

AL

Hisse Kodu	:	UNYEC
Fiyat YTL	:	5.9
Piyasa Değeri (mn\$)	:	407.0
Hedef Değer (mn\$)	:	457.0
Kazandırma Potansiyeli	:	12%
Halka Açık P.D. (mn\$)	:	45
Halka Açıklık Oranı %	:	11.0
Son Gün İşlem Hacmi (mn\$)	:	1.26
Aylık Ort.İşlem Hacmi (mn\$)	:	0.96
<hr/>		
52 Haftanın En Yüksekü YTL	:	6.00
52 Haftanın En Düşüğü YTL	:	3.14
Son 1 Haftalık Getiri %	:	2.61
Son 1 Aylık Getiri %	:	19.92
Son 3 Aylık Getiri %	:	28.26
Son 1 Yıllık Getiri %	:	26.65
Yılbaşına Göre Getiri %	:	25.53
<hr/>		
Fiyat/Kazanç x	:	7.62
Piyasa Değeri/Defter Değeri x	:	2.40
Beta x	:	0.80
IMKB-100	:	43,736.78

%60 Favök Marjı, %7.2 Temettü Verimi dikkatimizi çekiyor

Şirket için gerçekleştirdiğimiz değerleme analizimizde **457 milyon USD** hedef piyasa değeri belirliyoruz. Bu **%12 kazandırma** potansiyeline karşılık geliyor. Ünye için "AL" önerisinde bulunuyoruz.

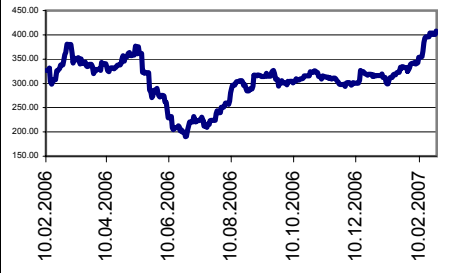
Ünye Çimento'nun satış gelirleri 2006 yılında, 2005 yılına kıyasla %33 artışla 185 milyon YTL (129 milyon USD) seviyesinde oluştu. Şirket 2006 yılında net karını %19 artırarak 80.2 milyon YTL (56 milyon USD) düzeyine taşıdı. FAVÖK rakamı ise %61 büyümeyle 68.7 milyon YTL (51.2 milyon USD)'dan 111 milyon YTL (78.9 milyon USD) seviyesine ulaştı.

Şirket'in karlılığındaki artış 2006 yılında da devam etti. Brüt Kar Marjı %47'den %59'a yükselirken, FAVÖK Marjı ise %50'den %60 düzeyine ulaştı. Ünye Çimentonun karlılığındaki artışı gerçekten etkileyici buluyoruz. %60'lara ulaşan FAVÖK Marjı oldukça yüksek ve cazip bir rakam.

Diğer yandan Ünye Çimento 136 milyon YTL düzeyinde Nakit Değerlere sahip bulunuyor. Bu tutarın ortalama yıllık %20 faiz getirisi bulunuyor.

Nakit değerine karşılık şirketin kısa vadeli finansal borcu 9.8 milyon YTL ve uzun vadeli finansal borcu ise 21.8 milyon YTL seviyesinde. Başka deyişle şirketin borç riski yok denecek kadar az.

Piyasa Değeri Grafiği



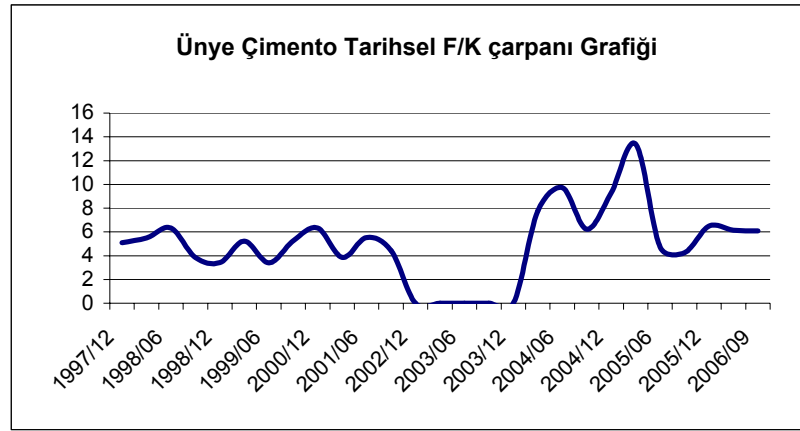
(Milyon YTL)	2006/12	2005/12	Değ%	4Ç06	3Ç06	Değ%	2004/12	Değ%
Satışlar	184.9	138.8	33%	43.6	52.9	-18%	99.1	38%
Brüt Satış Karı	109.9	65.7	67%	25.9	33.1	-22%	24.9	--
Esas Faaliyet Karı	98.7	55.7	77%	23.6	30.6	-23%	11.8	--
Finansman Gideri	15.1	8.8	71%	2.1	1.0	110%	21.1	-17%
Net Kar	80.2	67.2	19%	22.1	26.4	-16%	16.2	--
FAVÖK	111.01	68.75	61%	26.63	33.70	-21%	27.58	40%
Net Borç	-108.00	-20.14	--	-25.62	-43.17	--	45.28	-26%
Özsermaye	255.82	199.11	28%	22.06	26.41	-16%	142.42	87%
<hr/>								
	2006/09	2005/09		3Ç06	2Ç06		2005	2004
Brüt Kar Marjı	59.4%	47.3%		59.5%	62.6%		25.1%	-6.6%
Esas Faaliyet Marjı	53.4%	40.1%		54.1%	57.9%		11.9%	-24.9%
FAVÖK Marjı	60.0%	49.5%		61.1%	63.7%		27.8%	27.3%
Net Kar Marjı	43.4%	48.4%		50.6%	49.9%		16.4%	-34.4%

Kaynak: IMKB

Şirketin Özsermayesi (defter değeri) %28 büyümeyle 182 milyon USD düzeyine ulaşmış durumda. Aktif büyüklüğü ise %34 büyümeyle 237 milyon USD seviyesinde bulunuyor.

Piyasa Çarpanları ve Tarihsel f/k grafiği

Ünye Çimento 405 milyon USD piyasa değeri ile Defter Değerine göre 2.2x çarpandan işlem görüyor. Şirket'in son açıkladığı rakamlara göre f/k çarpanı 7.1x seviyesinde ve 9.3x olan sektör ortalamasının altında. Sektör ortalamasına göre Ünye Çimento %24 iskontolu işlem görüyor. Ancak Ünye'nin sürekli düşük f/k çarpanından işlem gördüğünü belirtmek isteriz. Aşağıdaki tarihsel f/k diyagramında bu net bir şekilde görülebilir.



6x f/k çarpanını uygun görüyoruz

Ünye Çimento için 2007 yılında 171 milyon USD satış ve 102 milyon USD FAVÖK beklentisi içerisindeyiz. Net Kar beklentimiz ise 73 milyon USD düzeyinde bulunuyor.

Ünye Çimento'nun tarihsel f/k diyagramına göre 6x f/k ile değerlendirilmesinin uygun olabileceğini düşünüyoruz. Buna göre Ünye için 438 milyon USD piyasa değerine ulaşıyoruz. Bu değer 407 milyon USD cari piyasa değerine göre %8 kazandırma potansiyelini ifade ediyor.

ÜNİYE ÇİMENTO İNA ANALİZİ

(mnUS\$)	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Satış Gelirleri	171	214	257	295	325	357	386	413	433	455
Büyüme	30%	25%	20%	15%	10%	10%	8%	7%	5%	5%
Brüt Kar	101	124	141	156	162	161	174	186	195	205
Esas Faaliyet Karı	91	111	128	148	162	179	193	206	217	227
Amortismanlar	11	14	18	22	24	27	29	31	32	34
FAVÖK	102	125	146	170	187	205	222	237	249	262
FAVÖK Marjı	60%	59%	57%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
Vergi (-)	20	25	29	34	37	41	44	47	50	52
Sermaye Harcamaları (-)	8	10	13	14	16	17	19	20	21	22
İşletme Sermayesi Değişimi(-)	65	75	77	89	97	107	116	124	130	136
Serbest Nakit Akışları	8	15	27	33	36	40	43	46	48	50
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Nakit akışlarının Bugünkü Değeri	7	12	20	22	21	21	21	20	19	18
Bugünkü Değer Toplamı	181									
Sonsuz Dönem Büyümesi	3%									
Devam Eden Değer	212									
Net Nakit	76.8									
Firma Değeri	470									
Cari Piyasa Değeri	405									
Kazandırma Potansiyeli	16%									

Kaynak: Meksa Yatırım Araştırma

✓ Ünye Çimento için İNA analizimizi 2007-2016 yılları için gerçekleştirdik. Bu süre içerisindeki satış performanslarının Yıllık Ortalama Büyüme Oranı (CAGR) %13 olarak kabul edildi. Önümüzdeki bir kaç yıl çimento sektöründeki canlılığın devam edeceği 2010 yılından itibaren talepte yavaşlamanın görülebileceği dikkate alındı.

✓ Kar marjlarına bakıldığında yine 2010 yılından itibaren kar marjlarında azalma öngörüldü. Brüt Kar Marjı 2007 yılı için %59 alınırken ilerleyen yıllarda %45 düzeyine gerilemesi öngörüldü. FAVÖK Marjının ise %58 seviyelerinde korunduğu varsayıldı.

✓ Vergi %20 olarak kabul edildi. Firmanın Amortismanların giderlerinin yıllık satışların %6.6 ile %7.5 arasında seyretmesi öngörüldü.

✓ Sermaye harcamalarının ise satış hacminin %5'i oranında gerçekleşeceği varsayıldı.

✓ Ağırlıklı ortalama Sermaye Maliyeti ise %11 olarak ele alındı.

✓ Bunların sonucunda Ünye Çimento için İNA analizi sonucunda 470 milyon USD hedef değere ulaşıldı.

Tuncay Turşucu
tuncayt@meksa.com

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

Ünye Çimento için 457 milyon USD hedef değer belirliyoruz
Diğer yandan Ünye Çimento için gerçekleştirdiğimiz İNA analizimizde ise 470 milyon USD hedef değere ulaşmaktayız.

İNA analizinden bulunan değere %60 ve f/k çarpanından bulunan değere %40 ağırlık verirse, Ünye için **457 milyon USD** hedef değer hesaplamaktayız. Bu değere göre şirketin **%12 kazandırma potansiyeli** bulunduğunu düşünüyoruz.

Bununla birlikte şirket'in açıkladığı hisse başı 0.8142YTL net nakit temettü tutarı %7.2 temettü verimine karşılık geliyor. Bu oranın yatırımcılar açısından cazip olabileceğini ve Ünye hisseleri üzerinde olumlu etkiler yaratabileceğini düşünüyoruz.

Milyon YTL	2006/12	2005/12	2006/09	2006/03
Dönen Varlıklar	187.1	102.0	164.7	100.1
Hazır Değerler	137.9	57.2	108.4	53.5
Menkul Kıymetler	1.7	0.0	10.1	0.0
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Hesabı	0.0	0.0	0.0	0.0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	17.0	11.9	19.4	11.8
Stoklar	16.5	17.2	16.0	13.4
Duran Varlıklar	145.6	163.2	144.4	153.9
Menkul Kıymetler	0.0	0.0	0.0	0.0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansal Duran Varlıklar	3.1	8.7	3.1	8.8
Pozitif/Negatif Şerefiye	0.0	0.0	0.0	0.0
Maddi Duran Varlıklar	142.3	131.6	141.1	130.6
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0.1	14.0	0.1	14.0
Diğer Duran Varlıklar	0.0	0.0	0.0	0.0
Ana Ortaklık Dışı Paylar	0.0	0.0	0.0	0.0
TOPLAM AKTİFLER	332.7	265.2	309.2	254.0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	36.5	16.2	33.2	20.6
Finansal Borçlar	1.0	3.4	2.6	3.7
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	8.8	7.8	9.4	8.0
Diğer Finansal Yükümlülükler	0.0	0.0	2.7	0.0
Ticari Borçlar	4.6	2.5	2.5	2.6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	40.3	49.9	42.2	48.5
Finansal Borçlar	21.8	25.9	24.2	24.5
Ticari Borçlar	0.0	0.0	0.0	0.0
Borç ve Gider Karşılıkları	1.4	1.5	1.6	1.6
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	255.8	199.1	233.8	184.9
Sermaye	95.2	95.2	95.2	95.2
Sermaye Yedekleri	31.0	31.0	31.0	31.0
Emisyon Primi	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Dönem Karı	80.2	67.2	58.1	9.3
Dönem Zararı (-)	0.0	0.0	0.0	0.0
Geçmiş Yıl Karları	0.0	5.7	0.0	0.0
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	332.7	265.2	309.2	254.0
SATIŞ GELİRLERİ	184.9	138.8	141.3	33.2
Satışların Maliyeti (-)	79.2	77.0	60.4	18.5
Hizmet Giderleri (-)	0.0	0.0	0.0	0.0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira	4.1	3.8	3.0	0.8
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	109.9	65.7	83.9	15.6
Faaliyet Giderleri (-)	11.1	10.0	8.8	2.6
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	98.7	55.7	75.1	12.9
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	35.1	20.1	26.1	4.2
Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler (-)	6.4	6.0	4.1	1.4
Finansman Giderleri (-)	15.1	8.8	13.0	2.5
Faaliyet Karı veya Zararı	112.4	60.9	84.2	13.3
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/Zararı	112.4	60.9	84.2	13.3
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	32.2	-6.3	26.1	4.0
NET DÖNEM KARI/ZARARI	80.2	67.2	58.1	9.3

Milyon USD	2006/12	2005/12	2006/09	2006/03
Dönen Varlıklar	133.1	76.0	110.0	74.6
Hazır Değerler	98.1	42.7	72.4	39.8
Menkul Kıymetler	1.2	0.0	6.7	0.0
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Hesabı	0.0	0.0	0.0	0.0
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	12.1	8.8	12.9	8.8
Stoklar	11.7	12.8	10.7	10.0
Duran Varlıklar	103.6	121.6	96.5	114.7
Menkul Kıymetler	0.0	0.0	0.0	0.0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansal Duran Varlıklar	2.2	6.5	2.1	6.6
Pozitif/Negatif Şerefiye	0.0	0.0	0.0	0.0
Maddi Duran Varlıklar	101.3	98.1	94.3	97.3
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0.1	10.5	0.1	10.4
Diğer Duran Varlıklar	0.0	0.0	0.0	0.0
Ana Ortaklık Dışı Paylar	0.0	0.0	0.0	0.0
TOPLAM AKTİFLER	236.7	197.6	206.5	189.3
Kısa Vadeli Yükümlülükler	26.0	12.0	22.2	15.4
Finansal Borçlar	0.7	2.5	1.7	2.7
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	6.3	5.8	6.3	6.0
Diğer Finansal Yükümlülükler	0.0	0.0	1.8	0.0
Ticari Borçlar	3.3	1.9	1.7	1.9
Uzun Vadeli Yükümlülükler	28.7	37.2	28.2	36.2
Finansal Borçlar	15.5	19.3	16.1	18.3
Ticari Borçlar	0.0	0.0	0.0	0.0
Borç ve Gider Karşılıkları	1.0	1.1	1.1	1.2
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	182.0	148.4	156.1	137.8
Sermaye	67.7	70.9	63.6	70.9
Sermaye Yedekleri	22.1	23.1	20.7	23.1
Emisyon Primi	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Dönem Karı	57.1	50.1	38.8	6.9
Dönem Zararı (-)	0.0	0.0	0.0	0.0
Geçmiş Yıl Karları	0.0	4.2	0.0	0.0
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	236.7	197.6	206.5	189.3
SATIŞ GELİRLERİ	129.2	103.5	99.1	25.1
Satışların Maliyeti (-)	55.3	57.4	42.4	13.9
Hizmet Giderleri (-)	0.0	0.0	0.0	0.0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / faiz+temettü+kira	2.9	2.9	2.1	0.6
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	76.7	49.0	58.8	11.7
Faaliyet Giderleri (-)	7.8	7.5	6.1	2.0
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	69.0	41.5	52.7	9.8
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	24.5	15.0	18.3	3.2
Diğer Faaliyetlerden Zararlar ve Giderler (-)	4.5	4.5	2.8	1.0
Finansman Giderleri (-)	10.5	6.6	9.1	1.9
Faaliyet Karı veya Zararı	78.5	45.5	59.1	10.1
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	78.5	45.5	59.1	10.1
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	22.5	-4.7	18.3	3.1
NET DÖNEM KARI/ZARARI	56.0	50.1	40.8	7.0