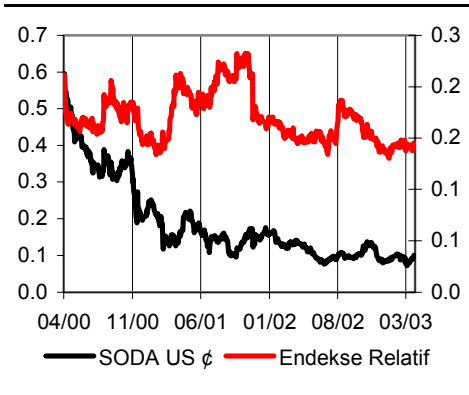


18 Nisan 2003

SODA (SODA.IS)

AL

## Kimya



## Cirodaki Artış Net Kara Yansımadı

- Cirodaki yükselişe karşın, yatırımlar nedeniyle artan amortisman giderleri ve petrol fiyatlarındaki artış neticesinde yükselen maliyetler ile faaliyet dışı gelirlerin azalması sonucunda Soda'nın net karı 2002 yılında bir önceki yıla göre %54.4 azalarak \$8.3 milyon'a düştü.
- Soda'nın toplam satışları 2002 yılında 2001 yılına göre %2.7 artış kaydederek 1,131,354 tona ulaştı (Bizim tahminimiz ise 1,132,452 idi). Aynı dönemde krom bazlı ürünlerin satışları 2001 yılına göre miktar bazında %33 artış gösterirken, soda satışları %0.3 oranında daralma kaydetti.
- Soda'nın 2002 yılında net satış gelirleri 2001 yılına göre % 7.8 artarak \$178.5 milyon'a ulaştı. Bu artışın ardındaki temel sebebin satışlardaki miktarsal artışın yanı sıra fiyatlarda gözlenen iyileşmeden kaynaklandığını düşünüyoruz.

|              | TL    | US  |
|--------------|-------|------|
| Hisse Fiyatı | 1,580 | 0.10 |
| IMKB-100     | 11219 | 0.70 |

|             |     |
|-------------|-----|
| Takas Oranı | 20% |
|-------------|-----|

| Getiri          | 1 Aylık | 3 Aylık | 12 Aylık |
|-----------------|---------|---------|----------|
| TL              | 1.9%    | 9.0%    | -9.1%    |
| USD             | 4.4%    | 12.9%   | -26.3%   |
| Endekse Relatif | -3.9%   | 2.9%    | -2.7%    |

| Piyasa Değeri | Cari | Hedef |
|---------------|------|-------|
| Milyon US\$   | 61.5 | 95.0  |

| Piyasa Çarpanları | 2001 | 2002 | 2003T |
|-------------------|------|------|-------|
| F/S               | 0.60 | 0.31 | 0.34  |
| FD/S              | 0.65 | 0.38 | 0.40  |
| FD/FVAÖK          | 2.67 | 1.71 | 1.79  |

## Soda Satışları...

- Soda Sanayi, toplam soda satışlarının yaklaşık %45-50'sini yurt dışına, %30'unu Şişecem grubuna, geri kalan kısmını ise yurt içindeki üreticilere gerçekleştirmektedir. Toplam soda satışlarının %70'ini oluşturan ve ağırlıklı olarak cam sanayinde kullanılan ağır soda satışları 2002 yılında bir önceki yıla göre %4 artış kaydederek 700,642 tona ulaştı. Satışlardaki yükselişin sodanın hammadde olarak kullanıldığı cam sektöründeki üretim artışından kaynaklandığını düşünüyoruz. (Toplam soda satışlarının %64'ü cam, %15'i tekstil, %10'u deterjan, %10'u kimya, %1'i ise diğer sektörlerle yapılmaktadır.)
- Aynı dönemde grup şirketlerinden olan ve toplam ağır soda satışlarının yarıya yakınının yapıldığı Trakya Cam'ın düzcam üretimi %5 artış kaydederken, Anadolu Cam'ın üretimi %7 oranında yükseldi.

Hayrettin Büyükgizgi  
212 288 55 21  
[hbuyukizgi@strateji.com.tr](mailto:hbuyukizgi@strateji.com.tr)

## Özet Finansal Tablolar (milyon US\$)

|                             | 2002/12 | 2001/12 | Değişim |
|-----------------------------|---------|---------|---------|
| <b>Net Satışlar</b>         | 178.5   | 165.6   | 7.8%    |
| <b>Brüt Kâr</b>             | 46.8    | 50.9    | -7.9%   |
| <b>E. Faaliyet Kârı</b>     | 20.6    | 24.9    | -17.3%  |
| <b>FVAÖK</b>                | 40.0    | 40.5    | -1.2%   |
| <b>Net Faal. Dışı Gelir</b> | 9.1     | 21.3    | -57.3%  |
| <b>Finansman Gideri</b>     | (11.1)  | (21.5)  | -48.7%  |
| <b>Net Kâr</b>              | 8.3     | 18.2    | -54.4%  |
| <b>Hazır Değer+MK</b>       | 3.1     | 4.6     | -31.6%  |
| <b>Ticari Alacaklar</b>     | 28.3    | 26.3    | 8.0%    |
| <b>Stoklar</b>              | 14.9    | 10.8    | 38.7%   |
| <b>Ticari Borçlar</b>       | 6.8     | 4.7     | 44.7%   |
| <b>Kısa Vadeli Borç</b>     | 13.4    | 7.4     | 82.0%   |
| <b>Uzun Vadeli Borç</b>     | 3.1     | 6.5     | -51.6%  |
| <b>Özkaynaklar</b>          | 63.8    | 61.2    | 4.3%    |

## Krom Satışları...

Soda Sanayi 2001 yılı içinde krom bazlı ürünlerden kromik asit kapasitesini 6 bin tondan 12 bin tona çıkardı. Metal kaplama, yüzey işleme, manyetik bant ve ağaç ürünlerinde kullanılan kromik asit satışları 2002 yılında 2001 yılına göre %53.5 oranında artarak 9,411 tona ulaştı (pazar payının arttığını düşünüyoruz). Üretim ve ambalajlanmasının zor olması sebebiyle oldukça pahalı olan bu ürünün satış miktarının artması (fiyatın yüksekliği ihracatını da mümkün kılmaktadır) ciroya olumlu yansıdı. Diğer taraftan kromik asit'in üretimin aşamasında %50'ye yakın pay alan Sodyum Bikromat'ın satış miktarı da %19.5 artarak 12,432 tona ulaştı.

Kromsan'ın kuruluşundan beri yapılmakta olan sodyum sülfür (zırnık) üretimi, 2002 yılı sonlarında ekonomik nedenlerden durdurulmuş ve sodyum sülfür yurtdışından temin edilerek ticareti yapılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda Sodyum Sülfür satışları 2002 yılında bir önceki yıla göre %41 oranında

daralarak 5,142 ton'a düştü. (2002 yılında Belçika'da yerleşik Tessen derlo Chemie NV. firmasından 5,000 ton, Çin'de yerleşik Chine Nafine Group'tan 350 ton Sodyum Sülfür ithal edilmiştir.)

Kromsan Krom Bileşikleri Fabrikası'nda bir taraftan yapılan yeni yatırımlarla kapasite artırılmakta ve ürün çeşitlendirilmesine gidilmekte, bir taraftan da ürünlerin daha kaliteli olması için teknolojiler yenilenmektedir. Kromsan, ana ürünü olan Sodyum Bikromat üretiminde dünyada yeni teknolojiyi uygulayan 5 büyük firma içerisinde yer almaktadır. Deri sanayiinin ana girdisi olan bazik krom sülfat üretiminde ise 2. sıradadır. Türkiye'de deri sanayiinin gelişmesine paralel olarak artan krom kimyasalları üretimindeki çeşitli istekler karşılanmaktadır. Krom satışlarının %64'ü ihraç edilmekte olup iç piyasada topluluk şirketlerine satış yapılmamaktadır.

Şirket gerçekleştirdiği satışlardan \$95.3 milyon'u ihracattan olmak üzere net toplam \$178.5 milyon gelir elde ederek cirosunu 2001 yılına göre %7.8 yükseltti (Bizim tahminimiz \$171 milyon idi). Cirodaki artışın, miktaral artışın üstünde olması; üç satışların toplam satış gelirleri içerisindeki payının 3.7 puan artış kaydederek %51.3'e ulaşması ve fiyatlardaki iyileşmeden kaynaklanmaktadır.

## Maliyetler...

Şirket'in değişken maliyetlerinin %50'sini fuel oil oluşturmaktadır. Irak savaşının neden olduğu petrol fiyatlarındaki artış maliyetlerin yükselmesindeki en önemli neden olmuştur (Fuel Oil fiyatları 2002 yılında 2001 yılına göre ortalama %52 artış gösterdi). Özellikle 3. ve 4. çeyreklerde petrol fiyatlarında görülen artışlar fiyat artışlarından sağlanan brüt kar marjındaki yükselişi törpüledi.

Diğer önemli maliyet kalemleri ise tuz, kok kömürü ve kireç taşı olup TL'nin değer kaybının 2001 yılına göre sınırlı olması TL bazlı olan diğer maliyetlerinde yükselmesine sebep oldu. Sonuç olarak amortismandan arındırılmış brüt kar marjı 2002 yılında 2 puan daralarak %35.6'ya geriledi.

Satışlardaki artışa bağlı olarak Şirket'in pazarlama satış ve dağıtım giderleri %12 artış kaydederek \$12.6 milyon'a çıktı. Ayrıca Şirket üretim proseslerinde verimlilik artırma, çevreye uyumlu teknolojilere ulaşma, malzeme ve yeni ürünler geliştirme konularında her yıl toplam cirosunun %1'i oranında Ar-Ge harcaması yapmaktadır. 2002 yılında Şirket'in toplam Ar-Ge harcaması \$1.1 milyon olarak gerçekleşti. Kıdem tazminatından arındırılmış net genel giderlerin ise net satışlar içindeki payı değişmeyerek %13 olarak kaldı.

Net satışlardaki artışa karşın, son iki çeyrekteki petrol fiyatlarındaki artışın etkisiyle yükselen maliyetler ve daralan brüt kar marjına paralel olarak FVAÖK marjı 2 puan düşerek %22.4 olarak gerçekleşti. FVAÖK ise 2001 yılında \$40.5 milyon iken 2002 yılında \$40 milyona düştü (Bizim FVAÖK tahminimiz \$36.7 milyon idi).

Şirket 24/12/2002 tarihinde Paşabahçe sermayesinin %4.74'üne tekabül eden hisseleri, 16.1 trilyon TL (\$10 milyon) bedelle T.İş Bankası A.Ş.'den satın aldı. Bu doğrultuda 3. çeyrekte 16.3 trilyon TL (\$12.7 milyon) olan kasa banka hesabı son çeyrekte 13.3 trilyon TL azalarak (\$9.5 milyon) 3 trilyon'a (\$3.2 milyon), menkul kıymet portföyü de 1.5 trilyon TL azalarak 1.7 trilyon'a geriledi.

Şirket'in 2001 yılında elinde bulundurduğu menkul kıymet portföyünün 2002 yılında daralması sonucunda faiz ve temettü gelirleri kalemi 2001 yılında 21 trilyon TL'dan, 2002 yılında 12.4 trilyon TL'ye geriledi. Diğer taraftan kambiyo karları 2001 yılında yaşanan devalüasyonun etkisiyle şişerek \$2.8 milyona yükselmişti. 2002 yılında ise TL'nin değer kaybının yavaşlaması neticesinde kambiyo gelirleri %40 azalarak \$2 milyon'a düştü. Sonuç olarak Soda'nın faaliyet dışı gelirleri 2002 yılında 2001 yılına göre %57.3 oranında daralarak \$9.1 milyon olarak gerçekleşti.

Şirket'in üçüncü çeyreğe kadar tamamı yabancı TL cinsinden olan kısa vadeli banka kredi borçları 2002 yılının son çeyreğinde yabancı para cinsinden \$6.7 milyon artarak \$9.2 milyon'a yükseldi. Şirket'in uzun vadeli borçları ise 2002 yılında bir önceki yıla göre %51.6 azalarak \$3.1 milyon olarak gerçekleşti.

2002 yılında TL'nin değer kaybının 2001 yılına göre sınırlı kalması ve Şirket'in uzun vadeli borçlarını %50 azaltmasıyla, finansman giderleri %48.7 daralarak \$11.1 milyona düştü.

Faaliyet karı %17.3 darılırken, yatırım indirimi bulunmayan Soda'nın vergi oranının %23'den %35'e çıkması neticesinde net kar 2002 yılında %54.4 oranında azalarak \$8.3 milyon olarak gerçekleşti.

### Son Gelişmeler...

Soda Sanayi 03/03/2003 tarihinde, Çin Şangay Serbest Bölgesi'nde 200 bin dolar sermayeli Şişecam (Shanghai) Trading Co. Ltd. unvanıyla şirket kurma kararı aldı. Şirket yetkilileri, Çin'de yatırım kararı almalarının nedenlerini şu şekilde açıkladılar: Bölgenin, krom kimyasallarında hızla gelişimi; 2002 yılında Türkiye'den bu bölgeye yapılan krom kimyasalları ihracatında %100'lük artış yaşanması ve büyüyen pazardan daha fazla pay almak.

Soda Sanayi'nin halen Çin'de serbest bölgede stok sahası bulunuyor. 2002 yılında Çin'e \$3.7 milyon tutarında krom kimyasalları ihraç eden Şirket'in 2003'te bu rakamı \$4.5 milyon'a çıkarması hedefleniyor. Soda Sanayi şimdilik krom bazı ürünleri Türkiye'den ihraç etmeyi tercih ediyor. Ancak, bir süre sonra koşullar değerlendirilip, Çin'de üretim yapmak için yeni bir yatırıma başlanabileceği ifade ediliyor. Şirket, krom kimyasallarını ABD'den Lübnan'a, Tayvan'a kadar geniş bir pazara ihraç ediyor.

### Yatırımlar...

Şirket rekabet gücünü arttırarak pazar payını yükseltmek amacıyla modernizasyon, darboğaz giderme ve maliyet düşürme yatırımlarına ağırlık vermektedir. 2002 yılı içinde soğutma suyu Projesi devreye alınarak Soda Fabrikası su gereksiniminin tamamı sağlanır hale gelmiş ve böylelikle maliyetlerde tasarruf sağlanmıştır. Yeni bir Karbonasyon Kolonu devreye alınarak toplam kapasite 780.000 ton/yıl'dan 820.000 ton/yıl'a çıkartılmıştır. Lojistik maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla Mersin Limanı'nda yapımı düşünülen dökme soda silosu inşaatına devam edilmekte olup 2003 yılı içerisinde tamamlanacaktır.

### İMKB Performansı...

Soda Sanayi, halka arz olduğu 04/2000'den bu yana ortalama \$116 milyon'dan işlem görmektedir. Aynı dönemde Şirket FD/FVAÖK oranına göre %57, FD/Satış oranına göre %46, Fiyat/Satış oranına göre %51 iskontolu işlem görmektedir. **İştirak değerleri dahil edildiğinde Şirket'in değerini \$95 milyon olarak hesaplamaktayız. Şirket halihazırda \$61.5 milyon'dan işlem görmekte olup hedef piyasa değerimize göre %55 yükselme potansiyeli taşımaktadır. Soda için "AL" tavsiyesinde bulunuyoruz.**

---

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.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Strateji Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur.

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

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.