



2006/09 Bilanço Notları

MRZ Araştırma

Özgür Yurtdaşseven (Direktör)

ozguryurtdasseven@merkezmenkul.com.tr
0312 4682929 – 131

Yeşim Aygün (Uzman)

yesimaygun@merkezmenkul.com.tr
0312 4682929 – 150

Fatih Demirtop (Uzman)

fatihdemirtop@merkezmenkul.com.tr
0312 4682929 - 139

Aslı Yakar (Uzman Yardımcısı)

asliyakar@merkezmenkul.com.tr
0312 4682929 - 128

arastirma@merkezmenkul.com.tr

Rapordaki Şirketler

Alarko GMYO, Desa Deri	(sayfa 1)
Eczacıbaşı Yapı, Vestel Beyaz Eşya	(sayfa 2)
Netaş Telekom, Dentaş Ambalaj	(sayfa 3)
Mutlu Akü, Oysa Çimento	(sayfa 4)

Bu Rapor Yalnızca Bilgi Vermek Amacıyla

Merkez Menkul Değerler AŞ

Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmış

Olup Kurumu Bağlayıcı Değildir

Alarko GMYO

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı 1996 yılında, 1978 yılında kurulmuş bir Alarko şirketinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına dönüştürülmesi ile kurulmuştur. Şirket Alarko Topluluğu'nun geliştirdiği projelere yatırım yaparak gerekse topluluk şirketlerinin elindeki gayrimenkulleri devralarak kira geliri elde etmek suretiyle faaliyetini sürdürmektedir.

Şirketin açıklanan 2006 3.çeyrek performansı oldukça başarılıdır. Karını 2006 ikinci çeyreğe göre %96 , 2005 üçüncü çeyreğe göre ise %21 artıran şirketin başarılı mali performans sergilemesinde esas faaliyet gelirlerinden elde ettiği kar etkili olmuştur.

Son dönemde kira gelirlerindeki artış sayesinde kurlardaki gerilemeye paralel döviz fazla pozisyonu nedeniyle ortaya çıkan dezavantaj ortadan kalmıştır. Aynı sebepten dolayı brüt kar marjı da bir önceki döneme göre %18 artarak %78 olarak gerçekleşmiştir.

Alarko GMYO'nun mevcut kar marjını koruyarak , 2006 yılı sonu karını geçtiğimiz yıla göre %13 artırarak 11.5 milyon YTL çıkarmasını bekliyoruz. Öngörümüz dahilinde şirket 13 F/K ve 32,60 YTL defter değerine sahip olmaktadır.

Güçlü nakit ve arsa-arazi portföyüne sahip şirket bu haliyle yeni gayrimenkul projeleri adına önemli bir potansiyel taşımaktadır. Birim pay değeri 34,11 YTL olan şirket hisseleri bu haliyle İMKB'de %19 iskontolu işlem görmektedir.

Potansiyel gayrimenkul projeleri (en önemlisi Maslak alışveriş merkezi) , defter değeri ve birim pay değeri bazında iskonto nedeniyle Alarko GMYO için "Endeks Üstü Getiri" görüşümüzü koruyor , endeks bazında %20 getiri öngörüyoruz.

Desa Deri

Desa Deri 1972 yılından bu yana Desa markalı konfeksiyon, çanta, cüzdan, kemer ve ev/ofis aksesuarlarının e mobilyalarının üreticisi, 21 yıldır Samsonite marka Valiz, çanta ve aksesuarların, 2003 yılından beri Aerosoles marka ayakkabıların Türkiye distribütörüdür.

Şirket yurtdışı yatırımlarının meyvelerini beklediğimizden de önce toplayarak toplam satışları içerisinde %15 olan ihracat payını %25'e yükseltmiştir. İhracat başarısı şirket toplam satışlarını olumlu etkilerken , maliyetlerde gözlenen yükseliş brüt kar marjını %40'tan %39'a gerilemesine neden olmuştur.

Bunun yanında döviz kurlarında yaşanan geri çekilme 11 milyon YTL'lik açık pozisyon sahibi şirkette sınırlı bir rahatlama sağlarken , esas faaliyet karındaki artış bir dönem aranın ardından tekrar net dönem karı açıklanması sağlamıştır.

Desa Deri için yıl sonu net satış hedefimizi %3 yükseltirken (78.3 milyon YTL) , kurlarda kayda değer bir değişim beklememiz nedeniyle açık pozisyonun mali tablo üzerinde baskı yaratmasını beklemiyoruz.

Beklentilerimiz paralelinde Desa Deri adına 2006/12 döneminde net dönem karını 3.2 milyon YTL olarak öngörüyoruz. Bu açıdan şirket adına 15 F/K ve 1,35 YTL defter değeri bekliyoruz.

İngiltere ve Rusya projeksiyonları nedeniyle büyüme odaklı "Endeks Üstü Getiri" beklentimizi korurken endeks bazında kısa vade de %11 , orta vade de ise %38 getiri potansiyeli öngörüyoruz.



2006/09 Bilanço Notları

MRZ Araştırma

arastirma@merkezmenkul.com.tr

Eczacıbaşı Yapı

Eczacıbaşı Yapı ,Vitra markası ile seramik sağlık gereçleri, tamamlayıcı ürünleri ve banyo mobilyaları; Artema markası ile sıhhi tesisat armatürleri üretmektedir. Şirket, seramik sağlık gereçleri üretimini biri Kartal-İstanbul, diğeri ise Bozüyük-Bilecik'te kurulu olan iki ayrı tesisinde, tamamlayıcı ürünleri ve banyo mobilyaları üretimini Kartal-İstanbul tesisinde, sıhhi tesisat armatürleri üretimini ise Bozüyük-Bilecik'teki tesislerinde gerçekleştirmektedir.

2006 üçüncü çeyreğinde 7,4 milyon YTL kar açıklayan şirketin (2005-09 1 milyon YTL zarar) cirosu geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %10 artarken maliyetlerinde herhangi bir artış görülmemesi nedeniyle kar marjı 0,30'dan 0,36'ya yükselmiştir.

2006 ilk yarı bilançosunda 1,6 milyon YTL zarar açıklayan şirket son 3 aylık dönemde 9,1 milyon YTL kar elde etmeyi başarmıştır.Yüksek faaliyet gideri ile çalışan Eczacıbaşı Yapı 2005 yıl sonunda 8 milyon YTL zarar açıklamıştır. Şirket 26 Haziran tarihinde almış olduğu kararla Kartal'da kurulu tesisin yıllık 300.000 adet kapasiteli fırını Temmuz sonu itibari ile kapatılarak ek tesisleri ile birlikte yıl sonuna kadar Bozüyük'de kurulu tesislerine taşınacağını ,bu taşınma ile ilgili ciro kaybının söz konusu olmadığını açıklamıştır.Taşınma sonucunda personel azaltımına gidileceği ve bunun şirkete maliyetinin yaklaşık 4.750.000 YTL olacağı da belirtilmiştir(Şirket bilançosunda kıdem tazminatlar için karşılık ayrılmıştır)

Yabancı para pozisyonunda 55 milyon YTL açık pozisyonda bulunan şirket son 3 aylık dönemde kurlarda görülen ortalama %6 oranındaki düşüle birlikte 3,1 milyon YTL kur farkı geliri ve 4,3 milyon YTL vadeli döviz alım-satım işlemleri geliri gerçekleştirerek toplam 8 milyon YTL finansman geliri elde etmiştir.

Eczacıbaşı Yapı satışlarının %52'sini ihraç etmektedir. Hazır değerlerinde bulunan 6 milyon YTL 'ye karşılık 105 milyon YTL finansal borcu bulunana şirketin defter değeri 3,24 YTL 'dir.

Açıklanan mali tablo ve olumlu teknik görüntü ile şirket hisselerinin kısa vade de %14 orta vade de ise %25 hareket potansiyeli taşıdığını düşünmekteyiz.

Vestel Beyaz Eşya

2006 Nisan sonunda İMKB'de işlem görmeye başlayan Vestel Beyaz Eşya, faaliyetine 1999 yılında başlamış olup buzdolabı, split klima üniteleri, çamaşır makinesi ve pişirici cihazlar üretimi, satışı ve dayanıklı tüketim malları ticareti yapmaktadır. 278 bin m² kapalı alana sahip üretim tesisleri Manisa Organize Sanayi Bölgesi'nde toplam 373 bin m² açık alan üzerine kurulmuştur.

Halka arz sürecinde diğer ortakların hisselerini alarak Vestel Elektronik'in, Vestel Beyaz Eşya'daki payı %68,5 seviyesine yükselmiştir. Vestel Beyaz Eşya yurt dışı satışlarını Vestel Dış Ticaret ile yurt içi satışlarını ise Vestel Dayanıklı Tüketim Malları Pazarlama aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

Şirket ağırlıklı satışlarını yurtdışına gerçekleştirmektedir. 2006/9 aylık dönemde net satışların %62'si yurtdışına yapılmıştır. Yurtdışı satışların %83'ü ise Avrupa bölgesine gerçekleşmiştir.

Toplam net satışlar 2005/9 aylık döneme göre %42 artarak 2005 yıl sonu (801 milyon YTL) seviyesini geçmiş ve 816 milyon YTL'ye ulaşmıştır. Ayrıca 2005/9'da %9,9 seviyesinde bulunan brüt kar marjı her ne kadar 2006 ilk yarıyla göre azalsa da %16,6 seviyesine ulaşarak karlılığa önemli katkı yapmıştır.

2006/6 aylık döneme göre net diğer faaliyet kalemindeki 11 milyon YTL'lik iyileşme ve finansman giderlerindeki 15 milyon YTL'lik düşüşler ise karlılığa etki eden diğer olumlu unsurlardır. Bunun yanında net diğer faaliyetlerdeki 16,5 milyon YTL'lik gider artışı ve 45,5 milyon YTL'lik finansman gider artışı, net satış ve kar marjındaki olumlu etkiyi sınırlayarak net karın 2005/9 seviyesinin hemen altında kalmasına neden olmuştur.

2005 yılında 50,4 milyon YTL, 2005/9 aylık dönemde 54 milyon YTL olan net kar 2006/9 aylık dönemde 46 milyon YTL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket için yıl sonu 1,1 milyar YTL net satış ve 78 milyon YTL net kar tahmini yapıyoruz. Bu projeksiyonla 2,30 YTL Defter Değerine sahip şirketin F/K oranı 5,1 seviyesinde bulunuyor. Hissede %30 getiri bekliyoruz.



2006/09 Bilanço Notları

MRZ Araştırma

arastirma@merkezmenkul.com.tr

Netaş Telekom

Netaş yurt içinde başta yurtiçinde başta Türk Silahlı Kuvvetleri, Türk Telekom, Vodafone, Avea, servis sağlayıcılar ile kamu ve özel kuruluşlar için ağ ve iletişim çözümleri ile modern iletişim altyapıları kurmaktadır. Şirket yurtdışında da Avrupa, Ortadoğu, Uzakdoğu, Bağımsız Devletler Topluluğu ve Afrika ülkelerindeki müşterilerine iletişim şebekelerinin tasarımı, işletilmesi ve pazarlanması konusunda destek ve teknik yardım hizmetleri sağlamaktadır. %31.87 oranında hissesi İMKB'de işlem gören şirketin başlıca ortaklarını Nortel Networks (%53.13) ve Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı (%15) oluşturur.

Şirketin dahil sektörde 2006 yılıyla yatırımların hızlandığı bir sürece girilmiş oldu. Bir çok uluslararası kuruluşun sektöre yönelik ciddi projeleri açıklanmış durumdadır. Netaş'ın ana ortağı olan Nortel ise , Küresel Yüksek Teknoloji Operasyon Merkezi oluşturacağını açıkladı. Nortel'in dünyada iki tane kurmayı hedeflediği 'Mükemmeliyet Merkezi' olarak da adlandırılan birimlerden birinin İstanbul'da kurulması kararlaştırılmıştır.

2006/09 dönemi bilançosunda başarılı bir performans sergileyen Netaş , söz konusu dönemde brüt kar marjını %21'den %23'e taşımış , maliyetlerin satışlar içerisindeki payını da %79'dan %72'ye düşürmeyi başarmıştır. Şirketin finansal borç yükü bazında risk taşımadığını da belirtmeliyiz.

Mevcut karlılığını yılsonu mali tablosunda da görmeyi beklediğimiz şirket adına 2006/12 döneminde beklediğimiz net dönem karı 9.5 milyon YTL'dir. Beklentimiz paralelinde Netaş 24 F/K ve 28 YTL defter değerine ulaşmaktadır. Sektörde defter değeri çarpanının 2.2 olduğu düşünüldüğünde 1.27'lik defter değeri çarpanı ile işlem gören Netaş cazip bir yatırım seçeneği oluşturmaktadır.

Öte yandan Netaş adına beklentiler 2006'yla sınırlı kalmayıp 2007 yılı açısından da önemli bir potansiyeli işaret etmektedir. Vodafone'un Telsim'i satın almış olması ve yurtdışında Nortel'in Vodafone'a altyapı sağlama konusunda etkili olması Türkiye'deki yatırımlar açısından avantaj teşkil etmektedir. Netaş bünyesinde oluşturulacak Küresel Yüksek Teknoloji Operasyon Merkezi faaliyetlerinin yaratacağı gelir, yurtdışına yapılacak hizmet ihracı niteliğindedir. Şirketin İMKB'ye yaptığı açıklamaya göre merkezin 2006 yılı cirosuna katkısının 1 milyon\$, 2007 cirosuna katkısının ise (tam kapasite) 15-20 milyon\$ olması öngörülmektedir.

Son bilanço performansı ve 2007 beklentileri paralelinde endeks bazında kısa vade de %15 , orta vade de %47 getiri öngörüyoruz.

Dentaş Ambalaj

Cafer Sadık Abaloğlu Holding bünyesinde faaliyet gösteren Dentaş Ambalaj, kağıt, karton ve oluklu mukavva imalatı yapmaktadır. Bunun yanı sıra şirket kendi ihtiyacı için elektrik enerjisi üretmekte ve her türlü ambalaj hammaddeleri ve ara maddeleri üretim ve ticaretini de gerçekleştirmektedir.

2005 yılında 85 milyon YTL net satış gerçekleştiren Dentaş Ambalaj, 2006/9 aylık dönemde net satışlarını geçen yıl eş dönemine göre %17 artırarak 76,3 milyon YTL seviyesine çıkarmıştır. Ağırlıklı olarak yurtiçine çalışan şirket bu dönemde satışlarının %96'sın yurtiçine gerçekleştirmiştir.

Satışlarındaki artışa paralel şirketin kar marjında da yükseliş gözlenmiştir. 2005/9 aylık dönemde %25, 2005/12'da %26,4 olan brüt kar marjı 2006/9'da %28,9'a yükselmiştir.

Üçüncü çeyrekte şirketin diğer faaliyet ve finansman gideri kalemlerindeki iyileşme şirketin karlılığına olumlu etki etmiştir.

2005/9 aylık dönemde 4,4 milyon YTL, 2006/6 aylık dönemde 2,9 milyon YTL olan net karı 8,3 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir.

2006 yıl sonu için 99,5 milyon YTL net satış ve 10,5 milyon YTL net kar beklediğimiz 2,57 YTL Defter Değeri'ne sahip Dentaş Ambalaj'ın F/K oranı 5,6 seviyesindedir. Hissede mevcut fiyat seviyesine oranla %17 yükseliş potansiyeli görüyoruz.



2006/09 Bilanço Notları

MRZ Araştırma

arastirma@merkezmenkul.com.tr

Mutlu Akü

Mutlu Holding çatısı altında faaliyetlerini sürdüren şirketin faaliyet konusu starter (otomotiv) ve endüstriyel aküler ve malzemelerini üretimi, satış ve pazarlamasıdır. Şirket Doğu Avrupa ve Orta Asya'nın en büyük akü üreticisi konumundadır.

Mutlu Akü 2006/9 aylık dönemde net satışlarını geçen yıl aynı dönemine göre %21 artırmıştır. Bu dönemde satışların %31'i yurtdışına gerçekleşirken, yurtdışı satışlarda geçen yıl aynı dönemine göre artış %33 seviyesindedir.

Yine aynı dönemler arası brüt kar marjı yaklaşık 4 puan artarak %23,4 seviyesine ulaşmış ve 2005 yılı ikinci yarısından itibaren başlayan yükselme eğilimine devam etmiştir.

Şirketin geçen yıl aynı dönemine göre yaklaşık 3,2 milyon YTL'lik finansman gider artışı ise yine aynı miktardaki net diğer faaliyet geliri ile telafi edilmiştir.

Satışlarda ve kar marjındaki artışla birlikte geçen yıla göre vergi kalemindeki 1,6 milyon YTL'lik iyileşmeyle 2005/9 aylık dönemde 1,4 milyon YTL zarar açıklayan şirket, 2006/6 aylık dönemdeki 1,7 milyon YTL'lik net karını 5,3 milyon YTL seviyesine çıkarmıştır.

Son iki yıl dördüncü çeyrekte yıllık satışlarının ortalama %35'ini gerçekleştiren Mutlu Akü için yıl sonu 173 milyon YTL net satış ve 7,5 milyon YTL net kar tahmini yapıyoruz. Bu doğrultuda 1,65 YTL Defter Değeri bulunan ve 2006 ilk 10 aylık dönemde ortalama 31 F/K oranından işlem gören şirketin F/K oranı 11,2 seviyesine gerilemektedir. Hissede %15 getiri öngörüyoruz.

Oysa Çimento

Şirketin ana faaliyet alanı klinker, çimento ve hazır beton üretimi, pazarlama ve satışlarıdır. Şirketin mevcut durumda ana ortakları Hacı Ömer Sabancı Holding ve Ordu Yardımlaşma Kurumu'dur. Ancak 20.10.2006 tarihinde şirketlerden yapılan yazılı açıklamada 15 yıldır süren birlikteliklerine son verme kararı aldıkları ve bu doğrultuda satma veya satın alma gibi alternatifleri görüşmeye başlayacakları açıklanmıştır.

2006 üçüncü çeyrek bilançosunda karlılığını bir önceki yılın aynı dönemine göre %37 oranında artıran şirket 37,6 milyon YTL kar açıklamıştır. Cirounda görülen %20 oranındaki artışa karşılık kar marjı ise 0,43'den 0,44'e yükselmiştir.

Defter değeri 2,88 YTL olan şirket yıl sonu için yapmış olduğumuz kar tahmini doğrultusunda 6 F/K değerinden işlem görmektedir.

Başarılı bilanço performansının yanında grup şirketlerinden gelecek satma veya satın alma haberlerinin şirket hisseleri üzerinde yaratacağı etkinin kaçınılmaz olduğunu düşünmekle birlikte hisselerin kısa vadede %9 yukarı hareket potansiyeli taşıdığını düşünmekteyiz.