



## BSH Ev Aletleri- 3Ç 2006 Sonuçları

## TUT

Hedef PD: 1,050Mn US\$  
Cari PD: 1,025Mn US\$

### Finansman Giderlerindeki Artışa Rağmen Yüksek Karlılık Devam Ediyor

BSH Ev Aletleri'nin 3Ç 2006 net satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %9 oranında artış göstererek 882 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin 3Ç 2006 SMM'i bir önceki yılın aynı dönemine göre %6 oranında artış göstererek, 640 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. BSH Ev Aletleri'nin cirosunun yaklaşık %70'ini yurtiçi, %30'unuda yurtdışı satışlar oluşturmaktadır.

Şirketin 3Ç 2006'da faaliyet giderlerinin 3Ç 2005'e göre dolar bazında %17 oranında arttığı görülmektedir. Bu artış sektördeki yoğun rekabet ortamı için gerekli olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile araştırma geliştirme ve genel yönetim giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

BSH Ev Aletleri'nin diğer gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre reeskont faiz gelirleri ve iade alınan vergilerin artış göstermesi sonucu %49 oranında artış göstererek 68 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir.

Öte yandan BSH Ev Aletleri'nin finansman giderleri geçen yılın aynı dönemine göre %119 oranında güçlü bir artış göstermiştir. Şirketin kısa vadeli kredi borçlanma giderlerinin cari dönemde geçen yılın aynı dönemine göre artış göstermesi şirketin operasyonel karlılığını baskı altına almaktadır. Şirketin kısa vadeli borçları, 3Ç2006'da geçen yılın aynı dönemine göre %37 oranında artış göstererek 348 milyon US\$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin kısa vadeli borçlarındaki bu artış, finansal ve ticari borçlardaki kısa vadeli banka kredilerinin geçen yılın aynı dönemine göre cari dönemde artış göstermesidir.

BSH Ev Aletleri'nin vergi giderleri cari dönemde geçen yılın aynı dönemine göre %31 oranında bir azalış göstermiştir. Şirketin 3Ç 2006'da ertelenmiş vergi giderleri ve cari kurumlar vergisi karşılığının azalış göstermesi geçen yılın aynı dönemine göre cari dönemde şirketin vergi giderlerini azaltmıştır.

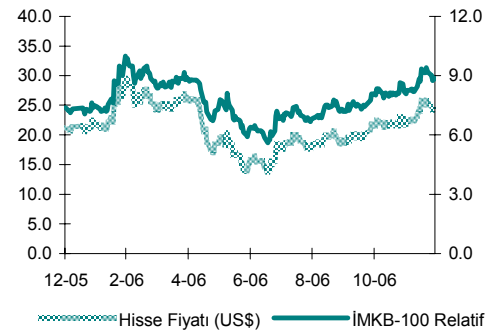
Tüm bu etkenlerin sonucunda, BSH Ev Aletleri'nin 2005 yılı 3.çeyreğinde 50 milyon US\$ olan net karı, 3.çeyrek 2006'da %39 oranında bir artış göstererek 70 milyon US\$ olarak gerçekleşmiştir.

	YTL	US\$
Fiyat	34.50	24.41
İMKB-100	39,138	27,697
US\$ (MB Alış):	1.413	
52 Hafta Yüksek:	38.72	29.53
52 Hafta Düşük:	21.80	13.76
İMKB Kodu:	BSHEV	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	42.0
Piyasa Değeri (YTL Mn):	1,449.0
Piyasa Değeri (US\$ Mn):	1,025.4
Halka Açıklık Oranı (%):	1
Halka Açık PD (YTL Mn):	14.5
Halka Açık PD (US\$ Mn):	10.3

	S1A	S1Y	YB
YTL Getiri (%):	7.8	20.8	21.8
US\$ Getiri (%):	10.9	14.3	15.3
İMKB-100 Relatif Getiri (%):	1.5	-12.9	-104.5
Ort. İşlem Hacmi (YTL Mn):	0.56		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	0.40		

Beta	0.84
Yıllık Volatilite (Hisse)	0.54
Yıllık Volatilite (İMKB-100)	0.39



DEĞERLEME	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
F/K	16.46	18.27	13.44	12.21	8.89
PD/DD	3.61	3.77	3.23	2.90	2.64
FD/VAFÖK	6.30	8.74	8.07	6.59	5.20
FD/Satışlar	0.96	0.95	1.04	0.88	0.85
Hisse Başına Kar (US\$)	0.85	1.20	1.64	1.60	2.23
Firma Değeri (US\$ Mn)	709	1,047	1,119	948	1,002
VAFÖK (US\$ Mn)	113	120	139	108	144

## BSH Ev Aletleri

### Beklentiler

BSH Ev Aletleri Türkiye'de Bosch, Siemens, Gaggenau ve Profib markalarıyla hizmet vermektedir. BSH Ev Aletleri portföyünde bulaşık makinesi, fırın, buzdolabı, çamaşır makinesi, TV, DVD, kombi, klima, termosifon, şofben, süpürge, ütü gibi küçük ve büyük ev aletleri bulunmaktadır. BSH Ev Aletleri 2006 yılı sonu için 1 milyar euro ciro, %8-10 arasında da büyüme hedeflemektedir.

BSH Ev Aletleri, 2006 yılında kapasite artırmaya yönelik, % 95'i Amerika pazarı için tasarlanmış ürünler başta olmak üzere, yeni ürünlerin üretimine başlayarak Çerkezköy fabrikalarının yanına bulaşık makinesi fabrikasını da ekleyerek yeni yatırımlar yapmaktadır. Buzdolabı, çamaşır makinesi ve fırın üretiminin yanında bulaşık makinesi üretimiyle aynı zamanda dört farklı ürünü bir arada üreten tek üretim tesisi olma özelliğine sahip olmaktadır. Çerkezköy'deki yeni bulaşık makinesi fabrikasıyla, yıllık üretim kapasitesini 3.5 milyon adete ulaştırmayı hedeflemektedirler. Çerkezköy tesisinde üretilen ürünler hem iç pazara yönlendirilmekte hem de Avrupa başta olmak üzere Avustralya, Kuzey Amerika, Afrika ve Asya'ya ihraç edilmektedir.

BSH'nin 2006 yılı sonuna kadar global yatırım hedefi 400 milyon avro düzeyindedir ve bu yatırımın büyük bir bölümünü Türkiye'ye yönelik yapmayı planlamaktadır. Türkiye'de jeotermal ve güneş enerjisinde de büyümeyi hedeflemektedirler. Bu nedenle Manisa'daki yatırımlarını artırmayı planlamaktadırlar. BSH ayrıca, satın almayla bünyelerine kattıkları Rexroth'la elektrikli tahrik kontrol teknolojisi ve rüzgar enerjisi santralleri alanına da girerek, bu teknoloji sayesinde okyanus akıntılarında elektrik elde etmeyi planlamaktadır.

Şirket bir yandan hızlı büyüyen ankastre ürün pazarına odaklanırken, bir yandan da orta gelir grubuna yönelik kaliteli ürünler geliştirmektedir. Konut kredilerindeki faiz düşüşü ve mortgage beklentisi lüks konuta talebi artırmaktadır. Lüks konut üretimindeki artışın doğal olarak bu konutlarda kullanılacak standart beyaz eşyaların satışına da önümüzdeki yıllarda arttıracağını düşünüyoruz.

### Değerleme

BSH Ev Aletleri'ni değerlendirirken piyasa çarpanları yöntemine %50 İNA modelimize ise %50 ağırlık vermeyi tercih ettik. BSH FD/VAFÖK ve PD/DD oranı açısından sektör ortalamalarına kıyasla oldukça primli F/K oranı açısından ise sektör ortalamasına kıyasla bir miktar iskontolu işlem görmektedir.

	F/K	PD/DD	FD/VAFÖK
ARÇELİK	7.7	1.5	6.6
BEKO ELEKTRONİK	-	1.7	31.8
İHLAS EV ALETLERİ	-	1.0	8.4
KLİMASAN KLİMA	7.2	1.6	5.3
BSH EV ALETLERİ	11.6	3.3	7.2
VESTEL BEYAZ EŞYA	-	0.9	-
VESTEL	96.8	0.6	1.7
<b>ORTALAMA</b>	<b>12.6</b>	<b>1.4</b>	<b>5.4</b>
ISKONTO/PRİM	-7%	133%	33%

İNA modelimizde ise şirket için uzun vadede ise %5 büyüme ve yine uzun vadede %27 düzeyinde brüt kar marjı varsayımında bulunduk. BSH'nin 3Ç 2006 brüt kar marjının %27.4 seviyesinin biraz üzerinde olduğu gözönüne alınırsa gerçekçi olduğunu düşündüğümüz bu varsayımlar altında İNA modelimizin bize verdiği değer 1,328 milyon US\$ seviyesindedir.

Çalışmamız sonucunda BSH Ev Aletleri için hesapladığımız hedef piyasa değeri ise 1,050 milyon US\$ seviyesinde olup şirket son kapanış verilerine göre hedef piyasa değerimize oranla %2 oranında iskontolu işlem görmektedir. Yüksek operasyonel karlılığı ile dikkat çeken BSH Ev Aletleri'nin karlılığı üzerinde kısa vadeli borç yükünden kaynaklanan finansman giderleri baskı yaratmaktadır. Tüm bu verilerin ışığında şirket için bu fiyat seviyelerinden TUT tavsiyesinde bulunuyoruz.

## BŞH Ev Aletleri

İNA (US\$ Mn)	2006T	2007T	2008T	2009T	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	Terminal
VAFÖK	191	210	223	236	250	265	281	298	315	333	
Vergi	17	24	25	26	28	29	31	32	34	35	
Sabit Sermaye Yatırımları	79	63	68	74	81	87	94	101	109	117	
Net Çalışma Sermayesi Değişimi	(8)	42	44	46	48	50	52	54	57	59	
Serbest Nakit Akımları	103	81	85	90	95	99	104	110	115	121	121
İskonto Faktörü	1.11	1.23	1.37	1.52	1.68	1.87	2.07	2.30	2.55	2.83	0.16
İNA	93	66	63	59	56	53	50	48	45	43	752

Net Finansal Borçlar	217
Özsermaye	298
Borç %	0.42
Özsermaye %	0.58

Rf	0.08
Beta	0.84
Hisse Senedi Risk Primi	0.05
Ke	0.12
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)	576
Terminal İNA değeri	752

<b>Toplam</b>	<b>1,328</b>
---------------	--------------

## BŞH Ev Aletleri

BİLANÇO (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	98	128	183	150	185	24
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5	7	0	2	0	(90)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	6	6	1	6	3	(48)
Ticari Alacaklar	234	284	333	304	322	6
Hazır Değerler	16	10	8	28	36	29
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	83	111	114	123	170	38
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>443</b>	<b>546</b>	<b>639</b>	<b>612</b>	<b>717</b>	<b>17</b>
Uzun Vadeli Borçlar	77	53	19	28	5	(82)
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	22	26	20	17	19	9
Kısa Vadeli Borçlar	155	194	271	255	348	37
Ticari Yükümlülükler	31	39	43	44	47	6
Toplam Yükümlülükler	285	313	353	344	418	22
Toplam Özsermaye	157	233	286	268	298	11
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>443</b>	<b>546</b>	<b>639</b>	<b>612</b>	<b>717</b>	<b>17</b>

GELİR TABLOSU (US\$ Mn)	2003	2004	2005	2005/09	2006/09	%Değ
Net Satışlar	739	1,100	1,077	807	882	9
SMM	522	831	806	605	640	6
Faaliyet Giderleri	135	191	217	160	186	17
Ana Faaliyet Karı (Zararı)	82	78	54	43	55	30
Finansman Gelirleri (Giderleri)	(39)	(27)	(23)	(18)	(39)	119
Diğer Gelirler (Giderler)	9	18	58	45	68	49
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>89</b>	<b>70</b>	<b>84</b>	<b>19</b>
Vergi Giderleri	19	21	20	20	14	(31)
Azınlık Payı	(0)	-	-	-	-	A.D.
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>69</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>39</b>

FİNANSAL ORANLAR	2003	2004	2005	2005/09	2006/09
Özsermaye Karlılığı	32.5%	24.6%	26.5%	24.3%	32.1%
Aktif Karlılığı	9.6%	9.7%	11.6%	10.8%	13.8%
Brüt Kar Marjı	29.4%	24.5%	25.2%	25.1%	27.4%
Net Kar Marjı	4.6%	4.4%	6.4%	6.3%	8.0%
VAFÖK Marjı	15.2%	10.9%	12.9%	13.4%	16.4%
U.V. Borçlar/Özsermaye	49.1%	22.8%	6.8%	10.4%	1.6%
Satışlar/Toplam Aktifler	167.0%	201.5%	168.5%	175.9%	164.1%

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: [arqe@alanyatirim.com.tr](mailto: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.