



## Çimsa - 3Ç 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 890 Mn US\$

Cari PD: 725 Mn US\$

### Cirodaki Artış Sürüyor

Çimsa'nın 3Ç 2006 net satışları 282 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %37 artış kaydetmiştir. Çimsa'nın cirosunun yaklaşık %78'ini yurt içi, %22'sini ise yurt dışı satışlar oluşturmaktadır. Şirket, yurt içi satışlarını 3Ç 2005'e göre dolar bazında %42, yurt dışı satışlarını ise %15 oranında arttırmayı başarmıştır.

Şirketin SMM'deki artış ise aynı dönemde dolar bazında %19 oranında olmuş ve 3Ç 2006 brüt karı geçen senenin aynı dönemine göre %70 oranında artarak yaklaşık 125 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

### Yeni Satın Almalar Finansman Giderlerini Artırıcı Etkide Bulundu

Şirketin 3Ç 2006'da faaliyet giderleri 3Ç 2005'e göre %34 oranında artarken, ana faaliyet karı ise geçen senenin aynı dönemine göre %78 oranında artmış ve 107 milyon US\$ olarak gerçekleşmiştir.

Ancak 3Ç 2006'da finansman giderlerinin 3Ç 2005'teki seviyesine göre 26 milyon US\$ artması şirketin net karı üzerinde azaltıcı bir etki yapmıştır.

Şirketin TMSF'nin satışa çıkardığı Standart Çimento'yu 175 milyon US\$ karşılığında satın alması Çimsa'nın kısa ve uzun vadeli borçlarının artmasında temel etken olmuştur ve şirketin toplam borçlar/özsermaye oranı sektör ortalamasının üzerine çıkmıştır. Sonuçta 3Ç 2006'da uzun vadeli borçların 125 milyon US\$'a kısa vadeli borçların ise 67 milyon US\$'a ulaşması Çimsa'nın finansman giderlerinin artmasında etkili olmuştur.

Sonuç olarak Çimsa'nın net kar rakamı bütün bu etkenlerin ışığında 3Ç 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre dolar bazında %6 oranında artarak 63 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

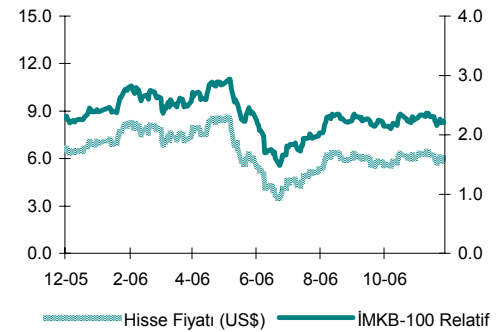
Çimsa'nın 3Ç 2005 döneminde 95 milyon US\$ olan VAFÖK oranınının 128 milyon US\$ seviyesine çıkarması şirketin güçlü operasyonel karlılığının sürdüğünü göstermektedir.

	YTL	US\$
Fiyat	8.60	5.97
İMKB-100	38,197	26,525
US\$ (MB Alış):	1.440	
52 Hafta Yüksek:	11.40	8.61
52 Hafta Düşük:	5.75	3.50
İMKB Kodu:	CIMSA	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	121.3
Piyasa Değeri (YTL Mn):	1,043.2
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	724.5
Halka Açıklık Oranı (%):	28
Halka Açık PD (YTL Mn):	292.1
Halka Açık PD (US\$ Mn):	202.8

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-4.4	-7.0	-1.8
US\$ Getiri (%):	-3.9	-13.6	-8.3
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	0.8	1.7	6.9
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	1.58		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	1.10		

Beta	1.02
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.51
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
F/K	7.19	8.73	10.57	10.77	8.30
PD/DD	1.03	1.10	1.84	1.98	1.61
FD/VAFÖK	5.43	5.16	8.37	6.37	4.76
FD/Satışlar	1.73	1.90	3.72	2.96	2.17
Hisse Başına Kar (US\$)	0.34	0.40	0.67	0.65	0.69
Firma Değeri (US\$ Mn)	300	418	993	811	816
VAFÖK (US\$ Mn)	55	81	119	95	128

## Çimsa

### Gelişmeler

Çimsa, Ankara ve Eskişehir'deki Uzan Grubu'na ait fabrikaları da satın almasıyla birlikte sadece Mersin'de üretim yapan bir firma olmaktan çıkıp İç Anadolu ve Akdeniz'de önemli bir güç haline gelmiştir.

Çimsa ayrıca, dış pazarlarda etkinliğini artırmak ve beyaz çimento pazarındaki payını genişletmek için Almanya ve İspanya'da şirket satın alma planları yapmaktadır. Şirket yönetimi dış pazarlardaki etkinliğini artırma planları çerçevesinde Almanya'da Exsa Limited Şirketi'nin 15 bin euro nominal değerdeki hissesinin tamamını 100 bin euro bedelle satın almayı planladıklarını açıklamıştır. Çimsa ayrıca beyaz çimento pazarına dökme ve ambalajlı çimento sunulması amacıyla dünyanın en fazla beyaz çimento tüketen ülkelerinden İspanya'da Exsa Exportciones Sabancı S.A.U. ünvanlı şirketin tamamını 2 milyon 300 bin euro bedelle satın almayı planlamaktadır.

Çimsa, yurtiçinde ise geçen yıl 175 milyon dolara satın alınan Eskişehir fabrikasına mevcut üretim hattını yenileme ve yeni üretim hattının yapımı için 75 milyon dolarlık yatırım yapıyor. Şirket bu yatırımların 2007 sonunda tamamlanmasıyla beraber Eskişehir fabrikasının çimento üretim kapasitesini dörde katlayarak 2 milyon tona yükseltmeyi ve toplam çimento üretim kapasitesini ise 5,5 milyon tona çıkarmayı hedefliyor. Yatırım sonrasında fabrikanın 495 bin ton/yılı olan klinker üretim kapasitesinin 1 milyon 400 bin ton/yıla çıkması hedefleniyor.

### Değerleme

Çimsa'nın hedef piyasa değerini belirlerken İNA modelimizin verdiği değere %50, piyasa çarpanları yönteminin verdiği değere ise %50 ağırlık verdik.

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	153	174	192	202	213	224	236	249	262	276	
Vergi	22	26	28	30	31	33	35	36	38	40	
Sabit Sermaye Yatırımları	34	39	43	46	49	52	56	59	63	67	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	27	31	35	36	38	40	42	44	46	49	
Serbest Nakit Akımları	70	79	85	90	94	99	104	109	114	120	120
İskonto Faktörü	1.12	1.26	1.41	1.58	1.77	1.98	2.22	2.49	2.79	3.13	0.21
İNA	63	63	61	57	53	50	47	44	41	38	569
Net Finansal Borçlar	107										
Özsermaye	442										
Borç %	0.19										
Özsermaye %	0.81										
Rf	0.08										
Beta	1.02										
Hisse Senedi Risk Primi	0.05										
Ke	0.13										
Vergi Oranı	0.20										
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.10										
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.12										
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05										
İNA (2006-2015)	516										
Terminal İNA değeri	569										
<b>Toplam</b>	<b>1,084</b>										

Çimsa için oluşturduğumuz İNA modelinde Standart Çimento'nun yarattığı kapasite artışını 2006 yılı tahminimize yansıtık ve ardından inşaat sektöründeki büyümenin aynı hızla süreceğini varsayarak önümüzdeki dönem için dolar bazında yıllık %5 satış artışı varsayımında bulduk. Sektördeki büyüme potansiyelini ve Çimsa'nın geçmiş büyüme datalarını gözönüne alırsak muhafazakar olduğunu düşündüğümüz bu varsayımlar altında modelin bize verdiği 1,084 milyon US\$'lık değer Çimsa'nın 1 Aralık 2006 kapanış piyasa değeri olan 725 milyon US\$'a göre %49 prim potansiyeline işaret etmektedir.

## Çimsa

	F/K	PD/DD	FD/VAFÖK
ADANA ÇİMENTO (A)	7.2	3.4	4.8
ADANA ÇİMENTO (B)	5.9	2.0	3.6
ADANA ÇİMENTO (C)	7.8	0.4	-
AFYON ÇİMENTO	9.9	3.2	6.7
AKÇANSA	9.4	1.9	6.3
BOLU ÇİMENTO	5.3	1.7	3.0
BATI ÇİMENTO	6.0	1.4	3.8
BATISÖKE ÇİMENTO	5.4	1.0	3.0
BURSA ÇİMENTO	14.4	4.1	7.7
ÇİMBETON	14.7	1.1	7.1
ÇİMSA	8.7	1.6	5.6
ÇİMENTAŞ	30.2	0.8	5.9
GÖLTAŞ ÇİMENTO	10.3	1.7	4.7
KONYA ÇİMENTO	5.6	1.3	3.6
MARDİN ÇİMENTO	5.9	2.7	4.6
NUH ÇİMENTO	8.3	2.1	5.2
OYSA ÇİMENTO	6.2	2.8	3.8
ÜNYE ÇİMENTO	5.9	1.9	2.7
<b>ORTALAMA</b>	<b>8.0</b>	<b>1.7</b>	<b>4.8</b>
İSKONTO/PRİM	9%	-9%	16%

Çimsa için piyasa çarpanları yöntemine göre yaptığımız çalışma sonucunda ise 697 milyon US\$'lık değere ulaştık. Çimsa'nın 1 Aralık 2006 kapanış piyasa değeri olan 724 milyon US\$'ın bu değere göre %4 oranında primli olduğunu görüyoruz.

Sonuçta Çimsa için belirlediğimiz hedef piyasa değeri 890 milyon US\$ seviyesindedir. Son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize kıyasla %19 oranında iskontolu işlem gören Çimsa'nın sağlam finansal verilerinin hisse fiyatına yansımamış olduğunu düşünüyor ve uzun vadeli düşünen yatırımcılar için uygun bir yatırım fırsatı sunan Çimsa için bu fiyat seviyelerinden AL önerisinde bulunuyoruz.

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	130	161	237	179	228	27
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	123	0	105	A.D.
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	112	149	203	187	171	(8)
Ticari Alacaklar	13	26	31	37	52	43
Hazır Değerler	6	10	26	41	52	26
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	69	86	51	50	57	14
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>330</b>	<b>432</b>	<b>671</b>	<b>494</b>	<b>665</b>	<b>35</b>
Uzun Vadeli Borçlar	3	0	131	0	125	A.D.
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	21	18	20	18	18	2
Kısa Vadeli Borçlar	13	18	40	33	67	105
Ticari Yükümlülükler	7	11	12	13	12	(6)
Toplam Yükümlülükler	44	48	203	64	223	246
Toplam Özsermaye	290	385	468	429	442	3
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>334</b>	<b>432</b>	<b>671</b>	<b>494</b>	<b>665</b>	<b>35</b>

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Net Satışlar	174	220	267	205	282	37
SMM	129	141	170	132	157	19
Faaliyet Giderleri	17	19	17	13	17	34
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	28	59	79	60	107	78
Finansman Gelirleri (Giderleri)	15	13	(1)	(0)	(26)	A.D.
Diğer Gelirler (Giderler)	6	(3)	15	17	(0)	A.D.
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>50</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>77</b>	<b>82</b>	<b>6</b>
Vergi Giderleri	9	20	12	18	19	6
Azınlık Payı	-	-	-	-	-	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>41</b>	<b>48</b>	<b>82</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>6</b>

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
Özsermaye Karlılığı	20.5%	14.3%	19.2%	17.7%	18.5%
Aktif Karlılığı	17.5%	12.7%	14.8%	13.6%	12.6%
Brüt Kar Marjı	25.8%	35.6%	36.2%	35.7%	44.3%
Net Kar Marjı	23.8%	22.0%	30.6%	28.9%	22.4%
VAFÖK Marjı	31.9%	36.8%	44.4%	46.5%	45.5%
U.V. Borçlar/Özsermaye	1.0%	0.1%	27.9%	0.1%	28.2%
Satışlar/Toplam Aktifler	52.5%	50.8%	39.8%	55.5%	56.6%

Alan Yatırım Araştırma

Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.: Nispetiye Cad. Akmerkez E-3 Blok Kat:12 34337 Etiler-İstanbul

Santral: 0 212 350 08 00

E-mail: [arge@alanyatirim.com.tr](mailto:arge@alanyatirim.com.tr)

---

Bu çalışmada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:52 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan her türlü haber, veri, bilgi, rapor, araştırma bulgusu, görüş ve öneriler, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, piyasa koşulları içerisinde ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan yararlanılarak, herhangi bir maddi manevi menfaat karşılığı olmaksızın, genel anlamda bilgi sunmak amacıyla hazırlanmıştır. Yer alan bilgilerin zamanlaması, tamlığı ve doğruluğu tarafımızca garanti edilmemekte olup bu bilgiler, belli bir kazancın sağlanmasına yönelik olarak sunulmamaktadır. Bu nedenle, burada yer alan haber, veri, bilgi ve bulgulara dayanılarak yapılan işlemlerden doğacak her türlü maddi manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü kayıptan, Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.