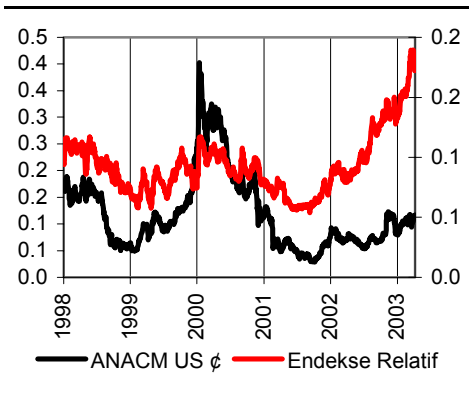


14 Nisan 2003

ANADOLU CAM (ANACM.IS)

UZUN VADELİ AL

Cam Ambalaj



Sonuçlar Beklentilerimiz Doğrultusunda

- 2002 yılında artan satış hacmine paralel olarak çeşitli maliyet düşürücü önlemlerin alınması ile yükselen brüt kar marjı ve azalan finansman giderleri sayesinde 2002 yılı sonunda Anadolu Cam net karını %798.5 arttırarak \$21.5 milyon'a yükseltti.
- Anadolu Cam 2002 yılında miktar bazında yurt içi satışlarını %5.3, yurt dışı satışlarını ise %47.2 oranında arttırarak sırasıyla 402,584 ve 78,000 ton cam ambalaj satışı gerçekleştirdi. İhracat yapan konserve üreticilerinin beklentilerin üstünde alım yapması ve pazara sürülen yeni ürünler yurt içi satışların artmasında önemli bir rol oynarken, savaş nedeniyle daralan iç talep sonucunda, Şirket'in miktar bazında yurt dışı satışlarının toplam satışlar içerisindeki payı 4 puan artarak %16'ya yükseldi. Taşıma maliyetlerinin yüksekliği nedeniyle iç pazardaki gelişmelere bağlı olarak, miktar bazında satışlarının en yüksek %15-16'sını ihraç edebilen Anadolu Cam için ideal dış satış/toplam oranı % 10'dur. Bu doğrultuda Şirket'in hedefi Gürcistan'da Mina, Rusya'da Ruscam fabrikalarında olduğu gibi yerinde üretim ve satış yapmaktır.
- Şirket gerçekleştirdiği satışlardan \$27.9 milyon'u ihracattan olmak üzere net toplam \$164 milyon satış geliri elde ederken cirosunu da 2001 yılına göre %42 oranında arttırdı (Bizim satış tahminimiz \$157 milyon idi). Satış miktarının artırılmasının yanısıra dolar bazında özellikle yurt içi fiyatlardaki artış ciroya olumlu yönde yansdı.
- Enerji fiyatlarındaki artışa karşın, toplam maliyetler içerisinde en yüksek yeri tutan soda fiyatlarının 2001 yılına göre sınırlı yükselişi, ücretlere enflasyon oranında zam yapılması, maliyet düşürücü tedbirlerin alınması (özellikle teknolojiye yapılan yatırımlar kayıp ve firelerin azalmasında önemli rol oynadı) ve kapasite kullanım oranının artması neticesinde düşen sabit maliyetler ile amortismandan arındırılmış brüt kar marjı yarım puan artarak %44.5'e yükseldi.

| | TL | US ¢ |
|--------------|-------|------|
| Hisse Fiyatı | 1,925 | 0.12 |
| IMKB-100 | 10565 | 0.64 |

| | |
|-------------|-----|
| Takas Oranı | 27% |
|-------------|-----|

| Getiri | 1 Aylık | 3 Aylık | 12 Aylık |
|-----------------|---------|---------|----------|
| | TL | 4.1% | 40.0% |
| USD | 3.9% | 41.3% | 43.6% |
| Endekse Relatif | 4.4% | 34.2% | 116.6% |

| Piyasa Değeri | Cari | Hedef |
|---------------|-------------|-------|
| | Milyon US\$ | 112.7 |

| Piyasa Çarpanları | 2001 | 2002 | 2003T |
|-------------------|------|------|-------|
| | F/S | 0.61 | 0.48 |
| FD/S | 0.79 | 0.53 | 0.62 |
| FD/FVAÖK | 2.87 | 1.71 | 2.20 |

Hayrettin Büyükgizgi
212 288 55 21
hbuyukizgi@strateji.com.tr

Özet Finansal Tablolar (milyon US\$)

| | 2002/12 | 2001/12 | Değişim |
|----------------------|---------|---------|---------|
| Net Satışlar | 164.0 | 115.5 | 42.0% |
| Brut Kâr | 55.0 | 36.0 | 52.9% |
| E. Faaliyet Kârı | 29.8 | 12.1 | 147.2% |
| FVAÖK | 50.9 | 31.6 | 60.8% |
| Net Faal. Dışı Gelir | 8.5 | 11.1 | -23.8% |
| Finansman Gideri | (8.4) | (16.1) | -48.0% |
| Net Kâr | 21.5 | 2.4 | 798.5% |
| Hazır Değer+MK | 15.8 | 2.1 | 638.6% |
| Ticari Alacaklar | 16.4 | 10.0 | 64.5% |
| Stoklar | 16.8 | 17.9 | -6.1% |
| Ticari Borçlar | 7.9 | 5.5 | 43.7% |
| Kısa Vadeli Borç | 12.1 | 5.3 | 129.2% |
| Uzun Vadeli Borç | 11.5 | 17.0 | -32.0% |
| Özkaynaklar | 111.5 | 71.1 | 56.9% |

İştirak ve Bağlı Ort.

| | 31 Aralık 2002 | 31 Aralık 2001 |
|------------------------|----------------|----------------|
| İştirak Oranları (%) | | |
| Ferro Döküm | 3.0 | 3.0 |
| Trakya Cam | <1 | <1 |
| Camış Elektrik | 26.1 | 26.1 |
| Cam Ambalaj Pazarlama | 49.9 | 49.9 |
| Camış Menkul | 20.0 | 20.0 |
| Camış Makine ve Kalıp | <1 | <1 |
| Paşabahçe Eskişehir | <1 | <1 |
| Omco | 50.0 | 50.0 |
| Anadolu Cam Investment | 51.85 | 51.85 |
| Mina Ksani | 19.2 | - |
| Paşabahçe Cam | 4.7 | - |

Satışlardaki büyük oranlı artışa karşın faaliyet giderleri 2002 yılında 2001 yılına göre %5 artış kaydederek \$25.2 milyon'a yükseldi. Paz. Satış ve Dağıtım giderlerinin net satışlar içindeki payı ise 0.6 puan gerileyerek %4.3'e düştü.

Sonuç olarak brüt karlılıkta yakalanan gelişmeye faaliyet giderlerindeki gerilemenin eklenmesiyle FVAÖK marjı 3.6 puan artarak %31'e ulaştı ve FVAÖK %61 artarak \$50.9 milyon'a yükseldi. (Bizim FVAÖK tahminimiz \$47.2 milyon idi)

Anadolu Cam, 2002'nin Aralık ayında Paşabahçe Cam Sanayi'nin %4.74 oranındaki hissesini İş Bankası'ndan satın almasından dolayı \$10 milyon tutarındaki nakit çıkışına rağmen, 2002 yılında net borç pozisyonunu azaltmayı başardı. 2001 yılında \$20 milyon net borç pozisyonu olan Anadolu Cam'ın, 2002 yıl sonu itibarıyla net borcu \$7.9 milyon'a geriledi.

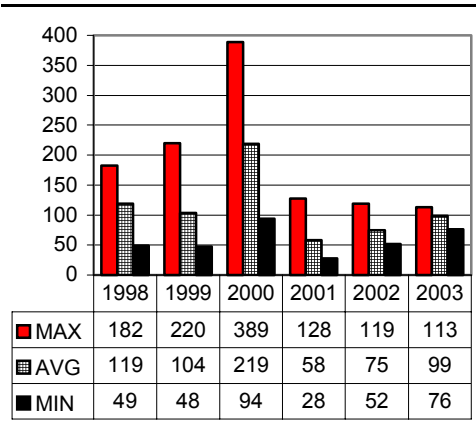
Finansal borçların azalması ve TL'nin güçlü seyri sayesinde kur farkı giderlerinin gerilemesi, Anadolu Cam'ın 2002 yılında finansman giderlerinin \$8.4 milyon'a düşmesini sağladı. 2001 yılında Şirket \$16.1 milyon finansman gideri kaydetmişti.

Anadolu Cam yabancı para cinsinden varlıklarından ve Şişecam havuzunda tuttuğu net 17.6 trilyon TL'dan 2002 yıl sonu itibarıyla 5.6 trilyon TL (\$3.6 milyon) kur farkı ve 8.2 trilyon TL faiz (\$5.4 milyon) geliri elde ederken; yabancı para cinsinden yükümlülüklerinden doğan kur farkı gideri ise yaklaşık 2.6 trilyon TL (\$1.7 milyon) olarak gerçekleşti.

Yatırımlar ve Son Gelişmeler... Anadolu Cam Türkiye çevresindeki pazarlarda yerinde üretim yaparak büyüme stratejisi doğrultusunda Rusya ve Gürcistan'daki yatırımlarını büyümeye devam ediyor. Şirket 5 yıllık dönem içerisinde Rusya'da bir numara olmayı hedefliyor...

- Yurt içi pazarın düzelmesi ve Marmara Bölgesi'nde uygun yer bulunması koşuluyla Şirket 2004 yılında 100 bin ton kapasiteli ve 25 milyon dolara mal olması beklenen bir yatırım yapmayı planlıyor.
- Rusya'da 90 bin ton/yıl kapasiteli **Ruscam'ın** birinci cam ambalaj fırını yatırımı tamamlanarak Eylül/2001'de üretime başladı. Anadolu Cam, Rusya bira pazarındaki hızlı büyüme paralelinde artan bira şişesi talebini karşılamak için ikinci fırını Nisan ayında devreye alarak Ruscam'ın kapasitesini 200 bin ton/yıl'a çıkarmayı planlıyor. 2004 yılında ise fırın sayısının üçe çıkarılarak 350 bin ton/yıl üretim yapılması hedefleniyor. Rusya pazarında toplam satışlarının %50'sini Efes'e gerçekleştiren Şirket, Efes dahil üç müşteriyle çalışıyor. 2003 yılında ise müşteri sayısının yediye çıkarılması planlanıyor.
- Pazardaki (Borjomi Maden Suyu Şişeleme İşletmesinin açılması) ve çevre ülkelerdeki artan talebi karşılamak amacıyla Gürcistan'daki **Mina** tesisinin %100 kapasite artışıyla tevsi edilmesine yönelik olarak başlatılan projenin tamamlanmasıyla kapasite 40,000 ton/yıl'a ulaşmış olacak. Mina'ya yeni fırın yatırım projesinin finansmanı için IFC'den 2 yıl ödemesiz 6 yıl vadeli \$6.3 milyon'luk kredi sağlandı.

Piyasa Değeri (milyon \$)



- Anadolu Cam, Mina'nın European Bank For Reconstruction and Development (EBRD)'ye ait %19.20 payına ilişkin hisselerinin tamamının \$3.3 milyon karşılığında 2002 yılı Aralık ayında satın aldı. Mina'nın %61.44'ü ise Şişecam'a ait.
- Kapasite kullanım oranının 2002 yılında %90 seviyelerinden 2003 yılında %95-96 seviyelerine çıkarılması hedefleniyor. Bunun için Şirket 2003 yılında \$6-7 milyon'luk yatırım öngörüyor.

Değerleme... Anadolu Cam'ın 2003 yılı sonunda satışlarını ton bazında yaklaşık %5 arttıracığını ve bu satışlarından yaklaşık olarak \$207 milyon satış geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. EBITDA ve Net Kar tahminlerimiz ise sırasıyla \$58 ve \$20 milyon'dur.

Şirket halihazırda \$112.7 milyon ile işlem görmektedir. Yaptığımız tarihsel analize göre Şirket'in 1998 yılından bugüne Firma Değeri/FVAÖK oranına göre %59 iskonto ile işlem görmekte olup, bu değere göre Anadolu Cam'ın piyasa değerinin yaklaşık olarak \$179.1 milyon olması gerekmektedir. Uluslararası karşılaştırmada ise aynı şekilde Şirket'in FD/FVAÖK oranına göre iskonto taşıdığını görülmektedir.

"AL" tavsiyesinde bulunduğumuz 5 Eylül tarihinden bu yana \$ bazında %67 getiri sağlayan Anadolu Cam için tavsiyemizi "Uzun Vadeli Al" olarak değiştiriyoruz.

Uluslararası Karşılaştırma

| 31/12/2002 Bilanço Değerleri | Piyasa Değeri (milyon \$) | Satışlar (milyon \$) | FVAÖK (milyon \$) | Net Kar (milyon \$) | Firma Değeri/ FVAÖK | Fiyat/Satış | Kar Marjı % |
|---------------------------------|------------------------------|-------------------------|----------------------|------------------------|------------------------|-------------|-------------|
| Rexam PLC | 2,570 | 4,940 | 557.8 | -196.9 | 9.0 | 0.51 | -3.8 |
| Ancor Ltd. | 4,200 | 6,050 | 854.9 | 486.6 | 10.9 | 0.71 | 8.8 |
| Owens-Illinois | 1,330 | 5,760 | 919.0 | -12.1 | 8.0 | 0.23 | 0.6 |
| Anchor Glass Container | 139.0 | 211.4 | 144.9 | -0.7 | D.Y | 0.6 | 8.92 |
| Ortalama | | | | | 9.3 | 0.51 | 3.6 |
| Anadolu Cam | 112.7 | 164.0 | 50.9 | 21.5 | 2.2 | 0.54 | 13.1 |

Bu raporda yer alan tüm bilgi ve veriler güvenilir olduğuna inanılan, halka açık kaynaklardan alınmıştır. Raporda yer alan bilgilerin doğru ve eksiksiz olması amacıyla gereken tüm dikkat ve özen gösterilmiştir. Bu bilgilerin kullanılması sonucu doğabilecek sonuçlardan, bilgilerdeki eksiklik ya da yanlışlıktan Strateji Menkul Değerler A.S. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler AS. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayılar. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adı geçen hisselerin alınıp satılması tavsiyesi niteliğinde değildir. Strateji Menkul Değerler A.S.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilir ya da herhangi bir hisse senedi işlemi gerçekleştirmiş olabilirler.

2003 Strateji Menkul Değerler A.S.

Tüm hakları saklıdır. Strateji Menkul Değerler'in izni alınmadan, elektronik, mekanik, fotokopi, kayıt cihazı veya başka bir yöntemle, bu yayınların bir kısmı ya da tamamının kopyası çıkarılamaz, bilgisayar sistemlerine aktarılamaz.