



İzmir Demir Çelik - 1Y 2006 Sonuçları

AL

Hedef PD: 246 Mn US\$

Global Çelik Talebindeki Artış ve Marjlardaki Düzelmeye Karlılığı Artırdı

Son verilere göre satışlarının %79'unu ağırlıklı olarak ortadoğu ve uzakdoğu ülkelerine ihraç eden İzdemir'in karlılığı artış trendini 1Y2006'da da sürdürdü ve şirket 1Y 2005'e göre dolar bazında %72 artışla 12 milyon US\$ kar açıkladı.

2Ç 2006'da global olarak artan ve 700 US\$/ton seviyelerine ulaşan soğuk çelik fiyatlarının yanısıra aynı dönemde döviz kurlarında gerçekleşen artış yoğun olarak ihracat ağırlıklı çalışan İzdemir'in cirosu üzerinde olumlu etkide bulunmuş ve şirketin 1Y 2006 cirosu bir önceki yılın aynı dönemine göre %69 oranında artarak 260 milyon US\$ seviyesine yükselmiştir. Öte yandan, global çelik talebindeki artış hammadde maliyetlerini de yükseltmiş ve demir cevheri ve navlun fiyatlarında yaşanan artış diğer demir çelik sektörü şirketlerinde olduğu gibi İzdemir'i de etkilemiştir. Ancak Şahin-Koç grubunun Ekim 2005'te şirketi devraldıktan sonra başlattığı yeniden yapılanma faaliyetlerinin olumlu etkisi nedeniyle şirketin maliyetlerindeki artış cirosundaki artışa göre kısıtlı kalmış ve İzdemir'in 1Y 2006 SMM'i bir önceki yılın aynı dönemine göre %47 artışla 231 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Sonuç olarak İzdemir'in 1Y 2006 brüt kar marjı YS 2005'teki %1.3'lük düzeyine göre ciddi oranda artarak %11.3 düzeyine yükselmiştir.

İzdemir'in finansman giderleri ise yeniden yapılanma faaliyetleri çerçevesinde 1Y 2005'e göre yaklaşık iki katına çıkan ve cari dönemde 59 milyon US\$ seviyesine ulaşan kısa vadeli borçları nedeniyle özellikle 2Ç 2006'da artış kaydetmiş ve İzdemir 1Y 2006'da 14 milyon US\$ seviyesinde finansman gideri yazmıştır. Yine de şirketin operasyonel karlılığındaki yüksek oranda artış nedeniyle finansman giderlerindeki artışın karlılık üzerindeki daraltıcı etkisinin kısıtlı kaldığı gözlemlenmektedir.

Beklentiler

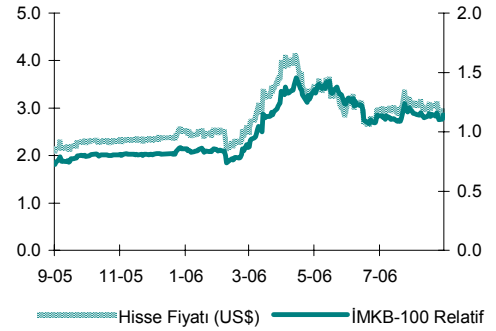
2Ç 2006'da gerek global çelik stoklarının azalma trendine girmesi gerek ise başta Çin ve Hindistan olmak üzere Asya pazarlarında gerçekleşen talep artışı demir çelik fiyatlarının yükselişe geçmesinde önemli rol oynamıştır. Asya pazarlarındaki ekonomik büyümeye bağlı olan talepteki artışın önümüzdeki dönemde de sürmesi

	YTL	US\$
Fiyat	4.46	2.94
İMKB-100	36,432	24,019
US\$ (MB Alış):	1.517	
52 Hafta Yüksek:	5.65	4.10
52 Hafta Düşük:	2.74	2.09
İMKB Kodu:	IZMDC	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	62.3
Piyasa Değeri (YTL Mn):	277.6
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	183.0
Halka Açıklık Oranı (%):	43
Halka Açık PD (YTL Mn):	119.4
Halka Açık PD (US\$ Mn):	78.7

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	-4.7	42.0	54.9
US\$ Getiri (%):	-6.5	27.0	37.7
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	4.0	-5.0	6.3
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	5.54		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	4.08		

Beta	0.49
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.44
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
F/K	-	4.07	15.33	6.50	13.85
PD/DD	1.01	1.26	1.02	0.90	1.50
FD/VAFÖK	10.54	3.11	6.36	5.76	4.39
FD/Satışlar	0.39	0.46	0.47	0.52	0.47
Hisse Başına Kar (US\$)	(0.15)	0.61	0.15	0.21	0.37
Firma Değeri (US\$ Mn)	89	178	156	161	244
VAFÖK (US\$ Mn)	8	57	24	14	28

İzdemir

beklenmektedir. Olumlu konjunktürün verdiği avantajı etkin bir stratejiyle değerlendirmeyi hedefleyen İzdemir bu çerçevede 40 milyon dolarlık yeni bir yatırım yaparak üretim kapasitesini 1 milyon 300 bin tona çıkartmayı hedeflemektedir. Şirket yönetimi 2006 yılı sonuna kadar İzdemir'in Aliağa'daki tesislerinde 40 milyon dolarlık modernizasyona giderek yıllık 900 bin ton olan üretim kapasitesini 1 milyon 300 bin tona çıkartacaklarını açıklamıştır.

İzdemir yönetimi fabrikada geçmiş dönemde ertelenmiş olan yenileme ve revizyon çalışmalarına ağırlık vererek kapasite artırımının yanısıra üretimde de modernizasyona gidileceğini belirtmektedirler. Bu çerçevede 2005 yılında çelikhane elektrik ark ocağı platformunun yenilenmesi, çatı ve cephe kaplamalarının değişimi, oksijen tesisinde temel takviyesi ve çeşitli ünitelerde muhtelif tamir işlerinden oluşan idame yatırımlarını gerçekleştiren İzdemir 2006 yılında yapılması hedeflenen yatırım çalışmalarına ilişkin fizibilite, hazırlık ve proje çalışmalarını tamamlamıştır.

Bu verilerin ışığında 2005 yılında 752 bin ton kütük çelik ve 624 bin ton hadde mamülü üreten İzdemir için 2006 yılı sonu ciro tahminimiz 526 milyon US\$ seviyesinde olup şirketin marjlarında gerçekleşen iyileşmenin önümüzdeki dönemde de sürmesini bekliyoruz.

Değerleme

İzdemir'i değerlerken piyasa çarpanları yöntemine %25 İNA modelimize ise %75 ağırlık vermeyi tercih ettik. PD/DD ve FD/VAFÖK çarpanlarına göre bir miktar primli görünen İzdemir özellikle son dönemde gerçekleşen karlılık artışları sayesinde F/K çarpanı açısından sektör ortalamalarına göre ciddi oranda iskontolu işlem görmektedir.

	F/K	FD/VAFÖK	PD/DD
BORUSAN MANNESMANN	11.4	5.9	1.0
BURÇELİK	-	7.8	1.6
BURÇELİK VANA	-	21.8	1.3
ÇELİK HALAT	17.1	6.2	1.2
ÇEMTAŞ	5.9	2.9	1.1
CEYTAŞ MADENCİLİK	9.7	5.1	1.8
DEMİSAŞ DÖKÜM	-	5.2	0.5
ERBOSAN	-	-	1.0
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	-	4.8	0.7
FENİŞ ALÜMİNYUM	11.3	5.6	1.0
KARDEMİR (A)	61.6	4.9	1.6
KARDEMİR (B)	64.6	5.1	1.7
KARDEMİR (D)	29.9	4.0	0.8
İZMİR DEMİR ÇELİK	14.0	6.6	1.3
SARKUYSAN	8.4	4.7	1.2
	45.6	4.9	0.8
İSKONTO/PRİM	-69%	35%	72%

İNA modelimizde ise şirket için yıllık %5'lik ciro artışı ve uzun dönemde %15'lik brüt kar marjı varsayımlarında bulduk. İzdemir'in 2Ç 2006 brüt kar marjının %18 seviyesine yaklaştığı düşünülürse muhafazakar olduğu görülen bu varsayımlar altında İNA modelimizin bize verdiği değer 274 milyon US\$ seviyesindedir.

Sonuçta İzdemir için hesapladığımız hedef piyasa değeri ise 246 milyon US\$ seviyesinde olup şirket son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize oranla %26 iskontolu işlem görmektedir. Gerek sağlam finansal verileri gerekse demir çelik sektöründeki olumlu beklentilerimiz ışığında iyi bir yatırım fırsatı sunduğunu düşündüğümüz İzdemir'in önümüzdeki dönemde endeksin üzerinde getiri potansiyeli taşıdığını düşünüyor ve şirket için AL tavsiyesinde bulunuyoruz.

İzdemir

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	73	108	114	121	128	135	143	151	160	169	
Vergi	9	18	20	22	24	27	29	31	34	37	
Sabit Sermaye Yatırımları	16	26	29	32	36	40	44	48	53	57	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	16	32	36	39	43	47	52	56	61	66	
Serbest Nakit Akımları	32	32	30	27	24	21	18	15	12	9	9
İskonto Faktörü	1.12	1.25	1.40	1.57	1.76	1.97	2.20	2.47	2.76	3.09	0.07
İNA	28	25	21	17	14	11	8	6	4	3	136

Net Finansal Borçlar	10
Özsermaye	142
Borç %	0.07
Özsermaye %	0.93

Rf	0.10
Beta	0.49
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.12
Vergi Oranı	0.20
Kd*(1-Vergi Oranı)	0.12

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	0.12
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	0.05

İNA (2006-2015)	139
Terminal İNA değeri	136

Toplam	274
---------------	------------

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/06	2006/06	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	92	98	101	105	87	(17)
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	20	19	16	(16)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	14	13	6	10	7	(29)
Ticari Alacaklar	15	13	5	2	28	1,114
Hazır Değerler	15	6	10	1	17	1,192
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	31	62	78	60	95	59
Toplam Aktifler	168	192	219	197	250	27
Uzun Vadeli Borçlar	13	11	9	10	11	12
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4	5	3	3	3	1
Kısa Vadeli Borçlar	22	20	16	28	59	112
Ticari Yükümlülükler	55	32	50	14	48	235
Toplam Yükümlülükler	95	68	77	55	120	120
Toplam Özsermaye	73	124	142	142	129	(9)
Toplam Pasifler	168	192	219	197	250	27

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/06	2006/06	%Değ
Net Satışlar	231	392	330	154	260	69
SMM	246	345	325	157	231	47
Faaliyet Giderleri	10	13	8	5	4	(10)
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	(25)	34	(3)	(7)	25	437
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(5)	(6)	(4)	(2)	(14)	468
Diğer Gelirler (Giderler)	21	11	17	17	(1)	(108)
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	(9)	38	10	7	10	49
Vergi Giderleri	-	-	0	0	(1)	A.D.
Azınlık Payı	(0)	0	-	-	-	A.D.
Net Kar(Zarar)	(9)	38	10	7	12	72

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/06	2006/06
Özsermaye Karlılığı	-11.3%	38.9%	7.1%	9.4%	16.9%
Aktif Karlılığı	-5.6%	21.2%	4.6%	6.4%	9.8%
Brüt Kar Marjı	-6.7%	11.9%	1.3%	-1.6%	11.3%
Net Kar Marjı	-3.9%	9.8%	2.9%	4.3%	4.4%
VAFÖK Marjı	3.7%	14.7%	7.4%	9.1%	10.7%
U.V. Borçlar/Özsermaye	18.2%	9.0%	6.1%	6.9%	8.5%
Satışlar/Toplam Aktifler	137.7%	203.6%	150.5%	156.6%	208.7%

Araştırma Müdürü: Mutlu Köseahmetoğlu

Araştırma Uzmanı: Soner Akın

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: arqe@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.