



AKÇANSA (AKCNS.IS)

14 Ağustos 2002

Sektör:	Çimento	Halka Açıklık:	%17
Fiyat :	9,000 TL	ISE-100 :	10,252
Piyasa Değeri :	\$209 milyon	US\$/TL :	1,639,856
Hisse Adedi :	38,051,573 lot	Getiri* - ISE-100 :	-%34.4
Hedef Değer :	\$242 milyon	Getiri* - AKCNS :	-%17.3

2. Çeyrekte Satışlar Artmaya Başladı...

2002 yılının 2. çeyreğinde Akçansa'nın çimento ve hazır beton satışları ilk çeyreğe göre toparlanmaya başladı. İlk üç ayda hem kış koşullarının çok sert geçmesi hem de makro ekonomik gelişmeler nedeniyle aşırı daralan satışlar ilk altı ay sonunda canlanma işaretleri verdi ve 2001 yılı satış düzeylerine yaklaştı. 2002 yılının ilk çeyreğinde 2001 yılına göre çimento ve hazır beton satışları sırasıyla %25 ve %35 daralmış, klinker satışları ise yurt dışı talep doğrultusunda %137 artış kaydetmişti. 2002 yılının ilk altı ayında ise 2001 yılına göre çimento ve hazır beton satışları sırasıyla %16 ve %2 daralarak 1.3 mn ton ve 664 bin m³ olarak gerçekleşti. Hazır beton ve çimento satışlarındaki artışa bağlı olarak Şirket düşük kar marjlı klinker satışlarını ilk çeyreğe göre yaklaşık %37 daralttı. 2001 yılı ilk altı ayına göre ise klinker satışları %80 artarak 499,470 bin ton'a çıktı.

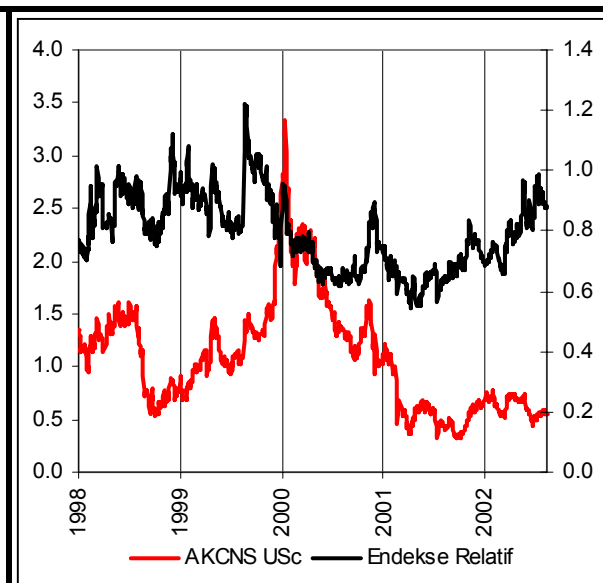
Daralan satış miktarına rağmen, hem Şirket'in kar marjı düşük olan klinker ihracatından, çimento ve hazır beton satışına yönelmesi hem de yılbaşından itibaren yapılan zamlar neticesinde net satış gelirleri 2002 yılında 2001 yılına göre %3 arttı ve USD75.2 mn olarak gerçekleşti. 2002 yılının ikinci çeyreğinde ilk çeyreğe göre net satış gelirlerindeki artış ise %44 oldu.

Esas Faaliyet Karlılığı Artıyor...

Net satılan malın maliyeti 2002 yılında 2001 yılına göre %8 artarak USD55.3 mn'a çıkarken, amortismandan arındırılmış brüt kar marjı 2001 yılına göre 4 puan daralarak %26'ya geriledi. İlk çeyrekte TL'nin değer kazanması maliyetleri artırıcı bir baskı yaratırken brüt kar marjınının da %20'lere kadar düşmesine sebep olmuştu. 2. çeyrekte ise TL'nin değer kaybetmesi maliyetler üzerindeki baskıyı hafifletti ve brüt kar marjının %31'e çıkmasını sağladı.

Genel yönetim giderlerinde görülen %38'lik azalışa bağlı olarak Şirket'in net genel giderleri %25 gerileyerek USD4.4 mn'a düştü. Geçen yıla göre personel sayısında %6'lık düşüş oldu.

(milyon dolar)	1Y02	1Y01	Değişim
Net Satışlar	75.1	73.0	3%
Brut Kar	12.4	13.2	-5%
E. Faaliyet Karı	7.3	5.5	33%
FVAOK	15.4	16.0	-4%
Net Faaliyet Dışı Gelir	1.7	6.5	-74%
Finansman Gideri	-0.04	-6.9	-99%
Net Kâr	5.6	1.1	404%
Hazır Değerler+MK	2.6	6.7	-61%
Kısa Vadeli Borç	7.7	18.0	-57%
Uzun Vadeli Borç	0.0	0.0	a.d
Ticari Alacaklar	24.7	19.5	27%
Ticari Borçlar	10.6	9.1	16%
Özkaynaklar	97.6	90.5	8%
US\$/TL ort.	1388377	998183	
US\$/TL dön.-sonu	1576711	1258815	



Faaliyet giderlerindeki daralma satılan mal maliyetindeki artışı törpüledi ve FVAÖK'in yalnızca %4 daralarak USD15.4 mn'a düşmesine sebep oldu. Diğer taraftan 2002 yılının ilk çeyreğinde FVAÖK marjı %13 iken ilk altı ay sonunda 8 puan artarak ve %21'a çıktı.

Uzun vadeli borcu bulunmayan Şirket'in 2002 yılının ilk çeyreğine göre kısa vadeli borçlarında büyük bir değişiklik olmadı. İlk çeyrekte USD8 mn olan kısa vadeli borcu altı ayın sonunda USD7.7 mn'a düştü. 2001 yılı ile karşılaştırıldığında ise kısa vadeli borçlar %57 düşüş kaydetti.

Şirket ilk altı ayda dövize bağlı ortalama USD5.75 mn olan alacakları ile USD 1.9 mn banka mevduatından yaklaşık olarak 1.2 trilyon TL kur farkı geliri kaydetti. Toplamda net faaliyet dışı gelirler 2002 yılı 1.yarisında 2001'e göre %74 azalarak USD1.7 mn'a düştü.

Net Kar %404 artarak USD 5.6 mn'a ulaştı...

Şirket esas faaliyet karını arttırırken finansman giderleri ile çalışmayan kısım&giderlerini azalttı böylece Akçansa'nın vergi öncesi net karı %251 artarak USD7 mn'a çıktı. Vergi oranının %45'den %21'e gerilemesiyle birlikte, vergi sonrası net kar %404 artarak USD5.6mn'a yükseldi.

2001 yılında Büyükçekmece fabrikasının teknik yönden geliştirilmesi kapsamında önemli tevsi, modernizasyon, çevre ve kalite geliştirme yatırımları devam etmektedir. Çanakkale Fabrikası'nda ise TEAŞ ile yapılan "arıtma enerjisi sözleşmesi" kapsamında uygulamaya alınan yeni sayaç sistemi sayesinde %10 oranında bir indirim elde edilmiştir. Aynı zamanda şirketin verimliliği arttırmak için hammadde homojenasyonu ve hammadde değirmeninde iskarta ürünlerin tekrar sisteme alınması gibi verimliliğin artması ve maliyetlerin düşürülmesi kapsamında projeler yürütülmektedir. Aynı zamanda Şirket ortaklarıyla beraber daha uygun fiyatlardan mazot temin edilmesi için çalışmaktadır. Şirket, önemli paya sahip olan elektrik maliyetini kontrol altına alabilmek amacıyla otoprodüktör grubu Enerjisa'ya %13.78 oranında iştirak etmiştir. 2002 yılının 3. çeyreğinden itibaren Enerjisa'dan elektrik alınmaya başlanacaktır. Alınacak elektrik TEAŞ tarifesinden yaklaşık %10 iskontolu olacaktır. Akçansa 2002 içerisinde USD8.5 mn'luk yatırım yapmayı planlamış olup bu tutarın USD2.4 mn'u ilk altı ay içinde gerçekleştirmiştir. Bu yatırım ve projelerin faydaları üretim miktarı arttıkça ve yatırımlar devreye girdikçe kendini daha çok belli edecektir.

IMKB Performansı...

1998 yılından bugüne yaptığımız tarihsel analize göre Akçansa sektöre göre; Düzeltilmiş Firma Değeri/Klinker Üretimine göre %31, DFD/Çimento Kapasitesine göre %39, DFD/Çimento Üretimine göre %29, DFD/FVAÖK'a göre ise %68 primli işlem görmektedir. Şirket halihazırda aynı rasyolara göre sırasıyla %15, %16, %17, %55 primle işlem görmektedir olup sektöre göre tarihsel ortalamalarının altındadır.

Değerleme...

İlk altı ay sonunda Şirket'in satış, FVAÖK ve Net Kar'ı beklentilerimiz doğrultusunda gerçekleşti. Bundan dolayı Şirket'in yıl sonu için 1.6 mn ton çimento ve 100 bin ton klinker iç satışı, yaklaşık 1 mn ton'da çimento ve 680 bin ton klinker ihracatı ve 1.4 milyon m³ hazır beton satış hedeflerimizi koruduk. Bu satışlardan Şirket'in USD109.5 mn iç satışlarından USD45.2 mn'da ihracattan olmak üzere toplam USD157.7 mn net satış geliri elde edeceğini tahmin ediyoruz. FVAÖK ve Net Kar tahminlerimiz ise sırasıyla USD 29.1 mn ve USD8.9 mn'dur.

Tavsiye...

Sektöre göre primle işlem gören Akçansa geçmişte de sektör ortalamalarının çok daha üstünde işlem görmüştür. Şirket'in güçlü finansal yapısı, ihracat potansiyeline sahip olması ve ekonomideki olası canlanmadan diğer şirketlere göre ölçek ekonomisinden dolayı daha fazla faydalanacak olması nedeniyle de sektör ortalamasının üstünde işlem görmesini normal karşılıyoruz. Yapmış olduğumuz yurt içi sektör karşılaştırmasının sonucu da bunu desteklemektedir. Ancak USD 229 mn dolarlık hedef piyasa değeri şuanki piyasa değerine yakın olup çok önemli bir yükselme potansiyeli kısa vadede taşımamaktadır. Bu sebeple, uzun vadeli yatırım görüşümüz olumlu olmakla birlikte Şirket'in yakın gelecekte "piyasaya paralel" hareket etmesini bekliyoruz.

Kendi Geçmiş Performansına Göre...

AKCNS						
	PD* (milyon \$)	DFD**/Klinker Ürt.	DFD/Çimento Kap.	DFD/FVAÖK	DFD/Satış	
1998-bugün min	118.2	30.9	18.9	1.8	0.6	
1998-bugün max	1,260.5	434.9	200.3	51.9	6.4	
1998-bugün ort	405.5	115.7	62.5	11.0	2.0	
2001-bugün min	118.2	30.9	18.9	3.7	0.8	
2001-bugün max	458.1	119.1	72.9	14.4	3.2	
2001-bugün ortalama	227.9	60.2	36.1	7.3	1.5	
08/13/2002	208.8	56.5	32.9	6.8	1.3	
Ort. Değ. göre iskonto						
iskonto 1 (1998-bugün)	-49%	-51%	-47%	-38%	-35%	
iskonto 2 (2001-bugün)	-8%	-6%	-9%	-7%	-16%	
max Değ. göre iskonto						
iskonto (2001-bugün)	-54%	-53%	-55%	-53%	-60%	

Sektör Performansına Göre...

08/13/02	Düzeltilmiş FD/Klinker Üretimi	Düzeltilmiş FD/Çimento Kapasitesi	Düzeltilmiş FD/Çimento Üretimi	Düzeltilmiş FD/FVAÖK	Düzeltilmiş Firma Değeri/Satış
Akçansa	56.51	32.88	67.63	6.78	1.28
Sektör ortlaması	49.2	28.2	57.7	4.4	1.5
Prim	15%	16%	17%	55%	-12%
98-bugün ortalamaları					
Akçansa	115.74	63.69	106.78	11.01	1.98
Sektör	88.2	45.7	82.9	6.6	1.9
Prim	31%	39%	29%	68%	4%

*PD : Piyasa Değeri

**DFD : Düzeltilmiş Firma Değeri = Piyasa Değeri - İştirak Değerleri - Net Borçları

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 A.S. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

Bu bilgi ve verilerin amacı, profesyonel yatırımcılara enformasyon vermek olup, kişilerin yatırım kararlarını söz konusu bilgilere bağlı kalmadan verdikleri varsayıdır. 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.

2002 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.