

STRATEJİ

ÇİMSA (ÇİMSA.IS)

14 Kasım 2002

Sektör:	Çimento	Halka Açıklık:	%23
Fiyat :	8,600 TL	ISE-100 :	12,417
Piyasa Değeri :	\$ 176.9 milyon	US\$/TL :	1,637,235
Hisse Adedi :	33,696,000 Lot	Getiri* - ISE-100 :	- %20.4
Hedef Değer :	\$ 320 milyon	Getiri* - ÇİMSA :	%10

2002 yılının ilk dokuz ayında Çimsa'nın gri çimento, beyaz çimento, gri klinker ve hazır beton satışları sırasıyla %7.94, %8.10, %7.62 ve %23.04 oranında artış kaydetti. Çeyrekler itibarıyla bakıldığında 2002 yılının 3.Ç'de 2.Ç'e göre hazır beton dışında diğer ürünlerin satışlarının tamamında düşüş kaydedildi. Akdeniz Bölgesi'nde gerek turizm odaklı inşaat faaliyetlerinin devam etmesi gerekse Adana Metro'su çalışmaları çimento ve hazır beton satışlarının artış göstermesine sebep oldu. Çimsa gerçekleştirdiği bu satışlardan USD43.7 mn'u ihracattan olmak üzere net USD102.9 mn satış geliri elde etti. 2002 3.Ç'de beyaz çimento ve beyaz klinker satışlarının daralmış olması satış gelirlerine olumsuz yönde yansımaya sebep oldu. Diğer yandan bu iki ürünün yaklaşık %80'ninin ihraç ediliyor olması nedeniyle de ihracatın net satış gelirleri içerisindeki payı 3Ç'de 4 puan azalarak %38.2'ye düştü.

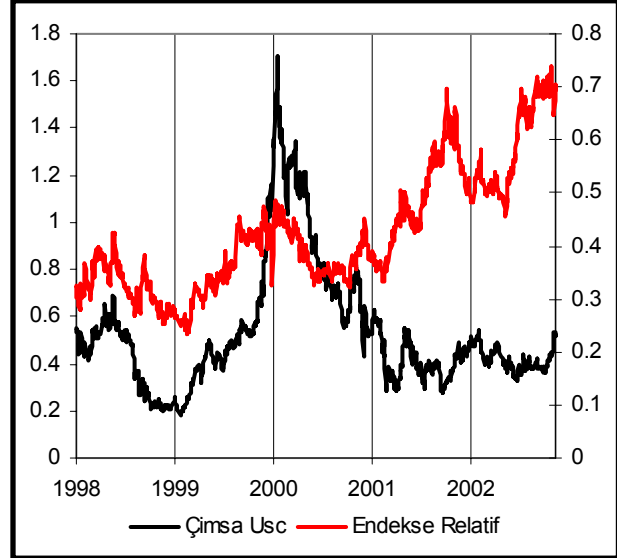
2001 yılında devalüasyonun etkisiyle çoğunluğu TL bazlı olan maliyetler (piyasa koşulları nedeniyle) devalüasyon artış oranı kadar arttırılmadı. Böylece amortismanlardan arındırılmış brüt kar marjı 2001 yılının ilk dokuz ayında %51.3 seviyelerinde iken 2002 yılının aynı döneminde %42.9 olarak gerçekleşti.

TL'nin yılın 1Ç'te değer kazanması marjlara olumsuz yönde yansırken 2. ve 3. Ç'te bu durumun tersine dönmesi amortismanlardan arındırılmış brüt kar marjını %35.4'ten %42.1'e ve ardından 3.Ç'te %49.4'e yükseltti. Brüt kar marjının artmasının diğer bir sebebi ise kar marjı daha yüksek olan iç satışların toplam satış gelirleri içerisindeki payının her çeyrekte biraz daha artmış olmasıdır. 2002 yılının ilk dokuz ayında geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre kıdem tazminatından arındırılmış net genel giderler %8 artarak USD7.3 mn'a çıktı. Hem maliyetler hemde faaliyet giderlerindeki artış FVAÖK marjının 2002 yılının ilk dokuz ayında 8.5 puan daralarak %35.8'e düşmesine sebep oldu.

Beklentilerimiz doğrultusunda Şirket 2002 yılının ilk dokuz ayında uzun vadeli borçlarından USD2.5 mn ve kısa vadeli borçlarından EURO3.8 mn ödeme gerçekleştirdi.

Azalan finansal borç stoğuna bağlı olarak finansman giderlerinin de gerilemesiyle Çimsa'nın net karı 2002 yılının ilk dokuz ayında %11.3 artarak USD20.2 mn'a çıktı. Çimsa 1998 yılından bugüne ortalama EV/EBITDA ve Fiyat/Satış oranlarına göre sırasıyla %12 ve %7 iskontoludur. 2001 yılından bugüne ortalama piyasa değeri ise USD 140 mn'dur. Yaptığımız İNA modeline göre Çimsa'nın piyasa değerini USD320 mn olarak hesaplamaktayız. Ancak Şirket'in yılbaşından bu yana endekse olan %30 getirisi gözönüne alındığında Çimsa'nın sözkonusu değere uzun vadede ulaşacağını öngörüyoruz ve Şirket'in piyasaya paralel hareket edeceğini düşünüyoruz.

*Yılbaşından bu güne kadar US\$ bazında



(Milyon US\$)	3Ç02	3Ç01	Değişim
Net Satışlar	102.9	96.5	6.5%
Brüt Kâr	33.5	39.1	-14.2%
E. Faaliyet Kârı	25.7	31.2	-17.5%
FVAÖK	36.8	42.8	-13.9%
Net Faal. Dışı Gelir	7.6	12.7	-40.6%
Finansman Gideri	-3.2	-15.3	-78.9%
Net Kâr	20.2	18.1	11.3%
Hazır Değerler+MK	22.6	18.2	24.2%
Kısa Vadeli Borç	5.8	8.3	-29.8%
Uzun Vadeli Borç	2.9	8.4	-65.2%
Ticari Alacaklar	22.0	22.5	-2.1%
Ticari Borçlar	5.4	8.5	-36.8%
Stoklar	10.9	13.8	-21.1%
Özkaynaklar	99.0	76.4	29.6%
US\$/TL ort.	1,478,774	1,134,782	30.3%
US\$/TL dön.-sonu	1,658,416	1,525,991	8.7%

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 varsayıldır. Bu nedenle, yayınlanan hiçbir görüş ya da düşünce bir yatırım önerisinde bulunma hedefi ya da adi 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 birbirine 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.