



Bilanço Notu

17.09.2007

MERKEZ MENKUL DEĞERLER

Raporda yer alan şirketler Sise Cam, Ülker Bisküvi, Borusan Yatırım Holding, Trakya Cam, Ege Seramik
Parsan, Kartonsan, ÇBS Printas

Bu Rapor Yalnızca Bilgi Vermek Amacıyla Merkez Menkul Değerler AS Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmış Olup Kurumu Bağlayıcı Değildir

Sise Cam Fabrikaları

Sisecam ana faaliyet alanları cam ve kimyasallar üretimi olan bir sanayi topluluğudur. Camın düzcam, cam ev esyasi, cam ambalaj ve cam elyafi gibi tüm temel alanları ile soda ve krom bileşiklerini kapsayan ihtisaslaşmasıyla, faaliyet alanlarında güçlü ve lider konumdadır. Şirketin önde gelen istisrakleri düzcamda Trakya Cam, cam ev esyasında Pasabahçe, cam ambalajda Anadolu Cam, kimyasalda ise Soda Sanayii'dir.

Şirket 2007 yılı ikinci çeyreğinde karını %140 artırarak 125 milyon YTL olarak açıklamıştır. Karlılıktaki artışta Düzcam ve Cam Ambalaj istisraklerinin etkisi yüksektir. Mevcut karlı trendin yılın ikinci yarısında artmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda şirket için öngördüğümüz yılsonu kari 280 milyon YTL. Öngörümüz paralelinde şirket hisseleri 8.8 F/K ve 5.90 YT'dir.

Sisecam Ekim ayı başında istisrakleri Trakya Cam, Anadolu Cam ve Soda Sanayii'nin, Sisecam mülkiyetindeki hisselerinden, grup içi sermaye oranlarının %51'inin üzerindeki kısımlarının, yurtiçi ve yurtdışı yatırımcı kurumlara satışı konusunda gerekli işlemlerin yapılmasını kararlaştırmıştır. Sisecam'ın her üç istisrakindeki hisse satışından sağlayacağı toplam kaynak 434.5 milyon\$ olacaktır. Elde edilecek kaynağın, Rusya pazarındaki yatırımlarda kullanılması beklenmektedir.

Güçlü mali performansı ve istisrak hissesi satışı nedeniyle Sisecam hisseleri için kısa vade de %9, orta vade de %26 yükseltilmiş potansiyeli öngörüyoruz. Ayrıca şirketin %124 bedelsiz sermaye artırımını için SPK'ya başvuru yaptığını da hatırlatalım.

Ülker Bisküvi

%42'si Yıldız Holding'e, %27'si BNP Paribas'aya ait olan şirketin faaliyet konusu bisküvi, çikolata kaplamalı bisküvi ve gofret üretimidir. Şirket Ağustos'ta Ülker Gıda olan unvanını Ülker Bisküvi olarak değiştirmiştir.

Şirketin net satışları 6A06'ya göre %24,5 oranında gerilemiş, buna karşın aynı döneme göre brüt kar marjı ise 7 puan artmıştır. Bu durum birbirini dengelemiş ve şirketin brüt karında önemli değişim gözlenmemiştir.

Şirketin 6A06'da 38,6 milyon, 6A12'de 88,8 milyon YTL olan net kari 6A07'de 75,3 milyon YTL olarak gerçekleşmiştir. (6A07 vergi dairesi beyanı: 48,4 milyon YTL) 6A07'de geçen yıl aynı döneme göre net kardaki artışta, diğer faaliyetlerdeki 22 milyon YTL'lik bozulmaya karşın finansman giderlerindeki 72,6 milyon YTL'lik düzelme en önemli katkıyı oluşturmıştır. Ayrıca faaliyet giderlerinde de %20'lik azalma olumlu katkı yapmıştır.

2007 yılsonu 1,45 milyar YTL net satış ve 120 milyon YTL net kar tahmini yaptığımız ve 2,75 YTL Defter Değeri'ne sahip şirketi bu kar tahmini ile 10,9 F/K ile değerlendiriyoruz. Hissede %15 getiri hedefliyoruz.

Borusan Yatırım

1977 yılında kurulan Borusan Yatırım, Grubun çelik, distribütörlük, lojistik ve teknoloji alanında faaliyet gösteren şirketlerine istisrak ederek yüksek büyüme potansiyeline sahip ve kendi alanında lider konumdaki şirketlerden oluşan bir portföy oluşturmıştır. Borusan Yatırım 1996 yılından beri IMKB'de Borusan grubunun ikinci halka açık şirketi olarak işlem görmektedir.

Şirket, Çelik, Distribütörlük, Lojistik ve Teknoloji başlıklı dört istisrak grubu bulunmaktadır. Çelik Grubu'nda Borusan Mannesman Boru, Borçelik, Kerim Çelik; Distribütörlük Grubu'nda Borusan Makine, Borusan Otomotiv, Borusan Oto; Lojistik Grubu'nda Borusan Lojistik; Teknoloji Grubu'nda Borusan Teknolojik Yatırımlar, Borusan Elektronik Ticaret yer almaktadır.

Borusan Yatırım'ın, 2007 yılı ikinci yarısında kari 9.1 milyon YTL'ye ulaşarak ilk çeyreğe göre %97, 2006 yılı sonuna göre %28 artmıştır. Net dönem karında gözlenen bu artış Borusan Mannesman Boru ve Borusan Otomotiv'den elde edilen temettü ve gelirler etkili olmuştur.

Finansal borcu bulunmayan şirketin, açık döviz pozisyonunun bulunmaması YTL'de yaşanan değer artışları karşısında bilanço performansında olumsuz etki yaratmaktadır. Ancak güçlü istisrak yapısı sayesinde sözkonusu etki oldukça sınırlı kalmaktadır.

Borusan Mannesman Boru, Borusan Oto, Borusan Makine ve Borçelik gibi karlı istisrak portföyünün şirket karlılığını desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Bu paralelde şirket için öngördüğümüz yılsonu kari 14 milyon YTL. Bu paralelinde şirket hisseleri 8.2 F/K ve 3.58 YTL Defter Değeri potansiyeli ile işlem görmektedir. Borusan Yatırım hisseleri için kısa vade de %12, orta vade de %22 getiri potansiyeli öngörmekteyiz.

Özgür Yurtdasseven (Müdür)

ozgur.yurtdasseven@merkezmenkul.com.tr

0312 4682929 - 131

Yesim Aygün (Uzman)

yesimaygun@merkezmenkul.com.tr

0312 4682929 - 150

Fatih Demirtop (Uzman)

fatihdemirtop@merkezmenkul.com.tr

0312 4682929 - 139



Trakya Cam

Türkiye Sise ve Cam Fabrikaları Toplumuna bağlı bir kuruluş olup, düzcam, buzluca, ayna, lamine cam, otocam, temperli, kaplamalı camlar ve cam ev esyası üretimi ve satışıyla istigal etmektedir. Türkiye'deki tek düzcam üreticisi olan şirket yurtiçi talebin yaklaşık %85'ini karşılamakla birlikte; Kırklareli (Lüleburgaz) Kocaeli (Çayırova), Mersin (Tarsus), Bulgaristan (Targovishte) ve Bursa (Yenişehir)'de üretim tesisleri bulunmaktadır. Satışlarının yaklaşık %80'ini yurtiçi pazara satan şirketin sattığı düzcamın %65-70'i inşaat sektöründe kullanılmaktadır. 2007 sonunda tamamlanan yatırımlarla birlikte üretim kapasitesinin 1,5 milyon tonu aşması beklenmektedir.

Şirket 2007 ilk yarı bilançosunda 88 milyon YTL kar açıklamıştır. Geçtiğimiz yılın aynı dönemi ile kıyasladığımızda satışlarda görülen %32 oranındaki artışa karşın maliyetler %29 oranında artmış ve kar marjı 1 puan artarak 0,37'den 0,38'e yükselmiştir. Bunun sonucunda da şirketin esas faaliyet kârı %42 artarak 94,7 milyon YTL'ye yükselmiştir.

Hazır değerlerinde bulunan 76 milyon YTL'ye karşılık tamamı döviz cinsinden olmak üzere 290 milyon YTL finansal borcu (tamamlanan ve devam eden yatırımlar dolayısıyla) bulunmaktadır. Yabancı para pozisyonunda da 234 milyon YTL açık pozisyondadır. 2007'nin ilk altı aylık döneminde dövizde görülen ortalama %5 gerileme sonucunda da şirket esas faaliyeti dışındaki gelirleri+giderleri+finansman giderlerinden toplam 11,9 milyon YTL gelir (geçtiğimiz yılın aynı döneminde 13 milyon YTL zarar) elde etmiştir.

Defter değeri 3,35 YTL olan şirket yıl sonu için yapmış olduğumuz kar tahmini doğrultusunda 7 F/K (oldukça cazip) oranından işlem görmektedir.

Bütün veriler doğrultusunda başarılı mali performansı (cazip defter değeri ve F/K oranı) ve devam eden yatırımlarıyla birlikte artacak olan üretim kapasitesinin yanında güçlü teknik verileriyle de dikkat çeken Trakya Cam hisselerinde kısa vadede %8, orta vadede ise %17 getiri öngörülmektedir.

Öte yandan Sisecam yönetim kurulu, Anadolu Cam, Soda Sanayi ve Trakya Cam'daki paylarının yüzde 51'i asan kısmını yurtiçi ve yurtdışı kurumsal yatırımcılara satmaya karar verdiğini açıklamıştır. Bu kararlar %67'si Sisecam'in kontrolü altında olan Trakya Cam'in hisselerin %16'si piyasa değeri üzerinden satılacaktır. Söz konusu gelişmenin şirkete etkisi nötrdür.

Ege Seramik

Fiili faaliyet konusu, ağırlıklı yer ve duvar karosu üretimi ile yurtiçi ve yurtdışı satış faaliyetlerini yürütmektedir.

2006 ilk yarısında 4,3 milyon YTL ve 2006 sonunda 1,2 milyon YTL zarar açıklayan şirket 2007 ilk yarı bilançosunda ise 3,6 milyon YTL kar açıklamıştır. Satış gelirlerini geçtiğimiz yılın aynı dönemi ile kıyasladığımızda %6 artış olduğunu buna karşılık maliyetlerin %24 arttığını görmekteyiz. Bunun sonucunda da şirketin kar marjı 0,31'den 0,19'a gerilemiştir. Faaliyet giderlerinde de %30 oranında yaşanan artışla şirketin esas faaliyet kârı, 2007 ilk yarısında %80 oranında gerileyerek 2,8 milyon YTL'ye gerilemiştir.

Şirketin açıkladığı kar rakamının en önemli kaynağı finansman giderlerinin 24,5 milyon YTL'den 598 bin YTL'ye gerilemesidir. Hazır değerlerinde sadece 2,7 milyon YTL bulunmasına karşılık 73 milyon YTL finansal borca sahip olan şirket'in borçlarının tamamı döviz cinsindedir. Geçtiğimiz yılın aynı döneminde 17 milyon YTL kur farkı gideri yazan şirket; 2007'nin ilk altı ayında kurlarda görülen ortalama %5 gerileme sonucunda, bu dönemde 8 milyon YTL kur farkı geliri elde etmiştir.

Defter değeri 1,40 YTL olan Ege Seramik defter değerinin yaklaşık 1,5 katından işlem görmektedir. Kısa vadede açıklanan kar rakamı hisse performansını olumlu yönde etkileyecek olsa da; şirketin esas faaliyet kârındaki ve kar marjındaki gerileme pozitif yönlü bir iyileşme olmadığı sürece hisse de orta vadeli alım önermemekteyiz.

Parsan

6A07'de şirketin yurtdışı satışlarının ağırlığı artmış ve toplam satışların %60'ini geçmiştir. Yurtdışı satışlardaki artışa rağmen yurtiçi satışlardaki düşüş Parsan'ın 6A07'de toplam net satışlarının sadece %4 artmasına neden olmuştur. Üstelik brüt kar marjı 6A06'ya göre 5,6 puan azalmıştır.

6A06'da 9,2 milyon, 6A12'de 19,8 milyon YTL net kar açıklayan şirketin 6A07'de net kârı 11,8 milyon YTL seviyesinde olmuştur. (6A07 vergi dairesi beyanı: 6,9 milyon YTL)

Kardaki artışta; kambiyo gelirlerine bağlı olarak diğer faaliyet kaleminde 6A06'ya göre gerçekleşen yaklaşık 6 milyon YTL'lik iyileşme ve finansman giderlerindeki 4,9 milyon YTL'lik azalma etkili olmuştur. 2,60 YTL Defter Değerine sahip şirket için 7 F/K oranı belirliyor ve %18 getiri bekliyoruz.



Kartonsan

Kartonsan, kuseli karton üretiminde Türkiye'de sektör lideridir. Sirket iç piyasa talebinin %42'sini karşılamaktadır. Sahip olduğu üretim kapasitesi ile yurtiçi karton sektörünün en büyüğü konumundaki Kartonsan, Avrupa'da dönüştürülmüş kâğıttan kuseli karton üreten en büyük 7. şirket olarak değerlendirilmektedir.

10 Mayıs 2007 tarihli Yönetim Kurulu Kararına göre şirket ile şirketin istiraki olan Selka Holding'in devir alınmasına karar verilmiştir. Bu amaçla birleşmeye taraf olan her iki şirket de 18 Eylül 2007 tarihinde olağanüstü genel kurul toplantısı yapacaktır.

Kartonsan'ın 6A07'de net satışları geçen yılın aynı dönemine göre %11 artarak 66 milyon YTL seviyesine ulaşmıştır. Şirketin brüt kar marjı ise yine 6A06'ya göre 4 puan sıçrayarak %21 seviyesine ulaşmıştır.

Kar marjındaki bu artışla birlikte faiz geliri ve menkul kıymet satışlarına bağlı olarak diğer faaliyetlerde geçen yıl es dönemine göre 10 milyon YTL'lik iyileşme sağlanmıştır. Şirketin faaliyet giderleri 6A06'ya göre %82 artsa da, 6A06'da 9 milyon YTL, 6A12'de 17,2 milyon YTL olan net kar 6A07'de 16,1 milyon YTL seviyesine ulaşmıştır. (vergi dairesi beyanı: 15,5 milyon YTL) 79,61 YTL Defter Değeri'ne sahip şirket için 7 F/K oranı hesaplıyor ve %17 getiri bekliyoruz.

ÇBS Printas

ÇBS Holding şirketlerinden olan ÇBS Printas'ın ana faaliyet konusu matbaa ve baskı mürekkepleri üretimidir. 6A07'de şirketin net satışları %91 oranında artarak 10,2 milyon YTL seviyesine yükselmiştir. Önemli oranda yurtdışı satışı bulunmayan şirket satışlarının hemen hepsi yurtiçine gerçekleşmektedir. Net satışlardaki artışa paralel olarak şirketin brüt kar marjı da geçen yılın aynı dönemine göre 5,4 puan artmış ve %38,9 seviyesine ulaşmıştır. Bu sayede 6A06'da 1,8 milyon YTL olan brüt kar 6A07'de 4 milyon YTL seviyesine ulaşmıştır. Faaliyet giderleri aynı dönemler arasında fazla değişmezken diğer faaliyetlerden net 780 bin YTL gelir ve finansman giderlerinden 1,9 milyon YTL'lik tasarruf sağlanmıştır.

Şirket 6A06'da -2,6 milyon YTL, 12A06'da -3,9 milyon YTL zarar ederken 6A07'de 2,5 milyon YTL net kara ulaşmıştır. (6A07 vergi dairesi beyanı: 440 bin YTL) 1,65 YTL Defter Değeri (0,57 PD / DD) bulunan şirket için 4,5 F/K oranı hesaplıyoruz. Hissede %30 oranında prim potansiyeli olduğunu düşünüyoruz.