

AL

| | | |
|-------------------------------|---|----------------|
| Hisse Kodu | : | CİMSA |
| Fiyat YTL | : | 10.1 |
| Piyasa Değeri (mn\$) | : | 873.1 |
| Hedef Değer (mn\$) | : | 1,166.0 |
| Kazandırma Potansiyeli | : | 34% |
| Halka Açık P.D. (mn\$) | : | 244 |
| Halka Açıklık Oranı % | : | 28.0 |
| Son Gün İşlem Hacmi (mn\$) | : | 1.35 |
| Aylık Ort. İşlem Hacmi (mn\$) | : | 2.03 |
| <hr/> | | |
| 52 Haftanın En Yüksekü YTL | : | 11.50 |
| 52 Haftanın En Düşüğü YTL | : | 5.55 |
| Son 1 Haftalık Getiri % | : | 3.06 |
| Son 1 Aylık Getiri % | : | -1.94 |
| Son 3 Aylık Getiri % | : | 8.60 |
| Son 1 Yıllık Getiri % | : | 0.34 |
| Yılbaşına Göre Getiri % | : | 10.99 |
| <hr/> | | |
| Fiyat/Kazanç x | : | 9.00 |
| Piyasa Değeri/Defter Değeri x | : | 1.74 |
| Beta x | : | 0.99 |
| IMKB-100 | : | 41,195.20 |

Güçlü Finansal Sonuçlar

Çimsa 2006 yılını **506.8 milyon YTL** satış geliri ve **136 milyon YTL** net karla kapadı. Şirketin satış gelirleri 2005 yılına kıyasla **%42** artış kaydederken, Net kar rakamı ise **%41** oranında büyüme gösterdi.

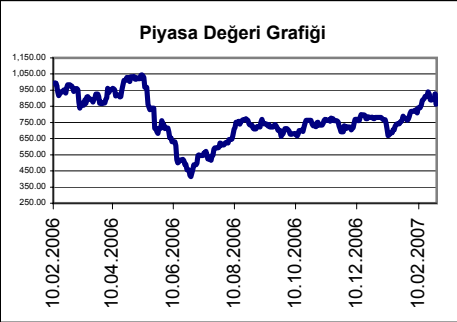
Şirket 2005 yılına göre **%3** daha az vergi karşılığı ayırdı. Ertilenmiş vergi gelirlerini yansıtması vergi karşılığının düşmesinde etkili oldu.

Ancak Çimsa'nın net karının yükselmesindeki ana etkenin **faaliyetlerindeki olumlu seyir ve marjlarındaki yükselmeler** olduğunu belirtmek isteriz. Çimsa'nın **FAVÖK** rakamı 2006 yılında **%66 büyüme** ile 231.3 milyon YTL seviyesinde oluşurken, **Esas Faaliyet Karı** ise **%79** artışla 191.2 milyon YTL düzeyine ulaştı. Kar marjlarındaki artış, karlılığın büyümesinde aktif rol oynadı.

Çimsa'nın Brüt Kar Marjı **%36'dan %44** düzeyine yükselirken, FAVÖK Marjı ise **%39'dan %46'ya** ulaştı. Aynı şekilde Esas Faaliyet Kar Marjı'da **%30'dan %38** seviyesine yükseldi.

Çimsa'nın açıkladığı finansallarında son çeyrek performansında memnunuz. Son çeyrek'de satış rakamının düşük oluşması nedeniyle daha az Faaliyet Karı elde edildi. Ancak vergi karşılığının son çeyreğe düşük yansıtması sonucu 3Ç'de elde edilen net kar ile aynı seviyede kar etmiş gözüküyor.

Diğer yandan Şirket'in en yüksek kar marjına sahip olduğu dönemin 2Ç olduğunu ancak en az kar açıkladığı dönemin de yine aynı dönem olduğunu görmekteyiz.



| (Milyon YTL) | 2006/12 | 2005/12 | Değ% | 4Ç06 | 3Ç06 | Değ% | 2004/12 | Değ% |
|--------------------|--------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|------------|
| Satışlar | 506.9 | 358.1 | 42% | 105.2 | 157.0 | -33% | 294.9 | 22% |
| Brüt Satış Karı | 223.6 | 129.7 | 72% | 45.8 | 69.7 | -34% | 105.1 | 68% |
| Esas Faaliyet Karı | 191.2 | 106.5 | 79% | 38.1 | 61.4 | -38% | 79.3 | 101% |
| Finansman Gideri | 25.3 | 1.0 | 2452% | -11.1 | -10.6 | -- | -16.8 | -- |
| Net Kar | 136.1 | 96.8 | 41% | 46.1 | 47.8 | -4% | 65.1 | 13% |
| FAVÖK | 231.34 | 139.56 | 66% | 48.10 | 71.18 | -32% | 112.06 | 64% |
| Net Borç | 130.01 | 173.69 | -25% | -29.52 | -53.88 | -- | -9.78 | -502% |
| Özsermaye | 702.70 | 616.29 | 14% | 43.38 | 60.84 | -29% | 516.19 | 27% |

| | 2006/12 | 2005/12 | 4Ç06 | 3Ç06 | 2004/12 | 2003/12 |
|---------------------|---------|---------|-------|-------|---------|---------|
| Brüt Kar Marjı | 44.1% | 36.2% | 43.5% | 44.4% | 35.6% | 25.8% |
| Esas Faaliyet Marjı | 37.7% | 29.7% | 36.2% | 39.1% | 26.9% | 16.3% |
| FAVÖK Marjı | 45.6% | 39.0% | 45.7% | 45.3% | 38.0% | 28.2% |
| Net Kar Marjı | 26.9% | 27.0% | 43.8% | 30.4% | 22.1% | 23.9% |

Kaynak: IMKB

2006 yılının 2Ç döneminde döviz kurlarındaki yükseliş Çimsa'nın kar marjını olumlu yönde etkiledi aynı çeyrek içerisinde 74.6 milyon YTL FAVÖK rakamına ulaşıldı. Buna karşılık Çimsa'nın **126 milyon USD düzeyindeki Döviz Açık Pozisyonu** nedeniyle aynı dönemde en yüksek kur farkı gideri açıklandı ve bunun sonucunda Çimsa 2Ç dönemde sadece 12.7 milyon YTL kar elde etti. Şirket'in en yüksek satış geliri elde ettiği çeyrek dönem ise 3Ç dönem oldu. Bunda şirketin yüksek kurlardan ihracat gerçekleştirmesi ve yükselen kar marjlarının devam etmesi etkili oldu.

Çimsa'nın karlılık oranlarında 2006 yılı boyunca yüksek seviyelerini korumayı başardı. %44 Brüt Kar Marjının IMKB'nin ve sektörün en yüksek marjlarından birisi olarak gösterebiliriz.

Çimsa **237 milyon YTL Net Borç Pozisyonuna** sahip bulunuyor. Borçlarının hemen hemen hepsi ABD Doları bazında ve bu durum kur dalgalanmalarına karşı şirketi hassas kılıyor. Satışlarının **%23'ünü ihracat pazarlarına satan** şirket kurların yükselmesinden kısmen olumlu etkileniyor.

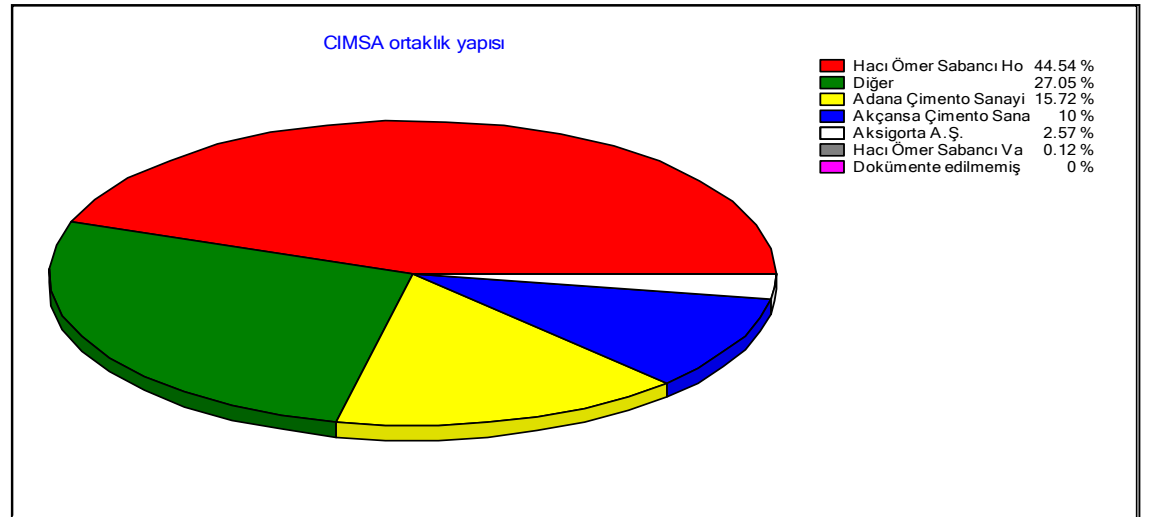
Diğer yandan Diğer Faaliyetlerden Giderler kısmında **Enerjisa'dan** dolayı oluşan 8.7 milyon YTL değer düşüklüğü gider olarak yansıtılmıştır. Bilindiği gibi Sabancı Holding, Enerjisa hisselerinin **%49,99'luk bölümünü 326.2 milyon USD'dan satma kararı aldı.** Enerjisa'nın tamamını **652 milyon USD** olarak değerlediler. Başka deyişle yaklaşık olarak 926 milyon YTL değer biçtiler. **Çimsa'nın Enerjisa'nın %6.38 hissesine sahip bulunuyor.** Şirket finansallarında %6.38 hissenin değerinin 31.2 milyon YTL olarak yansıtmış bulunuyor. Satış rakamına göre Enerjisa'nın %6.38'lik payı 59 milyon YTL değere karşılık gelmekte. Bu Çimsa'nın tablolarında gösterdiği değerden **27.80 milyon YTL daha fazla değer artışına** karşılık geliyor. Satışın olması durumunda 2007 yılı finansallarında ciddi bir iştirak satış karı yansıyacak gibi görünüyor. Satılan hisseler içinde Çimsa'nın sahip olduğu paylar olmasa bile şirket bir sonraki finansallarında Enerjisa'yı bu değer üzerinde değerleyecektir. Her iki durumda 2007 yılı 1Ç net karını oldukça yukarıya çekebilir.

Ayrıca, 2007 yılının 1Ç döneminde Çimentoya zam yapılması Çimsa'nın tablolarına olumlu etkileyebilir. İnşaat sektöründeki talebin devam etmesi durumunda satışlarındaki büyümenin devam etmesi ve yüksek marjların korunması ile 2007 'de daha iyi sonuçlar elde edilebilir. 2006 yılı marjlarından daha yüksek marjlar elde edilmesinin kolay olmasa bile olumlu bir performans bekliyoruz.

Çimsa açıkladığı son kar rakamına göre **8.9x f/k** çarpanı ile işlem görüyor. Bu oranı makul görüyoruz. Çimsa'nın tarihsel f/k verilerine göre normal bir düzey olarak görmekteyiz. Kar performansının büyümesi ile birlikte f/k çarpanı iskontolu seviyelere düşecektir.

Diğer yandan Çimsa için gerçekleştirdiğimiz İNA analizine göre **1.166 milyon USD hedef piyasa** değerine ulaşıyoruz. Buna göre Çimsa için **%34 yükselme potansiyeli** ortaya çıkıyor. Çimsa için "AL" önerisinde bulunuyoruz.

| İştirakler | | |
|---|--------------------|---------|
| İştirak Unvanı | İş Edilen Sermaye | Pay (%) |
| Anfas Antalya Fuar. A.Ş. (Anfaş) | 4,267 | 0.02 |
| Batı Akdeniz Liman İşl. A.Ş. (Batı Akdeniz) | 9,258 | 8.32 |
| Cement Sales North GmbH | 200,950 | 50 |
| Enerjisa Enerji Üretim A.Ş. | 22,548,943 | 6.38 |
| Exsa Export Sanayi Mamülleri Satış Araştırma A.Ş. | 229,328,771 | 32.88 |
| Mesbaş Mersin Serbest Böl. İşl. A.Ş. (Mesbaş) | 52,712 | 0.41 |
| İştiraklerin Toplam Tutarı | 252,144,901 | |



Tuncay Turşucu
tuncayt@meksa.com

Araştırma Bölümü
arge@meksa.com
www.meksa.com
Tel: 0212 344 11 11
Fax: 0212 344 1121

| Milyon YTL | 2006/12 | 2005/12 | 2006/09 | 2006/03 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dönen Varlıklar | 207.7 | 145.2 | 240.5 | 164.5 |
| Hazır Değerler | 53.7 | 35.3 | 78.3 | 34.9 |
| Menkul Kıymetler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Hesabı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar | 64.4 | 41.6 | 77.9 | 51.7 |
| Stoklar | 59.3 | 42.1 | 52.7 | 48.9 |
| Duran Varlıklar | 767.7 | 756.2 | 751.1 | 762.6 |
| Menkul Kıymetler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| İlişkili Taraflardan Alacaklar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Finansal Duran Varlıklar | 262.3 | 272.3 | 252.1 | 282.4 |
| Pozitif/Negatif Şerefiye | 132.4 | 141.7 | 134.1 | 141.7 |
| Maddi Duran Varlıklar | 350.3 | 318.8 | 339.8 | 313.8 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 21.6 | 22.9 | 22.0 | 23.0 |
| Diğer Duran Varlıklar | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 1.7 |
| Ana Ortaklık Dışı Paylar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TOPLAM AKTİFLER | 975.4 | 901.4 | 991.5 | 927.1 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 139.3 | 70.4 | 119.0 | 125.0 |
| Finansal Borçlar | 0.2 | 33.6 | 38.7 | 34.4 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları | 74.0 | 0.0 | 13.2 | 0.0 |
| Diğer Finansal Yükümlülükler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ticari Borçlar | 20.8 | 16.5 | 18.6 | 16.9 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 133.4 | 202.0 | 213.2 | 202.4 |
| Finansal Borçlar | 109.6 | 175.4 | 185.9 | 178.0 |
| Ticari Borçlar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Borç ve Gider Karşılıkları | 7.8 | 5.8 | 12.1 | 5.9 |
| Pozitif/Negatif Şerefiye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ana Ortaklık Dışı Özsermaye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ÖZ SERMAYE | 702.7 | 629.0 | 659.3 | 599.7 |
| Sermaye | 121.3 | 121.3 | 121.3 | 121.3 |
| Sermaye Yedekleri | 205.2 | 207.0 | 191.3 | 206.8 |
| Emisyon Primi | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Dönem Karı | 136.1 | 109.5 | 90.0 | 29.5 |
| Dönem Zararı (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Geçmiş Yıl Karları | 159.3 | 134.0 | 175.8 | 161.2 |
| Geçmiş Yıl Zararları (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Yabancı Para Çevrim Farkları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Özsermaye Enf. Düz. Farkları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TOPLAM PASİFLER | 975.4 | 901.4 | 991.5 | 927.1 |
| SATIŞ GELİRLERİ | 506.9 | 358.1 | 401.7 | 88.4 |
| Satışların Maliyeti (-) | 283.2 | 228.4 | 223.9 | 54.8 |
| Hizmet Giderleri (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı | 223.6 | 129.7 | 177.8 | 33.7 |
| Faaliyet Giderleri (-) | 32.4 | 23.2 | 24.7 | 6.4 |
| Net Esas Faaliyet Karı/Zararı | 191.2 | 106.5 | 153.1 | 27.3 |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar | 21.9 | 32.9 | 23.5 | 13.3 |
| Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler (-) | 24.4 | 13.4 | 23.6 | 3.2 |
| Finansman Giderleri (-) | 25.3 | 1.0 | 36.4 | 4.2 |
| Faaliyet Karı veya Zararı | 163.4 | 125.0 | 116.6 | 33.2 |
| Olağanüstü Gelirler ve Karlar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Parasal Pozisyon Karı / Zararı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Vergi Öncesi Kar/Zarar | 163.4 | 125.0 | 116.6 | 33.2 |
| Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-) | 27.3 | 15.5 | 26.6 | 3.7 |
| NET DÖNEM KARI/ZARARI | 136.1 | 109.5 | 90.0 | 29.5 |

| Milyon USD | 2006/12 | 2005/12 | 2006/09 | 2006/03 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Dönen Varlıklar | 147.8 | 108.2 | 160.6 | 122.6 |
| Hazır Değerler | 38.2 | 26.3 | 52.3 | 26.0 |
| Menkul Kıymetler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Hesabı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar | 45.8 | 31.0 | 52.0 | 38.5 |
| Stoklar | 42.2 | 31.4 | 35.2 | 36.5 |
| Duran Varlıklar | 546.1 | 563.6 | 501.7 | 568.4 |
| Menkul Kıymetler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| İlişkili Taraflardan Alacaklar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Finansal Duran Varlıklar | 186.6 | 203.0 | 168.4 | 210.5 |
| Pozitif/Negatif Şerefiye | 94.2 | 105.6 | 89.6 | 105.6 |
| Maddi Duran Varlıklar | 249.2 | 237.6 | 227.0 | 233.9 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 15.4 | 17.1 | 14.7 | 17.1 |
| Diğer Duran Varlıklar | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 1.3 |
| Ana Ortaklık Dışı Paylar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TOPLAM AKTİFLER | 693.9 | 671.8 | 662.3 | 691.0 |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 99.1 | 52.4 | 79.5 | 93.2 |
| Finansal Borçlar | 0.1 | 25.0 | 25.9 | 25.7 |
| Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları | 52.7 | 0.0 | 8.8 | 0.0 |
| Diğer Finansal Yükümlülükler | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ticari Borçlar | 14.8 | 12.3 | 12.4 | 12.6 |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 94.9 | 150.6 | 142.4 | 150.8 |
| Finansal Borçlar | 78.0 | 130.7 | 124.2 | 132.7 |
| Ticari Borçlar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Borç ve Gider Karşılıkları | 5.6 | 4.3 | 8.1 | 4.4 |
| Pozitif/Negatif Şerefiye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Ana Ortaklık Dışı Özsermaye | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ÖZ SERMAYE | 499.9 | 468.7 | 440.4 | 447.0 |
| Sermaye | 86.3 | 90.4 | 81.0 | 90.4 |
| Sermaye Yedekleri | 146.0 | 154.2 | 127.8 | 154.1 |
| Emisyon Primi | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Dönem Karı | 96.8 | 81.6 | 60.1 | 22.0 |
| Dönem Zararı (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Geçmiş Yıl Karları | 113.4 | 99.8 | 117.4 | 120.2 |
| Geçmiş Yıl Zararları (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Yabancı Para Çevrim Farkları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Özsermaye Enf. Düz. Farkları | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TOPLAM PASİFLER | 693.9 | 671.8 | 662.3 | 691.0 |
| SATIŞ GELİRLERİ | 354.0 | 267.1 | 281.7 | 66.7 |
| Satışların Maliyeti (-) | 197.8 | 170.4 | 157.0 | 41.3 |
| Hizmet Giderleri (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı | 156.2 | 96.7 | 124.7 | 25.4 |
| Faaliyet Giderleri (-) | 22.6 | 17.3 | 17.3 | 4.8 |
| Net Esas Faaliyet Karı/Zararı | 133.6 | 79.5 | 107.4 | 20.6 |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar | 15.3 | 24.5 | 16.5 | 10.0 |
| Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler (-) | 17.1 | 10.0 | 16.6 | 2.4 |
| Finansman Giderleri (-) | 17.7 | 0.7 | 25.5 | 3.2 |
| Faaliyet Karı veya Zararı | 114.1 | 93.3 | 81.8 | 25.0 |
| Olağanüstü Gelirler ve Karlar | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net Parasal Pozisyon Karı / Zararı | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Vergi Öncesi Kar/Zarar | 114.1 | 93.3 | 81.8 | 25.0 |
| Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-) | 19.0 | 11.6 | 18.6 | 2.8 |
| NET DÖNEM KARI/ZARARI | 95.1 | 81.7 | 63.1 | 22.2 |



MEKSA YATIRIM

Büyükdere Caddesi No:171 Metrocity A Blok Kat:
4-5 34330 1.Levent - Şişli / İSTANBUL

Satış & Pazarlama

| | | |
|--------------------------------------|--------------------|-------------------|
| Mehmet AYSOY, Genel Müdür Yardımcısı | 90 (212) 344 10 12 | maysoy@meksa.com |
| Figen ÖZAVCI, Yurtiçi Satış Müdürü | 90 (212) 344 10 37 | fozavci@meksa.com |
| Baran ERBEN, Pazarlama & Dealing | 90 (212) 344 10 16 | berben@meksa.com |

Araştırma Departmanı

| | | |
|----------------------------------|------------------------------|-------------------|
| Tuncay TURŞUCU, Araştırma Müdürü | 90 (212) 344 11 11 ext: 4038 | tuncayt@meksa.com |
|----------------------------------|------------------------------|-------------------|

Türev ve Vadeli İşlemler Piyasaları

| | | |
|---|--------------------|----------------------|
| Tolga ODOĞLU, Türev Piyasası Müdürü | 90 (212) 344 10 62 | todoglu@meksa.com |
| Serhat LATİFOĞLU, Vadeli İşlemler Piyasası Müdürü | 90 (212) 344 10 64 | slatifoglu@meksa.com |

UYARI

“Burada 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. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.”

Bu rapordaki bilgiler, Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü’nce güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilmiştir. Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş., söz konusu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden veya diğer nedenlerden dolayı bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlardan dolayı hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Yalnızca bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu doküman, bilgilendirme olarak yorumlanmalıdır.

©Copyright 2007 MEKSA YATIRIM MENKUL DEGERLER A.Ş

Kaynak gösterilmek şartıyla kullanılabilir.