

STRATEJİ

ADANA ÇİMENTO A (ADANA.IS)

20 ŞUBAT 2003

Sektör	: Çimento	Halka Açıklık	: %86
Fiyat	: 7,200 TL	ISE-100	: 11,607
Piyasa Değeri	: \$ 55 milyon	US\$/TL	: 1,626,447
Hisse Adedi	: 12,483,658 lot	Getiri* - ISE-100	: %13.4
Hedef Değer	: \$ 85 milyon	Getiri* - ADANA	: %17.6

*Yılbaşından bu güne kadar US\$

Son 6 yılın en yüksek ihracatı gerçekleştirildi...

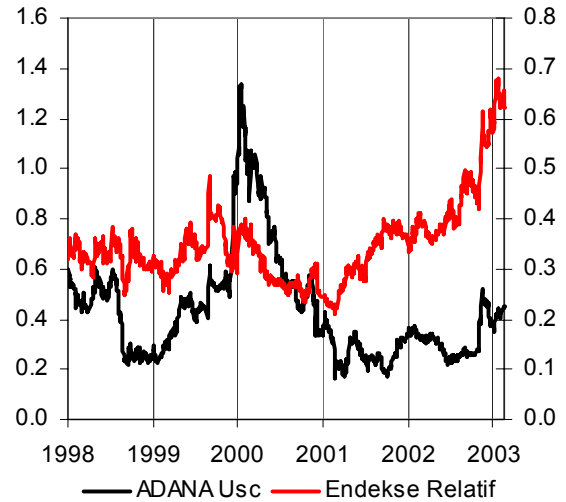
Adana Çimento'nun 2002 yılında çimento ve klinker satışları 2001 yılına göre sırasıyla %11.8 ve %1.5 artarak 1,630 bin ve 723 bin ton olarak gerçekleşirken aynı dönemde hazır beton satışları %21.8 daralarak 1,005 bin m³'e düşmüştür. Çimento satışları artan ihracat nedeniyle yükselirken, hazır beton satışları yurt içi odaklı olduğundan düşüş kaydetmiştir.

Şirket gerçekleştirdiği bu satışlardan USD39.9 mln'u ihracattan olmak üzere net toplam USD97.4 mln ciro elde ederek satış gelirlerini 2001 yılına göre %7 artırmıştır. Şirket 2002 yılında 2001 yılında olduğu gibi iç talepteki daralmayı yurt dışı satışlarını artırarak aşmaya çalışmış ve sonuçta ihracatın toplam satış gelirleri içerisindeki payı %32'den %41'e çıkmıştır. Ancak ihracat fiyatlarının yurt içine göre düşük olması satışlardaki miktarsal artışın ciroya yansımaları önlemiştir.

Krizlerin yaratmış olduğu belirsizlik ve olumsuz piyasa koşulları nedeniyle iç piyasadaki yetersiz talep Adana Çimento'nun ciddi oranda atıl kapasiteyle çalışmasına neden olmaktadır. Adana Çimento'nun 2001 yılında %44 olan çimento kapasitesi kullanım oranı, 2002 yılında ihracatın artırılmasıyla birlikte %49'a çıkmıştır. Ancak üretimi ihracata yönlendirerek atıl kapasite sorununun aşılmasına çalışması (ihracatın kar marjı yurt içine göre daha düşüktür), diğer taraftan TL'nin değer kaybının 2001 yılına göre sınırlı kalması amortismandan arındırılmış brüt kar marjının 2002 yılında yaklaşık 2 puan daralarak %40.2'ye düşmesine sebep olmuştur.

2001 yılında gerek amortismandaki düşüş gerekse faaliyet giderlerinde sağlanan tasarruf esas faaliyet karlılığının dolar bazında %158 artmasına sebep olmuştur. 2002 yılında ise amortismandaki düşüş devam etmiş, ancak net genel giderler, pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin yükselmesi sonucunda 2001 yılına

(Milyon US\$)	2002	2001	Değişim
Net Satışlar	97.48	91.03	7.1%
Brüt Kar	34.89	31.26	11.6%
E. Faaliyet Karı	15.63	16.33	-4.3%
FVAÖK	21.10	25.62	-17.6%
Net Kar	18.38	21.13	-13.0%
Hazır Değerler+MK	20.12	27.11	-25.8%
Kısa Vadeli Borç	5.00	9.54	-47.6%
Uzun Vadeli Borç	2.50	7.52	-66.7%
Ticari Alacaklar	11.72	9.99	17.4%
Ticari Borçlar	6.46	5.55	16.4%
Stoklar	10.72	13.66	-21.5%
Özkaynaklar	91.28	84.33	8.2%
US\$/TL ort.	1,513,961	1,234,537	
US\$/TL dön.-sonu	1,647,654	1,446,510	



ADANA ÇİMENTO 2002 Sonuçları

göre %40 artış kaydetmiştir. Bunun neticesinde FVAÖK %18 daralarak USD21.1 mln olarak gerçekleşirken; FVAÖK marjı da %28.1'den %21.6'ya gerilemiştir.

2002 yılında Şirket'in tamamı yabancı para cinsinden Uzun ve Kısa Vadeli Finansal Borçları sırasıyla %67 ve %48 azalarak USD2.5 ve USD5.0 mln olurken, hazır değerler (banka ve menkul kıymetler) %26 daralarak USD20.1 mln'a düşmüştür. Sonuçta Şirket'in net nakit pozisyonu 2002 yılında 2001 yılına göre USD2 mln artarak USD12.6 mln'a çıkmıştır.

Şirket'in Oyak European Finance Plc. nezdinde bulunan 12,008,956 USD'lık mevduatının vadesi 15.03.2004 olup her yılın 15/03 ve 15/09 tarihlerinde faiz tahakkuk etmektedir. Şirket 2002 yılında buradan 3,101,415 mln TL faiz geliri elde etmiş olup net faaliyet dışı gelirleri 2002 yılında 2001 yılına göre %54 azalarak USD14.1 mln olarak gerçekleşmiştir. Finansman giderleri ise gerek banka borçlarının ödenmesi gerekse TL'deki değer kaybının 2001 yılına göre sınırlı kalması neticesinde %74 azalarak USD4.5 mln olarak gerçekleşmiştir.

Adana Çimento'nun iç talepteki daralma nedeniyle satışlarını ihracata yönlendirmesi brüt kar marjını aşağı çekerken, faaliyet giderlerinin artması ve TL'nin değer kaybının yavaşlaması sonucunda yabancı para cinsinden olan varlıklardan elde edilen faaliyet dışı gelirlerin düşmesi Şirket'in karlılığını olumsuz yönde etkilemiştir. Sonuç olarak Şirket'in net karı 2002 yılında 2001 yılına göre %13 azalarak USD18.3 mln'a olarak gerçekleşmiştir.

Beklentiler...

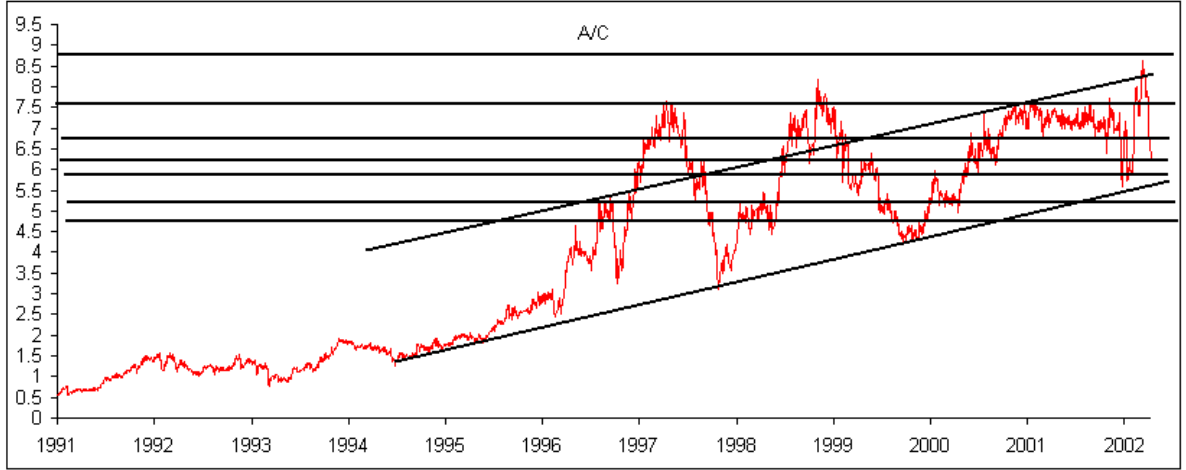
- İç piyasanın canlanması Adana Çimento'nun kar marjını önümüzdeki dönemde olumlu yönde etkileyebilecek en önemli gelişmedir. 2003 yılında Şirket'in çimento satışlarının sektördeki artışa paralel olarak %5'lik bir büyüme kaydedeceğini öngörüyoruz. Satışlardaki bu artışın yanısıra, iç ve dış satış kompozisyonunun, iç satışlar lehine artması karlılığa olumlu yönde yansımaktadır. Yurt içi çimento fiyatlarının ise 2003 yılında ortalama USD1-2 artış kaydedeceğini düşünürüz.
- Bölgedeki altyapı çalışmalarının (Adana Metro İnşaatı'nda 2 yıllık bir aradan sonra Ağustos 2002 yılında yeniden inşaat çalışmalarına başlanmıştır. Sugözü termik santral inşaatının ise şimdiki kadar %85'i tamamlanabilmiştir.) diğer bölgelere göre daha yoğun olması önümüzdeki yıllarda iç satışlara olumlu yönde katkı sağlayacaktır.
- Adana Çimento, Bolu Çimento ve Ünye Çimento ile birlikte hazır beton üretimi ve satışı konusunda yeni bir anonim şirketi kurucu ortak sıfatı ile kurmak için hazırlıklara başlamıştır. OYAK Grubu şirketleri olan Adana Çimento, Bolu Çimento ve Ünye Çimento hazır beton işletmelerini ve işletmelere ait duran varlıklarını kurulması planlanan şirkete aynı sermaye olarak devretmeyi planlamaktadır. Bu plana göre Adana Çimento en geç 2004 yılı başından itibaren hazır beton üretimi gerçekleştirmeyecektir. Hazır betonun toplam satış gelirleri içerisindeki payı yaklaşık olarak %25 olup 2004 yılından itibaren satış gelirlerinde bu oranda düşüş yaşanacaktır. Ancak Şirket'in atıl kapasiteyle çalışıyor olması, bu birleşme sonucunda operasyonel giderlerinde tasarruf sağlanmasına sebep olacaktır. Diğer taraftan Şirket'in çimento satışlarını da yeni kurulacak olan hazır beton tesisine yönlendirmesi cirodaki daralmayı telafi edebilir.
- Adana Çimento'nun limana olan yakınlığı, yurt içinde talep daralması olduğunda Şirket'in satışlarını yurt dışına kaydırması olanağını vermektedir. 2003 yılında çimento sektörünün 2002 yılına göre küçük de olsa bir toparlanma yaşayacağını tahmin ediyoruz. Bu nedenle Adana Çimento'nun da yurt dışı satışlarının toplam satış gelirleri içerisindeki payının %41'den %37'ye gerilemesini bekliyoruz. Bu etkenlere bağlı olarak 2003 yılında Adana Çimento'nun USD41.1 mln'u ihracattan olmak üzere net toplam USD109.3 mln satış gelirin'e ulaşacağını öngörüyoruz. FVAÖK ve Net Kar tahminlerimiz ise sırasıyla USD24.6 ve USD 23.2 mln'dur.

ADANA ÇİMENTO 2002 Sonuçları

İMKB Performansı...

Adana Çimento hisseleri 3 farklı tipte borsada işlem görmektedir. Gerek likiditenin yüksek oluşu, gerekse temettü hakları ve mevcut piyasa çarpanları gözönüne alındığında A tipi hisselerle yatırım yapılmasını tavsiye ediyoruz.

- Aşağıdaki grafikte Adana A ve C hisseleri arasındaki fiyat ilişkisi görülmektedir. Dolar bazında hesaplanan Adana A tipi hisselerin fiyatının C tipi hisselerin fiyatına bölünmesi yoluyla elde edilen grafikte, C tipi hisselerin 01/14/2003 tarihinde A tipi hisselerle göre 1991 yılından bugüne en düşük düzeyine geldiği görülmektedir. Bu tarihten itibaren ise Adana C hisseleri hızlı bir yükselişe geçerek dolar bazında %45 artış kaydetmiştir.



- Adana Çimento sektörde en çok iskonto ile işlem gören şirketlerden biridir. Yapmış olduğumuz tarihsel iskonto karşılaştırmasına göre, Şirket Düzeltmiş Firma Değeri/Klinker Üretimine göre sektör ortalamasının %54 altında işlem görmektedir. Şirket'in halihazırdaki piyasa değeri USD55 mln olup hedef piyasa değerimiz mevcut iskonto oranına bağlı olarak USD85 mln'dur. Adana A için "AL" tavsiyesinde bulunuyoruz.

02/19/2003	Düzeltilmiş FD/Klinker Üretimi	Düzeltilmiş FD/Çimento Kapasitesi	Düzeltilmiş FD/Çimento Üretimi	Düzeltilmiş FD/FVAÖK	Düzeltilmiş Firma Değeri/Satış
Şirket	35.54	17.24	36.74	2.55	0.57
Sektör ortlaması	76.9	41.0	79.9	6.5	1.7
iskonto/Prim	-54%	-58%	-54%	-61%	-65%
98-bugün ortalamaları					
Şirket	29.91	18.55	36.90	1.93	0.56
Sektör	98.3	47.8	88.9	9.0	1.8
Prim	-70%	-61%	-59%	-78%	-70%

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.