

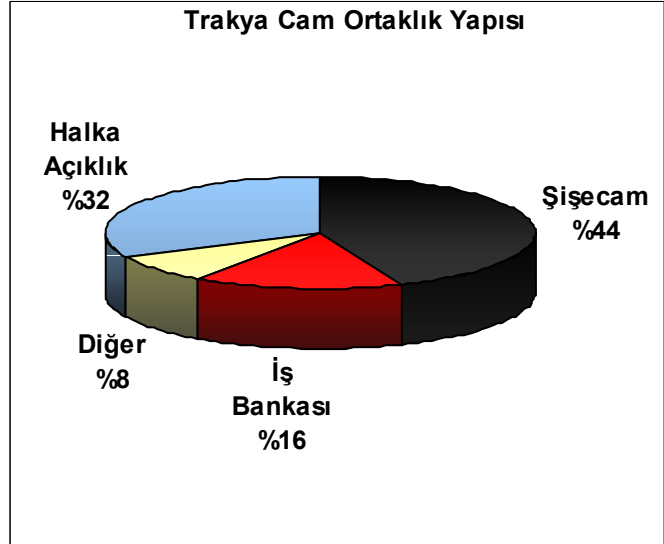
TRAKYA CAM (TRKCM.IS)

Cam

29 Mart 2002

Yatırım Tavsiyesi: Piy. Paralel
Piyasa Değeri: USD 315.6 Mln**Şirket...**

1981 yılında üretime başlayan Şirket, Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kontrolü altında bulunan Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları şirketler topluluğuna bağlı olan bir kuruluş olup, düzcam, otocamı, ayna ve lamine cam üretimi yapmaktadır. Şirket'in Kırklareli ve Mersin'de üretim tesisleri bulunmaktadır. Bu tesislerin üretim kapasiteleri sırasıyla; 200,000 ve 610,000 ton/yıl'dır. 2000 yılında Mersin Fabrikası'nda tamamlanan 4. Düzcam üretim hattının kapasitesi 210,000 ton/yıl'dır. Bu hattın üretime sokulmasıyla birlikte mevcut düzcam üretim kapasitesi 600,000 ton'dan 810,000 ton'a çıkmıştır. Şirket böylece Avrupa genelinde düzcam üretim kapasitesi içindeki payını %6'dan %7'ye çıkarmayı hedeflemektedir. Trakya Cam, iç pazarda düz cam alanında %85, otocam alanında ise %50'lik pazar payına sahiptir.

**Satışlar...**

Ekonomik krizden en çok etkilenen sektörlerin başında gelen inşaat sektörü, yapı kullanma izin belgesine göre, 2001 yılında 2000 yılına oranla %7.6 küçülmüştür. Bu sektörlere girdi sağlayan Şirket'in düzcam, lamine ve ayna satışları sırasıyla %9, %13 ve %8 gerileme göstermiştir. 2000 yılında %91 kapasite kullanımı ile üretim gerçekleştiren Şirket 2001 yılında düzcam üretim kapasitesinin %62'sini kullanabilmiştir.

Ana Satış Ton	2001/12	2000/12	Değişim
Düzcam	500,258	547,159	-%9
Otocam	12,636	18,562	-%32
Lamine	15,460	17,780	-%13
Ayna	91,240	98,980	-%8
Toplam	619,594	682,481	-%9

2001 yılında yaşanan ekonomik kriz otomotiv sektörünü olumsuz etkilemiş ve 2000 yılına göre toplam otomobil satışları %71 azalma göstermiştir. Bu durum Şirket'in otocam satışlarına da yansımış ve otomobil camı satışları 2001 yılında 2000 yılına göre %32 gerilemiştir.

Ekonomik durgunluğa bağlı olarak Şirket'in iç satış gelirleri %30 azalma göstererek USD185.5 milyon'dan USD129.3 milyon'a düşmüştür.

TL'deki değer kaybı hem Şirket'in geçen yıla göre daha fazla ihracat yapmasına olanak sağlamış hem de yurt içinde yaşanan durgunluğu aşma fırsatı vermiştir. Sonuçta ihracat gelirlerini %13 arttıran Trakya Cam USD82.4 milyon ihracat gelirin'e ulaşmıştır. Aynı zamanda ihracatın toplam gelirler içindeki payı 11 puan birden artarak %43'e çıkmıştır.

2001 yılında ton bazında ortalama satışlarda %9'luk bir azalma olmasına rağmen net satış gelirleri USD280 milyon'dan USD190.6 milyon'a düşerek %16 daralmıştır. Ortalama ton fiyatlarının 2001 yılında 2000 yılına göre %8 aşağıda oluşu ve toplam satışlar içindeki payı az olmakla birlikte daha pahalı olan otomobil camı satışlarının %32 gerilemiş olması bu daralmada rol oynamaktadır. Satışlara çeyrekler itibarıyla bakıldığında ise yılın ikinci yarındaki satışlar ilk yarısına göre yaklaşık %26 yukarıdadır.

Üretim Maliyeti... Camın üretiminde kullanılan hammaddelerin yurt içinden sağlanıyor oluşu devalüasyon sonrası Şirket'in maliyet yapısına olumlu yansımıştır. Böylelikle amortismandan arındırılmış net satılan malın maliyeti %20 azalma göstererek USD86.9 milyon'a düşmüştür. Amortisman hariç brüt kar marjı ise 2 puan artarak %54'e çıkmıştır.

(Milyon \$)	2001/12	2000/12	Değişim
Satılan Malın Maliyeti	99.3	142.9	-%30
- Amortisman	12.4	34.1	-%64
Net Satılan Malın Maliyeti	86.9	108.7	-%20
Net Satışlar	190.6	227.9	-%16
NSMM/Net Satışlar	%46	%48	
Amortisman Hariç Brüt Kâr Marjı	%54	%52	

Faaliyet Giderleri... Faaliyet giderleri, azalan satışlar neticesinde %32 gerilemiş olup net satışlar içindeki payı 4 puan azalarak %15'e düşmüştür. Kıdem tazminatından arındırılmış genel yönetim giderlerinin faaliyet giderleri içindeki payı ise 3 puan azalarak %13'e gerilemiştir. 2001 yılında 2000 yılına göre personel sayısında %4 azalma olmuştur.

(Milyon \$)	2001/12	2000/12	Değişim
Faaliyet Giderleri	29.3	43.5	-%32
Faal. Giderleri/Net Satış	%15	%19	
Paz, Satış&Dağ. Gid.	12.4	18.9	-%34
Genel Yön Giderleri	16.9	24.6	-%31
- Kıdem Tazminatı	5.2	6.1	-%15
Net Genel Giderler	11.7	18.4	-%36

Operasyonel Karlılık... Brüt karlılıktaki artışa ek olarak faaliyet giderlerinin kontrol altına alınmasıyla Trakya Cam'ın esas faaliyet karı %49 artarak USD61.9 milyon'a ulaştı. Operasyonel karlılığın önemli bir göstergesi olan FVAÖK Marjı 6 puan artarak %42 olarak gerçekleşmiştir. FVAÖK da %3 azalarak USD79.5 milyon'a düşmüştür.

(Milyon \$)	2001/12	2000/12	Değişim
Esas Faaliyet Kârı	61.9	41.6	%49
+ Amortisman	12.4	34.1	-%64
+ Kıdem Tazminatı	5.2	6.1	-%15
FVAÖK	79.5	81.8	-%3
Net Satışlar	190.6	227.9	-%16
FVAÖK Marjı	%42	%36	

Hazır değerler ve faaliyet dışı gelirler... 2001 yılı sonu itibariyle, Trakya Cam'ın kasa, banka ve menkul kıymet portföyü büyüklüğü yaklaşık 10.4 trilyon TL'dir. Bu tutarın 9.7 trilyon TL'lik kısmı menkul kıymetten oluşmaktadır. Satışların yurt dışı satışlarının artmasından ötürü yıl boyunca USD15 milyon civarında seyreden yurt dışı alacağı mevcuttur. Ayrıca 81.1 trilyon TL'sini bulan diğer alacaklar kaleminin 78 trilyon TL'lik kısmı topluluk içi şirketlerden olan alacaklardan oluşmaktadır. Şirket çoğunluğu yabancı para cinsinden olan alacaklarından ve banka mevduatından doğan kur farkı karı 8.4 trilyon TL'sidir.

Finansal Borç ve giderler... Şirket 04/1998 yılında başlayıp 01/2000 yılında üretime geçirdiği 210,000 ton/yıl kapasiteli 4. düzcam üretim hattı yatırımından doğan, 2001 yıl sonu itibariyle yaklaşık 4 trilyon TL kısa vadeli banka kredisi, 11.3 trilyon TL'si U.V. Kredilerin taksit ve faiz ödemeleri ve 30.9 trilyon TL'si uzun vadeli borç olmak üzere toplam 46.2 trilyon TL borç stoku mevcuttur. Borcun yaklaşık 32.2 trilyon TL'si (USD30.2 milyon) yabancı para cinsinden olup devalüasyondan sonra doğan kur farkı zararı yaklaşık olarak 38 trilyon TL'dir. Aynı dönemde şirketin finansman gideri %325 artış kaydederek 56.9 trilyon TL'ye çıkmıştır. 2000 yılı ile karşılaştırıldığında kısa vadeli banka borcu yaklaşık %60, uzun vadeli banka borcu ise %26 gerileme göstermiştir.

Yatırımlar... Şirket'in Trakya fabrikasında bulunan ikinci hat soğuk tamir ve modernizasyonu ve otomotiv camı üretim kapasitesini arttıran toplam USD58 milyon tutarında 2002-2004 yıllarını kapsayan yatırım kararı almıştır. Şirket Trakya Fabrikasında yapılmasını planlanan yatırımını %53 özkaynaklarından ve %47'sini yabancı kaynak ile finanse etmeyi planlamaktadır. Ayrıca Şirket Mersin-Tarsus Fabrikası tesisleri bünyesinde 2002-2003 yıllarını kapsayan 1.5 trilyon TL bedelle yenileme ve modernizasyon yatırımı yapma kararı almıştır.

Kârlılık... 2001 yılında Trakya Cam'ın maliyetlerde yaşanan avantaja ve faaliyet dışı gelirlerdeki artışa bağlı olarak vergi öncesi kârını USD38.3 milyon'dan USD54.7 milyon'a yükseltmiştir. Efektif vergi oranı Şirket'in yatırım indirimi istisnasından yararlandığı için %22 olarak gerçekleşmesi ile vergi sonrası net kâr USD28.8 milyon'dan USD42.6 milyon'a yükselmiştir.

Beklentiler... 2002 yılının ikinci yarısından sonra inşaat sektörünün ekonomik iyileşme göstergelerine uyumlu olarak canlılık kazanacağını tahmin ediyoruz. Her ne kadar inşaat sektöründeki canlanmanın düzcamlı satışlarına etkisi gecikmeli olsa da, yenileme talebi ve otocam talebindeki muhtemel artışın satışlara %10 civarında bir büyüme getirmesini bekliyoruz.

Hükümet'in Ek Taahhüt Alım Vergisi'nde 2001 yılının son iki ayında geçerli olmak üzere 6 puanlık indirimle gitme kararı, otomobil talebini öne çekmiş ve 2002 yılının ilk iki ayında araç satışının 2000 adette sınırlı kalmasına neden olmuştur. 2002 yılının ikinci yarısından itibaren satışlarda bir canlanmanın olacağını ve Şirket'in otocam satışlarının %10 artacağını bekliyoruz. Ortalama yurt içi ve yurtdışı fiyatlarda az bir düzelme olmasını beklemekteyiz.

Şirket'in 2002 yılında USD142.8 milyon iç satışlarından, USD84 milyon dış satışlardan olmak üzere toplam USD226.9 milyon net satış geliri, USD91.7 milyon Faiz, Vergi Amortisman Öncesi Kâr (FVAÖK)'a ve USD41.1 milyon Net Kâr'a ulaşacağını öngörüyoruz.

Sonuç olarak, her ne kadar hedef piyasa değerimize (USD378 mln) oranla iskontolu görünmese de yüksek ihracat potansiyelinin yanı sıra, iç pazardaki hakim konumu ve olası ekonomik canlanmadan olumlu etkileneceği öngörümüz ile Trakya Cam'ın "Piyasaya Paralel" bir performans göstereceğini düşünüyoruz.

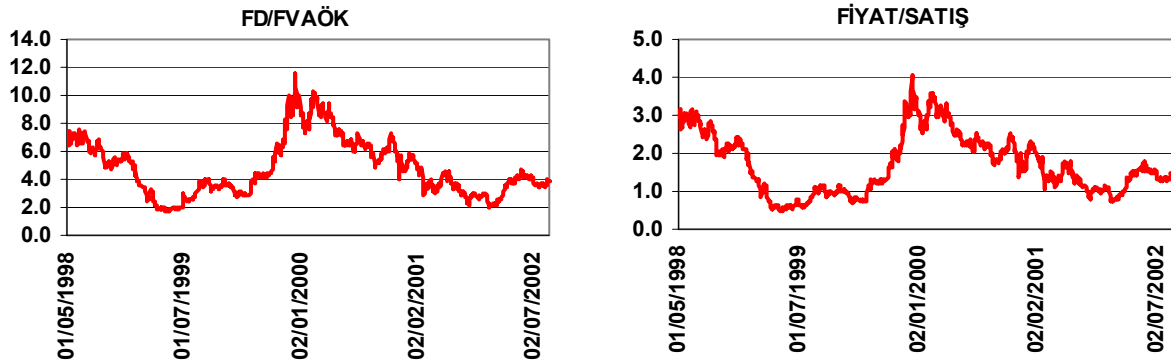
IMKB Performansı...

Şirket'in 29 Mart 2002 itibariyle USD315.6 milyon olan piyasa değeri 1998 yılı USD353.2 milyon ortalama değerinden %11, en yüksek değerine göre ise %66 iskontoludur.

Trakya Cam 1998'den bugüne ortalama USD353.2 milyon piyasa değeriyle işlem gördü. Hesaplamamızı uç değerlerin yanıltıcı etkisinden arındırmak amacıyla Şirket'in en yüksek piyasa değeri olan USD925.5 milyon'a ulaştığı 2000 yılı Ocak ayını ve yine ortalamanın üzerinde seyreden Şubat ve Mart aylarını analizimizin dışında tuttuk. Bu doğrultuda ortalama piyasa değeri USD331.1 milyon olarak hesaplanmaktadır. Trakya Cam'ın 29 Mart 2002 tarihi itibariyle piyasa değeri USD315.6'dır. Bu değer bizim hedef piyasa değerimiz olan USD378.1 milyon'a göre %17 iskontoludur.

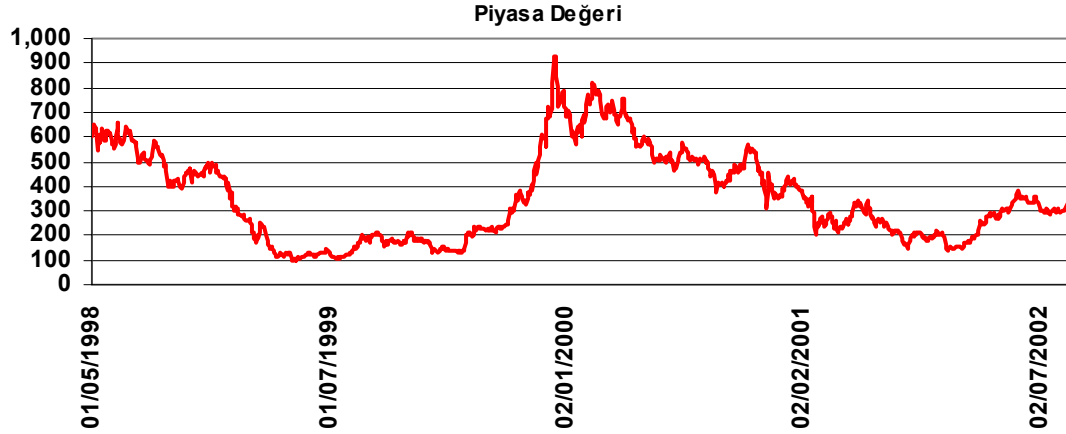
1998 yılından bugüne ortalama 4.81x FD/FVAÖK, 1.70x Fiyat/Satış rasyolarına ulaşmıştır. Ancak ortalama piyasa değeri analizinde olduğu gibi FD/FVAÖK ve Fiyat/Satış oranlarını hesaplarken 2000 yılının ilk üç ayını hesaplamanın dışında tuttuk ve böylece 4.5x ve 1.6x çarpanlarına ulaştık. Halihazırda Şirket'in FD/FVAÖK ve Fiyat/Satış oranları 3.77x ve 1.39x'dir. Bu değerler baz alındığında FD/FVAÖK ve Fiyat/Satış çarpanlarına göre sırasıyla %17 ve %14 iskontoludur.

Tablo 1: Firma Değeri/FVAÖK ve Fiyat/Satış Çarpanları



Kaynak: Strateji Menkul Değerler

Tablo 2: Trakya Cam Piyasa Değeri



Kaynak: Strateji Menkul Değerler

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 gösterilmmiştir. 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 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.S.'nin bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri, ortakları, hakkında rapor yazılan şirket ile danışmanlık niteliğinde zaman zaman doğrudan ya da dolaylı olarak birebir ilişkiye girmiş olabilirler 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.