



# ALTINYILDIZ ALIM İÇİN İZLE

Kapanış	Sektör	Sermaye	Piyasa Değeri	Firma Değeri	HAO	PD/DD	F/K
3,22	Tekstil	26,85 mio \$	87,01 mio \$	127,66 mio \$	%20,76	0,99	-

## Ortaklık Yapısı

### Ana Ortaklıklar

Boyner Holding A.Ş.	%79,08
Diğer Ortaklar	%0,16

### Bağlı Ortaklıklar

Alticom GmbH	%100
Altinyıldız Corporation	%100

### İştirakler

Boyner Mağazacılık	%16,30
--------------------	--------

## Altinyıldız, özel sektör tahvil ihracı gerçekleştiren ikinci şirket olarak dikkat çekiyor...

Türk tekstil sektörünün önde gelen firmalarından olan Altinyıldız, bir Boyner kuruluşudur. Şirketin en büyük ortağı %79,08'lik pay ile Boyner Holding'tir. Halka açıklık oranı ise %20,76'dır.

30/06/2006 tarihli mali tablolarına göre 36,251,712 milyon YTL ödenmiş sermayesi bulunan şirket, 18 Eylül tarihi itibarıyla sermayesinin 2,597,006 YTL kar payından, 1,151,282 YTL iç kaynaklardan olmak üzere toplam 3,748,288 YTL (%10,33961 oranında bedelsiz sermaye artırımı) artırarak 40 milyon YTL'ye yükseltmiştir.

Ana faaliyet konusu kombine yünlü mensucat üretimi, konfeksiyonu ve pazarlaması olan şirket, yurtçapında (2006/06 döneminde) toplam 26 mağazası (2005/12: 22 adet mağaza) ve yurtdışında 1 adet mağazası ile hizmet vermektedir. Şirketin bayi sayısı ise yurtiçinde 65, yurtdışında 6 olmak üzere toplam 71 adettir. Şirketin erkek koleksiyonunda "Altinyıldız", kadın koleksiyonunda "Network" ve genç kesim için "Fabrika Altinyıldız" markaları bulunmaktadır.

Şirket, faaliyetlerinin devamı niteliğindeki şubeleri olan ve mamüllerinin Almanya ve ABD'de pazarlanması amacıyla Alticom GmbH ve Altinyıldız Corporation ünvanlı bağlı ortaklıklarını kurmuş olup sermayelerinin içinde payı %100'dür. Şirketin ayrıca Atatürk Havalimanı Serbest Bölgesi'nde ayrı bir tüzel kişiliği olmayan şubesi de bulunmaktadır.

2006 yılına büyük hedeflerle başlayan şirketin öncelikli hedefi mağaza yatırımları ile ciro artışını desteklemektir. Başta modernizasyon olmak üzere yurtiçi ve yurtdışı mağaza yatırımları hedefleyen şirket, ürün gamını da yenilemeyi planlamaktadır. Şirketin bu sene için hedefleri bunlarla da sınırlı kalmayıp, özel sektör tahvil ihracı çıkarması da dikkatleri üzerine çekmiştir.

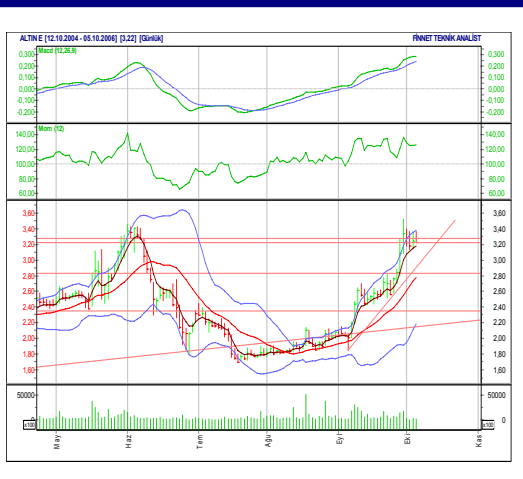
Şirketin 2006 yılı ilk yarı mali performansları, hedeflerine ve tahvil ihracının detaylarına bakacak olursak;

Özet Bilanço ve Gelir Tablosu			
(milyon YTL)	2006/06	2005/06	Değ.(%)
Dönen Varlıklar	190,46	154,75	23,07
Duran Varlıklar	122,07	129,86	-6,00
Aktif Toplam	312,53	284,61	9,81
Kısa Vadeli Yük.	171,03	139,27	22,81
Uzun Vadeli Yük.	11,10	12,10	-8,23
Özsermaye	130,39	133,25	-2,14
Satış Gelirleri	106,50	82,94	28,41
Brüt Kar	41,15	21,09	95,11
EFK/Zarar	15,26	-0,69	n.a
FAVÖK	20,08	4,34	362,24
Net Kar	-16,19	2,22	n.a

Finansal Oranlar		
Firma Değ./FAVÖK*	9,63	
FVÖK/Aktif	-0,01	0,06
VAFÖK Marjı	0,02	0,26
EFK Marjı	0,14	-0,01

\*Cari dönemdir.



***Finansal borç yükü net dönem karını olumsuz etkilemiştir....***

***2006/06 dönemi bilançosunda şirketin toplam aktif büyüklüğü geçen sene aynı döneme göre %9,8'lik artışla 312,53 milyon YTL'ye çıkmıştır.*** Aktif toplamının %25'i oranında 79,96 milyon YTL ticari alacağı bulunan şirketin, toplam 70 milyon YTL stok varlıklarının aktifler içindeki payı ise %22'dir.

Stokların %30'unu mamül stoğu, %28'ini yarı mamül ve %27'sini ticari mal stoğu oluşturmaktadır. Stoklarının toplam sigorta tutarı 62,3 milyon YTL'dir. Ticari alacaklarının ise %69'unu senetli alacakları, kalanını ticari alacakları oluşturmaktadır.

Aynı dönem içinde 3,62 milyon YTL hazır değeri bulunan şirketin, nakit portföyünü ağırlıkla YTL cinsi mevduat oluşturmaktadır. Toplamda 267,4 milyon YTL, 169,88 milyon YTL'lik birikmiş amortismandan arındırılmış haliyle ise nette 100 milyon YTL maddi duran varlığı bulunan şirketin, maddi duran varlıkları üzerindeki toplam sigorta tutarı 139,03 milyon YTL'dir.

Şirketin borçlanma yapısına baktığımızda ise karşımıza olumsuz bir tablo çıkmaktadır. Kısa vadeli borçlanmayı tercih eden şirket, 2006/06 dönemi itibariyle 64,95 milyon YTL döviz cinsi kredi borcu ve 38,28 milyon YTL ticari borcu da mevcuttur. Kısa vadeli finansal borçlarında önceki döneme göre finansal borçlarında %27'lik büyüme kaydeden şirketin, ***kısa vadeli borç yükünün aktifler içindeki payı %33'tür.***

***Altinyıldız'ın yatırım finansmanı dolayısıyla almış olduğu finansal borçların haricinde ortağı Boyner Holding'le de borç ilişkisi bulunmaktadır.*** 2004 yılında HSBC önderliğinde oluşturulan konsorsiyumdan Boyner Holding'e açılan 24 milyon USD'lik (30 Haziran 2006 bakiyesi 5,428,800 USD) ve 2005 yılındaki ABN Ambro'dan kullanılan 25,000,000 USD'lik (30/06/2006 bakiyesi 12,874,998 USD) sendikasyon kredilerinde müşterek borçlu olan şirket, aynı zamanda yine 2005 Haziran ayında Boyner Holding'e kullanılan iki kredi için 2 milyon USD ve 25 milyon USD tutarında kefalet vermiştir.

***Yılın ilk yarısında toplam 5,219,006 metre kumaş satışı gerçekleştiren şirket, bunun %89'unu mensucatta, %11'ini konfeksiyondan elde etmiştir. Geçen sene aynı döneme göre metre bazında kumaş satışlarını %34 artıran şirket, bunu ciro rakamına da aynı başarıyla yansıtmuş şirket dönemi %28'lik artışla 106 milyon YTL ciro rakamı ile tamamlamıştır.***

Toplam ciro içinde yurtiçi satışlarının payı %82, ihracatın payı ise %12 seviyesinde gerçekleşmiştir. Yurtiçi satışlarını geçen sene aynı döneme göre %40 artıran şirketin yurtdışı satışlarında %13'lük azalma yaşanmıştır.

***Mensucat satışlarında %29,89, konfeksiyon satışlarında ise %50,11'lik kar marjıyla çalışan şirket, böylelikle brüt karlılığını geçen sene aynı döneme göre %95 oranında artırmayı başarmış, brüt kar marjı ise %25,43'den %38,64'e yükselmiştir.***

Yeni mağaza yatırımlarından dolayı artan işgücü gideri, kira gideri ve marka giderlerinden dolayı faaliyet giderlerinde geçen seneye göre %19'luk büyüme kaydeden şirket, buna rağmen, ***geçen seneki esas faaliyet zararını bu sene 15,9 milyon YTL kara çevirmeyi başarmıştır.***

Ancak gerek ciro gerekse brüt kar rakamında yarattığı büyümeyi dönem sonu karına yansıtamayan şirketin, dönemi 16,19 milyon YTL zararla kapattığı görülmektedir.

*Tekstil sektöründe fiyat artışlarının yaşanmadığı böyle bir dönemde 2003 yılından bu yana yapılan yatırımların olumlu katkısıyla ciro ile EFK marjında önemli artışlar yaşayan ve FAVÖK marjın %5'ten %18'e çıkararak şirketin net kar rakamına bunu yansıtamaması, dövizde ikinci çeyrekte yaşanan dalgalanmadan kaynaklanmıştır.*

*Net kar rakamının olumsuz etkilenmesinin asıl nedeni finansal borç yükü olmaktadır.* Toplam aktiflerinin %33'ü oranında finansal borca sahip olan şirketin, gerek finansal, gerek ticari gerekse leasing borçlarının döviz cinsinden olması şirkete nette **55,18 milyon YTL açık döviz pozisyonu yaratmıştır.** Bu da şirkete hem açık döviz pozisyonu kaynaklı kur farkı gideri, hem de döviz borçlarının yarattığı faiz giderleri dahil olmak üzere **20,6 milyon YTL finansman gideri** olarak yansımıştır. Şirketin geçen sene aynı döneme göre finansman giderleri %57 oranında artmıştır.

*Şirketin zarar rakamının bir başka neden ise 2005/06'ya göre 6 kar artan diğer faaliyet giderleridir.* Şirketin iştiraki olan ve borsada işlem gören Boyner Mağazacılık'ın borsa değerinde yaşanan kayıptan doğan 20 milyon YTL'lik zarar, diğer faaliyet giderinin 5 milyon YTL'den 33 milyon YTL'ye çıkarmıştır. (Boyner Mağazacılık'ın 30/06/2005 kapanış değeri 1,91 YTL, 29/12/2005 kapanış değeri 2,89 YTL, 30/06/2006 kapanış değeri 1,43 YTL'dir. 2005/06'ya 2006/06'da hisse %24, 2005/12'ye göre ise %51 oranında değer kaybetmiştir.)

Sonuç olarak; ağırlıkla ihracat ve döviz cinsi alacaklarından doğan 7,32 milyon YTL kambiyo karı, 4 milyon YTL vadeli satış geliri ve 2,73 milyon YTL faiz gelirinden oluşan 15,68 YTL diğer faaliyet geliri yaratan şirket, 33,4 milyon YTL diğer faaliyet gideri ve 20,6 milyon YTL finansman giderinden dolayı **dönemi 23,12 milyon YTL zararla** kapatmıştır. Net işletme sermayesini %26 artırarak 19 milyon YTL'ye çıkaran şirket, 1,11'lik cari oran ve 0,65'lik likidite oranına sahiptir.

#### **2006 yılına büyük hedeflerle başlandı...**

2003 yılından bu yana yatırım sürecini aralıksız sürdüren şirket, başarılı yatırımların meyvesini ciro bazında toplamayı sürdürüyor. **2006'da bu amaçla 5,7 milyon USD yatırım öngören şirket, yeni mağaza yatırımlarıyla ciro artışını sürdürmeyi hedeflemektedir.**

5,7 milyon dolarlık yatırım harcamasının 4 milyon dolarlık bölümünü modernizasyon ve yenilemeye ayıran şirket, kalan kısmını mağaza yatırımlarında kullanmayı planlamaktadır. Yurtiçi mağaza yatırımlarının yanı sıra satışlar içinde ihracat payını artırmak için yurtdışı mağaza yatırımları da planlayan şirket, franchise olarak Üsküp'te 1 adet Fabrika ve 1 adet Network, Riyad'da ise 2 adet Fabrika mağazası açmayı düşünmektedir. Şirketin halen Rusya'da kendi mağazası, Almanya, Çek Cumhuriyeti, Dubai'de bayi mağazaları olmak üzere mevcut mağazaları bulunmakta. Şirket bu hedef doğrultusunda Dubai pazarında da büyümeyi hedeflemekte ve burada 1 adet Fabrika ile 1 adet Network mağazaları açmayı planlamaktadır. Yatırımların finansmanını finansal kiralama,

satıcı finansmanı ve finansal borçla karşılamaı düşünen şirketin ihracatta ciro hedefi 50 milyon YTL'dir.

Mağaza yatırımlarının haricinde ürün gamında çeşitliliğe de gitmeyi planlayan şirket, bu yıl da her yıl olduğu gibi 10 yeni ürün yaratmayı düşünmektedir. Şirket bu amaçla "Body Language" isimli yeni bir perakende hazır giyim markasının geliştirilmesi için Genel Müdürlüğe yetki verdiğini açıklamıştır.

Ayrıca şirket mülkiyetinde bulunan 48,712 m'lik fabrika karşısındaki boş arsada alışveriş merkezi yapılması suretiyle değerlendirilmesi amacı ile görüşmelerde bulunulması için de Şirket Yönetimi'ne yetki vermiştir.

#### ***Özel sektör tahvil ihracı...***

10 yıl aradan sonra Ağustos ayında Koç Finansal Hizmetler ile başlayan özel sektör tahvil ihracı Altinyıldız'la devam ediyor. Dündaş Menkul Değerler aracılığı ile 2 – 13 Ekim tarihlerinde satışı gerçekleştirilecek olan "Altinyıldız" özel sektör tahvil ihracının satış tutarı 20 milyon YTL'dir. 2 yıl vadeli ve altı ayda bir faiz ödemeli tahvillerin yıllık getirisi ise %24,70 olup, tahvillerin %50'sinin yerli, %50'sinin yabancı yatırımcılara satışı öngörülmektedir. SPK'ya 50 milyon YTL ihraç izni başvurusunda bulunan şirket, 20 milyon YTL'lik ilk ihraçtan sonra kalan 30 milyon YTL'lik ikinci ihracı bu sene içinde daha düşük bir faiz oranıyla gerçekleştirmeyi planlamaktadır. ***Şirket tahvil ihraçlarından elde edeceği nakdi, kısa vadeli finansal borçlarını yeniden yapılandırmak, büyüme hedefi doğrultusunda gerekli işletme sermayesini temin etmek ve yatırım finansmanını sağlamakta kullanmayı düşünmektedir.***

#### ***Şirketin cari piyasa değeri 87,01 milyon USD...***

Yılın ilk yarısını 106 milyon YTL ciro rakamı ile tamamlayan şirketin, yüksek kar marjının yaşandığı kış döneminde bayramlarında etkisiyle artması muhtemel satış rakamlarıyla ***seneyi 200 milyon YTL hedef ciro rakamıyla kapatmasını beklemekteyiz.***

Stok maliyetlerinde yaşanan iyileşmenin ve ürün gamında yüksek kar marjlarının brüt kar rakamı üzerinde olumlu yansımalarının süreceğini beklediğimiz şirkette asıl önemli olan finansal borç yapısı. Şirketin sözkonusu tahvil ihracında elde edilen gelirin finansal borç yapısında yaratacağı iyileşmenin izlenmesi gerekmektedir. Bu da gözleri tahvil ihraç sonuçları ve bilanço iyileşmesine çevirecektir. Öte yandan yurtiçi ve yurtdışında yeni yatırım planları olan şirketin, ilgili yatırım maliyetlerinin de bilançoya yansımaları izlenmelidir. Borç finansman yükü azalır ise ciro ve brüt kar marjını net kar rakamına taşıyacak olan hissede, bu gelişmelerin olumlu gerçekleşmesi fiyat hareketlerine de aynı paralellikte yansiyacaktır.

Ancak; kısa vadede hisse fiyatında mali performansından öte iştirak satışıyla ilgili gelişmeler ön plana çıkabilir. Mayıs ayında Boyner Holding, ABD'li KKR firması ile Boyner Mağazacılık'ta sahip olduğu %60 ile Beymen'de sahip olduğu %50 hissenin satışı konusunda niyet mektubu imzalamış, sonrasında Temmuz ayında anlaşmasının sona erdiğini açıklamıştı. Altinyıldız'ın iştiraki olan Boyner Mağazacılık'ta Holding hisse satışıyla ilgili yeni bir gelişmenin yaşanması ihtimali ise Altinyıldız'ın cazipliğini artırmaktadır.

**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**Aslıhan Balaban, *Bölüm Müdürü*Tel: (0212) 319 26 52  
[abalaban@infoyatirim.com](mailto:abalaban@infoyatirim.com)**İFO YATIRIM A.Ş.**Adres: Büyükdere Cd. No:20 Metrocity Karşısı Levent/İstanbul  
Tel: (0212) 319 26 00  
Faks: (0212) 324 84 26  
[iletisim@infoyatirim.com](mailto:iletisim@infoyatirim.com)**SİRKECİ ŞUBE**Adres: Hüdavendigar Cd. Serdar Sk. Gökmenler Han No: 6 K:1  
Sirkeci/İstanbul  
Tel: (0212) 528 10 68  
Faks: (0212) 527 02 57**YEŞİLYURT İRTİBAT BÜROSU**Adres: Sipahioğlu Cad.No:25 Yeşilyurt/İstanbul  
Tel: (0212) 573 35 59  
Faks: (0212) 662 95 45

Burada yer alan bilgiler **Info Yatırım A.Ş.** tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi yada getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, **Info Yatırım A.Ş.** tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan **Info Yatırım A.Ş.** sorumlu değildir.