



## ÇİMSA - 1Ç 2006 Sonuçları

AL

### Satışlardaki Artış Şirket Karlılığına Olumlu Yansıyor

Çimsa'nın 1Ç 2006 net satışları 67 milyon US\$ olarak gerçekleşmiş ve şirketin cirosu geçen senenin aynı dönemine göre dolar bazında %42 artış kaydetmiştir. Çimsa'nın cirosunun yaklaşık %73'ünü yurt içi, %27'sini ise yurt dışı satışlar oluşturmaktadır. Yurt içi satışlarını geçen seneye göre %44, yurt dışı satışlarını da %26 oranında arttırmayı başarmıştır.

Şirketin SMM'deki artış ise aynı dönemde dolar bazında %24 oranında olmuş ve 1Ç 2006 brüt karı geçen senenin aynı dönemine göre %88 oranında artarak 26 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

### Yeni Satın Almaların Finansman Giderlerinde Yarattığı Artış Kısıtlı Kalmıştır

Şirketin 1Ç 2006'da faaliyet giderleri 1Ç 2005'e göre sadece %6 oranında artarken, esas faaliyet karı ise geçen senenin aynı dönemine göre %128 oranında artmış ve 21 milyon US\$ olarak gerçekleşmiştir.

Ancak 1Ç 2006'da finansman giderlerinin 1Ç 2005'teki 40 bin US\$ seviyesinden 3 milyon US\$'a çıkması şirketin net karı üzerinde azaltıcı bir etki yapmıştır. Şirketin TMSF'nin satışa çıkardığı Standart Çimento'yu 175 milyon US\$ karşılığı satın alması kısa ve uzun vade borçların artmasında temel etken olmuştur. Sonuçta 1Ç 2006'da uzun vadeli borçların 133 milyon US\$'a kısa vadeli borçların ise 81 milyon US\$'a ulaşması Çimsa'nın finansman giderinin artmasında etkili olmuştur.

Standart Çimento'nun iştirak portföyüne katılmasının ardından Çimsa'nın toplam borçlar / özsermaye oranı sektör ortalamasının üzerine çıkmasına rağmen şirketin finansal varlıklarının da yüksek düzeyde olması borçların yarattığı finansman gideri yükünü azaltmaktadır.

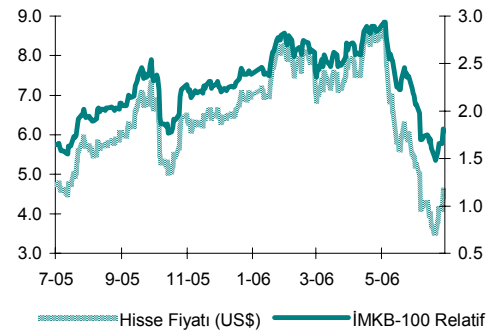
Sonuç olarak Çimsa'nın net kar rakamı bütün bu etkenlerin ışığında 1Ç 2006'da geçen yılın aynı dönemine göre dolar bazında %94 oranında artarak 22 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

	YTL	US\$
Fiyat	6.95	4.43
İMKB-100	35,385	22,540
US\$ (MB Alış):	1.570	
52 Hafta Yüksek:	11.40	8.61
52 Hafta Düşük:	5.75	3.50
İMKB Kodu:	CİMSA	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	121.3
Piyasa Değeri (YTL Mn):	843.1
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	537.0
Halka Açıklık Oranı (%):	27
Halka Açık PD (YTL Mn):	227.6
Halka Açık PD (US\$ Mn):	145.0

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-20.1	-24.8	9.6
US\$ Getiri (%):	-20.5	-34.2	-4.5
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	3.0	2.2	0.3
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	1.55		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	1.12		

Beta	0.98
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.53
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.37



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
F/K	7.19	8.69	10.57	8.27	9.73
PD/DD	1.03	1.10	1.84	1.37	2.01
FD/VAFÖK	5.43	5.13	8.37	5.10	7.21
FD/Satışlar	1.73	1.89	3.72	2.26	3.87
Hisse Başına Kar (US\$)	0.34	0.40	0.67	0.38	0.73
Firma Değeri (US\$ Mn)	300	416	993	424	1,032
VAFÖK (US\$ Mn)	55	81	119	21	36

## Çimsa

Çimsa'nın 1Ç 2005 döneminde 21 milyon US\$ olan VAFÖK rakamını bu dönemde %72 oranında arttırarak 36 milyon US\$ seviyesine çıkarması şirketin operasyonel karlılığının da güçlü olduğunu göstermektedir.

### Gelişmeler

2006'da pazar payını %50 arttırmak isteyen Çimsa, 2005 Ekim ayında KKTC Gazimagosa Serbest Bölgesi'nde dökme çimento stoklanabilen bir tesis ile TMSF'nin satışa çıkardığı Standart Çimento'yu 175.5 milyon US\$ satın alarak iç piyasadaki yatırımlarına devam etmektedir. Yurt dışı yatırımlarında ise Romanya Köstence'de kurulan Çimsarom Marketing Distributie SRL şirketiyle Rusya ve Balkanlar beyaz çimento pazarında da büyümek isteyen şirket, Almanya'da beyaz çimento pazarlama faaliyetlerini yürüten Cement Sales North GmbH ile İspanya'da beyaz çimento pazarına dökme ve ambalajlı çimento sunulması amacıyla Sevilla limanındaki çimento terminalinin sahibi Exsa Exportciones Sabancı S.A.U. unvanlı şirketi satın almıştır.

### Hedefler

Şirket, yeni yatırımıyla ülke ekonomisine istihdam sağlamayı ve bir dünya şirketi olma başarısını devam ettirmeyi hedeflemektedir. 2006'da 42 milyon US\$'lık yatırım planlayan ve Mersin fabrikasındaki modernizasyon yatırımlarına ek olarak, 35 milyon US\$'a Kayseri Klinker üretim tesisi projesini de tamamlayan Çimsa, 2006 yılında 92 milyon US\$ ihracat yapmayı hedeflemektedir. Çimsa yeni satın alınan tesislerin entegrasyonunu da sağlayıp yurtiçi ve yurtdışındaki faaliyet alanlarını genişletmeyi amaçlamaktadır.

### 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	134	141	148	157	165	175	184	195	206	218	
Vergi	18	20	22	24	26	29	31	34	36	39	
Sabit Sermaye Yatırımları	41	45	49	53	58	63	68	74	80	86	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	21	23	26	28	31	34	37	40	43	46	
Serbest Nakit Akımları	55	53	52	51	50	49	48	48	47	47	47
İskonto Faktörü	1.14	1.29	1.46	1.66	1.88	2.14	2.43	2.76	3.13	3.55	0.08
İNA	48	41	36	31	26	23	20	17	15	13	582

Net Finansal Borçlar	129
Özsermaye	468
Borç %	0.22
Özsermaye %	0.78

Rf	0.09
Beta	0.98
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.14
Vergi Oranı	0.20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.12

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.14
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05

İNA (2006-2015)	271
Terminal İNA değeri	582

<b>Toplam</b>	<b>853</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 bulunduk. Sektördeki büyüme potansiyelini ve Çimsa'nın geçmiş büyüme datalarını gözönüne alırsak muhafazakar olduğunu düşündüğümüz bu varsayımlar altında modelin bize verdiği 853 milyon US\$'lık değer Çimsa'nın 5 Temmuz 2006 kapanış piyasa değeri olan 537 milyon US\$'a göre %58 prim potansiyeline işaret etmektedir.

## Çimsa

---

	F/K	PD/DD	FD/VAFÖK
AKCANSAN	9.06	1.73	6.2
BOLU	8.57	2.16	5.3
NUH CİM	9.11	2.24	6.8
UNYE	4.82	1.87	3.8
MARDİN	6.55	3.09	4.6
CİMSA	6.81	1.41	5.8
ORT	7.49	2.08	5.4
İSKONTO/PRİM	-9%	-33%	7%

Çimsa için piyasa çarpanları yöntemine göre yaptığımız çalışma sonucunda ise 600 milyon US\$'lık değere ulaştık. Çimsa'nın 5 Temmuz 2006 kapanış piyasa değeri olan 537 milyon US\$'ın bu değere göre %11 iskontolu olduğunu görüyoruz.

Sonuçta Çimsa için belirlediğimiz hedef piyasa değeri 726 milyon US\$ seviyesindedir. Son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize kıyasla %26 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	2005/03	2006/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	130	161	237	157	234	49
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	123	0	123	A.D.
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	112	149	203	141	212	50
Ticari Alacaklar	13	26	31	27	39	45
Hazır Değerler	6	10	26	14	26	83
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	69	86	51	88	58	(34)
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>330</b>	<b>432</b>	<b>671</b>	<b>427</b>	<b>690</b>	<b>62</b>
Uzun Vadeli Borçlar	3	0	131	0	133	A.D.
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	18	18	20	19	18	(5)
Kısa Vadeli Borçlar	13	18	40	61	81	32
Ticari Yükümlülükler	7	11	12	7	13	72
Toplam Yükümlülükler	40	48	203	88	244	178
Toplam Özsermaye	290	385	468	340	447	31
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>330</b>	<b>432</b>	<b>671</b>	<b>427</b>	<b>690</b>	<b>62</b>

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/03	2006/03	%Değ
Net Satışlar	174	220	267	47	67	42
SMM	129	141	170	33	41	24
Faaliyet Giderleri	17	19	17	5	5	6
Faaliyet Karı (Zararı)	28	59	79	9	21	128
Finansman Gelirleri (Giderleri)	15	13	(1)	(0)	(3)	A.D.
Diğer Gelirler (Giderler)	6	(3)	15	6	8	37
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>50</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>15</b>	<b>25</b>	<b>72</b>
Vergi Giderleri	9	20	12	3	3	(10)
Azınlık Payı	-	-	-	-	-	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>41</b>	<b>48</b>	<b>82</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	<b>94</b>

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/03	2006/03
Özsermaye Karlılığı	20.5%	14.3%	19.2%	11.3%	19.4%
Aktif Karlılığı	17.5%	12.7%	14.8%	8.3%	13.1%
Brüt Kar Marjı	25.8%	35.6%	36.2%	28.9%	38.1%
Net Kar Marjı	23.8%	22.0%	30.6%	24.4%	33.3%
VAFÖK Marjı	31.9%	36.8%	44.4%	44.3%	53.7%
U.V. Borçlar/Özsermaye	1.0%	0.1%	27.9%	0.1%	29.7%
Satışlar/Toplam Aktifler	52.5%	50.8%	39.8%	43.9%	38.7%

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

Stajyer Uzman Yardımcısı: Ümit Cantürk

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: [arqe@alanyatirim.com.tr](mailto:arqe@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.