



Alkim Kimya- 3Ç 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 133 Mn US\$

Cari PD: 81 Mn US\$

Yeni Yatırımların Devreye Girmesiyle Yurtdışı Satışlarının Artmasını Bekliyoruz

Alkim Kimya'nın 3Ç 2006 net satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %9 oranında artış göstererek 63 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin 3Ç 2006 SMM'i bir önceki yılın aynı dönemine göre %17 oranında artış göstererek, 47 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Alkim Kimya'nın cirosunun yaklaşık %91'ini yurtiçi, %9'unu ise yurtdışı satışlar oluşturmaktadır. Şirketin yurtiçi satışları geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık %33 oranında bir artış göstermiştir. Ancak satış maliyetlerinin geçen yılın aynı dönemine göre artış göstermesi Alkim Kimya'nın 3Ç 2006 esas faaliyet karını geçen yılın aynı dönemine göre %6 oranında düşürerek 8 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmesine neden olmuştur.

Alkim Kimya'nın maddi olmayan duran varlıklarında araştırma ve geliştirme giderlerinden kaynaklanan bir artış olduğu gözlenmektedir.

Alkim Kimya'nın faaliyet giderleri, satış ve dağıtım giderleri içerisinde nakliye, navlun ve personel giderleri, genel yönetim giderleri içerisinde ise, amortisman ve tükenme payları geçen yılın aynı dönemine göre azalış göstermiştir. Şirketin, faaliyet giderleri, 3Ç 2005'de 9 milyon US\$ iken, 3Ç 2006'da 8 milyon US\$ seviyesine gerileyerek, %13 oranında azalış göstermiştir.

Alkim Kimya'nın kısa vadeli ticari alacakları içerisinde vadeli çekler ve alacak senetlerinde görülen güçlü artış, geçen yılın aynı dönemine göre ticari alacaklarda %23 oranında bir artışı beraberinde getirmiştir. Şirketin kısa vadeli borçları ise geçen yılın aynı dönemine kıyasla %24 oranında artarak 17 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Alkim Kimya'nın uzun vadeli borçları ise geçen yılın aynı dönemine göre %97 oranında bir artış göstererek, 6 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

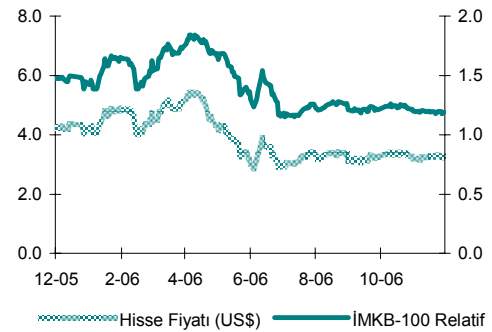
Alkim Kimya'nın finansman giderlerini analiz ettiğimizde ise bu rakamın çoğunun şirketin kur farkı giderlerinden kaynaklandığını görüyoruz. Tüm bu etkenlerin sonucunda, Alkim Kimya'nın 3Ç 2005'te 6 milyon US\$ seviyesinde bulunan net karı, 2006 yılı 3.çeyreğinde bir miktar azalış göstererek 5 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

	YTL	US\$
Fiyat	4.66	3.28
İMKB-100	39,083	27,492
US\$ (MB Alış):	1.422	
52 Hafta Yüksek:	7.15	5.44
52 Hafta Düşük:	4.48	2.85
İMKB Kodu:	ALKIM	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	24.7
Piyasa Değeri (YTL Mn):	115.2
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	81.0
Halka Açıklık Oranı (%):	22
Halka Açık PD (YTL Mn):	25.3
Halka Açık PD (US\$ Mn):	17.8

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-1.7	-18.3	-17.6
US\$ Getiri (%):	0.2	-22.8	-22.2
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	-1.1	10.5	-7.7
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	0.38		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	0.28		

Beta	0.74
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.41
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
F/K	8.55	11.80	18.85	11.71	17.18
PD/DD	0.86	0.96	1.40	1.10	1.12
FD/VAFÖK	3.13	3.66	6.56	4.27	4.40
FD/Satışlar	0.84	0.91	1.55	1.22	1.12
Hisse Başına Kar (US\$)	0.32	0.26	0.24	0.32	0.25
Firma Değeri (US\$ Mn)	58	70	117	94	94
VAFÖK (US\$ Mn)	19	19	18	16	16

Beklentiler

Türkiye'de Tekel'den sonra özel sektör olarak tek ham tuz üreticisi olan Alkim Kimya, Afyon'daki Sodyum Sülfat Fabrikalarına entegre olarak kurmaya başladığı tesislerinde yılda 50 bin ton rafine sofrta ve bulaşık makinesi tuzu üretmeyi hedeflemektedir. Alkim Kimya daha çok katma değer yaratabilmek amacıyla, tuzu ham olarak satmak yerine, bunun bir bölümünü işleyerek rafine tuz olarak piyasaya vermeyi planlamaktadır.

Alkim Kimya, bölgedeki göllerden çıkardığı 900 bin ton ham sodyum sülfatı, Konya ve Afyon'daki üç tesisinde işleyerek, yılda 330 bin ton rafine sodyum sülfat üretmektedir. Alkim Kimya yıllık toplam satışlarının önemli bir bölümünü İtalya'dan Arabistan'a kadar olan bölgelere yapmaktadır.

Alkim Kimya 2006 yılının 2. yarısından itibaren kapasite artırıp ihracata ağırlık vermek yönündeki çabalarını arttırmıştır. Şirket 2006 yılının 2. yarısında 80 bin ton kapasiteli sodyum sülfat tesisini devreye alarak, bu yatırımı ile dünyanın 4. büyük sodyum sülfat üreticisi olmayı hedeflemektedir. Yaklaşık 11 milyon euroya mal olan bu yatırım ile şirketin kapasitesinin de 480 bin tonu yakalaması hedeflenmektedir. Alkim Kimya Türkiye'de gün geçtikçe artan sodyum sülfat talebi nedeni ile son dönemde üretiminin ancak %9'unu ihraç edebilmektedir. Şirket yeni yatırımlarının devreye girmesi ile yurtdışı satışlarına tekrar ağırlık vermeyi ve ihracatın payını yeniden %20'lere yükseltmeyi planlamaktadır.

Öte yandan Alkim Kimya, ana hissedarı olduğu Alkim Kağıt'ın bir bölüm hisselerine stratejik ortak bulunması ile ilgili araştırma ve çalışma yapmak üzere Raymond James Yatırım firması ile anlaşma imzalamıştır ve bu çerçevede %80'lik paya sahip olduğu şirketin önümüzdeki dönemde daha da büyütmeyi hedeflemektedir.

Değerleme

Alkim Kimya'yı değerlendirirken piyasa çarpanları yöntemine %50 İNA modelimize ise %50 ağırlık vermeyi tercih ettik. Alkim Kimya PD/DD oranı açısından sektör ortalamasına kıyasla iskontolu işlem görürken F/K ve FD/VAFÖK oranları açısından sektör ortalamalarına göre primli görünmektedir.

	F/K	PD/DD	FD/VAFÖK
Alkim Kimya	17.8	1.1	5.7
Aygaz	17.7	0.9	6.1
Petkim	68.1	0.7	8.2
Petrol Ofisi	19.2	1.0	6.5
Soda Sanayii	6.9	1.1	6.2
Tüpraş	7.5	1.8	4.5
Turcas Petrol	2.4	1.4	2.0
ORTALAMA	8.6	1.3	5.0
İSKONTO/PRİM	106%	-14%	13%

Öte yandan şirketin son dönemde gerçekleştirdiği kapasite artırımlarının ardından Alkim Kimya'nın ihracat ve net satış rakamlarında geçmiş yıllara oranla daha yüksek artışlar beklemekteyiz. Bu beklentilerimiz çerçevesinde İNA modelimizde şirket için ilk iki yılda %10 uzun vadede ise %5 büyüme ve yine uzun vadede %25 düzeyinde brüt kar marjı varsayımında bulduk. Alkim'in 3Ç 2006 brüt kar marjının %25 seviyesinin biraz üzerinde olduğu ve şirketin gerek kapasiteyi gerekse ihracatı artırıcı yatırımlar yapmayı sürdürdüğü gözönüne alınırsa muhafazakar olduğunu düşündüğümüz bu varsayımlar altında İNA modelimizin bize verdiği değer 138 milyon US\$ seviyesindedir.

Çalışmamız sonucunda Alkim Kimya'nın operasyonu için piyasa çarpanları ve İNA modellerimizin verdiği ortalama hedef değer 104 milyon US\$ seviyesinde olup bu tutara şirketin Alkim Kağıt'taki %80'lik payının piyasa değeri olan yaklaşık 29 milyon US\$'ı da ilave ettiğimizde 133 milyon US\$'lık hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Şirket son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize oranla %39 oranında iskontolu işlem görmektedir. Kapasite artırıcı yatırımlarının etkisinin önümüzdeki dönemde finansal verilerine yansıtacağını beklediğimiz Alkim Kimya'nın orta vadede endeksin üzerinde getiri potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz ve şirket için AL tavsiyesinde bulunuyoruz.

Alkim Kimya

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	22	20	21	22	23	24	25	26	27	28	
Vergi	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
Sabit Sermaye Yatırımları	8	8	8	9	9	9	9	10	10	10	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	
Serbest Nakit Akımları	9	9	9	10	10	10	11	12	12	13	13
İskonto Faktörü	1.11	1.23	1.37	1.52	1.69	1.87	2.08	2.30	2.56	2.84	0.16
İNA	8	7	7	6	6	6	5	5	5	4	79

Net Finansal Borçlar	16
Özsermaye	81
Borç %	0.17
Özsermaye %	0.83

Rf	0.08
Beta	0.74
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.11
Vergi Oranı	0.20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.10

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.11
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05

İNA (2006-2015)	59
Terminal İNA değeri	79

Toplam	138
---------------	------------

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	62	72	72	73	68	(7)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1	0	1	109
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	0	0	1	0	1	A.D.
Ticari Alacaklar	10	11	14	17	21	23
Hazır Değerler	9	11	7	6	3	(50)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	19	27	22	22	18	(18)
Toplam Aktifler	101	122	118	118	111	(6)
Uzun Vadeli Borçlar	3	2	4	3	6	97
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2	3	2	2	2	(17)
Kısa Vadeli Borçlar	11	11	11	14	17	24
Ticari Yükümlülükler	6	6	8	7	6	(12)
Toplam Yükümlülükler	22	22	25	25	30	20
Toplam Özsermaye	80	100	93	93	81	(13)
Toplam Pasifler	101	122	118	118	111	(6)

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Net Satışlar	69	76	75	58	63	9
SMM	48	55	56	40	47	17
Faaliyet Giderleri	12	11	11	9	8	(13)
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	10	10	8	9	8	(6)
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(3)	(2)	(4)	(4)	(5)	42
Diğer Gelirler (Giderler)	3	3	4	3	3	9
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	11	10	8	8	6	(22)
Vergi Giderleri	4	3	2	2	2	(20)
Azınlık Payı	-	0	-	-	-	A.D.
Net Kar(Zarar)	7	7	6	6	5	(23)

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
Özsermaye Karlılığı	13.4%	7.3%	6.1%	8.7%	7.1%
Aktif Karlılığı	10.6%	5.9%	4.9%	6.8%	5.4%
Brüt Kar Marjı	31.2%	27.7%	25.4%	30.3%	25.1%
Net Kar Marjı	9.9%	8.6%	7.9%	10.4%	7.4%
VAFÖK Marjı	26.8%	24.9%	23.7%	28.6%	25.4%
U.V. Borçlar/Özsermaye	3.8%	2.4%	4.3%	3.4%	7.6%
Satışlar/Toplam Aktifler	68.2%	62.5%	63.9%	65.1%	75.5%

Alan Yatırım Araştırma

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: arge@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:55 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.