güçlü destekleme devam edeceğini ve 2014 sonuna kadar düşük faiz uygulamasına geçmesi ile piyasalara sunulan bol ve ucuz likidite ekonomilere zaman kazandırırken elde edilen ucuz likidite de getiri peşinde koşmaktadır. ECB bu ay sonunda da ucuz kredi sağlayacağını açıklamıştır, sorunlu ülke tahvil alımlarına da devam etmektedir. Bu duruma borsalar hemen reaksiyon vermek zorundadır. Ve yandaki tabloda görüldüğü gibi de vermiştir. ( 9 şubat kapanışlarına göre hazırlanmıştır.)

Bu dönemde de Ocak ayının 9'undan sonra TCMB'nin davranışını değiştirmesi, Rusya ve Macaristan'dan sonraki en yüksek reel faizin bizde olması, yabancı girişleriyle birlikte TL'deki değer kazancı, sıkı para politikasının devam etmesinin TL lehine yarattığı avantaj, 2011'de EM içerisindeki çok kötü IMKB performansı bir araya gelince IMKB'de 49263'den 61587'e doğal olarak yükselmiştir.

## LİKİDİTE'NİN ESERİ

Önce ECB, ardından FED'in parasal genişleme adımlarına Çin'in eklenmesi beklenirken birden ve beklenmedik şekilde BOE girmesi ve BOE'in resesyon korkusundan dolayı 275 milyar pound olan varlık alım programını 325 milyar pounda çıkarması ile oluşan yeni bir likidite hikayesi ve gelişmekte olan ülkelere ilginin devamı piyasaların yükselişi için yeni bir neden daha olmuştur.

2012'nin başlarında portföylerini boşaltmış birçok yatırımcı, nakitte ve yatırım yapacak likiditeye sahip konumdaydı. AB'nin güvenli limanı Almanya'yı tercih ettiler önce parasal gevşeme adımları da beklentilerden çok önce gelince gelişmekte olan ülkelerle birlikte gelişmişlere de yöneldiler doğal olarak. (EPFR Global verilerine göre son altı haftada gelişmekte olan ülke fonlarına toplam 9,3 milyar dolar yönelmiş)

Büyüme beklentilerinin aşağı yönlü olması ve hisse senetlerinin çok düşük değerlemeleri alım fırsatı yaratmıştı, sonuçta büyüme önümüzdeki yıllarda gelecekti. Büyümenin artması şirket karlarına olumlu yansiyacak yatırımcının temettü geliri artacaktı, düşük faizli hazine tahvillerinde duran yatırımcılar likiditenin de gelmesiyle birlikte tercihlerini hızlı bir şekilde hisse senetlerinden yana kullanmaya başladılar.

Yurtdışında ise ECB'nin Şubat ayındaki LTRO'suna talep'in 1 trilyon olacağı, ABD, IMF ve Euro bölgesi'nin ESM'nin gücünü 1 trilyon euro'ya çıkaracak ve 500 Milyar euro'da IMF desteği ile 1,5 trilyon'luk bir program üzerinde çalıştıkları yönündeki haberler yeni bir likidite enjektisinin hazırlandığı izlenimini veriyor.

		F/K			
		6 OCAK	8 ŞUBAT	DEĞİŞİM	2012T
Portekiz	PSI 20 INDEX	10.49	22.41	113.63%	12.11
Finlandiya	OMX HELSINKI IND	14.28	20.5	43.56%	13.95
Japonya	NIKKEI 225	16.47	21.86	32.73%	20.7
Singapur	FTSE STRAITS TIM	6.64	8.69	30.87%	13.9
<b>Macaristan</b>	<b>BUDAPEST STOCK</b>	<b>7.65</b>	<b>9.28</b>	<b>21.31%</b>	<b>9.82</b>
<b>Türkiye</b>	<b>ISE NATIONAL 100</b>	<b>11.04</b>	<b>12.93</b>	<b>17.12%</b>	<b>9.62</b>
<b>Brezilya</b>	<b>BRAZIL BOVESPA I</b>	<b>9.41</b>	<b>10.95</b>	<b>16.37%</b>	<b>10.56</b>
Hong Kong	HANG SENG INDEX	8.42	9.52	13.06%	10.65
Tayvan	TAIWAN TAIEX IND	16.07	18.16	13.01%	14.32
<b>Hindistan</b>	<b>BSE SENSEX 30</b>	<b>14.5</b>	<b>16.07</b>	<b>10.83%</b>	<b>15.65</b>
Tayland	STOCK EXCH OF TH	12.69	14.04	10.64%	11.81
<b>Çek Cumhuriyeti</b>	<b>PRAGUE STOCK EXC</b>	<b>36.52</b>	<b>40.36</b>	<b>10.51%</b>	<b>10.92</b>
Fransa	CAC 40 INDEX	9.29	10.25	10.33%	9.9
Almanya	DAX INDEX	10.29	11.34	10.20%	10.63
Çin	SHENZHEN SE A SH	20.85	22.95	10.07%	14.48
<b>Polonya</b>	<b>WSE WIG 20 INDEX</b>	<b>7.69</b>	<b>8.46</b>	<b>10.01%</b>	<b>10.07</b>
İspanya	IBEX 35 INDEX	8.95	9.84	9.94%	9.93
<b>Rusya</b>	<b>RUSSIAN RTS INDE</b>	<b>5.17</b>	<b>5.67</b>	<b>9.67%</b>	<b>5.7</b>
<b>Güney Afrika</b>	<b>FTSE/JSE AFRICA</b>	<b>11.62</b>	<b>12.53</b>	<b>7.83%</b>	<b>11.06</b>
Filipinler	PSEI - PHILIPPIN	15.99	17.11	7.00%	14.66
Endonezya	JAKARTA COMPOSIT	16.91	17.67	4.49%	13.53
Malezya	FTSE Bursa Malay	16.26	16.99	4.49%	14.48
ABD	S&P 500 INDEX	13.49	14	3.78%	12.88
İngiltere	FTSE 100 INDEX	10.11	10.45	3.36%	10.47
ABD	DOW JONES INDUS.	12.82	13.22	3.12%	12.35
ABD	NASDAQ COMPOSITE	22.73	23.24	2.24%	15.42
Meksika	MEXICO IPC INDEX	18.55	18.79	1.29%	14.57
<b>Güney Kore</b>	<b>KOSPI INDEX</b>	<b>26.66</b>	<b>20.28</b>	<b>-23.93%</b>	<b>9.72</b>

Parasal genişleme adımlarının borsalarda yükselişe neden olurken bu olumlu trend doğal olarak F/K oranlarına da yansımıştır.

İMKB-100 endeksinin bloomberg verilerine göre 12,93'lük F/K oranı, 06 Ocak verilerine göre %17,12 artışa dikkat çekerken, 2012T 9,62x çarpanı mevcut duruma göre Polonya, G.Kore, G.Afrika piyasalarının bize göre avantajlı olduğunu göstermiş olsa'da

- Bankaların fonlama maliyetlerinin düşmesinin ve faizlerdeki gerileme ,
- TL'deki değerlemesinin devam etmesi ve büyümdaki yavaşlamanın enflasyon beklentilerinin dizginlenmesi,

Türkiye'nin büyüme beklentilerinde yukarı yönlü revizyon gerektireceğinden kısa süreli olduğunu düşündüğümüz Türkiye'nin göreceli pahalı olduğunu gösteren F/K oranında önümüzdeki dönemde normalleşme görülmesini beklemekteyiz.

Tabi ki bu normalleşmeyi piyasamızda ciddi satış beklediğimiz şekilde yorumlamamız gerektiğini de hatırlatarak.

## LİKİDİTE'NİN ESERİ

Borsalardaki yükselişe neden olan etmenleri yurtdışı ve yurtiçi olarak ayırdığımızda

### A) YURTDIŞI

- 1- Avrupa'da EFSF'nin yerini alacak olan ESM için Mart ayından Ocak sonuna süre verilmesi ve mali konsolidasyon ile reform paketlerinin ESM'ye göre düzenlenmesinin çalışılması,
- 2- Almanya'nın yapıcı tutumda bulunması,
- 3- Çin'de parasal gevşemeye yönelik beklentiler,
- 4- Hindistan'da parasal genişlemeye yönelik beklentiler,
- 5- IMF'in Asya ülkelerinin büyüme için parasal gevşemeye gidebilir açıklamaları,
- 6- ECB'nin Şubat ayındaki LTRO'suna talep'in 1 trilyon olacağı, ABD, IMF ve Euro bölgesi'nin ESM'nin gücünü 1 trilyon euro'ya çıkaracak ve 500 Milyar euro'da IMF desteği ile 1,5 trilyon'luk bir program üzerinde çalıştıkları yönündeki haberler
- 7- FED'in düşük faiz politikasına 2013 ortasından 2014 sonuna kadar devam edeceğini açıklaması ve üçüncü nesil parasal genişlemenin masada olduğunu vurgulaması ki doların zayıflaması ile tüm finansal enstrümanların değer kazanmasına imkan vermiştir.

### B) YURTIÇİ

- 1- TCMB'nin de bankaları %5.75 fonlama başlaması ile bankacılık sektörü üzerinden kalkan baskı ve belirsizlik
- 2- Hükümetin sektörel teşvik kapsamını geniş tutacağına ve sektör kentsel dönüşüm, mütakabiliyet ve 2B yasasının Meclisten geçeceğine yönelik beklentiler
- 3- TCMB'nin 2012 enflasyon tahmininin orta noktasını %5,2'den %6,5'e ve petrol tahminini de 100 usd'dan 110 usd'a yükseltirken, kredilerin yıllık büyümesinin de %15 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenmesi ve bunların piyasa beklentilerine çok yakın olması
- 4- Ocak ayında 6,5 milyar dolarlık sermaye girişi ile dolar/TL 'de ve faizlerde yaşanan gerileme olarak görmekteyiz.

Likidite bolluğunun devam edecek olması, ECB'nin bankalara sağlayacağı 1-1.5 trilyon euro arasından olması beklenen kredi imkanları ile bankaların sermaye eksikliğini giderilmesi, ekonomide büyüme sağlanması için gelişmekte olan ülkelere beklenen parasal gevşeme adımları piyasaların olumlu seyrinin devam etmesine neden olmasını beklemekteyiz.

TCMB'nin normal gün uygulamasına geçtiği ilk gün yükseliş hareketine başlayan IMKB-100 sonunda 200 günlük hareketli ortalamasını da hacimli bir şekilde kırdı.

İşte şimdi kısa vadeli aşırı alım bölgesine geldik. Yunanistan anlaşması gelene kadar 62-63 bandına kadar yükselirsek şaşırılmam gerekir. Tabii bunun önce 61.000'i destek yapmamız lazım. Realizasyon görünen Yunanistan anlaşması geldikten sonra gelecek. O zamanda desteğin 60.000 mi? yoksa 58,500 mü? olacağını göreceğiz. 58,500'ün altı ise şimdilik görünürde görünmüyor.

Dolayısıyla IMKB'deki geri çekilmeleri alım yönünde değerlendirme düşüncesindeyiz.



**LİKİDİTE'NİN ESERİ**

Bankaların bono'lardan krediye yada kredilerden bonoya yönelmeleri reaksiyonun çabuk olmasından dolayı sanayi şirketlerine göre çok daha çabuk tepki vermektedir. Sanayi şirketlerine baktığımız da ise örneğin 2011'in son çeyreğinde TL'deki değer kaybından olumsuz etkilenen şirketlerden uzaklaşma, 2012'in ilk çeyreğinde uzaklaşılan hisselerden yeniden yönelime neden olmaktadır. Bu da tüm yükselişlerde olduğu gibi sanayi şirketlerinin trende katılımının sonradan olmasına neden vermektedir.

9 OCAK'dan bugüne IMKB-100 endeksindeki %20,72'lük yükselişin üzerinde performans gösteren sektörler arasında %39'81'lik artışla ilk sırada yer alan Orman, Kağıt, Basım sektörünü, %28,88 ile Ulaştırma, %28,17 ile elektrik %25.11'le %24,81 ile Holding ve Yatırım sektörü izlemektedir.

XKAGT sektöründeki artış İpek ve Koza gruplarının sermaye artırım ve rezerv durumlarında, TCMB'nin bankaları 5,75 ile fonlamasının yarattığı olumluğunun bankacılık sektörü üzerindeki baskıları yumuşatmasından, Sigorta sektöründe Yapı Kredi Sigorta yönelik satış beklentileri, Spor kulüplerinin TFF 58.madde'deki gelişmelere yönelik oluşan beklentiler, Holdinglerde hem bünyesinde bankacılık sektörü bulunanların yanında teşvik kapsamında olması beklenen sektörlerde yatırımları bulunan şirketlerle, İnşaat sektöründe yatırımları bulunan hisselerin ön plana çıktığını görmekteyiz.

XKAGT	IMKB ORMAN, KAĞIT, BASIM	39.81
XULAS	IMKB ULAŞTIRMA	28.88
XELKT	IMKB ELEKTRİK	28.17
XBANK	IMKB BANKA	25.11
XHOLD	IMKB HOLDİNG VE YATIRIM	24.81
XUMAL	IMKB MALİ	24.58
XSGRT	IMKB SİGORTA	22.79
XTM25	IMKB TEMETTU 25	22.57
XTRZM	IMKB TURİZM	22.18
XIKIU	IMKB İKİNCİ ULUSAL	21.41
<b>XU100</b>	<b>IMKB 100</b>	<b>20.72</b>
XULUS	IMKB ULUSAL	20.19
XTMTU	IMKB TEMETTU	19.89
XGMYO	IMKB GAYRİMENKUL YAT.ORT.	19.77
XTEKS	IMKB TEKSTİL, DERİ	19.67
XKMYA	IMKB KİMYA, PETROL, PLASTİK	19.29
XMESY	IMKB METAL EŞYA, MAKİNA	18.53
XTAST	IMKB TAŞ, TOPRAK	18.43
XUSIN	IMKB SİNAl	17.06
XSPOR	IMKB SPOR	16.03
XCRT	IMKB TİCARET	14.78
XMANA	IMKB METAL ANA	14.35
XUHIZ	IMKB HİZMETLER	13.52
XUTEK	IMKB TEKNOLOJİ	11.90
XFINK	IMKB FİN. KİRA. FAKTORİNG	10.63
XBLSM	IMKB BİLİŞİM	10.42
XYORT	IMKB MENKUL KIYMET YAT. ORT.	9.41
XILTM	IMKB İLETİŞİM	7.99
XGIDA	IMKB GIDA, İÇECEK	7.87

## BDI NEDEN DÜŞMEYE DEVAM EDİYOR ?

2008 yılında krizin öncü göstergesi olarak kabul gören Baltic Kuru yük endeksi 05 Haziran 2008'de 11.689 puandan başladığı düşüşü 05 Aralık 2008'de 663 seviyesine kadar devam ettirdikten sonra parasal genişlemelerle birlikte canlanmış ve 4661 seviyelerine kadar yükselmişti.

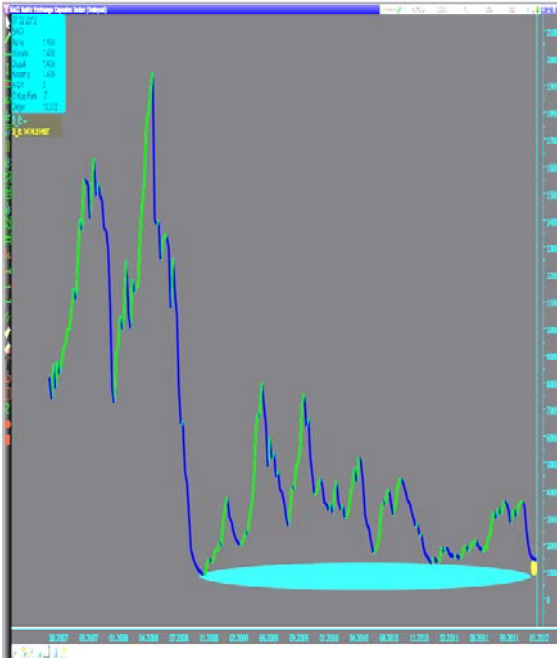
2010 Ekim ayına kadar 2000-4000 bandında hareket eden BDI, bu tarihten sonra 2000 seviyesini direnç haline getirmişti. 21 Aralık 2011'de 1,878 seviyesinden başlattığı kesintisiz düşüş ile BDI hazırlanmaya başladığı 26 yıllık en düşük seviyesi olan 648'e kadar devam ettirdi.

Fakat bu sefer BDI bir krizin habercisi olarak algılanmadı ve algılanmamalı da zaten. Şimdi bu düşüncemizin nedenlerini sıralayalım.

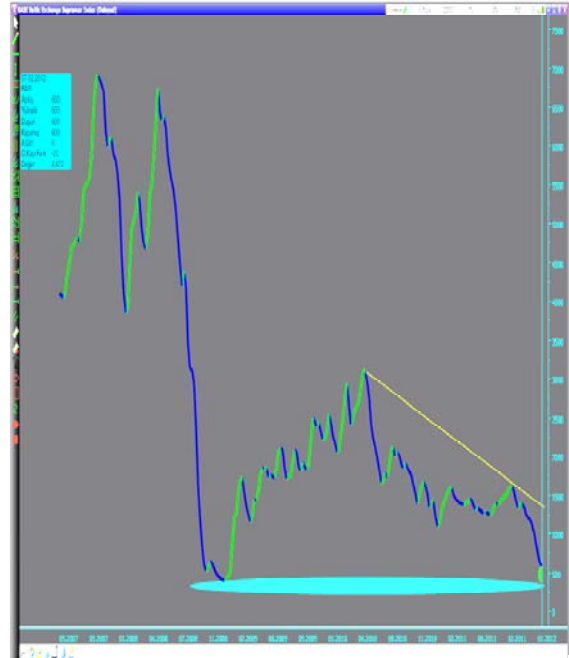
**1- Gemi siparişlerinin teslimi ortalama 2 yıl sürmektedir. Verilen gemi siparişlerinin teslimatlarının yapılması ve yapılmaya devam etmesi filo fazlalığına neden olunca ve gemi siparişlerinin iptal edilmesi ile navlun fiyatları da gerileme göstermiştir.**

2009 yılındaki gemi siparişlerinin 2011'de teslim edilmeye başlaması ile kuru yük filosuna 92 milyon dwt ek kapasite girmiş oldu. Bu arza karşılık talep 47 mn tonda kalınca çok ciddi arz fazlasının ortaya çıkması navlun fiyatlarının dip yapmasına imkan tanıdı. Bunu gören armatörlerde gemi siparişlerini peş peşe iptal edince BDI için bir gerileme nedeni daha çıkmış oldu.

BDI'nın %82'sini Panama Kanalından geçemeyen 90 bin dwt'lik Capesize gemiler ve Panama kalından geçen 60-90K dwt'lik Panamax gemiler oluştururken kalan %18'lik kısım ise 50-60K dwt'lik Supramax ve 25-35K dwt'lik Handysize gemiler oluşturmaktadır. Dünyadaki kuru yük filosunun %71'isi ise 25-60K dwt'lik supramax ve oluşturmasına karşın BDI'daki ağırlıkları %18'dir. Dolayısıyla büyük tonajlı Capesize ve Supramax endekslerindeki düşüş BDI'ya neredeyse bir e bir yansımaktadır.



Baltic Exchange Capesize Index



Baltic Exchange Supramax Index

Son iki haftada BDI değerinin neredeyse % 40'ını kaybetti. Söz konusu periyotta, tonaj gruplarının endekslerindeki düşüşler ise şu şekilde oldu; BCI % 35, BPI % 37, BSI % 30 ve BHSI % 14. Diğer bir enteresan notta 2009 Şubat ayından bu yana ilk kez handysize endeksi 500 puanın altına indi.

**BDI NEDEN DÜŞMEYE DEVAM EDİYOR ?**

2- Brent petrol ile BDI verisini aynı grafikte kullandığımızda ise artan fiyatların taşıma maliyetlerinde yükselmesine neden olduğunu görebilmekteyiz. BDI'nin yükselişine maliyet artırması nedeniyle Brent petroldeki artış destek olmuştur. 2008 yılındaki sert düşüştü sonra petrol fiyatlarının toparlanmasına karşın BDI'da toparlanma görülmemektedir. Navlun fiyatlarındaki düşüş armatörlerinin hem yük taşımaktansa taşımamalarına hem de yaşlı gemilerle taşımacılık yapacaklarına bunları hurdaya gönderip nakitte kalmasına neden olmuştur.



3 - Çin'in 2011'in son çeyreğinde hammadde ihtiyacını aşağı çekmesi ve yılın son ayında da asgari seviye'ye çekmesi navlun fiyatlarına bir darbe daha vurmuştur.

Dünya ticaretinde hammaddeyi en çok kullanan ülkeler olan Çin ve Hindistan ardından Avrupa birliği gelmekte, hammadde sağlayıcılar ise Avusturalya, Brezilya Kolombiya, Venezuela, Rusya ve Güney Afrika olarak sıralanmaktadır.

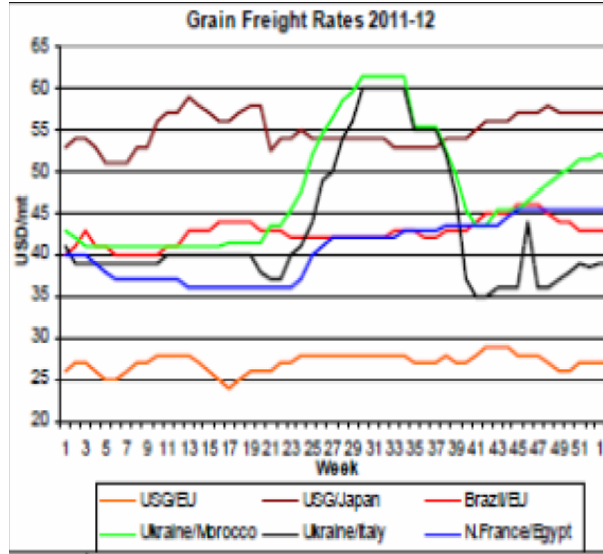
Çin 2009 yılında yaptığı 650 milyar dolarlık parasal genişleme ile hem dünya deniz ticaretinin nefes almasını sağlamış hem de kuru yük armatörlerinin çöküşüne engel olmuştu. Çin'in 2011 Aralık ayında açıkladığı hammadde ithalatında asgari seviyede bulunacağı haberi ve Brezilyalı Vale ile çalışmasını kesip kendi devlet gemicilik şirketini büyütme kararı alması BDI'ya sert gerilemeye neden olmuştur.

BHP, Rio Tinto ve Vale gibi Avustralyalı ve Brezilyalı dev maden şirketlerinin tekeli kırılmak maksadıyla son bir kaç yıldır demir cevheri ithal ettiği ülkeleri çeşitlendirmeyi hedefleyen Çin'in 2011 ithalat kaynaklarına bakıldığında istediği sonuca ulaşmadığını görmekteyiz. Çin 2010 yılında olduğu gibi 2011 yılında da demir cevheri ithalatının % 64'ünü Brezilya ve Avustralya'dan gerçekleştirmiştir. Fakat 2011 yılında Hindistan'dan alınan demir cevheri miktarı % 24 azalmıştır. Diğer taraftan ise G.Afrika'dan yaptığı alımlar % 22 artış kaydettirmiştir. Bu gelişmeye rağmen Hindistan halen en fazla demir cevheri satın alınan 3. ülke konumunu korumaktadır.

## BDI NEDEN DÜŞMEYE DEVAM EDİYOR ?

Çin başarılı olduğu nokta ise 2010 yılında 44 ülkeden yaptığı demir cevheri ithalatını 2011 yılında 64 ülkeye çıkarması ve 2011 yılında demir cevheri ithalatını da 2010'a göre % 10,94 artırmıştır. Çin'in ithalat yaptığı ilk üç ülke olan G.Afrika, Rusya, Kanada'dır. Diğer taraftan Çin'in İran, Ukrayna ve Endonezya'dan yaptığı ithalatın payı 2010 yılındaki %12'den 2011'de %15'e çıkmıştır.

Çin yeni yıl tatili, yük eksikliği ve aşırı tonaj arzının yanı sıra fırtınalı hava şartları da Avustralya, Brezilya ve Kolombiya'dan yapılan taşımaları sekteye uğrattı, dolayısıyla navlunlar bir de bu yüzden baskı altında kaldı.



Ocak ayının son haftası kazançlarına baktığımızda ise Capesize'ların spot kazançlarında %26,63'lük düşüşle 6,668USD'a, Panamax'da ise %19,29'lük düşüş sonucu Ağustos ayından bu yana görülen en düşük seviyeye gerilerken, Atlantik rotasında çalışan Panamax gemilerin uzun dönemli kiralari tercih etmeleri kazançların azalmasının devamını da beraberinde getirmektedir.

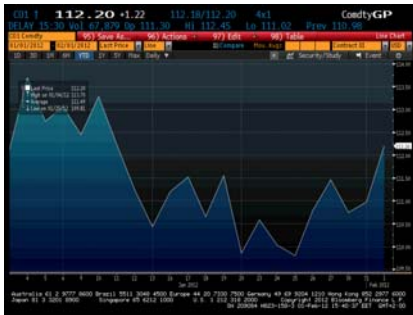
Handymax'larda ise düşüş sınırlı olmasına karşın piyasayı dengelemekten çok uzaklar.

Genel beklenti ise Çin'li armatör ve yük sahipleri şubat ayının başında tekrar çalışmaya başlamaları ile fiyatlarda göreceli toparlanma beklentisi bulunmaktadır.

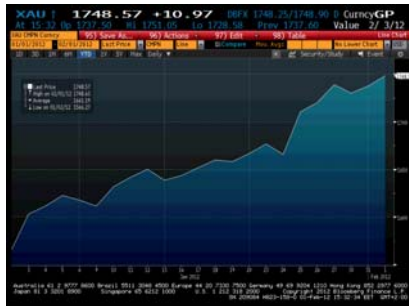
## PARASAL GENİŞLEME ADIMLARI EMTİALARI DA BORSALAR GİBİ UÇURDU

Parasal genişleme adımları borsalar gibi emtiaların performans'larında olumlu katkıda bulunmuştur. Ocak ayında Çin'de beklentinin üzerinde ama önceki döneme kıyasla düşük GSYH rakamları ile ortaya atılan Çin'in büyümeyi desteklemek için parasal genişlemeye gidebileceği yönündeki spekülasyonlarla başlayan emtialardaki değer artış süreci, İspanya, İtalya, Fransa gibi ülkelerin tahvil ve bono ihalelerinde borçlanma oranlarının düşmesi ile devam ederken, zaman zaman Yunanistan sorunun halen çözülmemiş olmasının yarattığı tedirginliklerle kar realizasyonları ile karşılaşmış olsa da yukarı trendlerini devam ettirmektedirler.

Metaller tarafında ise Çinlilerin alımları ile yaşanan ralli'nin artık yavaşlaması gerekiyor, tarım emtialarında ise ABD'nin tahıl raporu baskı unsuru olmasına karşın, hem etanol etkisi hem de ABD ihracat verileri hem mısır hem de buğday'daki yükseliş trendini desteklemiştir. Pamuk fiyatlarında ise arz daralması gerçekleşmeden fiyatlarda istikrardan bahsetmek zorlaşmaktadır.



Petrol'de Hürmüz boğazı gerginliği fiyatlardaki yükselişe temel olsa da ABD ekonomisindeki yavaşta olsa toparlanma işaretleri, Çin'den beklenen yumuşak iniş fiyatlarda olası gerilemelerin önündeki en büyük engel olmaktadır.



Altında hem dolardaki zayıflama, hem fiziki talep hem hedge fonların alımları hem de Merkez bankalarının küresel ekonomideki volatiliteye karşı altını güvenli liman olarak görmeleri altının kar realizasyonlarına karşın yönünün yukarı olduğunu göstermektedir.



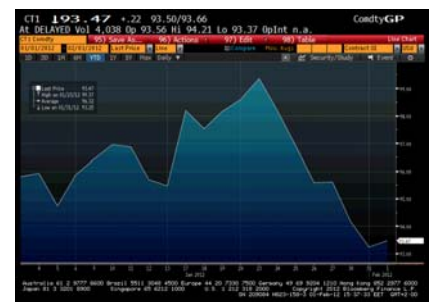
Ekonomilerdeki büyümenin ilk etkileyeceği emtialardan biri olan Gümüş, parasal genişleme adımlarının etkisi ile yükselişine devam etmektedir. EFT'deki gümüş varlıklar bile Ekim ayından sonraki en yüksek değerine ulaşmıştır.



Bakır fiyatları ISM İmalat ve PMI verilerinin olumlu gelmesi, LME'deki bakır stoklarının 13 ayın en düşük seviyesine inmesi, Asya da ki stokların Eylül 2009'dan buyana en düşük seviyeye ulaşması yükselişi desteklerken, kar satışları ve Çin'in yeni tatili fiyatların gerilemesine neden olmuştur.



Buğday fiyatları ise ABD tarım bakanlığının tahıl raporu ile 600 doların altına sarkarken ABD ihracat rakamlarının yükselmesi ile 677 seviyelerine çıkmıştır. Fakat Arjantin'in ABD ile rekabet edebilecek hale gelmesi ve Hindistan üretimin rekor seviye ulaşmasının beklenmesi yeniden baskı unsuru olacaktır.



Pamuk fiyatları ABD ihracat rakamları sayesinde yükseliş kaydetmiş olsa'da gelişmiş pazarlardaki satışlardaki düşüş talebin azalmasına neden olurken, stokların yüksekliği de diğer baskı unsurudur. Arz daralması görülmeden fiyatların yükseliş trendine girmesi zordur.

## ZAYIFLAYAN DOLAR, FİZİKİ ALIMLAR, HEDFE FON TALEBİ İLE YENİDEN YÜKSELİŞ TRENDİ

### ALTIN

Spot altın fiyatları 30 Aralık 2011-02 Şubat 2012 tarihleri arasında %11,59 yükselmiştir.

Yıla başlarken Çin'den gelen iyi üretim verisi (İmalat Sektörü PMI) emtiaların yeni yıla iyi bir başlangıç yapmasını sağlamış ve altın fiyatları %1 yükseliş göstermiştir. Bununla birlikte İran'a yaptırım uygulamalarına İran'ın yanıt vereceğini ortaya koyması sonrası yükselen gerilim de altın fiyatlarını yukarı yönlü desteklemiştir. Fiyatların 1.600 dolar/ons düzeyini aşması sonrası bazı yatırımcıların kar satışlarına gitmesi altına bir miktar değer kaybettirdiyse de dünyanın en büyük altın tüketicileri olan Çin ve Hindistan'daki altın talebi, fiyatları Çin Yeni Yılı'na dek desteklemiştir. İran'dan gelen haberlerin yanı sıra Avrupa'da borç krizinin yarattığı endişe ortamı da altın fiyatlarının yükselişine katkı sağlamıştır.

12 Ocak'taki ECB toplantısından borç krizinin hafifletilmesi yönünde beklenen adımların atılmayacağı spekülasyonları altın fiyatlarının yukarı yönlü hareketine destek olmuş, söz konusu dönemde dolardaki düşüş de altın talebinin artmasına ve bu sayede fiyatların yükseliş trendine devam etmesine katkı sağlamıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşu S&P'nin 9 Avrupa ülkesinin kredi notunu düşürmesi sonrası dolar değer kazanırken altın kar realizasyonları sonrası altın fiyatlarının yükselişi hız kesse de sonrasında yatırımcıların fiziki talebinin güçlü dolara baskın gelmesiyle birlikte altın fiyatları fiziki alımlardan destek bulmuştur.

IMF'nin kaynak artırımına ve ESM'nin öne çekilmesine ilişkin haberler altın fiyatlarını yukarı yönlü desteklemiştir.

Ocak ayında dünyanın en büyük altın tüketicisi konumundaki Hindistan altın ithalatına %2 vergi koymuştur. Altın ile ilgili önemli bir diğer gelişme de araştırma şirketi GFMS'nin Altın Raporu'nda 2011'de dünya merkez bankalarının Euro bölgesi'ndeki borç krizinin etkisiyle 1964'ten bu yana en yüksek alım olan net 430 ton altın alımının gerçekleştiğini ortaya koymasıydı.

17 Ocak'ta altın destekli ETF'lerdeki küresel altın varlıkları 2,360.757 ton ile son dört haftanın en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

ABD ekonomisinin toparlanma sinyalleri vermesi de doları zayıflatırken, altın fiyatlarının yükselmesine destek olmuştur. yardımcı olmuştur. Çin Yeni Yılı ve Hindistan'daki düşük sezonu Ocak ayında diğer makroekonomik verilerle birlikte fiziki alımları ve fiyatları destekleyen ana unsurlar olmuştur diyebiliriz.

## ZAYIFLAYAN DOLAR, FİZİKİ ALIMLAR, HEDFE FON TALEBİ İLE YENİDEN YÜKSELİŞ TRENDİ

FED'in borçlanma maliyetlerini 2014 yılının sonuna kadar düşük tutma taahhüdünde bulunması da yükselmekte olan altın fiyatlarının yükselişine katkı sağlamıştır.

Ayın son günlerinde zayıflayan dolar altın yatırımlarını desteklemiş, fiziki alımların da artmasıyla birlikte altın güçlü performans göstermiştir.



Altındaki yükseliş nedenlerinin belki de en önemlisi başta hedge fonlar olmak üzere getiri peşindeki para Emtia Vadeliileri İşlem Komisyonu (CFTC) verilerine yatırım aracı olarak altına yönelmeleridir.

CFTC verileri 31 ocak bitimli haftada yatırımcıların net long pozisyonlarını eylül 2009'dan buyana en hızlı artışı gösteren %26'ya çıkardıklarını ve elde tutulan kontratların üç yılın düşüğü olan 110,499 kontrattan 159,509 kontrata yükselme kaydettiğini göstermektedir.

Diğer taraftan, gelişen piyasalar Merkez Bankaları küresel ekonomideki volatiliteye karşı altını güvenli liman olarak görmeleri hem altın fiyatlarının hem de talebin istikrarlı kalmasına neden olmaktadır. Merkez Bankalarının bu tutumu altını döviz riskini engellemek için kullanmalarından kaynaklanmaktadır.

## PMI'LARIN DESTEKLEDİĞİ YÜKSELİŞ

### GÜMÜŞ

Spot gümüşün 30.12.2011-02.02.2012 döneminde getirisi %21,20 olarak gerçekleşmiş ve gümüş bu sayede incelediğimiz emtialar arasında en iyi performans gösteren emtia olmuştur.

Çin'de beklentinin üzerinde ama önceki döneme kıyasla düşük büyüme rakamları ile ortaya atılan Çin'in büyümeyi desteklemek için parasal genişlemeye gidebileceği yönündeki spekülasyonlar emtialara değer kazandırmıştır.

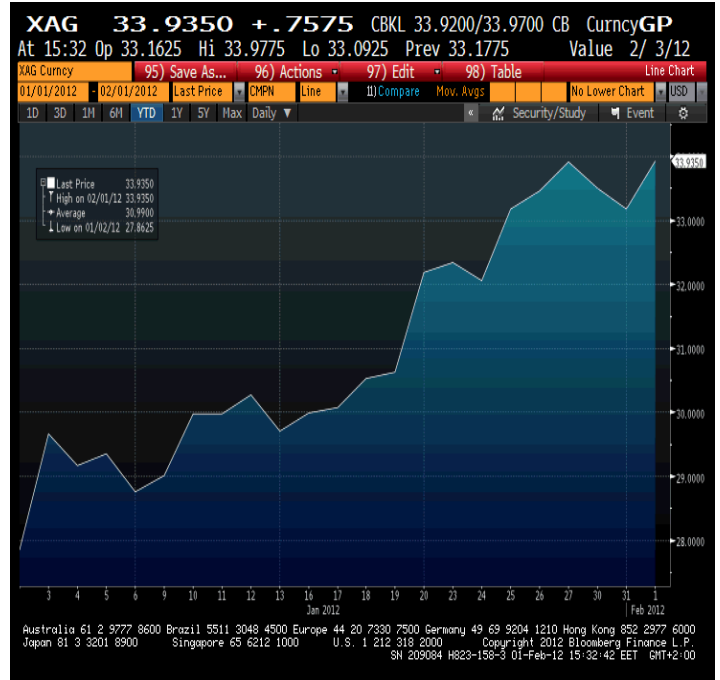
Yılın ilk işlem gününde Çin'den gelen olumlu İmalat Sektörü PMI verisi yatırımcıları teşvik ettiği için altın fiyatları ile birlikte gümüş fiyatları da yükselmiş, gümüş fiyatlarında yaklaşık %2'lik artış gözlenmiştir.

ETF'deki gümüş varlıkları Ekim ayından beri en çok artışı göstererek üst üste yükselmiştir ki varlıklar Bloomberg'in verilerine göre 20 Ocak'ta 17.552,86 metrik tona ulaşmıştır.

FED'in sıfıra yakın seyreden faizleri 2014'e kadar değiştirmeyeceğini açıklamasının ardından metal talepleri yükseliş kaydetmiş bu da gümüş fiyatlarını yukarı yönlü desteklemiştir.

AB Liderler Zirvesi öncesi dolar değer kazanırken gümüş fiyatları 33 dolar/ons düzeyinin üzerine çıkmıştır.

Avrupa ülkelerinin borçlanma ihalelerinde borçlanma maliyetlerinin gerilemesinin olumlu görünüm yarattığı durumlarda risk iştahı artan yatırımcılar zaman zaman kar realizasyonlarına yönelmişlerdir. Yunanistan'ın özel sektörden kreditorler ile PSI görüşmelerinde henüz bir sonuç alınamamış olması ve borç sorununun çözümüne ilişkin anlaşmazlıklar da kar realizasyonları ile birlikte gümüş fiyatlarında sınırlı gerilemelere neden olmuşsa da gümüşün yükseliş trendini engellememiştir.



## PMI & ISM BAKIR'A TALEBİ ARTIRDI

### BAKIR

Yeni yıla başlarken, Çin'in imalatının ekonomik görünümü iyileştirmesi ile endüstri metalleri yükselişe geçmiş, bakır da değer kazanmıştır. Hindistan'ın imalat verilerinin de son 6 ayın en hızlı büyümesini kaydetmesi endüstri metallerinin yükselişine destek olmuştur.

Yılın başında ABD ve Çin'den gelen ekonomik veriler (ISM İmalat Endeksi ve İmalat Sektörü PMI) küresel ekonomide toparlanmayı işaret etse de Avrupa borç krizine dair endişeler metal talebinde istikrarsızlık gözlenmesine neden olmuştur. Yaklaşan Çin Yeni Yılı nedeniyle inşaat malzemelerinde acil siparişlerin de olmaması ve kar satışları ile bakır fiyatları bir miktar gerilemiştir.

Yeni yılın ilk haftasında Şangay'daki bakır stoklarının üst üste beş hafta boyunca artış göstermesi bakırın değer kaybetmesine neden olmuştur. Yılın başında Japonya'nın en büyük bakır izabe tesisi Pan Pacific Copper'da 7 Ocak'ta çıkan yangının üretim kaybı yaratmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch'in İtalya'yı notunu kırabileceği şeklinde uyarması nedeniyle bakır fiyatları bir miktar gerilese de Avrupa ülkelerinin başarılı geçen borçlanma ihaleleri –ekonomik görünümün toparlanması yönünde sinyaller vererek- bakır fiyatlarının yükselmesine yardımcı olmuştur. Ayrıca Çin'de enflasyonun 15 ayın en düşük seviyesine gerilemesi ve düşük fiyatların bakır talebini uyarması bakırdaki yükselişte etkili olmuştur.

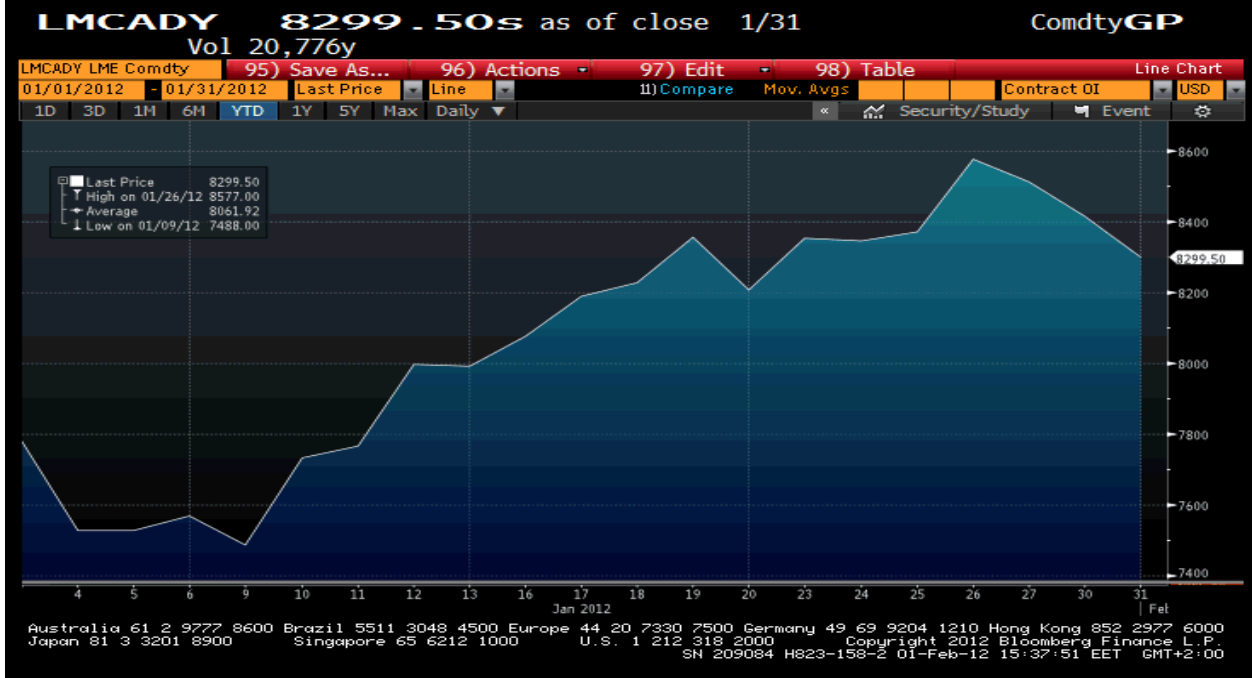
S&P'nin 9 Avrupa ülkesinin notunu düşürmesi ise bakır fiyatlarına olumsuz etki etmiş, bakırdan çinkoya endüstri metalleri gerilemiştir ancak boru ve kablo yapımında da kullanılan bakır stoklarının daralması, Londra Metal Borsası depolarındaki bakır stoklarının azalarak 13 ayın en düşük seviyesine inmesi ve Asya'daki stokların Eylül 2009'dan bu yana en düşük seviyede olduğunun açıklanması bakır fiyatlarını yukarı yönlü desteklemiştir.

Dünyanın en büyük bakır tüketicisi konumundaki Çin'in dördüncü çeyrekte ekonomik büyümesinin yavaşlamasına rağmen yine de beklentilerin üzerinde kalması ve bu durumun para politikasının gevşetileceği beklentilerini artırmasıyla bakır ile birlikte baz metaller değer kazanmaya devam etmiştir.

Bu gelişmelere ek olarak IMF'nin kaynaklarını 500 milyar dolar artırmaya hazırlandığı haberleri de bakır fiyatlarının yükselmesine destek vermiştir. Çin'in bakır ithalatının Aralık ayında bir önceki yıla göre %78 artarak 460.937 ton olarak gerçekleşmesinin yanında bakır fiyatlarını yukarı yönlü destekleyen diğer gelişmeler de ABD ekonomisinin 2011'in son çeyreğinde ivme kazanması, LME stoklarında düşüş ve Çin'in ithalatının artması olmuştur.

Londra Metal Borsası stoklarından çekme siparişlerinin Mayıs 2009'dan bu yana en yüksek seviyeye çıkması ve FED'in faizleri 2014 sonuna kadar sifıra yakın seviyede tutacağını açıklaması bakır fiyatlarının son dört ayın en yüksek seviyesine çıkmasına imkan vermiştir.

PMI & ISM BAKIR'A TALEBİ ARTIRDI



Ocak ayının sonlarında bakır fiyatlarında düşüşler gözlenmiştir.Çin'in Yeni Yıl tatili nedeniyle kapalı olması nedeniyle hacmin düşük olmasının da etkisiyle kar satışları sonucunda Londra Metal Borsası'nda bakır kontrat fiyatlarında 8300'ün altına gelmesine neden olmuştur.

6 Şubat'tan sonra Çin'de fabrikaların yeniden faaliyete geçecek olmasının fiyatları desteklemesini bekleyebiliriz.

## ABD İHRACAT VERİLERİ & ETHANOL ETKİSİ

### MISIR

ABD Tarım Bakanlığının 12.01.2012 tarihli Tahıl Raporu tahıllarda üretim rakamlarının ve stokların yüksek seviyede olduğunu ortaya koymuştur ve bu raporla oluşan tahıl fiyatlarının baskı altında olacağı beklentisi mısır fiyatlarında gerilemeye neden olmuştur.

Güney Amerika'da hava ve üretim koşullarında normalleşme de tahıl fiyatlarına olumsuz yönde etki etmiştir ancak ayın ortasında mısır fiyatları Güney Amerika'daki kuraklığın arz sıkıntısı yaratabileceği endişesiyle yükseliş göstermiştir.

Dünyanın en büyük 3. mısır üreticisi olan Brezilya'da üretimin %15 artacağı beklentisi mısır fiyatlarını olumsuz etkileyebilecektir. Mısır üretiminde öncü bir diğer ülke olan Arjantin'deki hava koşulları ve ABD'de artan etanol üretimi de mısır fiyatlarını destekleyici unsurlar olarak sıralanabilecektir.



ABD ihracat rakamlarının beklentileri aşmasıyla yükselen mısır fiyatları ay sonuna doğru özel sektör kreditorlerinin PSI görüşmelerinde en iyi teklifi yaptıklarını açıklamaları ile görüşmelerden henüz bir sonuç çıkmamış olmasının yarattığı belirsizlikle de desteklenmiştir.

Mısır fiyatları ile ilgili olarak hava koşullarının ve etanol üretiminin fiyatlar üzerinde belirleyici olduğunu söylemek mümkündür.

30 Ocak haftasında ABD'deki rekor düzeydeki etanol üretimi kayda değer miktarda mısırı piyasadan çekerek fiyatları yükseltmiştir.

## TAHİL RAPORU BASKI , ABD İHRACAT VERİLERİ KATALİZÖR

### BUĞDAY

ABD’de Tarım Bakanlığı’nın 12 Ocak’ta yayınladığı Tahıl Raporu ile tahıllarda üretim rakamları ve stokların yüksek açıklanması tahıl fiyatlarının kısa vadede baskı altında olacağı beklentisini ortaya çıkarmıştır. Güney Amerika’da hava ve üretim koşullarında normalleşme de tahıl fiyatlarına olumsuz yönde etki etmiştir.

ABD kırmızı kış buğdayı için ekili alanlarda artış gözlenmektedir ancak bu sezon Arjantin’in ABD ihracatı ile rekabet edebilecek olmasının ABD buğday fiyatını olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Ukrayna’nın ise 13 MMT daha az üretim beklentisi mevcut, bu durum mevsim koşulları ile birlikte buğday fiyatlarını destekleyebilecektir.



Değer kaybeden ABD dolarının yanında ABD ihracat rakamlarının beklentileri aşması sonucunda dönem sonu stokların son 12 yılın zirvesinde olması ve aşırı küresel üretim nedeniyle baskı altında olan - buğday fiyatları ayın ortasından sonra yeniden yükseliş trendine girmiştir.

Hindistan Tarım Bakanlığı yetkililerin göre Hindistan’ın buğday üretimi 2012’de olumlu hava koşulları ve artan araziler sebebiyle rekor düzeylere ulaşabilecektir. Böyle bir üretim artışının gerçekleşmesi halinde buğday fiyatlarında düşüş eğilimi görülebilecektir.

## ARZ DARALMADAN FİYATLARDA İSTİKRAR SAĞLANMIYOR

### PAMUK

ABD Tarım Bakanlığı'nın 12 Ocak tarihli Tahıl Raporu'na göre tahıllarda üretim rakamları ve stokların yüksek açıklanması tahıl fiyatlarının kısa vadede baskı altına alınacağı beklentisini doğurmuştur. Güney Amerika'da hava ve üretim koşullarında normalleşme de tahıl fiyatlarına olumsuz yönde etki etmiştir.

Çin'de ise pamuk ekili alanlarda daralma beklentisi bulunuyor. Çin Pamuk Birliği'nin açıklamasına göre; Çin'de pamuk sahaları, pamuk fiyatları ve artan maliyetler nedeniyle 2012 yılında %10,5 düşüş gösterebilir.

Cotton China'nın açıklamasına göre ise Çin'de pamuk yetiştirilen alanlar 2012 yılında %9 daralarak 4,81 milyon hektar olabilir.

ABD ihracat rakamlarının beklentileri aşmış olması tarım emtialarının fiyatlarında yükselişlere neden olduysa da gelişmiş pazarlarda yıl başından beri perakende satışlardaki düşüşlerin pamuk talebini azaltıyor olması ve Euro Bölgesi borç krizinin hala çözülememiş olması pamuk fiyatlarını baskı altına almaktadır.

Baskı altındaki pamuk fiyatları, pamuk ekili sahaların daralması öngörüsünün gerçekleşmesi sonucu artış trendine girebilecektir.

Pamuk fiyatlarındaki genel beklenti; arz daralmadan fiyatların artış trendine girmeyeceği yönünde olmaktadır.



## HÜRMÜZ BOGAZI GERGİNLİĞİ

### PETROL

Petrol fiyatları yıl başında Çin'den gelen olumlu üretim verisinin yanı sıra İran ile Avrupa arasındaki petrol ambargosu çekişmelerinin yarattığı gerginlikten ve ABD'de ham petrol stoklarının düşmesinden de beslenerek yükseliş göstermiş ve neredeyse 8 ayın zirvesine ulaşmıştır. Hindistan ve Çin'deki üretim aktivitesinin artış göstermesi ile NYMEX petrol fiyatları 100 doların üzerinde seyretmeye başlamıştır.

Ancak daha sonra Yunanistan Başbakanı Papademos'un daha fazla kesintinin Euro bölgesinde kalmanın tek yolu olduğunu açıklamasıyla petrol fiyatları gerilemeye başlamıştır. Sonrasında ABD Enerji Bakanlığı'nın verilerine göre ham petrol stoklarının artması da Avrupa'daki mali sıkıntılar nedeniyle kırılan talebin yarattığı etkiye eklenerek fiyatların gerilemesinde etkili olmuştur.

İran petrolüne uygulanacak ambargonun Avrupa'yı resesyona sokabileceği spekülasyonları da petrol vadeliilerinin değer kaybetmesine neden olmuştur. İzleyen dönemde Nijerya'daki ayaklanmalar, Afrika'nın en büyük ham petrol üretim platformunun yakınlarında başlayan bu ayaklanmalar nedeniyle platformun kapatıldığının açıklanması ve İran'ın Hürmüz Boğazı'nı kapatma tehditleri petrolün yeniden yukarı yönlü harekete geçmesini sağlamıştır. İran petrol ambargosunun yanında ülkenin nükleer programıyla ilgili gerginlik ve Nijerya'daki ayaklanmalar sonucunda Brent ham petrolün varil fiyatı 112 doların üzerine çıkmıştır.

Avrupa'da tahvil ihalelerinde borçlanma maliyetlerinin gerilemesinin bölgenin toparlanmaya başladığı şeklinde algılanması ve Nijerya'da işçi birliklerinin Afrika'nın en büyük petrol üreticisine karşı başlattıkları grevi sürdürecekt olmaları da petrol fiyatlarını desteklemiştir.

S&P'nin 9 Avrupa ülkesinin kredi notlarını indirmesinin ardından Fransa'nın petrol ambargosunda bastırması ve Suudi Arabistan'dan petrol varil fiyatını 100 dolar seviyesinde tutulacağı açıklamasının gelmesiyle petrol fiyatları yükselmeye devam etmiş, İran'ın Suudi Arabistan'ı söz konusu açıklamayla ilgili olarak uyarması gerginliği tırmandırırken ABD ve Almanya'dan gelen ekonomik büyüme işaretleri petrol talebinin artacağı beklentilerini güçlendirmiştir.

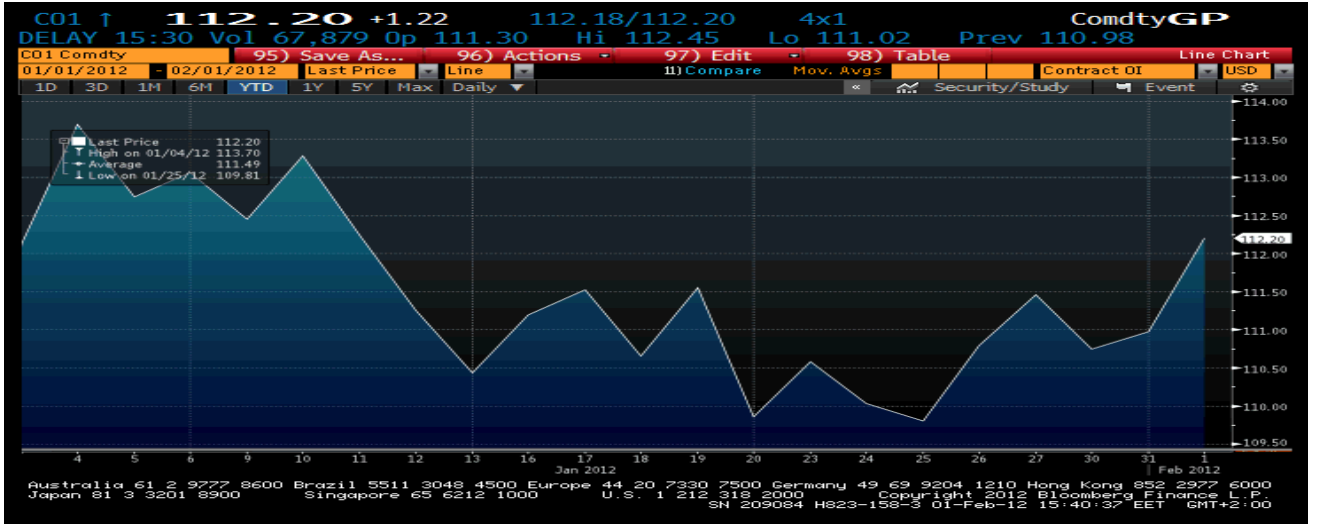
AB Hükümetleri Dışişleri Bakanları toplantısından İran'a petrol ambargosu uygulanması kararı çıkmasıyla yükselmesi beklenen petrol fiyatları ABD ham petrol stoklarının bir önceki hafta artış kaydetmesinin etkisinin baskın çıkması sonucunda 100 doların altına gerilemiştir. Bu gerilemede Yunanistan'ın borç takası görüşmelerinde henüz bir netice alınamamış olması da etkili olmuştur.

FED'in faiz oranlarını 2014 yılına kadar sıfıra yakın düzeyde tutacağını açıklaması ekonomik büyümenin ve akaryakıt talebinin destekleneceği beklentisini oluşturduğu için petrol fiyatları yeniden artış trendine girmiş, dünyanın en büyük ham petrol tüketicisi ABD'den gelen toparlanma işaretleri de petrol fiyatlarının yükselişine katkı sağlamıştır.

## HÜRMÜZ BOGAZI GERGİNLİĞİ

AB Liderler Zirvesi öncesinde görüşmelerden beklenen sonuçların çıkmayacağı spekülasyonları ve OPEC Genel Sekreterinin petrol arzının yeterli olduğunu açıklaması petrol fiyatlarını bir miktar geriletirken dünyanın en büyük 3. petrol tüketicisi Japonya'nın endüstriyel üretiminin tahminlerin üstünde artış göstermesiyle petrol fiyatları yeniden yükselişe geçmiştir.

### BRENT PETROL



### NYMEX PETROL



## HİSSE SEÇİMİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ

Merkez Bankası'nın Kasım 2010'da uygulamaya koyduğu politikalar ve cari açıkla başlayan, önce küçük çaplı ardından boyutlarının arttığı kurlardaki dalgalanma bu süreçte açık pozisyonda kalan şirketlerin mali tablolarını doğal olarak olumsuz, uzun pozisyonda olan şirketlerin performansında olumlu etkilemiştir ve etkilemeye devam edecektir.

Şirketler kurdan iki şekilde etkilenirler. İlki sahip oldukları döviz pozisyonlarına göre kur farkından dolayı oluşan gider yada gelirler, ikincisi ise ; gelirleri yada giderleri döviz üzerinden olan şirketlerde, gelirlerinde yada giderlerinde artışlar yada azalışlar yoluyla.

Döviz fazlası olan şirketler kurlardaki yükselişle birlikte kur farkı geliri elde ederken, bunu açıkladıkları bilançolarında Gelir Tablosunda Diğer Faaliyet Gelirleri kalemindeki artışla görebiliriz. Tam tersi durumda yani Döviz açığı olan şirketlerde ise kur farkı giderleri şeklinde yansıma olacaktır.

Gelirleri döviz bazlı olan şirketlerin faaliyet kar marjlarında görülen iyileşme şirketlerin karlılıklarına ek katkıda bulunmaya devam edecektir. Maliyetleri TL, gelirleri ise döviz cinsinden olan şirketler TL'deki erimeden olumlu etkilenecekler.

Faizlerdeki yükselişi ve TL'deki erimenin talep üzerindeki olumsuz etkilerinin bu alanda faaliyet gösteren şirketleri de olumsuz etkileyeceği, Döviz yükümlülüğü fazla olan şirketlerin kredilerden kaynaklanan kur risklerinin önümüzdeki dönem bilançosuna bir hayli olumsuz yansıtacağı da unutulmamalıdır.

Diğer taraftan döviz kuru açığı olmayan, bilançosunda döviz fazlası olan şirketler en azından dalgalanmanın ve belirsizliğin arttığı içinde bulunduğumuz dönemde yatırımcılar tarafından göz altına alınmış olacaktırlar. Bu hisseler genellikle endeksteki sert düşüşlerde diğer hisselerle oranla sınırlı etkilenme potansiyeline sahiptir.

Yüksek ihracatla çalışan şirketlerde kurdaki artış satış gelirlerinin artmasına kurdaki artışın trend haline dönmesi ise bu avantajın uzun süreli kullanılacağı anlamına gelmektedir. Bu durumda da ihracatı yüksek şirketlere bakmakta fayda görmekteyiz.

Fakat ihracatın büyük çoğunluğunun AB ülkelerine gerçekleştirilmesi ve AB ülkelerinin resesyonla karşı karşıya olmaması talepte daralmaya neden olacağından satış miktarlarında azalma riskini doğurmaktadır. Satış miktarınız azalırken gelirlerinizin artması etki tepki ile daha yüksek kar beklentilerini karşılayamayabilir. Dolayısıyla ihracat yapılan ülkelere de dikkat etmek gerekmektedir.

Diğer taraftan ihracat miktarı yüksek olan bir şirketin yüksek döviz açığıda olabilir. Bu durumda da şirket hem ihracat pazarındaki daralmadan hem de kur farkından beklentileri karşılayamayacaktır.

Bunların yanında maliyetleri döviz cinsinden olan şirketlerde bulunmakta. Bu şirketlerde hem maliyetlerin artması hem de talebin daralması ile bu şirketlerde beklentileri karşılayamayacaktır.

## HİSSE SEÇİMİNDE DÖVİZ KURU ETKİSİ

Dokuz aylık verilere göre baktığımızda yatırımcıların hisse tercihlerinde döviz pozisyonlarına odaklandığını söylemek fazla iddia'lı olur.

Çünkü döviz borcu olan şirketlerin %20'si son bir yılda pozitif getiri sağlarken, net döviz pozisyonu olan şirketlerde bu oran %26'ya çıkmış durumda. Bu da yatırım tercihlerinde döviz pozisyonlarına bakıldığını fakat önem sırasının arkalarda yer aldığını göstermektedir.

Yüksek nakite göre hisseler				Yüksek borca göre hisseler			
Hisse	Net Döviz Pozisyonu	1 yıllık getiri (%)	YTD Getiri	Hisse	Net döviz pozisyonu	1 yıllık getiri (%)	YTD Getiri
Good-Year	41,159	88.04	25.60	Acıbadem Sağlık	-504,864	88.76	6.33
Usaş	87,800	79.52	20.83	Anadolu Efes	-1,132,024	27.03	10.96
Soda Sanayii	2,081,549	40.12	-	Türk Telekom	-4,128,591	20.36	9.40
Ford Otosan	75,298	35.47	11.11	Coca Cola İçecek	-713,220	22.48	3.54
Akal Tekstil	47,818	17.76	11.88	Tüpraş	-3,669,711	20.56	17.25
T.Şişecam	382,589	18.07	22.81	Erdemir	-2,512,936	8.40	18.29
TAV	442,311	16.53	6.70	Sabancı Holding	-650,726	7.01	33.33
Park Elek.	57,418	6.46	18.73	Koç Holding	-5,478,423	-1.48	26.76
İpek Doğal Enerji	38,203	14.64	80.82	Ülker Bisküvi	-657,500	-4.55	-2.59
Brisa	108,418	3.56	9.32	Turkcell	-1,191,921	-7.39	5.86
Alarko GYO	127,302	-3.97	1.86	Tofaş Oto. Fab.	-1,384,702	-13.41	28.72
Alarko Holding	143,999	-4.82	8.52	Vestel	-415,826	-15.20	17.13
Koza Madencilik	38,192	-6.40	57.42	Akfen Holding	-1,504,576	-21.03	29.58
Bagfaş	39,729	-4.30	10.49	Gubre Fabrik.	-711,637	-26.81	2.20
Enka İnşaat	1,219,240	-4.22	23.90	Ak Enerji	-1,209,444	-27.64	26.63
Trakya Cam	222,640	-14.45	18.03	Torunlar GYO	-802,604	-29.80	17.38
Sanko Paz.	46,585	-16.08	11.67	Aksa Enerji	-1,583,926	-33.27	22.50
Eczacıbaşı İlaç	466,668	-19.28	4.44	THY	-5,558,991	-38.62	25.47
Batı Çimento	50,861	-18.22	19.07	Zorlu Enerji	-2,320,652	-40.38	6.04
BSH Ev Aletleri	3,276,969	-31.77	9.88	Goldaş	-453,544	-41.00	15.69
Feniş Alüminyum	50,224	-34.38	13.85	Migros Ticaret	-2,244,553	-58.10	16.60
Doğan Holding	2,220,449	-45.53	26.42	Hürriyet Gzt.	-586,796	-57.80	31.43
Doğan Gazetecilik	71,703	-47.24	14.67	Doğan Yayın Hol.	-1,565,709	-64.56	30.00

## YASALARI BEKLERKEN

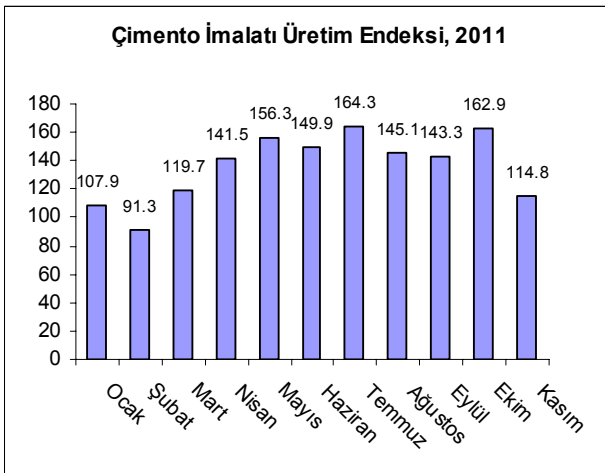
### ÇİMENTO SEKTÖRÜ

2009 yılını oldukça yavaş geçiren inşaat sektörü, 2010'un bahar dönemi ile birlikte başladığı hareketli süreci 2011 yılında tavan yaparak kapatmış gözüküyor.

Gerek kamu ve özel sektör gerekse sanayi ve konut inşaatlarında yaşanan hızlı yükseliş sektörde ortalama %25'lik bir büyümeyi işaret ediyor. Konut alanında ise 2010 yılına göre %15'lik bir büyüme ile birlikte konut sektöründeki firmalar ideal kapasite kullanım oranı olan %80'lere ulaşmıştır.

Diğer taraftan Sanayi yapıları ve çelik sektöründe özellikle otomotivdeki yatırımların vermiş olduğu ivme ile önce kapasitelerin dolduğu bir ilk iki çeyrek ardından dünyadaki kriz beklentisinin neden olduğu yavaşlama sanayi yapılarında da etkisini gösterince yatırımlarda yaşanan ivme kaybı ve de son çeyrekte sanayi tesisleri konusunda firmaların ve yatırımcıların önlerini görmek istemeleri ile ağır hareket edilen bir dönem yaşadık.

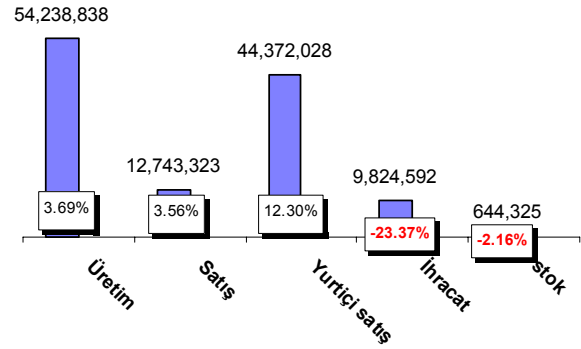
Türkiye Çimento Müstahsilleri Birliği verilerine göre 2011 yılının ilk 10 aylık döneminde toplam 54,2 milyon ton çimento ve 45,2 milyon ton klinker üretilirken, Çimento üretimi 2010 yılının ilk 10 aylık dönemine göre %3,69 oranında ve klinker üretiminin ise %4,4 oranında artış gösterdiği görülmektedir.



Kaynak TÇMB verileri

2011 yılının ilk 10 aylık dönemindeki satış rakamlarına baktığımızda ise 44,3 milyon tonluk çimentonun iç piyasaya satıldığı ve 9,8 milyon tonluk çimentonun ise ihrac edildiğini görmekteyiz.

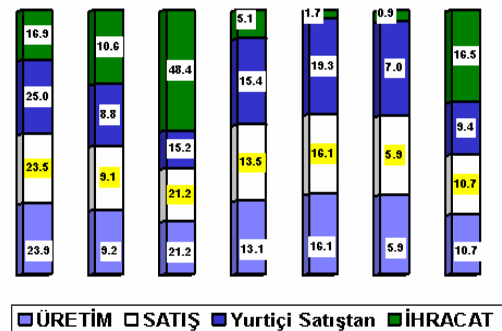
OCAK-EKİM ÇİMENTO VERİLERİ



Bölgesel bazda üretim ve satış miktarlarında ise değişmeyen gerçek bir kez daha gözler önüne çıkmakta üretim ve tüketimin en yüksek olduğu bölge yine Marmara bölgesi.

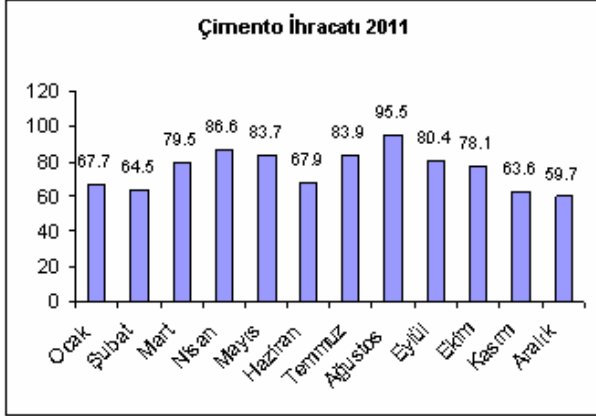
İlk 10 aylık süreçte Marmara bölgesinde toplam 12,9 milyon ton (%23,9) çimento üretilmiş ve 11,1 milyon ton (%24) çimento satışı (ihracat hariç) gerçekleştirilmiştir. Üretimde ikinci büyük bölge ise %21,2 ile Akdeniz olurken tüketimde ise istatistik değişmemiş yine ikinci büyük bölge %19,3 ile İç Anadolu bölgesi olmuştur.

BÖLGELERİN ALDIĞI PAYLAR %



**YASALARI BEKLERKEN**

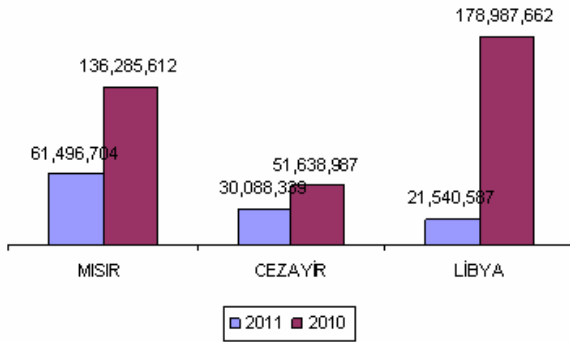
2011 yılında yurtdışı satışları beklentilerin üzerinde düşüş kaydetmiştir.



Kaynak:TIM

Özellikle Kuzey Afrika ve Ortadoğu ülkelerinde meydana gelen iç karışıklıklara karşın yurtdışı talepteki artış , yurtdışı satışlarda gerilemeye neden olurken, en çok gerileme başta Mısır olmak üzere , Libya ve Cezayir gibi ihracatımızın yüksek olduğu ülkelere görülmektedir.

**İKTİDAR DEĞİŞİKLİKLERİ ÇİMENTO İHRACATINI VURDU**



Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi'ne gerçekleştirilen ihracat, toplam çimento ihracatının %70'inden fazlasını oluşturmaktadır. Kuzey Afrika'da politik ve Avrupa'da ekonomik sorunların çözümünün kısa vadeli olmamasından dolayı 2011'deki ihracat hacminin 2012'de %2.1 artışla 12,4 milyon ton olarak gerçekleşmesini beklemekteyim.

**HAZIR BETON..**

Türkiye'de hazır beton sektörünün, 2011'de yaklaşık % 10 oranında büyüdüğü tahmin edilmektedir. Bu büyüme performansı ile beton üretiminde Avrupa birinciliğini üst üste 3 yıldır korumaya devam eden Türkiye'yi Avrupa'da İtalya ve Almanya izlemektedir. Türkiye'de beton sektöründeki büyümenin 2012 yılı için de en az % 8 seviyelerinde devam etmesini beklenmektedir.

Betonu oluşturan malzemeler açısından da Türkiye, çimentoda, Çin, Hindistan ve Japonya'dan sonra en büyük 4'üncü üretici ve en çok ihracat yapan 3'üncü ülke konumunda bulunurken, yatırımların yeniliği ve sektörün genç yaşından dolayı da en genç ve en modern beton üretim ekipmanlarına sahiptir. Ülkemiz , yüksek pompalama oranlarından dolayı 5 bin aktif beton pompası ile en büyük araç ve ekipman parklarından birine sahip durumdadır.

2010 yılında 80 milyon metreküp beton üreten Türk hazır beton sektörü yıllık 150 milyon metreküplük beton üretim kapasitesiyle, Türkiye'nin tüm büyüme hamlelerinde inşaat sektörünün en sağlam kolu olarak hizmet etmektedir.

## YASALARI BEKLERKEN

### 2012'de Çimento Sektörü

Yılı %10 büyüme ile kapatmayı bekleyen inşaat sektörü 2012 yi tedirgin karşılamaktadır. Sektör müteakabiliyet ve kentsel dönüşümde yasaının çıkmasını beklemektedir. Bu iki yasa çıkarsa sektörün 2012 yılı büyümesinin % 10 civarında, çıkmazsa sektörün büyümesinin %2,5'u geçmesini beklemekteyiz.

İnşaat sektörünün en önemli maliyet bileşeni olan demir malzemesinin fiyatlarındaki yaklaşık % 40'lık artış ve yine petrol ürünlerindeki % 20'ye yakın artış, inşaat maliyetlerinin yükselmesine sebep olacak ve 2011 yılının son çeyreği ve 2012 yılının ilk döneminde sektördeki gelişmeyi olumsuz olarak etkileyecektir.

Her halikarda 2012 yılında hem inşaattaki maliyet artışına paralel beklenen zamlar, hem de dışarıdaki krizin etkisiyle alınacak yeni tedbirler üreticilerin zorlu bir yıl geçireceğini göstermektedir.

Türk çimento üreticilerinin satış hacimlerini koruyabilmek amacıyla marjlarından fedakarlık etmek durumunda kalmasını, Doğalgaz alış ve satış fiyatları arasındaki %30'luk farkın da orta vadede azalarak, elektrik fiyatlarına yansıtacağını, elektrik fiyatlarının 2012-2014 yılları arasında yıllık %9'luk bir bileşik büyüme oranı kaydetmesi ile birlikte ve artan maliyetlerinin fiyatlara tam olarak yansıtılmayacağını ve bu nedenlerle çimento şirketlerinin marjlarında baskı yaratacağını düşünmekteyiz.

2012'de devam edecek talep ve cazip ihracat fiyatları ile yurtiçi çimento satış fiyatlarının enflasyon ile paralel oranda artmasını, Mevcut konut projelerinin de 1Y12'de devam edecek olmasının da etkisi ve daha öncelikli büyümenin konut talebinden daha çok altyapı projeleri ile desteklenmesini beklediğimden e 2012 yılında yurtiçi çimento satışlarının %4 oranında artmasını beklemekteyim.

İhracattaki azalmaya karşın yurtiçi talebin güçlülüğü sektörün KKO oranının 2010 yılındaki %83 seviyesinde %85'e çıkmasına imkan vermiştir. İhracattaki hafif çaplı düzelme ve fiyatların desteklemesi ile birlikte 2012'de KKO'nun %87 seviyelerine çıkmasını beklemekteyim.

TÇMB'ye göre sektör maliyetlerinin %40'ını yakıt, %25'inin ise elektrik olmak üzere yaklaşık %65'ini enerjinin oluşturmakta ve yeni yürürlüğe giren elektrik tarifelerinin sektörü kötü yönde etkilediği özellikle gece tarifelerinde % 46.1 olarak gerçekleşen fiyat artışından şikayetçi oldukları bilinmektedir

Petrokok fiyatlarında 2011'in son çeyreğinde başlayan gevşemenin 2012'de devam etmesi ve kömürden petrokok'a geçen şirketlerin elektrik fiyatlarındaki yükselişe karşın bu yolla özellikle FAVÖK marjlarında 1-2 puan iyileşme görülmesini beklemekteyiz.

OVP'ye göre 2012'de %4 GSYH büyümesi beklenmektedir, büyüme dönemlerinde inşaat sektörünün oranı ortalamanın üzerinde gerçekleşmektedir

GAP ve DOKAP (Doğu Karadeniz Projesi) kapsamında altyapı yatırımları sürecektir. 5 yıl önce çimento kullanımının %17'sini sağlayan altyapı projelerinin toplamdaki payının %30 seviyelerine çıkmış olması ve altyapı projelerinin devamlılığı ile talebin süreceğini düşünüyoruz.

Kamu altyapı yatırımlarına özel sektörün katılımı artırılacaktır; bunun finansman kolaylığı ve hız getirmesi beklenmektedir.

İstanbul Finans Merkezi ve nükleer santral projeleri çimento talebini olumlu etkileyecektir.

Kentsel dönüşüm Depreme dayanıksız binaların yenilenmesi için yurtiçi çimento talebi orta vadede yüksek kalacak ve üreticilerin ihracat ihtiyacı azalacaktır

2013 Akdeniz olimpiyat oyunlarının Mersin’de yapılacak olması, 3. köprü projesi, otoyol ve elektrik enerjisi santral projeleri çimento sektörünü canlandıracak olan projelerdir.

Türkiye’de yenilenmesi gereken 8 milyon konut bulunması , 2B yasaının çıkması ile yeni arsa sahiplerinin yatırım yapabileceği ve mütekabiliyet konusunda yapılacak düzenlemeyle yabancı yatırımcıların Türkiye’ye daha çok yatırım yapar hale geleceği düşünmekte ve bu değişikliklerle, 2012’nin konut açısından hızını sınırlı yavaşlamasını beklemekteyiz. .

Hükümetin programında yer alan büyük ölçekli ve 2015’e kadar bitirilmesi öngörülen projelerin 4 yıllık periyotta önemli fırsatlar yaratmasını beklemekteyiz. Şu an Türkiye’de 500 kilometrenin üzerinde hızlı tren, 500 kilometre otoyol projesi yapım aşamasındadır. Hidroelektrik santrallerinin kurulu kapasitesi kadar daha yatırım şu an inşaat halindedir.

Diğer taraftan ; Önümüzdeki yıldan itibaren yurtdışı satışlarında tekrar toparlanıp artacağı tahmin edilmektedir. Özellikle Rusya’da düzenlenecek olan kış olimpiyatları, Brezilya’da yapılacak olan Dünya Kupası gibi etkinliklerin yanında Kuzey Afrika’da yaşanan siyasi değişikliklerle birlikte bu ülkelerde beklenen yeniden toparlanma çabaları ile birlikte çimento talebinin oldukça artması beklenmektedir.

## İMKB'DE ÇİMENTO SEKTÖRÜ

Hisse Kodu	Fiyat (TL)	Hedef Fiyat	Piyasa Değeri		F/K			NET SATIŞ		FD/SATIŞLAR		FD/FAVÖK		NET KAR/ZARAR		Net Kar Marjı	Klinker kapasitesi (mn ton)	Çimento kapasitesi (mn ton)	FD/Klinker Kapasitesi Cari
			(mn TL)	(mn TL)	CARİ	2011T	2012T	9A10	9A11	2011T	2012T	2011T	2012T	9A10	9A11				
ADANA	3.67	5.00	323.62	339.21	5.40	9.00	8.50	129.36	131.21	2.10	2.00	8.30	5.50	27.13	31.83	0.24	2.3	5.5	280
ADBGR	2.58		213.28	227.90	5.34			86.24	87.47					18.09	21.22	0.24			
ADNAC	0.70		115.73	144.97	10.43			23.96	24.30					5.02	5.89	0.24			
AFYON	104.00		312.00	302.05	-			32.95	34.80					0.46	-4.27	-0.12	0.45	0.6	647.89
AKCNS	7.44	8.25	1,424.37	1,652.81	17.58	15.00	11.30	608.66	741.23	1.80	1.60	8.00	6.90	50.63	72.40	0.10	6.5	9	255.46
ASLAN	56.00		4,088.00	4,105.86	302.83			94.23	103.95					0.65	11.16	0.11	1.25	2.9	2858.37
BSOKE	1.36	1.50	107.10	74.13	25.27			48.54	64.05	1.00	1.00	5.10	5.20	5.47	4.71	0.07	0.9	1.2	77.12
BTCIM	5.98		423.62	356.81	18.59			235.18	269.88					10.49	18.20	0.07	1.5	2.2	229.37
BOLUC	1.46	1.61	209.12	200.08	10.20	14.00	14.50	100.81	132.99	1.40	1.40	10.90	11.30	8.63	15.27	0.11	1.5	3	128.61
BUCIM	4.48		474.05	500.63	11.32			298.58	395.31			9.80	10.30	5.54	36.31	0.09	1.4	2.9	350.04
CMEN	6.16		536.61	558.21	323.85			350.39	421.52					6.87	-11.85	-0.03	4.12	5.4	132.95
CİMSA	8.78	11.20	1,186.04	1,419.01	9.62	7.40	8.40	526.07	610.08	1.70	1.70	5.60	5.70	85.67	105.34	0.17	4.95	6	281.76
GOLTS	54.75		394.20	443.44	55.36			141.01	183.00					2.91	5.38	0.03	2.05	2.7	211.04
KONYA	314.00		1,530.26	1,363.43	47.69			155.97	176.74					23.37	19.54	0.11	1.5	2.2	905.70
MRDİN	6.30	7.35	690.00	702.53	8.20	7.90	7.70	172.66	186.21	2.60	2.40			52.36	58.43	0.31	2	3	349.08
NUHCM	11.00		1,652.35	1,853.06	26.06			575.95	617.66					35.28	45.97	0.07	4.4	5.7	436.51
UNYEC	3.98		491.87	456.87	8.95			133.36	164.51					30.60	39.56	0.24	1.5	2.6	295.52

	Piyasa Değeri			Firma Değeri			Son 1 yıllık Getiri
	Geçen Yıl (mn TL)	Cari (mn TL)	%	Geçen Yıl (mn TL)	Cari (mn TL)	%	
ADANA	500.86	323.62	-0.35	510.00	339.21	-0.33	-29.33
ADBGR	286.03	213.28	-0.25	294.60	227.90	-0.23	-16.88
ADNAC	142.19	115.73	-0.19	159.33	144.97	-0.09	-6.31
AFYON	579.00	312.00	-0.46	561.55	302.05	-0.46	-46.04
AKCNS	1,500.95	1,424.37	-0.05	1,661.49	1,652.81	-0.01	1.50
ASLAN	3,662.64	4,088.00	0.12	3,699.47	4,105.86	0.11	10.55
BSOKE	134.66	107.10	-0.20	102.95	74.13	-0.28	-11.08
BTCIM	539.80	423.62	-0.22	471.10	356.81	-0.24	-22.36
BOLUC	242.07	209.12	-0.14	221.51	200.08	-0.10	-1.55
BUCIM	520.61	474.05	-0.09	539.93	500.63	-0.07	-1.38
CMEN	792.72	536.61	-0.32	784.63	558.21	-0.29	-34.47
CİMSA	1,377.86	1,186.04	-0.14	1,481.57	1,419.01	-0.04	-13.50
GOLTS	509.40	394.20	-0.23	548.70	443.44	-0.19	-27.68
KONYA	1,189.12	1,530.26	0.29	1,050.07	1,363.43	0.30	6.86
MRDİN	874.00	690.00	-0.21	862.90	702.53	-0.19	-9.82
NUHCM	1,952.78	1,652.35	-0.15	2,064.23	1,853.06	-0.10	-8.71
UNYEC	568.50	491.87	-0.13	513.50	456.87	-0.11	3.35

Son 1 yıllık dönemde İMKB Çimento sektöründeki 17 şirketten sadece 4 tanesinin Aslan, Konya, Ünye ve Akçansa Çimento'nun pozitif getiri sunduklarını görmekteyiz.

Piyasa değeri olarak baktığımızda sektörün %7,81 değer kaybı ile toplam piyasa değerinin 14,172 mn TL'ye gerilediğini görmekteyiz. Hisse bazında ise piyasa değerini artıranlar sadece Konya ve Aslan Çimento.

Yine son bir yıllık dönemde İMKB çimento sektörünün firma değerlerinde %5,32 düşüş gözlemlenirken, Piyasa değerindeki gibi yine sadece Konya ve Aslan Çimento'nun firma değerlerinde %30 ve %11'lik artış dikkat çekmektedir.

Sektörün net borç/nakit kompozisyonunun ise 95 mnn TL borç'dan 528 mn TL'e borca yükseldiğini görmekteyiz. Nakitte olan şirketlere baktığımızda ise Konya ( 166 mn TL), BTCİM( 66 mn TL), BSOKE ( 33 mn TL), UNYEC ( 35 mn TL) ev AFYON ( 9,9 mn TL), BOLUC ( 9 mn TL) görürken Cimsa, Akçansa ve Nuh çimento 200 mn TL üzerinde borçlarıyla dikkat çekmektedir.

Net döviz kompozisyonlarında ise yıllık bazda 72 mn TL short pozisyonun 235 mn TL'ye çıktığını görmekteyiz. Hisse bazında ise BTCİM ( 50 mn TL), BSOKE ( 21.5 mn TL), MRDİN ( 12,5 mn TL) döviz de long pozisyonları ile 4Ç11'de kendilerine avantaj sağlarken, NUHCM ( 149 mn TL), GOLTS ( 79 mn TL), CMEN ( 72 mn TL) yüksek short pozisyonları ile dikkat çekmektedir.

## ALT YAPI YATIRIMLARI FIRSAT, ŞİRKETİN YATIRIMI BASKI NEDENİ OLABİLİR

**Adana Çimento**'nun 3Ç11 döneminde açıkladığı 18,9 mn TL'lik net kar piyasa beklentisi 14 mn TL'nin %35 üzerinde gerçekleşerek şirketin yılın ilk dokuz ayında 59 mn TL'lik kar rakamına ulaşmasına imkan vermiştir. Şirketin karlılığın artışı hem çimento fiyatlarındaki artış hem de yüksek seyreden yurtiçi talep ana etmenlerdir.

Şirketin satış gelirleri çeyrek bazlı yıllık %12 artış kaydederek 88 mn TL'ye ulaşmasında ihracat gelirlerinin %5 azalmasına karşın yurtiçi gelirlerdeki %17'lik artış ki bunda da bölgedeki alt yapı projeleri için artan çimento talebi ana etmen olarak karşımıza çıkmaktadır.

Güçlü operasyonel performans neticesinde brüt kar marjının %34 seviyelerine ulaşması ile birlikte 3Ç11 FAVÖK değeri de geçen yıla göre %45'lik artışla 26 mn TL'ye ulaşmıştır.

Hem güçlü operasyonel performans hem düşük hammadde maliyeti sayesinde beklentiler üzerinde performans gösteren Adana Çimento'da Bölge'de ağırlıklı altyapı yatırımlarında yoğunlaşılması, Mersin özelinde hem nükleer enerji santrali yapılmasının planlanması hem de Akdeniz oyunlarına 2013 yılında ev sahipliği yapacak olması olumlu etmenler olarak karşımıza çıkarken, şirketin 2011'den 2012 yılına ertelediği klinker kapasitesini 2.3 milyondan 3.3 milyona çıkaracak yatırımını ( 80 milyon dolar seviyesinde) %70 borç ile finanse edilecek olması nakit akışlarında negatif bir seyir gösterme riski taşıdığından hisse üzerinde baskı yaratabilir.

Bu'da 2012 tahminimize göre 5,5 FD/FAVÖK ve 8.5 F/K çarpanı uluslararası benzerlerine göre % 21 ve %16 iskontolu işlem gören Adana Çimento 3,67 TL'lik işlem fiyatına karşılık 5 TL'lik hedef fiyatımız %26 iskonto içerdiğinden TUT yönünde tavsiyede bulunmaktayız.



## MAALİYET AVANTAJI, ALT YAPI YATIRIMLARI KATALİZÖR

### ÇİMSA...

Çimsa 9A11'de yıllık bazda maliyet artışlarının çimento fiyat artışın altında kalmasının olumlu etkisiyle birlikte karını %23'lük artışla 105mn TL'ye çıkarmıştır. Genel olarak baktığımızda satışlardaki artış ve operasyonel karlılığın artması da şirketin karlığına olumlu yansıyan etmenler arasında yer almaktadır.

Çimsa , Mersin, Kayseri, Eskişehir, Niğde ve Ankara'daki 5 fabrikada çimento üretimi yaparak yılda yaklaşık 5 milyon ton çimento üretimi yapmakta ve satışlarının %70'inden fazlasını yurtiçine kalanını ise 46 ülkeye ihraç etmektedir.

Çimsa yurtiçi satışlarını %22 ve yurtdışı satışlarını %39'luk artırmayı başarmıştır. Şirketin fabrika lokasyonlarının Doğu ve Güneydoğu'ya yakın oluşu ve bu bölgede çimento tüketiminin yarısından fazlasını alt yapı kaynaklı olması, olası gayrimenkul sektöründeki daralmadan oldukça sınırlı etkilenmesine imkan sağlayacaktır.

Satılan malın maliyetinin %25'ini oluşturan elektrik ve %36'sını oluşturan yakıt giderini, devam eden 2 adet sürdürülebilirlik projesi ile azaltacak olan Çimsa, bu projelerin 2012'nin başlarında kullanıma hazır olması ile yaklaşık 11 mn TL arasından enerji tasarrufu sağlamasıyla hem maliyetlerinde rakiplerine göre avantaj yaratacaktır.

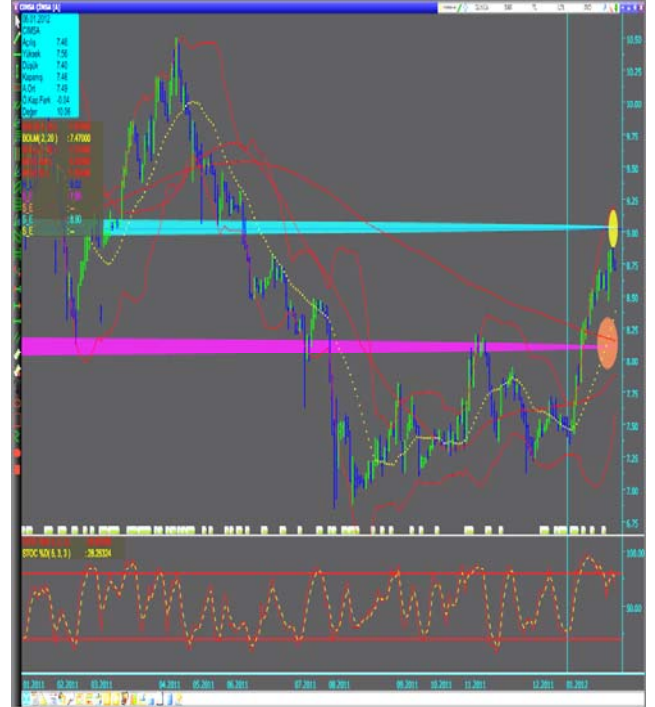
Gelirlerinin %76'sını çimento sektöründen( kalanı hazır beton) elde eden Çimsa'nın, hazır beton faaliyetlerinden yüksek olan çimento sektörü esas faaliyet kar marjı ve net kar marjının ,şirketin genel net kar marjında iyileşmesini yardımcı olduğunu görmekteyiz.

Şirketin Ortadoğu ve Kuzey Afrika'daki olumsuzlukları Rusya gibi bölgelere ihracatını artırması ile karşıladığını görmekteyiz. Ortadoğu ve MENA bölgesinde istikrarın sağlanmaya başlaması ve Rusya ihracatının 2012 yılında şirketin ihracatında 2012 yılında %3 seviyesinden artmasına imkan tanınmasını ve 2012 yılında Çimsa'nın konsolide çimento satış hacminde %6 oranında artış beklemekteyiz.

Diğer taraftan elektrik maliyetlerindeki %15'lik fiyat artışı beklentimizle birlikte Çimsa, hem yakıt maliyetindeki tasarruf hem satış hacmindeki artış hem de çimento satış fiyatlarını artırmasına karşın FAVÖK marjında tahminimize göre 1 puanlık daralma ile karşılaşacaktır. Fakat Çimsa 2012T %25'lik FAVÖK marjı ile en karlı şirketlerden biri olmayı da sürdürecektir.

Şirket 2012T 5,7x FD/FVAÖK ve 8.4x F/K çarpanları ile uluslararası benzerlerine ortalama 6,4 FD/FAVÖK ve 10,1x F/K çarpanlarına göre %11 ve %17 iskontolu işlem görmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları ve uluslar arası benzer şirket çarpanlarına %50'şer ağırlık verdiğimiz değerlememizde Çimsa için 11,20 TL'lik hedef fiyatımıza ulaşmaktayız. Mevcut 8,60 TL fiyatına göre %23 iskonto içeren ÇİMSA için ALIM yönünde tavsiyede bulunmaktayız.



## AKÇANSA

Marmara ve Karadeniz bölgesindeki alt yapı yatırımlarından , özellikle Marmara bölgesinin güçlü konut talebi ve fiyatlardaki olumlu trendlerden en çok fayda sağlayan şirketlerden biri de Akçansa olmuş oluşan iyi fiyatlama ortamı sayesinde şirket satışlarını 9A10 döneminde göre %22 artmıştır.

İhracatın toplam satışlar içindeki payının 3Ç11 ile %16 seviyesinde olması da şirketin Kuzey Afrika ve Ortadoğu'daki sorunlardan sınırlı etkilenmesine imkan tanımıştır.

Çanakkale limanı ve Heidelberg Cement'in bağlantılarından da yararlanmaya başlaması ile Rusya'daki fiyatların bölgedeki ülkelerden daha yüksek olmasının ve MENA bölgesindeki karışıklığın yarattığı olumsuzluğu, nakliye maliyetlerine rağmen Arjantin ve Brezilya'daki fiyatların karlı olması ile karşılması da şirketin ihracatta alternatif kanallarla dengelemeyi sağlayacağını göstermektedir.

Arjantin ve Brezilya'nın yanında Batı Afrika satışları ile Akçansa'nın AB bölgesindeki yavaşlama ve MENA bölgesindeki karışıklardan sınırlı etkilenmesi , ihracatın toplam gelirler içinde payının 2012 yılında %21 seviyesine yükselmesini beklemekteyiz.

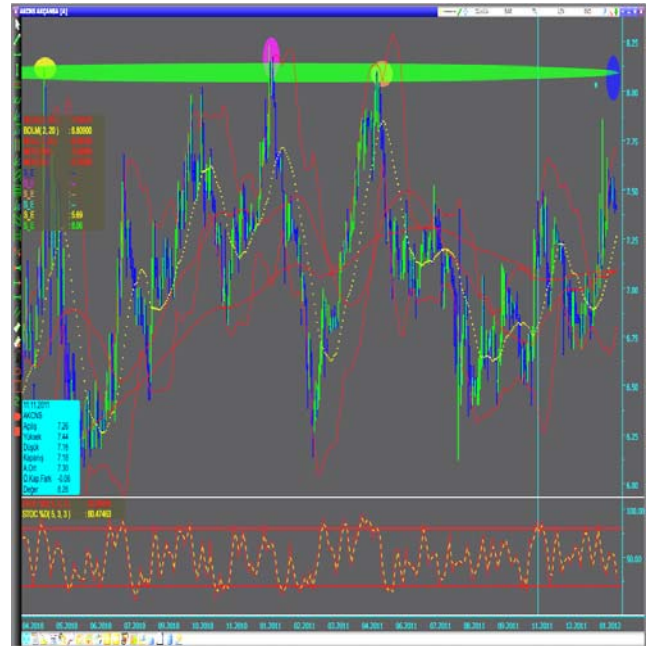
Şirketin karlılığı düşük seyreden petrol koku fiyatlarından da kaynaklanan, düşük üretim maliyeti elde etmesi FAVÖK marjının 2011'in üçüncü çeyreğinde %23,6 seviyesine ulaşmasına yardımcı olmuştur.

Akçansa, alternatif yakıt ve hammadde kullanımından, Türkiye çapında gerek atık yağların gerekse atık lastiklerin otomatik olarak beslenmesini sağlayan özel dizayn atık besleme sistemlerini kuran ilk fabrika olma özelliğini taşıyan Akçansa Büyükçekmece Fabrikası'nda alternatif yakıt kullanımı kontamine atık ve benzeri diğer atıkların da yakılması ile artarak sürmektedir.

Diğer taraftan Eylül sonunda devreye giren Çanakkale fabrikasındaki atık ısı geri dönüşüm tesis ile Akçansa'nın hem elektrik tüketimi düşecek hem de gece elektrik tarifesine yapılan yüksek zamdan etkilenmeyecektir. Zaten şirketin kömür kullanımından petrokok kullanımına geçmesi ve düşük petrokok fiyatları da şirkete ek maliyet avantajı da sunmaktadır.

Kentsel dönüşüm projesinden faaliyet bölgesine yakınlığı nedeniyle de Akçansa olumlu etkilenmesini, Maliyet tarafında elde ettiği avantajlarla birlikte şirketin hem satış hem de faaliyet karlılığının sürdürülebilir olmasını sağlamasını beklemekteyiz.

Değerlememizi yaparken hem uluslar arası benzer şirket çarpanı hem de indirgenmiş nakit akımları analizimize %50'şer pay vererek 2012 yılı için hedef fiyatımızı 8,25 TL olarak bulduk. Akçansa 2012T 6,9 FD/FAVÖK ve 11,3 F/K çarpanı ile uluslar arası benzerlerine göre sırasıyla %7 ve %9 primli işlem görmektedir. Bu'da şirketin hem satış hacminin hem de karlılığın yükselmesine karşın mevcut fiyatlarda yeterince ucuz olmadığını değerlememize göre %9 iskonto içermesinden dolayı TUT yönünde tavsiyede bulunmaktayız.



## GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ UÇMAYA HAZIRLANIYOR

İŞ ALANI	H.A.O	PORTFÖY DAĞILIMI		PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ KARŞILAŞTIRMALARI					GETİRİ S1Y %	P.D MN TL
		Gayrimenkul	Para ve Ser.Piy.	2010/12	2011/03	2011/06	2011/09	CARİ		
VKGYO Ofis	21.00	91%	9%	0.86	0.81	0.59	0.52	1.79	93.83	335.00
NUGYO Ticari, Konut, Ofis	20.00	83%	17%	0.65	0.78	1.29	1.31	1.25	64.40	70.20
SAFGY Ticari, Konut	24.00	94%	6%	0.92	0.88	0.90	1.52	22.83	50.53	1,267.84
IDGYO Konut	25.00	95%	5%	2.86	2.65	7.48	5.02	3.36	26.83	31.20
ALGYO Ofis, Konut, Otel	34.00	59%	41%	0.89	0.88	0.97	0.88	0.79	-3.40	175.74
DGGYO Ticari, Konut, Ofis	7.00	89%	11%	0.92	1.01	0.92	0.71	0.86	-10.22	156.61
ISGYO Ticari, Konut, Ofis, Otel	48.00	94%	6%	0.80	0.80	0.75	0.70	0.69	-12.72	714.00
EKGYO Konut	25.00	88%	12%	1.37	1.89	1.93	1.70	1.55	-16.43	5,475.00
AGYO Ticari, Konut, Ofis, Otel	16.00	61%	39%	0.54	0.52	0.52	0.46	0.43	-18.42	86.52
RYGYO Depo	31.00	98%	1%	0.57	0.78	0.65	0.52	0.51	-22.64	153.00
OZGYO Ofis, Konut	33.00	82%	18%	1.14	1.20	1.09	0.93	0.88	-25.62	90.00
YGYO Ticari, Konut	19.00	100%		0.28	1.81	1.65	1.18	1.47	-27.68	300.95
AKMGY Ticari	2.00	100%		9.49	8.68	7.63	5.52	4.60	-28.12	681.93
TRGYO Ticari, Konut, Ofis	14.00	70%	19%	0.60	0.64	0.59	0.49	0.45	-29.04	1,039.36
AKFGY Otel	29.00	50%	4%	-	-	0.53	0.38	0.39	-29.86	285.20
TSGYO Ofis, Konut, Otel	29.00	94%	6%	0.64	0.63	0.57	0.48	0.48	-30.43	96.00
SNGYO Konut	37.00	91%	2%	1.11	1.09	0.89	0.82	0.68	-31.44	714.00
AVGYO Ofis	51.00	98%	2%	2.37	1.38	1.11	2.16	0.86	-33.80	66.24
MRGYO Konut, Otel	48.00	100%		0.87	0.82	0.61	0.47	0.54	-38.18	74.80
PEGYO Ticari, Ofis, Otel	51.00	94%	4%	0.51	0.63	0.49	0.40	0.36	-41.87	57.92
YKGYO Ofis, Konut	44.00	53%		1.08	1.26	1.35	1.04	0.87	-48.00	57.20
KLGYO Ticari, Konut, Ofis	35.00	94%	6%	-	-	1.71	1.13	1.07	-52.86	259.88
<b>TOPLAM PİYASA DEĞERİ MN TL</b>				<b>10,771</b>	<b>12,899</b>	<b>13,487</b>	<b>11,710</b>	<b>12,189</b>		

Gayrimenkul'ün, altından sonra en çok akla gelen ikinci yatırım aracı olması faizlerin düştüğü ortamda sektördeki patlamayı da beraberinde getirmişti, 2010'in yıldız sektörlerinden olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sektörü 2011 yılında beklenen patlamayı gerçekleştirmezken 2012 yılına'da pek de umutlu giriş yapmamıştır.

2012'de sektör kentsel dönüşüm, müteakabiliyet ve 2B yasınının Meclisten geçmesini beklemekte, bu beklentilerin gerçekleşmemesi durumunda ise ekonomideki yavaşlama, kredi ve bina maliyetlerindeki artışla talepte sert gerileme sonucu %10-15 arasından daralma beklemektedir.

## GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ UÇMAYA HAZIRLANIYOR

Ekonomideki seyrin etkisini bünyesinde en fazla hisseden sektörlerden inşaat sektörü 2012 yılına düşünceli giriyor.

Düşünceli girmesinin nedenleri ise ; Ekonomideki büyümenin 2011'e göre ciddi yavaşlayacak olması, enflasyondaki artışın en azından yılın ilk yarısındaki yüksek seyri ile faizlerdeki çift haneli seyrin devam edecek olması, TCMB 'nin uygulamış olduğu iç talebi sınırlama amaçlı önlemlerin inşaat sektörü üzerindeki baskısı olarak sıralıyabiliriz.

TCMB'nin cari açık'ın nedeni olarak kredi büyümesinin önüne geçmek için aldığı tedbirler ve BDDK'nın uygulamaları ile konut kredilerindeki yıllık %9 seviyelerine düşen faizlerin %15'ler seviyesine yükselmesine neden olmuştur. Bu da ekonomide yavaşlama beklentileri ve kredi maliyetindeki artış nedeniyle talebin ertelenmesine neden olacaktır.

Konut arzının talepten fazla olması konut stoklarındaki azalmanın önüne set çekerken, diğer taraftan bina maliyetlerinin de çimento, demir-çelik fiyatlarındaki artıştan dolayı %13'lük artışının konut fiyat artışlarının (%4,8) üzerinde kalması sektörün kar marjlarında da azalmayı beraberinde getirecektir.

Firmalarda hem maliyet hem de kredi faizlerindeki artışın olumsuz etkisini gidermek için kendi finansman programlarını ( düşük faiz-uzun vade) satışlara dahil etmektedir.

Tabii bu gelişme de şirketlerin nakit pozisyonu açısından zorlarken diğer taraftan nakit akışlarında yavaşlamasına neden olmaktadır. Sektör'de nakit pozisyon sorununu çözümler içinde tahvil ihracına yönelmektedir.

Diğer taraftan da Faizlerin yükselmesi ile özkaynağı güçlü şirketler bu kredi maliyetine katlanmak istemeyebilir bu da yatırımların ertelenmesine neden olur hem talepteki hem arzdaki yavaşlamada kredi faizlerinin düşmesine neden olacaktır.

Enflasyon büyüme eğiliminde. Bu durumda fiyatlar da stabil olacaktır. Fiyatların bu durumda enflasyonu takip etme şansı olmayacaktır. Gerek ikinci elde gerekse yeni konutlarda alım fırsatı doğar. Özellikle de likitte olan bireysel yatırımcı için bu durum bir fırsat yaratır.

Konut pazarında özellikle 2012'nin ilk 6 ayında talebin düşmesi, sektörde hareketlenmenin en erken 2012'nin Eylül ayında olmasını beklenmektedir. Sonuç olarak 2012'de gayrimenkul sektöründe %10-15 arasında daralma beklenmektedir.

Kentsel dönüşümü hızlandırmak için hükümetin hazırladığı yeni düzenlemeler, konut alamayan yabancıların mütekabiliyet yasası ile önünün açılması, 2B arazilerinin satışı konuları sektörün ivme kazanmasına yardımcı olacaktır. Diğer taraftan sektöre katkı sağlaması ise 2013 yılında olacaktır düşüncesine sahibiz.

Özellikle Mütekabiliyet çıktığı anda bu %10-15'lik daralmanın aşılması hatta sektöre ilk yıl için 1-2 milyar dolar, 3 yıl vadede de 5 milyar dolar para girişi olması beklentisinin bulunduğu görülmektedir.

### Alışveriş merkezi cirolarında mevsimsel dalgalanma

2011 yılı üçüncü çeyrek döneminde mevsimsellik etkisi ile Eylül ayı sonunda toplam ciro endeksi 137 ile yılın en düşük seviyesine inmiştir. Kiralanabilir alan m2 endeksinde ise artış devam etmektedir. M2 başına ciro endeksi de bu gelişmelere bağlı olarak üçüncü çeyrek son ayı itibarı ile 91 puanla yılın en düşük seviyesine gerilemiştir. Yine mevsimsellik etkisi ile Ekim ayında ise hem toplam cirolarda hem de m2 başına ciro endeksinde kuvvetli bir toparlanma görülmektedir.

2011 yılının üçüncü çeyrek döneminde ofis piyasasında hareketlilik sürmüştür. Dünya ve Avrupa'daki ekonomik bozulmaya karşın İstanbul ofis piyasasında canlılık devam etmiştir. Bununla birlikte Türk Lirasının değer kaybı nedeniyle bazı satın alma işlemleri ertelenmiş veya kiralama işlemlerinde pazarlık süreçleri uzamıştır. Türk Lirasının değer kaybı nedeniyle bir dönem ofis kiralalarında döviz bazında artış beklenmemektedir. Ofis arzında hızlı genişleme sürmektedir. İlk üç çeyrek sonunda İstanbul'da A sınıfı ofis arzı 227 bin m2 genişlemiştir. Son çeyrekte de 190 bin m2 ilave arz katılmaktadır. Mevcut ofis bölgelerine ek olarak finans merkezi Ataşehir, kentsel dönüşüm sürecindeki Kartal ve Kağıthane bölgeleri hızlı genişleme göstermektedir. Kiralama talebi de canlılığını korumaktadır. Yabancı şirketlerin kiralamaları sürmektedir. Ancak hem yerli hem de yabancı şirketlerin daha küçük metrekare ofislere talep eğilimi artmaktadır.

İstanbul ofis piyasasında ofis boşluk oranları ilave yeni arzlarla rağmen düşük kalmaya devam etmektedir. M1A bölgesinde A sınıfı ofis boşluk oranları 0.9 puan artarken B sınıfı ofis boşluk oranları 0.6 puan daha gerilemiştir. M1A dışı pazarda ise A sınıf ve B sınıf ofis boşluk oranları Avrupa bölgesinde gerilemiş, Asya bölgesinde ise artmıştır.

2011 yılının üçüncü çeyrek döneminde ofis binası için alınan yapı ruhsatları 1.52 milyon m2 ile hızlı bir genişleme göstermiş ve yılın en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Ofis binası yatırım iştahı ve eğilimi kuvvetli seyretmiştir. Ofis binası alınan yapı kullanım izin belgesi ise üçüncü çeyrekte 773 bin m2 olarak gerçekleşmiştir. Yeni ofis arzları da göreceli kuvvetli seyretmektedir.

### İstanbul Ofis Piyasası Kira Ortalamaları Dolar/M<sup>2</sup>/Ay

DÖNEMLER	A SINIFI OFİSLER			B SINIFI OFİSLER		
	M1A	M1A DIŞI AVRUPA	M1A DIŞI ASYA	M1A	M1A DIŞI AVRUPA	M1A DIŞI ASYA
2009 4.ÇEYREK	26.6	17.6	18.8	15.7	10.0	12.0
2010 1.ÇEYREK	25.9	17.7	18.9	14.9	9.2	11.6
2010 2.ÇEYREK	26.5	17.7	18.7	15.9	9.4	12.3
2010 3.ÇEYREK	27.2	17.9	19.3	16.6	9.3	13.3
2010 4.ÇEYREK	28.2	18.0	20.3	16.7	9.7	13.0
2011 1.ÇEYREK	27.5	18.1	19.3	14.6	9.8	13.6
2011 2.ÇEYREK	27.6	18.3	19.5	17.0	9.6	13.5
2011 3.ÇEYREK	27.6	17.9	18.8	14.8	10.4	13.3

### Lojistik alan piyasası yine durağan

Ekonomi ve ticaretteki hızlı genişlemeye, lojistik talebi ve lojistik alanlara olan ilgiye rağmen yılın üçüncü çeyrek döneminde lojistik piyasası göreceli durağan bir dönem geçirmiştir.

Lojistik piyasası Tekirdağ-İstanbul-İzmit aksında yer almayı sürdürmektedir. Üçüncü çeyrekte lojistik pazarı kiracı talebinde hızlı bir düzelme yaşanmakla birlikte yeni kiralama işlemleri çok sınırlı kalmıştır. Lojistik alan kiralaları da 5-7 dolar arasında durağan seyretmeye devam etmektedir.

Lojistik alan kiralama/kullanıcı talebinde özellikle perakende sektöründen kaynaklanan artış ve değişim de öne çıkmaktadır. Buna bağlı olarak yeni ve kaliteli arzlar tetiklenebilecektir. Ancak arsa fiyatlarının yüksek olması hem yeni yatırımları hem de yabancı yatırımcıların katılımını sınırlamaya devam etmektedir.

### Yeni sanayi ve lojistik bina yatırımları artıyor

Yeni sanayi binaları ve depoları için alınan yapı ruhsatları büyüklüğü 2011 yılının üçüncü çeyreğinde 1.68 milyon m2 olmuş ve yılın en yüksek seviyesine çıkmıştır. Sanayi ve lojistik alan yatırımları iştahı ve eğilimi ve yılın üçüncü çeyreğinde en üst seviyeye yükselmiştir.

#### Türkiye Geneli Sanayi ve Depo Binaları Alınan Yapı Ruhsatları

DÖNEMLER	SANAYİ BİNALARI VE DEPOLAR ALINAN YAPI RUHSATLARI M <sup>2</sup>
2009 Q4	854.680
2010 Q1	1.120.265
2010 Q2	1.210.778
2010 Q3	971.066
2010 Q4	3.564.921
2011 Q1	774.727
2011 Q2	1.586.185
2011 Q3	1.681.762

KAYNAK: TÜRKİYE İSTATİSTİK KURUMU

## GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ UÇMAYA HAZIRLANIYOR

2012'de GYMO sektöründe yatırım sürecinde olan ve yatırım portföyü yüklü GMYO'lar nakit akımlarında sorun yaşayabilirler. Dolayısıyla defansif olmakta ve konut satışı yerine kira getirisi ağırlıklı hisselerin ön plana çıkmasını beklemekteyiz.

2012 yılında ekonomideki zayıflama GMYO sektörünün IMKB'deki getirilerinin düşük kalmasına neden olacaktır.

Ofis segmentinin düzenli kira getirisi ile nakit akımlarını dengeleme kabiliyetinin yüksek olmasına karşın, AVM segmentinde özellikle döviz bazlı olanlarda geçtiğimiz günlerde gördüğümüz gibi ya indirimli olarak TL'ye dönme ya da sabit kur uygulamasının görülmesinin yaygınlaşmasını beklemekteyiz.

Sonuç olarak 2013 yılında konut portföyü ağırlıklı portföy dağılımı olan şirketler daha avantajlı duruma geleceğinden ; 2012'in ilk üç çeyreğinde kira geliri ağırlıklı portföyü bulunan ve net nakti yüksek, son çeyrekte itibaren de konut ve perakende ağırlıklı şirketlerin ön plana çıkmasını beklemekteyiz.

Dolayısıyla tercihlerimiz ISGYO, EKGYO, SNGYO'dan oluşmaktadır.

İŞ ALANI		ÖzKaynaklar	NET BORÇ/NAKİT(-)	NET DÖVİZ	GETİRİ		
		MN TL	MN TL	POZİSYONU	S1Y %	YTD	
VKGYO	Vakıf GMYO	Ofis	108.15	-0.05	-	93.83	43.78
YGYO	Yeşil GMYO	Ticari,Konut	204.08	75.91	-4.70	-27.68	23.08
SNGYO	Sinpaş GMYO	Konut	1,056.10	128.24	-188.42	-31.44	20.20
ISGYO	İş GMYO	Ticari, Konut, Ofis, Otel	997.77	-45.32	-14.31	-12.72	19.00
RYGYO	Reysaş GMYO	Depo	299.38	31.69	35.12	-22.64	16.88
TRGYO	Torunlar GMYO	Ticari, Konut, Ofis	2,308.58	358.79	-802.60	-29.04	16.88
MRGYO	Martı GMYO	Konut,Otel	138.10	22.64	-22.02	-38.18	15.25
NUGYO	Nurul GMYO	Ticari, Konut, Ofis	56.17	101.74	-104.40	64.40	13.96
EKGYO	Emlak Konut GMYO	Konut	3,532.53	12.23	-	-16.43	12.31
PEGYO	Pera GMYO	Ticari, Ofis, Otel	160.80	45.59	0.28	-41.87	12.07
AKMGY	AKmerkez GMYO	Ticari	148.29	-11.59	-0.15	-28.12	8.28
KLGYO	Kiler GMYO	Ticari,Konut,Ofis	242.96	146.87	-110.08	-52.86	8.00
SAFGY	Saf GMYO*	Ticari, Konut	55.55	1.45	-22.79	50.53	7.52
AGYO	Atakule GMYO	Ticari, Konut,Ofis, Otel	202.49	-72.67	5.22	-18.42	7.29
TSGYO	TSKB GMYO	Ofis, Konut, Otel	201.47	106.92	-121.73	-30.43	6.67
AKFGY	AKfen Gayrimenkul	Otel	725.29	270.62	-263.70	-29.86	5.44
YKGYO	Yapı Kredi Koray GMYO	Ofis, Konut	65.62	34.91	-25.73	-48.00	5.15
ALGYO	Alarko GMYO	Ofis,Konut, Otel	223.60	-124.33	127.30	-3.40	2.17
OZGYO	Özderici GMYO	Ofis, Konut	101.86	-10.75	0.03	-25.62	-1.10
AVGYO	Avrasya GMYO	Ofis	76.94	-2.87	-	-33.80	-8.00
DGGYO	Doğuş GMYO	Ticari, Konut, Ofis	182.77	-23.43	4.17	-10.22	-8.24
IDGYO	İdealist GMYO	Konut	9.28	-0.46	-	26.83	-10.09

## YILIN İLK YARISINDA ISGYO

**ISGYO...** Şirketin güçlü kiralama yapısının kriz döneminde bile yüksek bir doluluk oranı ve güvenli kira getirisi durumunu garanti ettiğini düşünmekteyiz.

2011 3. çeyrek itibariyle Toplam kira geliri akımının %40'ını oluşturan Grup şirketlerinin toplam kira gelirlerini oldukça defansif hale getirdiği unutulmamalıdır.

İş GYO, Üsküdar ve İzmir'de olmak üzere iki konut projesi ve Tuzla'da bir karma proje geliştirmeyi planlamaktadır. İş GYO Tuzla'da geliştireceği konut projesinin % 70'inin ön satışlarını tamamlamıştır.

Şirket ayrıca Taksim'de yapacağı ofis binası inşaatına Aralık ayında başlamıştır. İş GYO arsa dahil geliştirme maliyetinin 22.4mn TL olması beklenen projeden yıllık 2.1mn TL kira geliri beklemektedir.

Şirket planladığı karma proje için 301 milyon dolar, Tuzladaki konut projesi için 64 milyon dolar, taksim ofisi projesi için 13 milyon dolar ve son olarakta İzmit'de karma proje için 125 milyon dolarlık yatırım yapmayı planlıyor.

Söz konusu projelerden yüzde 10-11 arası bir getiri sağlanması hedefleniyor. Önümüzdeki 5 yıl içinde İş GYO, 1.4 milyar dolar gayrimenkul değeri ve 100 milyon dolar kira geliri elde etmeyi hedefliyor.

ISGYO'nun net nakit pozisyonu 3. çeyrekte, 2. çeyrekteki 30 milyon TL düzeyinden 45 milyon TL düzeyine yükselmiştir. Şirket, 2011'in 3. çeyreğini 14,3 milyon TL net kısa yabancı para pozisyonu ile kapatmıştır.

Ayrıca, yüksek yabancı para bazlı kira yapısı şirkete TL'nin değer kaybına karşı dayanıklılık kazandırmaktadır.

Mevcut piyasa değerinde net aktif değerine göre %51 iskontolu işlem gören ISGYO'nun son 1 yıldaki ortalama iskontosu %44 seviyesindedir. Düzenli nakit akışına sahip Şirket'in güçlü temelleri ile hissedeki mevcut yüksek iskontosu'nun azalmasını bekliyoruz.

Değerleme tabanında ise 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 1,62 TL'dir ve şirket için ALIM yönünde tavsiyemizi korumaktayız.

## İKİNCİ YARI İLE BİRLİKTE EMLAK KONUT

### EKGYO..

2011'de kredi faiz oranlarında yükselme ile kredi iştahında yavaşlama olması, 2012'de konut talebinde sınırlı artış beklentisinin bulunması gayrimenkul sektörünün elinde itici güç olarak yabancılara konut satışı ve 2B yasasını bırakmıştır.

TOKİ ile yaptığı ve TOKİ'nin önemli emlak bankasına ihale sürecine girmeden erişme imkanı veren "en iyi gayret" anlaşması ile EKGYO hem yabancı konut satışı hem 2B sürecinden hem de kentsel dönüşüm projesinden en olumlu etkilenecek şirketlerden biri konumuna gelecektir.

Emlak Konut'un işi, taraflarla gelir paylaşımını ve projenin tam gelişimini içeren iki modeli kapsamaktadır. Buda emlak piyasasındaki oynaklıktan şirketin minimum etkilenmesini sağlamaktadır.

Diğer taraftan İstanbul Ayazağa ve Ataşehir projelerinin inşaat izinlerinin alınmak üzere olması ve 2012 başından itibaren yeni projelere başlayacak olmaları da hisse için diğer bir olumlu beklentidir.

2011'de marj üzerindeki baskıların kısmen hesaplama değişimlerinden, aynı zamanda sabit maliyetlerdeki artıştan da kaynaklandığına inanıyoruz.

Emlak Konut GMYO'nun Metropol İstanbul projesi satışa başlamıştır. Projenin başlaması şirketin nakit akımları ve net aktif değeri için olumlu bir gelişmedir. Metropol İstanbul projesi Ataşehir'de kurulması planlanan Finans Merkezi bölgesinde yer almaktadır. Projede 900 konut, 600 ofis/ticari/konaklama ünitesi yer alırken, üst gelir segmenti hedeflenmiş ve ortalama satış fiyatı metrekaşe başına 5-6 bin TL olarak düşünülmüştür. İlk fazda satışa çıkartılan 308 konutun %60'ı için teklif alındığı basında yer almıştır. Emlak Konut GMYO'nun projede %43 payına karşılık minimum 500 milyon TL garantili geliri bulunmaktadır.

Sektörün 4 yıllık tarihsel ortalamasının 58% olduğu göz önünde bulundurularak, 2011/12'de FAVÖK marjının 30% ve 2013/14'te 27% olacağını tahmin ediyoruz.

2012T FD/FAVÖK çarpanı ile küresel rakiplerine göre %19 iskontolu olan EKGYO için 3,00 TL hedef fiyatımız ile ALIM yönünde tavsiyede bulunmaktayız.

## SİNPAŞ APORTTA

### SNGYO..

Sinpaş GYO 2011 yılında toplam 1,315 satış gerçekleştirirken, satışların büyük bölümü “Bosphorus City” ve “İstanbul Sarayları” projelerinden oluşmuştur.

2010 yılına kıyasla, Lagün ve Bosphorus City satış rakamları büyüme gösterirken, Lagün'deki satışlar yaklaşık üç kat artışla 95 adet'e ulaşırken, Bosphorus City'deki satışlarda %21 artış kaydetmiştir.

İstanbul Saraylarında %40 ve Bursa Modern satışlarında %13'lük azalışa karşın, Aquacity satışları yatay seyretmiştir. Sonuç olarak Sinpaş GMYO'nun 2011 teslimatları %64, teslimat gelirleri %74 oranında yükselerek 645mn TL'ye ulaşmıştır.

9A11 verilerine göre Sinpai GMYO'nun net borç pozisyonu 2Ç11 sonundaki 99mn TL seviyesinden 3Ç11 sonunda 128mn TL'ye yükselmiştir.

Sinpaş için 2012 yılındaki en önemli beklentiyi Bomonti Tower projesi, Ankara Büyükesat, Ankara Alacaatlı ve Marmaris projelerine başlamayı hedeflemesi oluşturmaktadır.

Şirket Bursa 'da önümüzdeki sekiz yıl boyunca her yıl 100 milyon dolarlık konut projesi gerçekleştirmeyi hedeflemektedir.

Ankara'da 250-300 milyon dolarlık projelere başlamayı planlamasıyla Sinpaş GMYO'nun sadece Anadolu şehirlerinde yer alan inşaat yatırımları 1 milyar doları geçmiş olacaktır.

Orta-Üst grubunu hedefleyen Sinpaş GYO, Eviya markası adı altında orta gelir grubuna hitap ettiği Ege Boyu projesinde ön satışlara Kasım'da başlamıştır.

	2010 YILI	2011 YILI
Teslim Adedi	995	1627
Teslim Hasılatı MN TL	370	645
Önsatış Adedi	1071	1315
Önsatış Hasılatı MN TL	409	577

Bosphorus City projesinde önsatışı gerçekleşmiş fakat henüz teslimatı yapılmamış 673 konutunda büyük bölümünün teslimatlarında yapılmasının etkisini önümüzdeki süreçte görmeyi beklemekteyiz.

Yabancılara konut satışının önünü açacak kanun değişikliğinin yaratacağı fırsatla birlikte net aktif değerine göre iskontosunu da göz önünde bulundurduğumuzda Sinpaş Gayrimenkul yatırım ortaklığı için 1,38 TL hedef fiyatımızla TUT yöngnde tavsiyede bulunmaktayız.

**2011 HALKA ARZLARI ve GETİRİLERİ**

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	İlk İşlem Fiyatı (TL/YTL)(*)	İlk İşlem fiyatından HİSSE Getiri	İlk İşlem tarihinden IMKB Getiri
BRKSN	BERKOSAN YALITIM VE TECRİT MADDELERİ ÜRETİM VE TİCARET A.Ş.	04.02.2011	1.95	287.87	-9.15
EUKYO	EURO KAPİTAL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	15.08.2011	1.11	125.23	10.93
DAGI	DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.06.2011	2.90	77.24	-6.16
VANGD	VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	24.08.2011	2.02	43.56	11.83
SAMAT	SARAY MATBAACILIK KAĞITÇILIK KIRTASIYECİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	24.06.2011	3.87	31.27	-4.42
HATEK	HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.	17.01.2011	5.15	10.68	-11.22
ATAC	ATAÇ İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	08.06.2011	12.40	10.15	-7.39
ERICO	ERİCOM TELEKOMÜNİKASYON VE ENERJİ TEKNOLOJİLERİ A.Ş.	09.06.2011	4.15	9.40	-6.81
BIZIM	BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI A.Ş.	03.02.2011	26.70	-16.73	-6.90
KRONT	KRON TELEKOMÜNİKASYON HİZMETLERİ A.Ş.	27.05.2011	3.42	-17.84	-4.93
KARKM	KARKİM SONDAJ AKIŞKANLARI ENERJİ MÜHENDİSLİK HİZMETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.06.2011	7.54	-20.42	-5.99
BLCYT	BİLİCİ YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	17.05.2011	2.66	-21.05	-9.26
MATAS	MATAŞ MATBAACILIK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.2011	3.51	-27.64	-4.19
OZBAL	ÖZBAL ÇELİK BORU SANAYİ TİCARET VE TAAHHÜT A.Ş.	28.07.2011	3.92	-28.57	-5.12
AKFGY	AKFEN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	11.05.2011	2.21	-29.86	-9.61
LKMNH	LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK TURİZM EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş.	01.02.2011	4.71	-35.30	-8.47
YAPRK	YAPRAK SÜT VE BESİ ÇİFTLİKLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.05.2011	6.58	-35.56	-8.13
UTPYA	UTOPYA TURİZM İNŞAAT İŞLETMECİLİK TİCARET A.Ş.	24.02.2011	3.36	-36.01	-2.35
MEPET	MEPET METRO PETROL VE TESİSLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.	25.07.2011	5.70	-45.61	-2.81
GLBMD	GLOBAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.	29.06.2011	1.75	-46.86	-5.83
BMEKS	BİMEKS BİLGİ İŞLEM VE DIŞ TİCARET A.Ş.	14.04.2011	4.53	-48.12	-12.69
KLGYO	KİLER GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	20.04.2011	6.30	-52.86	-12.82
KILER	KİLER ALIŞVERİŞ HİZMETLERİ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.2011	7.40	-57.43	-8.77

2011 yılı son dönemlerin adet olarak en fazla halka arzın gerçekleştiği dönem oldu. Gerçekleşen 23 halka arzın fiyat olarak performanslarına baktığımızda ise 8 tanesinin IMKB'ye göre relatif getiri sağladıklarını diğerlerinin ise IMKB performansının oldukça altında kaldıklarını görmekteyiz. Tabii bunda hisselerin likidasyonunun düşük olması, piyasalardaki yüksek gerginlikten olumsuz etkilenmeleri ana etmenler olarak dikkat çekmektedir.

2012 yılında Kurula başvuran ve izin aşamasında olan 37 şirket olduğunu görmekteyiz. Piyasalardaki likidite koşullarını iyi olacağını düşünülüyor bir yıl olması planlanan 2012 yılı gerçekten bir halka arz yılı olabilir. Fakat Halk GYO ve THYAO'a haricindeki halka açılacak nominal tutarların düşük olması Değer olarak 2011 yılının, sayısal adet olarak ise 2012 yılının ön plana çıkmasına neden olacaktır.

## 2012'DE BEKLENEN HALKA ARZLAR

		Halka Açılma Ön İzin (Esas Sözleşme Tadili) Başvuru Tarihi	Halka Açılma Ön İzin (Esas Sözleşme Tadili) Kurul Karar Tarihi	Kayda Alma Başvuru Tarihi	Kayda Alınma Kurul Karar Tarihi	Halka Açılacak Nominal TL	Aracı Kurum	İMKB Başvuru Tarihi
1	Büyükhanlı GYO A.Ş.	-	-	05.07.2010		2,000,000	Strateji Menkul	
2	Euro Sigorta A.Ş.	31.08.2010	12.10.2010				Euro Menkul	
3	Zirve Yatırım Holding A.Ş.	06.08.2010	11.11.2010					
4	Hittit Holding A.Ş.	12.11.2010	06.01.2011	16.02.2011	02.02.2012	5,000,000	Galata Menkul	10.06.2011
5	Özak Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	26.11.2010	24.12.2010	20.12.2011	02.02.2012	39,250,000	Deniz Yatırım	20.12.2011
6	THY						TSKB, Uni Credit	
7	Halk GYO			18.01.2011		423,000,000	Halk Yatırım	18.01.2011
8	Gama Enerji A.Ş.	17.03.2011					Garanti Yatırım, Goldman Sachs	
9	Metro Turizm Seyahat Organizasyon ve Ticaret A.Ş.	18.03.2011	27.06.2011	02.12.2011		15,000,000	Metro Yatırım	19.12.2011
10	Ciner Enerji ve Madencilik Sanayi Ticaret A.Ş.	22.04.2011						
11	Sampi Gıda Üretim Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	18.05.2011					Metro Yatırım	
12	Bostan Tarım Ürünleri Seracılık ve Gıda San. Tic. A.Ş.	25.05.2011	14.07.2011					
13	Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	10.06.2011	14.07.2011	17.11.2011		4,000,000	Bizim Menkul	15.11.2011
14	Platform Turizm Taşımacılık Gıda İnş. Temizlik Hiz. San. ve Tic. A.Ş.	15.06.2011	18.08.2011					
15	TNB Bilgisayar ve Görüntü Sistemleri A.Ş.	20.06.2011	18.08.2011					
16	Mega Polietilen Köpük Sanayi ve Ticaret A.Ş.	06.07.2011	14.10.2011	16.12.2011		5,000,000	Eti Yatırım	16.12.2011
17	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	15.07.2011	18.08.2011	23.09.2011	02.02.2012	5,000,000	Gedik Yatırım	29.09.2011
18	Diren Yatırım A.Ş.	22.07.2011	10.08.2011					
19	Osmanlı Menkul Değerler A.Ş.	11.08.2011	23.09.2011	02.12.2011	20.01.2012	1,315,000	Strateji Menkul	24.11.2011
20	Sanifoam Sünger Sanayi ve Ticaret A.Ş.	22.08.2011	06.10.2011	22.12.2012		4,750,000	Eti Yatırım	15.12.2011
21	Polisan Holding A.Ş.	16.09.2011	03.11.2011					
22	Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12.09.2011	23.09.2011	13.10.2011	29.12.2011	2,500,000	Halk Yatırım	13.10.2011
23	MCT Müşavirlik Danışmanlık ve Dış Ticaret A.Ş.	27.09.2011	02.12.2011	07.12.2011		771,000	Gedik Yatırım	
24	Prizma Pres Matbaacılık Yayıncılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11.11.2011	02.12.2011	30.01.2012		3,600,000	Gedik Yatırım	26.01.2012
25	Arteks Tarım Tekstil İnşaat Hayvancılık Petrol Sanayi ve Ticaret A.Ş.	17.11.2011						
26	Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	02.12.2011	13.01.2012			3,000,000	Eti Yatırım	31.01.2012
27	Baysan Trafo Kazanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	02.12.2011						
28	Baysan Trafo Radyatörleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	02.12.2011						
29	Anadolu Grup Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş.	02.12.2011	02.02.2012					
30	Etiler İnci Büfe Gıda Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.	07.12.2011	26.01.2012					
31	Efeler Çiftliği Tarım ve Hayvancılık A.Ş.	12.12.2011					TSKB	
32	Golden Meyve Suyu ve Gıda Sanayi A.Ş.	08.12.2011						
33	Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	13.10.2011	16.12.2011	13.01.2012		4,408,000	Galata Menkul	16.01.2012
34	Aydoğan Turizm Taahhüt Ticaret ve Sanayi A.Ş.	22.12.2011						
35	Denge Yatırım Holding A.Ş.	22.12.2011	26.01.2012					
36	Gözlük Sanayi A.Ş.	22.12.2011					TSKB ?	
37	TGS Dış Ticaret A.Ş.	06.01.2012						

**2012'DE BEKLENEN HALKA ARZLAR**

1-2 tane büyük HALK GYO ve THYAO planlanan halka arz olarak dikkat çekerken, diğerlerinin nominal değerlerinin düşük olduğunu görmekteyiz. Büyük şirketlerin halka arzında zorlanılmasının nedenlerine ise hem bu şirketlerin piyasanın satılabilir olduğunu net bir şekilde görmek istemelerinden hem de hükümet tarafından vergisel teşvikler beklmelerinden kaynaklanmaktadır.

Diğer taraftan yeni TTK, IMKB'nin hedeflediği ilk 1000 şirketin piyasamıza yönelmelerini teşvik edebilir. Çünkü yeni TTK ile şirketlerin çok şeffaf hale gelmelerine neden olacağından şirketlerde sermaye piyasasının sunduğu avantajlardan yararlanmak isteyebilirler. Bu da hacimsel olarak da IMKB'nin hem gelişmesine hem de İstanbul'un finans merkezi olmak konusundaki iddiasına destek verecektir.

## MAKRO BEKLENTİLERİMİZ

### BÜYÜME..

Türkiye ekonomisinin, bu yıl %8.4 civarında gerçekleşecek olan büyümenin ardından 2012'de %3,70 büyümesini bekliyoruz.

Dünya'daki krizin merkezin AB bulunmakta ve Türkiye'nin en önemli ihracat partnerinin de Avrupa olduğunu bilgimize göre var olan riskler büyüme üzerinde beklenenden daha ciddi baskı yaratma kapasitesine sahiptir.

AB'deki sorunlar doğal olarak dış finansman imkanlarını ulaşımı 2012 yılında gelişmekte olan ülkelere açısından en önemli sorun olarak karşımıza çıkarmaktadır. Cari açık yüksek seviyesini korumakta ve dış finansman ihtiyacı da artmaktadır. Bu etmende büyüme üzerindeki diğer baskı unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır.

Daha önceki kriz dönemlerinde para bir şekilde ister yastık altı olsun ister tek seferlik gelirler olsun ülkemiz ekonomisine gelmiştir.

Buradaki asıl sorun ise portföy çıkışları olduğu takdirde şirketlerin dış finansman bulmasında zorlanacak ve borçlanma maliyetlerinin artacak olmasından kaynaklanmaktadır.

Sonuç olarak da dışarıdan ülkemize para gelmediği takdirde her zaman büyüme hızımızda hızlı düşüş görülmüştür, AB'nin resesyona girmesi bizim büyümemiz son derece olumsuz etkileyecektir.

Büyümemizin kaynağı iç talepte ve de özellikle yatırım talebindeki artıştır. Düşük faiz ve kur tüketim talebimizi %9.4 ve yatırım talebimizi de %25 artırmıştır. Genel olarak iç talep ve stoklardaki değişim büyüme'de itici güç olurken dış talebin etkisi ise negatif olmuştur.

2012'de ise alınan tedbirlerle iç talebin büyümeye katkısından azalma fakat dış talebin negatif katkısının ise pozitif olmasını beklemekteyiz.

Sonuç olarak iç ve dış talepte 2011'de görülen net ayrışmasının ortadan kalkmasını beklemekteyiz. 2012 için 3,70 olan büyüme beklentimizin 3'ünün iç talepten 1.6'nin ise dış talepten kaynaklanmasını ve stoklardaki değişimin ise 0.9 puan azaltıcı etki yapmasını beklemekteyiz.

2011 yılında bütçe performansımızın beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinde iki ana etmen vardı. İlki büyüme ile birlikte gelen yüksek vergi gelirleri ki %22'lik artış kaydedilmiştir ikincisi ise kamu harcamalarındaki %6'lık artışa karşın faiz harcamalarındaki %12'lik daralma seviyesinde gerçekleşmiştir.

Büyümedeki yavaşlama vergi gelirlerinin azalmasına, dolayısıyla harcama kalemlerindeki artışın vergi gelirlerindeki yükselişe eşitlenmeyecek olması bütçe'deki performansın pek de 2011'ye benzememesini neden olabilir.

## MAKRO BEKLENTİLERİMİZ

### ENFLASYON

2011 enflasyonu 2008'den bu yana ilk defa çift haneye ulaşarak %10.45'e geldi ve %5.50 olan yıl sonu hedefini neredeyse ikiye katlamış oldu. Merkez Bankası'nın favori çekirdek enflasyon göstergeleri olan H ve I endekslerindeki yıllık artış sırasıyla %8.54 ve %8.12 olarak gerçekleşti.

Önümüzdeki dönem için, enflasyonun yılın ilk yarısında çift haneli değerlerde dalgalanmasını, sonrasında ise olumlu baz etkisinin ve ekonomideki yavaşlamanın devreye girmesiyle son çeyrekte belirgin bir şekilde gerilemesini bekliyoruz. 2012 için enflasyon beklentimiz %7 seviyesinde bulunmaktadır.

Diğer taraftan böyle bir senaryo, sıkı politika duruşunu gerektireceğinden, bankacılık sisteminin fonlama maliyetlerinin faiz koridorunun üst sınırına çekilmesi ve koridorun üst sınırının daha da yükseltilmesi yoluyla, parasal koşullarda daha da sıkılaştırılmaya gidilmesi ihtimalinin göz ardı edilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

Geçtiğimiz günlerde TCMB, %5'lik 2012 enflasyon hedefini %6,5'e çıkararak öncelikle daha gerçekçi bir enflasyon hedefi seçtiğini gördük. Bu adımla TCMB, global daralmanın ve risklerin yüksek olduğu bir yılda ulaşılması güç bir hedef için ek sıkılaştırmadan vazgeçmiş oldu.

FED'in ve AMB'nin sunduğu ve sunacağı ek genişleyici önlemlerle TL'nin değer kaybı riskinin geçen aya oranla çok daha azaldığını da düşünürsek, seçilen hedef son derece makul görünüyor.

### CARİ AÇIK

2010 yılındaki 48 milyar dolarlık cari açığın (%6.6 GSYH) ardından 2011 yılını 77 milyar dolar seviyesinde bir cari açıkla bitiriyor olacağız (GSYH %10,2).

Bu yıl ortalama 110 dolar olan petrol fiyatının 2012'de 105 dolara gerilemesi sonucunda 2011 yılında tahmini 48 milyar dolar olan net enerji ithalatımız da 2012 yılında 43- 44 milyar seviyelerine gerilemesini bekliyoruz.

Buradaki en büyük risk AB ve ABD'nin İran'dan petrol ithalatına ambargo koymaları ve bizim toplam petrol ithalatımızın 1/3'ünün İran'dan sağlanması nedeniyle petrol fiyatlarındaki dolayısıyla cari açığımızda beklenmedik artış.

İç talepteki yavaşlamayla beraber bu yıl tahmini 29 milyar dolar olmasını beklediğimiz enerji dışı cari açığın ise 2012'de 14 milyar dolara düşmesini, 2011'de cari açığın %40'ını oluşturan Enerji dışı açığın 2012'de %22 seviyelerine gerilemesini beklemekteyiz.

2011 yılında 120 milyar dolar olan dış finansman ihtiyacımız, 2012'de tahmini 93 milyar dolara düşüyor. Daha düşük bir finansman ihtiyacımız olması olumlu; fakat bu sefer de açığı çok daha zor bir global ortamda finanse etmek zorunda kalacağız.

Finansman kalitesinde görece düzelme olmasına rağmen cari açığın halen %60'ı kısa vadeli akımlarla finanse etmekteyiz. Bu da ekonomide kırılabilirliği artırıyor.

Fakat 2012'in başında ECB ve FED'den gelecek parasal genişleme adımları ile değerlendirilen TL nedeni ile kısa vadeli TL faizleri daha mutedil seviyelerde oluşmasına imkan vereceğinden kredi faizindeki artışları sınırlarken büyümeye olumlu katkı yapacaktır. Diğer taraftan likiditenin bollaşması fon maliyetlerinin de azalmasına imkan vereceğinden yine büyümeye katkı olucaktır. Bu gelişmelerin cari açık üzerindeki etkisi de dengenin %8 seviyesinde olmasını yönünde olacağı beklentisindeyiz. Dolayısıyla cari açık azaltıcı, teşviklerin önemi her zamankinden daha fazla önem kazanmaktadır.

## MAKRO BEKLENTİLERİMİZ

### TAHVİL PİYASASI

Enflasyon ve sıkışık TL likiditesi, faizlerin yükselmesine neden olmaya devam edecek. TCMB, enflasyon yüksek seyrettikçe, sıkı TL likiditesi politikasını sürdüreceğinden bankalar açısından fonlama maliyetinin yüksek seyredecek. İlk 6 ayda yüksek seyredecek enflasyon nedeniyle, tahviller üzerindeki risk primi de yüksek seyredecek.

Hazinenin ilk dört aydaki itfası , tüm yıl yapılacak itfanın neredeyse yarısı. Bu dönemde, faiz üzerinde arz kaynaklı bir baskı oluşmasın da kaçınılmaz.

TCMB'nin likidite uygulamaları ve buna bağlı olarak kısa vadeli fonlama maliyeti tahvil piyasasına yöne verecek ana etken olacak.

Tüm bu beklentiler ışığında Yılın ilk çeyreğinde gösterge tahvil faizin %12'lere yükselmesini yılın ilk yarısında likidite enjeksiyonlarının etkisiyle 2012 sonunda ise %8- 8,5 bileşik seviyesinde olmasını beklemekteyiz.

TÜFE'ye endeksli tahvillerin yılın ilk yarısında yüksek seyretmesini beklediğimiz enflasyon sayesinde cazibelerini korumasını, özellikle vadesi kısa olan TÜFE'ye endeksli tahvilleri uzunlara göre daha cazip olduğunu düşünmekteyiz .

Değişken faizli tahvilleri ise bankaların vadeye kadar tutma niyeti bulunduğundan ikinci piyasada likitidelerinin düşük olmasından dolayı sadece uzun vadeli düşünen yatırımcılar için uygun olduğunu düşünmekteyiz.

### FAİZ KORİDORU

Merkez bankasının faiz koridorunu daraltması beklenmektedir. Enflasyon %10.5 iken faizin %5.75 olmasını ekonomin fiyat miktar dengesini bozan bir yaklaşım olması, Para'nın miktarına da TCMB tarafından müdahale edilmesi, bunun sonucunda TCMB hem her şeyde belirleyici konumunda bulunuyor, hem de TCMB bunu yaparak fiyatla miktar arasındaki işlem hacmini de kendisi belirlemeye çalışması liberal ekonomilerde kabulü zor bir durum .

Genel kanı ülkemizde 2000'den önce fiyatlar paranın fonksiyonuyken enflasyon çok yüksekti, para bastıkça fiyatlar artardı, ama 2000'li yıllardan sonra paranın miktarı fonksiyon olmaya başladı önce TCMB paranın fiyatını (faizi) belirler, bu fiyata uygun olarak miktar ortaya çıkardı buna karar verenlerde bankalar ve reel kesimdi.

Şimdi hem paranın maliyetini faiz koridoru ile merkez bankası belirlemeye çalışıyor hem de öngörülmezlikle birçok maliyeti belirlemeye çalışıyor, miktarı da kendisi belirlediğinden bankalar ve özel sektör tamamen dışlanmış oluyordu. 2012'ye girdiğimizde yabancıların dikkat çektiği bu konu 2012'in 9 Ocak'ı itibariyle kısmi olarak terk edildi.

Merkez Bankamızın bankaları yeniden %5,75 ile fonlamaya başlaması, yurtdışından Ocak itibariyle 6,5 milyar dolarlık para girişi dolar/TL'nin 1,90'lardan 1,74'lere kadar gevşemesine yardımcı olmuştur.

Hem TCMB'nin bankalar arası fonlamayı %5,75'de tutması hem de yurtdışında yılın ilk aylarında gerçekleşen gerçekleşen parasal gevşeme yaklaşımlarının yılın ilk yarısında devam etmesinin ve faiz koridorunda parasal gevşemelerin sonuçlarının görülmesinin beklenmesi nedeniyle alt sınırı %5,75 olan faiz koridorunda değişiklik beklememekteyiz.

**MAKRO BEKLENTİLERİMİZ**

	2010	2011T	2012T
<b>GSYH (Milyar dolar)</b>	<b>736</b>	<b>751</b>	<b>773</b>
<b>GSYH Büyüme</b>	<b>9%</b>	<b>%8,4</b>	<b>3.70%</b>
<b>CARİ DENGE ( Milyar dolar)</b>	<b>-48.5</b>	<b>-77</b>	<b>-62</b>
<b>CARİ Denge ( %GSYH)</b>	<b>-6.6</b>	<b>-10.2</b>	<b>-8</b>
<b>Dış Ticaret Açığı</b>	<b>-71.7</b>	<b>-106</b>	<b>-92</b>
<b>Dış Ticaret Açığı / GSYH %</b>	<b>9.74%</b>	<b>14.11%</b>	<b>11.90%</b>
<b>İçborç stoku/ GSYH %</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>27.1</b>
<b>Toplam borç stoğu / GSYH %</b>	<b>42.9</b>	<b>40.4</b>	<b>37.7</b>
<b>Enflasyon (TÜFE)</b>	<b>6.4</b>	<b>10.45</b>	<b>7</b>
<b>Bileşik Faiz</b>	<b>8.5</b>	<b>8.8</b>	<b>8.8.5</b>
<b>Politika Faizi</b>	<b>6.5</b>	<b>5.75</b>	<b>5.75</b>
<b>USD/TL (ortalama)</b>	<b>1.51</b>	<b>1.71</b>	<b>1.79</b>

**İMKB-50 YILBAŞINDAN İTİBAREN GETİRİ**

		KAPANIŞ	GETİRİ
KOZAA	Koza Madencilik	2.54	53.78
SAHOL	Sabancı Holding	7.08	31.11
KOZAL	Koza Altın	32.50	29.48
TOASO	Tofaş Oto. Fab.	7.64	29.05
DYHOL	Doğan Yayın Hol.	0.64	28.00
ARCLK	Arçelik	7.80	27.45
AKENR	Ak Enerji	2.34	27.17
YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.	3.40	26.39
KCHOL	Koç Holding	7.14	25.70
GOODY	Good-Year	52.00	25.00
DOHOL	Doğan Holding	0.66	24.53
THYAO	Türk Hava Yolları	2.64	24.53
VAKBN	Vakıflar Bankası	3.03	23.67
SISE	Şişe Cam	3.46	21.40
AFYON	Afyon Çimento	110.00	20.22
HALKB	T. Halk Bankası	11.90	20.20
SNGYO	Sinpaş GMYO	1.19	20.20
MGROS	Migros Ticaret	15.15	19.76
ENKAI	Enka İnşaat	4.90	19.51
ISCTR	İş Bankası (C)	3.94	19.03
TTRAK	Türk Traktör	40.20	18.93
PRKME	Park Elek. Madencilik	4.12	18.73
EREGL	Ereğli Demir Çelik	3.86	17.68
IHLAS	İhlas Holding	0.90	16.88
BIZIM	Bizim Mağazaları	21.95	16.76
TUPRS	Tüpraş	46.30	15.75
<b>XU100</b>		<b>59,332.10</b>	<b>15.73</b>

		KAPANIŞ	GETİRİ
<b>XU100</b>		<b>59,332.10</b>	<b>15.73</b>
ASELS	Aselsan	9.40	14.63
ASYAB	Asya Katılım Bankası	1.82	14.47
BIMAS	Bim Mağazalar	59.50	13.33
AKBNK	Akbank	6.82	13.29
EKGYO	Emlak Konut GMYO	2.19	12.31
KRDMD	Kardemir (D)	0.85	11.84
GARAN	Garanti Bankası	6.58	11.53
BAGFS	Bagfaş	170.00	11.48
FROTO	Ford Otosan	17.05	11.44
PETKM	Petkim	2.17	10.15
AEFES	Anadolu Efes	24.90	9.21
TTKOM	Türk Telekom	7.66	9.12
AKSA	Aksa	4.82	9.05
TKFEN	Tekfen Holding	5.80	8.61
SASA	Advansa Sasa	1.38	7.81
METRO	Metro Holding	0.97	6.59
NETAS	Netaş Telekom.	130.50	6.53
GSRAY	Galatasaray Sportif	173.00	5.81
TCELL	Turkcell	9.34	5.18
TAVHL	TAV Havalimanları	8.38	3.97
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	1.85	2.78
FENER	Fenerbahçe Sportif	41.10	2.75
KONYA	Konya Çimento	315.00	1.94
IZMDC	İzmir Demir Çelik	3.83	-12.76

**İMKB-30'DA DİBE YAKIN HİSSELER ( YILBAŞINDAN)**

<b>DİBE YAKINA GÖRE SIRALAMA</b>		<b>KAP</b>	<b>EN DÜŞÜK</b>	<b>DİBE YAKINLIK</b>	<b>EN YÜKSEK</b>	<b>ZİRVEYE YAKINLIK</b>
TCELL	Turkcell	9.34	8.76	6.21%	9.56	2.30%
TTKOM	Türk Telekom	7.66	6.82	10.97%	8.38	8.59%
AKSA	Aksa	4.82	4.13	14.32%	5.01	3.79%
TKFEN	Tekfen Holding	5.80	4.94	14.83%	6.36	8.81%
ENKAI	Enka İnşaat	4.90	4.17	14.90%	5.22	6.13%
EKGYO	Emlak Konut GMYO	2.19	1.85	15.53%	2.35	6.81%
EREGL	Ereğli Demir Çelik	3.86	3.26	15.54%	4.18	7.66%
BIMAS	Bim Mağazalar	59.50	50.25	15.55%	63.50	6.30%
KRDMD	Kardemir (D)	0.85	0.71	16.47%	0.89	4.49%
ASYAB	Asya Katılım Bankası	1.82	1.52	16.48%	1.88	3.19%
PETKM	Petkim	2.17	1.80	17.05%	2.33	6.87%
GARAN	Garanti Bankası	6.58	5.44	17.33%	7.06	6.80%
IHLAS	İhlas Holding	0.90	0.74	17.78%	0.94	4.26%
AKBNK	Akbank	6.82	5.54	18.77%	7.38	7.59%
TUPRS	Tüpraş	46.30	37.60	18.79%	47.40	2.32%
ISCTR	İş Bankası (C)	3.94	3.14	20.30%	4.08	3.43%
SISE	Şişe Cam	3.46	2.74	20.81%	3.72	6.99%
KCHOL	Koç Holding	7.14	5.64	21.01%	7.36	2.99%
SNGYO	Sinpaş GMYO	1.19	0.94	21.01%	1.24	4.03%
TTRAK	Türk Traktör	40.20	31.70	21.14%	41.50	3.13%
ARCLK	Arçelik	7.80	6.08	22.05%	8.28	5.80%
HALKB	T. Halk Bankası	11.90	9.20	22.69%	12.75	6.67%
TOASO	Tofaş Oto. Fab.	7.64	5.88	23.04%	7.96	4.02%
THYAO	Türk Hava Yolları	2.64	1.99	24.62%	2.81	6.05%
MGROS	Migros Ticaret	15.15	11.25	25.74%	15.60	2.88%
DOHOL	Doğan Holding	0.66	0.49	25.76%	0.69	4.35%
SAHOL	Sabancı Holding	7.08	5.24	25.99%	7.32	3.28%
YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.	3.40	2.48	27.06%	3.64	6.59%
VAKBN	Vakıflar Bankası	3.03	2.20	27.39%	3.24	6.48%
KOZAL	Koza Altın	32.50	23.35	28.15%	33.40	2.69%

**İMKB-30'DA ZİRVEYE YAKIN HİSSELER( YILBAŞINDAN)**

ZİRVEYE YAKINA GÖRE SIRALAMA		KAPANIŞ	EN DÜŞÜK	DİBE YAKINLIK	EN YÜKSEK	ZİRVEYE YAKINLIK
TCELL	Turkcell	9.34	8.76	6.21%	9.56	2.30%
TUPRS	Tüpraş	46.30	37.60	18.79%	47.40	2.32%
KOZAL	Koza Altın	32.50	23.35	28.15%	33.40	2.69%
MGROS	Migros Ticaret	15.15	11.25	25.74%	15.60	2.88%
KCHOL	Koç Holding	7.14	5.64	21.01%	7.36	2.99%
TTRAK	Türk Traktör	40.20	31.70	21.14%	41.50	3.13%
ASYAB	Asya Katılım Bankası	1.82	1.52	16.48%	1.88	3.19%
SAHOL	Sabancı Holding	7.08	5.24	25.99%	7.32	3.28%
ISCTR	İş Bankası (C)	3.94	3.14	20.30%	4.08	3.43%
AKSA	Aksa	4.82	4.13	14.32%	5.01	3.79%
TOASO	Tofaş Oto. Fab.	7.64	5.88	23.04%	7.96	4.02%
SGGYO	Sinpaş GMYO	1.19	0.94	21.01%	1.24	4.03%
IHLAS	İhlas Holding	0.90	0.74	17.78%	0.94	4.26%
DOHOL	Doğan Holding	0.66	0.49	25.76%	0.69	4.35%
KRDMD	Kardemir (D)	0.85	0.71	16.47%	0.89	4.49%
ARCLK	Arçelik	7.80	6.08	22.05%	8.28	5.80%
THYAO	Türk Hava Yolları	2.64	1.99	24.62%	2.81	6.05%
ENKAI	Enka İnşaat	4.90	4.17	14.90%	5.22	6.13%
BIMAS	Bim Mağazalar	59.50	50.25	15.55%	63.50	6.30%
VAKBN	Vakıflar Bankası	3.03	2.20	27.39%	3.24	6.48%
YKBNK	Yapı ve Kredi Bank.	3.40	2.48	27.06%	3.64	6.59%
HALKB	T. Halk Bankası	11.90	9.20	22.69%	12.75	6.67%
GARAN	Garanti Bankası	6.58	5.44	17.33%	7.06	6.80%
EKGYO	Emlak Konut GMYO	2.19	1.85	15.53%	2.35	6.81%
PETKM	Petkim	2.17	1.80	17.05%	2.33	6.87%
SISE	Şişe Cam	3.46	2.74	20.81%	3.72	6.99%
AKBNK	Akbank	6.82	5.54	18.77%	7.38	7.59%
EREGL	Ereğli Demir Çelik	3.86	3.26	15.54%	4.18	7.66%
TTKOM	Türk Telekom	7.66	6.82	10.97%	8.38	8.59%
TKFEN	Tekfen Holding	5.80	4.94	14.83%	6.36	8.81%

Araştırma Bölümümüzün Hazırladığı Diğer Raporlarımıza  
[www.turkborsa.net](http://www.turkborsa.net)  
[www.turkishyatirim.com](http://www.turkishyatirim.com)  
adreslerinden ulaşabilirsiniz.

**ÇEKİNCE :**

Bu rapordaki bilgi ve fikirler Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Turkish Yatırım bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda yer alan 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. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analist/ler görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.