

YASALARI BEKLERKEN

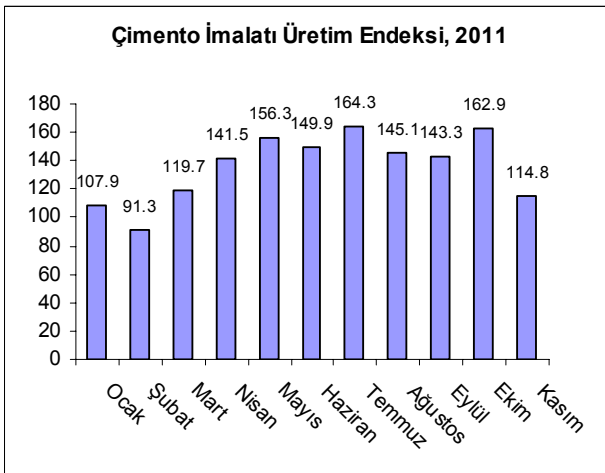
ÇİMENTO SEKTÖRÜ

2009 yılını oldukça yavaş geçiren inşaat sektörü, 2010'un bahar dönemi ile birlikte başladığı hareketli süreci 2011 yılında tavan yaparak kapatmış gözüküyor.

Gerek kamu ve özel sektör gerekse sanayi ve konut inşaatlarında yaşanan hızlı yükseliş sektörde ortalama %25'lik bir büyümeyi işaret ediyor. Konut alanında ise 2010 yılına göre %15'lik bir büyüme ile birlikte konut sektöründeki firmalar ideal kapasite kullanım oranı olan %80'lere ulaşmıştır.

Diğer taraftan Sanayi yapıları ve çelik sektöründe özellikle otomotivdeki yatırımların vermiş olduğu ivme ile önce kapasitelerin dolduğu bir ilk iki çeyrek ardından dünyadaki kriz beklentisinin neden olduğu yavaşlama sanayi yapılarında da etkisini gösterince yatırımlarda yaşanan ivme kaybı ve de son çeyrekte sanayi tesisleri konusunda firmaların ve yatırımcıların önlerini görmek istemeleri ile ağır hareket edilen bir dönem yaşadık.

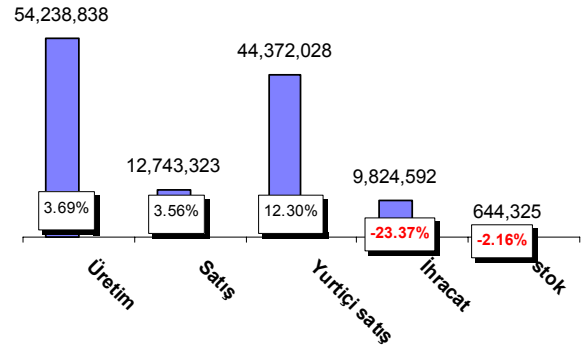
Türkiye Çimento Müstahsilleri Birliği verilerine göre 2011 yılının ilk 10 aylık döneminde toplam 54,2 milyon ton çimento ve 45,2 milyon ton klinker üretilirken, Çimento üretimi 2010 yılının ilk 10 aylık dönemine göre %3,69 oranında ve klinker üretiminin ise %4,4 oranında artış gösterdiği görülmektedir.



Kaynak TÇMB verileri

2011 yılının ilk 10 aylık dönemindeki satış rakamlarına baktığımızda ise 44,3 milyon tonluk çimentonun iç piyasaya satıldığı ve 9,8 milyon tonluk çimentonun ise ihraç edildiğini görmekteyiz.

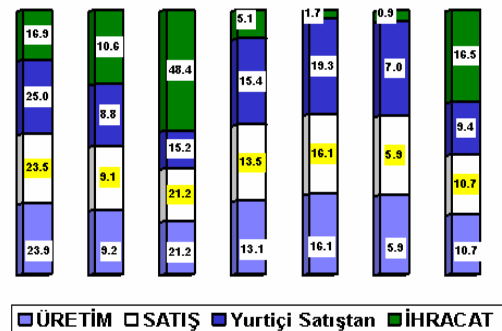
OCAK-EKİM ÇİMENTO VERİLERİ



Bölgesel bazda üretim ve satış miktarlarında ise değişmeyen gerçek bir kez daha gözler önüne çıkmakta üretim ve tüketimin en yüksek olduğu bölge yine Marmara bölgesi.

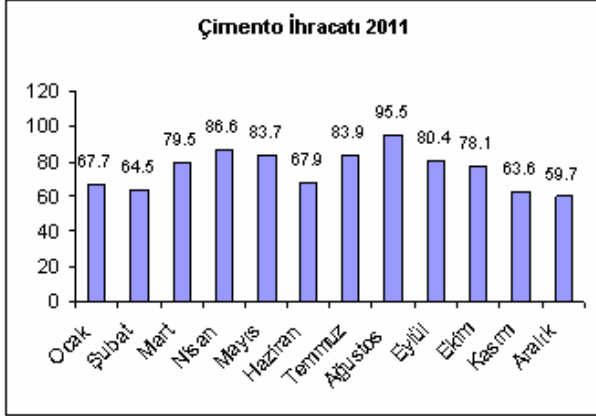
İlk 10 aylık süreçte Marmara bölgesinde toplam 12,9 milyon ton (%23,9) çimento üretilmiş ve 11,1 milyon ton (%24) çimento satışı (ihracat hariç) gerçekleştirilmiştir. Üretimde ikinci büyük bölge ise %21,2 ile Akdeniz olurken tüketimde ise istatistik değişmemiş yine ikinci büyük bölge %19,3 ile İç Anadolu bölgesi olmuştur.

BÖLGELERİN ALDIĞI PAYLAR %



YASALARI BEKLERKEN

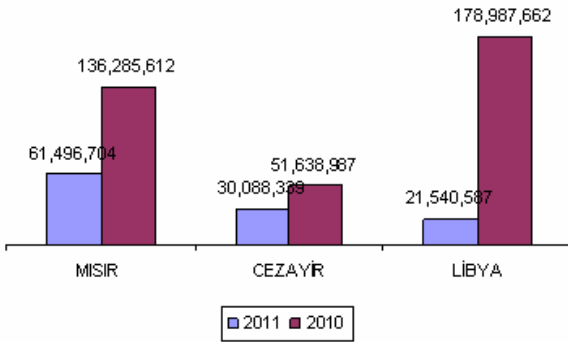
2011 yılında yurtdışı satışları beklentilerin üzerinde düşüş kaydetmiştir.



Kaynak:TIM

Özellikle Kuzey Afrika ve Ortadoğu ülkelerinde meydana gelen iç karışıklıklara karşın yurtdışı talepteki artış , yurtdışı satışlarda gerilemeye neden olurken, en çok gerileme başta Mısır olmak üzere , Libya ve Cezayir gibi ihracatımızın yüksek olduğu ülkelere görülmektedir.

İKTİDAR DEĞİŞİKLİKLERİ ÇİMENTO İHRACATINI VURDU



Orta Doğu ve Kuzey Afrika Bölgesi'ne gerçekleştirilen ihracat, toplam çimento ihracatının %70'inden fazlasını oluşturmaktadır. Kuzey Afrika'da politik ve Avrupa'da ekonomik sorunların çözümünün kısa vadeli olmamasından dolayı 2011'deki ihracat hacminin 2012'de %2.1 artışla 12,4 milyon ton olarak gerçekleşmesini beklemekteyim.

HAZIR BETON..

Türkiye'de hazır beton sektörünün, 2011'de yaklaşık % 10 oranında büyüdüğü tahmin edilmektedir. Bu büyüme performansı ile beton üretiminde Avrupa birinciliğini üst üste 3 yıldır korumaya devam eden Türkiye'yi Avrupa'da İtalya ve Almanya izlemektedir. Türkiye'de beton sektöründeki büyümenin 2012 yılı için de en az % 8 seviyelerinde devam etmesini beklenmektedir.

Betonu oluşturan malzemeler açısından da Türkiye, çimentoda, Çin, Hindistan ve Japonya'dan sonra en büyük 4'üncü üretici ve en çok ihracat yapan 3'üncü ülke konumunda bulunurken, yatırımların yeniliği ve sektörün genç yaşından dolayı da en genç ve en modern beton üretim ekipmanlarına sahiptir. Ülkemiz , yüksek pompalama oranlarından dolayı 5 bin aktif beton pompası ile en büyük araç ve ekipman parklarından birine sahip durumdadır.

2010 yılında 80 milyon metreküp beton üreten Türk hazır beton sektörü yıllık 150 milyon metreküplük beton üretim kapasitesiyle, Türkiye'nin tüm büyüme hamlelerinde inşaat sektörünün en sağlam kolu olarak hizmet etmektedir.

YASALARI BEKLERKEN

2012'de Çimento Sektörü

Yılı %10 büyüme ile kapatmayı bekleyen inşaat sektörü 2012 yi tedirgin karşılamaktadır. Sektör müteakabiliyet ve kentsel dönüşümde yasaının çıkmasını beklemektedir. Bu iki yasa çıkarsa sektörün 2012 yılı büyümesinin % 10 civarında, çıkmazsa sektörün büyümesinin %2,5'u geçmesini beklemekteyiz.

İnşaat sektörünün en önemli maliyet bileşeni olan demir malzemesinin fiyatlarındaki yaklaşık % 40'lık artış ve yine petrol ürünlerindeki % 20'ye yakın artış, inşaat maliyetlerinin yükselmesine sebep olacak ve 2011 yılının son çeyreği ve 2012 yılının ilk döneminde sektördeki gelişmeyi olumsuz olarak etkileyecektir.

Her halikarda 2012 yılında hem inşaattaki maliyet artışına paralel beklenen zamlar, hem de dışarıdaki krizin etkisiyle alınacak yeni tedbirler üreticilerin zorlu bir yıl geçireceğini göstermektedir.

Türk çimento üreticilerinin satış hacimlerini koruyabilmek amacıyla marjlarından fedakarlık etmek durumunda kalmasını, Doğalgaz alış ve satış fiyatları arasındaki %30'luk farkın da orta vadede azalarak, elektrik fiyatlarına yansıtacağını, elektrik fiyatlarının 2012-2014 yılları arasında yıllık %9'luk bir bileşik büyüme oranı kaydetmesi ile birlikte ve artan maliyetlerinin fiyatlara tam olarak yansıtılmayacağını ve bu nedenlerle çimento şirketlerinin marjlarında baskı yaratacağını düşünmekteyiz.

2012'de devam edecek talep ve cazip ihracat fiyatları ile yurtiçi çimento satış fiyatlarının enflasyon ile paralel oranda artmasını, Mevcut konut projelerinin de 1Y12'de devam edecek olmasının da etkisi ve daha öncelikli büyümenin konut talebinden daha çok altyapı projeleri ile desteklenmesini beklediğimden e 2012 yılında yurtiçi çimento satışlarının %4 oranında artmasını beklemekteyim.

İhracattaki azalmaya karşın yurtiçi talebin güçlülüğü sektörün KKO oranının 2010 yılındaki %83 seviyesinde %85'e çıkmasına imkan vermiştir. İhracattaki hafif çaplı düzelleme ve fiyatların desteklemesi ile birlikte 2012'de KKO'nun %87 seviyelerine çıkmasını beklemekteyim.

TÇMB'ye göre sektör maliyetlerinin %40'ını yakıt, %25'inin ise elektrik olmak üzere yaklaşık %65'ini enerjinin oluşturmakta ve yeni yürürlüğe giren elektrik tarifelerinin sektörü kötü yönde etkilediği özellikle gece tarifelerinde % 46.1 olarak gerçekleşen fiyat artışından şikayetçi oldukları bilinmektedir

Petrokok fiyatlarında 2011'in son çeyreğinde başlayan gevşemenin 2012'de devam etmesi ve kömürden petrokok'a geçen şirketlerin elektrik fiyatlarındaki yükselişe karşın bu yolla özellikle FAVÖK marjlarında 1-2 puan iyileşme görülmesini beklemekteyiz.

OVP'ye göre 2012'de %4 GSYH büyümesi beklenmektedir, büyüme dönemlerinde inşaat sektörünün oranı ortalamanın üzerinde gerçekleşmektedir

GAP ve DOKAP (Doğu Karadeniz Projesi) kapsamında altyapı yatırımları sürecektir. 5 yıl önce çimento kullanımının %17'sini sağlayan altyapı projelerinin toplamdaki payının %30 seviyelerine çıkmış olması ve altyapı projelerinin devamlılığı ile talebin süreceğini düşünüyoruz.

Kamu altyapı yatırımlarına özel sektörün katılımı artırılacaktır; bunun finansman kolaylığı ve hız getirmesi beklenmektedir.

İstanbul Finans Merkezi ve nükleer santral projeleri çimento talebini olumlu etkileyecektir.

Kentsel dönüşüm Depreme dayanıksız binaların yenilenmesi için yurtiçi çimento talebi orta vadede yüksek kalacak ve üreticilerin ihracat ihtiyacı azalacaktır

2013 Akdeniz olimpiyat oyunlarının Mersin'de yapılacak olması, 3. köprü projesi, otoyol ve elektrik enerjisi santral projeleri çimento sektörünü canlandıracak olan projelerdir.

Türkiye'de yenilenmesi gereken 8 milyon konut bulunması , 2B yasaının çıkması ile yeni arsa sahiplerinin yatırım yapabileceği ve mütekabiliyet konusunda yapılacak düzenlemeyle yabancı yatırımcıların Türkiye'ye daha çok yatırım yapar hale geleceği düşünmekte ve bu değişikliklerle, 2012'nin konut açısından hızını sınırlı yavaşlamasını beklemekteyiz. .

Hükümetin programında yer alan büyük ölçekli ve 2015'e kadar bitirilmesi öngörülen projelerin 4 yıllık periyotta önemli fırsatlar yaratmasını beklemekteyiz. Şu an Türkiye'de 500 kilometrenin üzerinde hızlı tren, 500 kilometre otoyol projesi yapım aşamasındadır. Hidroelektrik santrallerinin kurulu kapasitesi kadar daha yatırım şu an inşaat halindedir.

Diğer taraftan ; Önümüzdeki yıldan itibaren yurtdışı satışlarında tekrar toparlanıp artacağı tahmin edilmektedir. Özellikle Rusya'da düzenlenecek olan kış olimpiyatları, Brezilya'da yapılacak olan Dünya Kupası gibi etkinliklerin yanında Kuzey Afrika'da yaşanan siyasi değişikliklerle birlikte bu ülkelerde beklenen yeniden toparlanma çabaları ile birlikte çimento talebinin oldukça artması beklenmektedir.

İMKB'DE ÇİMENTO SEKTÖRÜ

Hisse Kodu	Fiyat (TL)	Hedef Fiyat	Piyasa Değeri		F/K			NET SATIŞ		FD/SATIŞLAR		FD/FAVÖK		NET KAR/ZARAR		Net Kar Marjı	Klinker kapasitesi (mn ton)	Çimento kapasitesi (mn ton)	FD/Klinker Kapasitesi Cari
			(mn TL)	(mn TL)	CARİ	2011T	2012T	9A10	9A11	2011T	2012T	2011T	2012T	9A10	9A11				
ADANA	3.67	5.00	323.62	339.21	5.40	9.00	8.50	129.36	131.21	2.10	2.00	8.30	5.50	27.13	31.83	0.24	2.3	5.5	280
ADBGR	2.58		213.28	227.90	5.34			86.24	87.47					18.09	21.22	0.24			
ADNAC	0.70		115.73	144.97	10.43			23.96	24.30					5.02	5.89	0.24			
AFYON	104.00		312.00	302.05	-			32.95	34.80					0.46	-4.27	-0.12	0.45	0.6	647.89
AKCNS	7.44	8.25	1,424.37	1,652.81	17.58	15.00	11.30	608.66	741.23	1.80	1.60	8.00	6.90	50.63	72.40	0.10	6.5	9	255.46
ASLAN	56.00		4,088.00	4,105.86	302.83			94.23	103.95					0.65	11.16	0.11	1.25	2.9	2858.37
BSOKE	1.36	1.50	107.10	74.13	25.27			48.54	64.05	1.00	1.00	5.10	5.20	5.47	4.71	0.07	0.9	1.2	77.12
BTCIM	5.98		423.62	356.81	18.59			235.18	269.88					10.49	18.20	0.07	1.5	2.2	229.37
BOLUC	1.46	1.61	209.12	200.08	10.20	14.00	14.50	100.81	132.99	1.40	1.40	10.90	11.30	8.63	15.27	0.11	1.5	3	128.61
BUCIM	4.48		474.05	500.63	11.32			298.58	395.31			9.80	10.30	5.54	36.31	0.09	1.4	2.9	350.04
CMEN	6.16		536.61	558.21	323.85			350.39	421.52					6.87	-11.85	-0.03	4.12	5.4	132.95
CMSA	8.78	11.20	1,186.04	1,419.01	9.62	7.40	8.40	526.07	610.08	1.70	1.70	5.60	5.70	85.67	105.34	0.17	4.95	6	281.76
GOLTS	54.75		394.20	443.44	55.36			141.01	183.00					2.91	5.38	0.03	2.05	2.7	211.04
KONYA	314.00		1,530.26	1,363.43	47.69			155.97	176.74					23.37	19.54	0.11	1.5	2.2	905.70
MRDIN	6.30	7.35	690.00	702.53	8.20	7.90	7.70	172.66	186.21	2.60	2.40			52.36	58.43	0.31	2	3	349.08
NUHCM	11.00		1,652.35	1,853.06	26.06			575.95	617.66					35.28	45.97	0.07	4.4	5.7	436.51
UNYEC	3.98		491.87	456.87	8.95			133.36	164.51					30.60	39.56	0.24	1.5	2.6	295.52

	Piyasa Değeri			Firma Değeri			Son 1 yıllık Getiri
	Geçen Yıl (mn TL)	Cari (mn TL)	%	Geçen Yıl (mn TL)	Cari (mn TL)	%	
ADANA	500.86	323.62	-0.35	510.00	339.21	-0.33	-29.33
ADBGR	286.03	213.28	-0.25	294.60	227.90	-0.23	-16.88
ADNAC	142.19	115.73	-0.19	159.33	144.97	-0.09	-6.31
AFYON	579.00	312.00	-0.46	561.55	302.05	-0.46	-46.04
AKCNS	1,500.95	1,424.37	-0.05	1,661.49	1,652.81	-0.01	1.50
ASLAN	3,662.64	4,088.00	0.12	3,699.47	4,105.86	0.11	10.55
BSOKE	134.66	107.10	-0.20	102.95	74.13	-0.28	-11.08
BTCIM	539.80	423.62	-0.22	471.10	356.81	-0.24	-22.36
BOLUC	242.07	209.12	-0.14	221.51	200.08	-0.10	-1.55
BUCIM	520.61	474.05	-0.09	539.93	500.63	-0.07	-1.38
CMEN	792.72	536.61	-0.32	784.63	558.21	-0.29	-34.47
CMSA	1,377.86	1,186.04	-0.14	1,481.57	1,419.01	-0.04	-13.50
GOLTS	509.40	394.20	-0.23	548.70	443.44	-0.19	-27.68
KONYA	1,189.12	1,530.26	0.29	1,050.07	1,363.43	0.30	6.86
MRDIN	874.00	690.00	-0.21	862.90	702.53	-0.19	-9.82
NUHCM	1,952.78	1,652.35	-0.15	2,064.23	1,853.06	-0.10	-8.71
UNYEC	568.50	491.87	-0.13	513.50	456.87	-0.11	3.35

Son 1 yıllık dönemde İMKB Çimento sektöründeki 17 şirketten sadece 4 tanesinin Aslan, Konya, Ünye ve Akçansa Çimento'nun pozitif getiri sunduklarını görmekteyiz.

Piyasa değeri olarak baktığımızda sektörün %7,81 değer kaybı ile toplam piyasa değerinin 14,172 mn TL'ye gerilediğini görmekteyiz. Hisse bazında ise piyasa değerini artıranlar sadece Konya ve Aslan Çimento.

Yine son bir yıllık dönemde İMKB çimento sektörünün firma değerlerinde %5,32 düşüş gözlemlenirken, Piyasa değerindeki gibi yine sadece Konya ve Aslan Çimento'nun firma değerlerinde %30 ve %11'lik artış dikkat çekmektedir.

Sektörün net borç/nakit kompozisyonunun ise 95 mnn TL borç'dan 528 mn TL'e borca yükseldiğini görmekteyiz. Nakitte olan şirketlere baktığımızda ise Konya (166 mn TL), BTCIM(66 mn TL), BSOKE (33 mn TL), UNYEC (35 mn TL) ev AFYON (9,9 mn TL), BOLUC (9 mn TL) görürken Cimsa, Akçansa ve Nuh çimento 200 mn TL üzerinde borçlarıyla dikkat çekmektedir.

Net döviz kompozisyonlarında ise yıllık bazda 72 mn TL short pozisyonun 235 mn TL'ye çıktığını görmekteyiz. Hisse bazında ise BTCIM (50 mn TL), BSOKE (21.5 mn TL), MRDIN (12,5 mn TL) döviz de long pozisyonları ile 4Ç11'de kendilerine avantaj sağlarken, NUHCM (149 mn TL), GOLTS (79 mn TL), CMEN (72 mn TL) yüksek short pozisyonları ile dikkat çekmektedir.

ALT YAPI YATIRIMLARI FIRSAT, ŞİRKETİN YATIRIMI BASKI NEDENİ OLABİLİR

Adana Çimento'nun 3Ç11 döneminde açıkladığı 18,9 mn TL'lik net kar piyasa beklentisi 14 mn TL'nin %35 üzerinde gerçekleşerek şirketin yılın ilk dokuz ayında 59 mn TL'lik kar rakamına ulaşmasına imkan vermiştir. Şirketin karlılığın artışı hem çimento fiyatlarındaki artış hem de yüksek seyreden yurtiçi talep ana etmenlerdir.

Şirketin satış gelirleri çeyrek bazlı yıllık %12 artış kaydederek 88 mn TL'ye ulaşmasında ihracat gelirlerinin %5 azalmasına karşın yurtiçi gelirlerdeki %17'lik artış ki bunda da bölgedeki alt yapı projeleri için artan çimento talebi ana etmen olarak karşımıza çıkmaktadır.

Güçlü operasyonel performans neticesinde brüt kar marjının %34 seviyelerine ulaşması ile birlikte 3Ç11 FAVÖK değeri de geçen yıla göre %45'lik artışla 26 mn TL'ye ulaşmıştır.

Hem güçlü operasyonel performans hem düşük hammadde maliyeti sayesinde beklentiler üzerinde performans gösteren Adana Çimento'da Bölge'de ağırlıklı altyapı yatırımlarında yoğunlaşılması, Mersin özelinde hem nükleer enerji santrali yapılmasının planlanması hem de Akdeniz oyunlarına 2013 yılında ev sahipliği yapacak olması olumlu etmenler olarak karşımıza çıkarken, şirketin 2011'den 2012 yılına ertelediği klinker kapasitesini 2.3 milyondan 3.3 milyona çıkaracak yatırımını (80 milyon dolar seviyesinde) %70 borç ile finanse edilecek olması nakit akışlarında negatif bir seyir gösterme riski taşıdığından hisse üzerinde baskı yaratabilir.

Bu'da 2012 tahminimize göre 5,5 FD/FAVÖK ve 8.5 F/K çarpanı uluslararası benzerlerine göre % 21 ve %16 iskontolu işlem gören Adana Çimento 3,67 TL'lik işlem fiyatına karşılık 5 TL'lik hedef fiyatımız %26 iskonto içerdiğinden TUT yönünde tavsiyede bulunmaktayız.



MAALİYET AVANTAJI, ALT YAPI YATIRIMLARI KATALİZÖR

ÇİMSA...

Çimsa 9A11'de yıllık bazda maliyet artışlarının çimento fiyat artışın altında kalmasının olumlu etkisiyle birlikte karını %23'lük artışla 105mn TL'ye çıkarmıştır. Genel olarak baktığımızda satışlardaki artış ve operasyonel karlılığın artması da şirketin karlığına olumlu yansıyan etmenler arasında yer almaktadır.

Çimsa , Mersin, Kayseri, Eskişehir, Niğde ve Ankara'daki 5 fabrikada çimento üretimi yaparak yılda yaklaşık 5 milyon ton çimento üretimi yapmakta ve satışlarının %70'inden fazlasını yurtiçine kalanını ise 46 ülkeye ihraç etmektedir.

Çimsa yurtiçi satışlarını %22 ve yurtdışı satışlarını %39'luk artırmayı başarmıştır. Şirketin fabrika lokasyonlarının Doğu ve Güneydoğu'ya yakın oluşu ve bu bölgede çimento tüketiminin yarısından fazlasını alt yapı kaynaklı olması, olası gayrimenkul sektöründeki daralmadan oldukça sınırlı etkilenmesine imkan sağlayacaktır.

Satılan malın maliyetinin %25'ini oluşturan elektrik ve %36'sını oluşturan yakıt giderini, devam eden 2 adet sürdürülebilirlik projesi ile azaltacak olan Çimsa, bu projelerin 2012'nin başlarında kullanıma hazır olması ile yaklaşık 11 mn TL arasından enerji tasarrufu sağlamasıyla hem maliyetlerinde rakiplerine göre avantaj yaratacaktır.

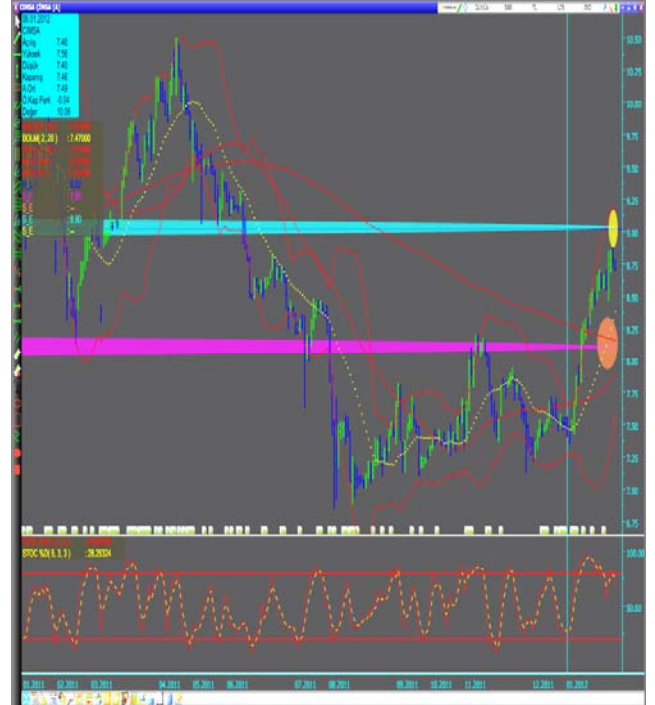
Gelirlerinin %76'sını çimento sektöründen(kalanı hazır beton) elde eden Çimsa'nın, hazır beton faaliyetlerinden yüksek olan çimento sektörü esas faaliyet kar marjı ve net kar marjının ,şirketin genel net kar marjında iyileşmesini yardımcı olduğunu görmekteyiz.

Şirketin Ortadoğu ve Kuzey Afrika'daki olumsuzlukları Rusya gibi bölgelere ihracatını artırması ile karşıladığını görmekteyiz. Ortadoğu ve MENA bölgesinde istikrarın sağlanmaya başlaması ve Rusya ihracatının 2012 yılında şirketin ihracatında 2012 yılında %3 seviyesinden artmasına imkan tanınmasını ve 2012 yılında Çimsa'nın konsolide çimento satış hacminde %6 oranında artış beklemekteyiz.

Diğer taraftan elektrik maliyetlerindeki %15'lik fiyat artışı beklentimizle birlikte Çimsa, hem yakıt maliyetindeki tasarruf hem satış hacmindeki artış hem de çimento satış fiyatlarını artırmasına karşın FAVÖK marjında tahminimize göre 1 puanlık daralma ile karşılaşacaktır. Fakat Çimsa 2012T %25'lik FAVÖK marjı ile en karlı şirketlerden biri olmayı da sürdürecektir.

Şirket 2012T 5,7x FD/FVAÖK ve 8.4x F/K çarpanları ile uluslararası benzerlerine ortalama 6,4 FD/FAVÖK ve 10,1x F/K çarpanlarına göre %11 ve %17 iskontolu işlem görmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları ve uluslar arası benzer şirket çarpanlarına %50'şer ağırlık verdiğimiz değerlememizde Çimsa için 11,20 TL'lik hedef fiyatımıza ulaşmaktayız. Mevcut 8,60 TL fiyatına göre %23 iskonto içeren ÇİMSA için ALIM yönünde tavsiyede bulunmaktayız.



AKÇANSA

Marmara ve Karadeniz bölgesindeki alt yapı yatırımlarından , özellikle Marmara bölgesinin güçlü konut talebi ve fiyatlardaki olumlu trendlerden en çok fayda sağlayan şirketlerden biri de Akçansa olmuş oluşan iyi fiyatlama ortamı sayesinde şirket satışlarını 9A10 döneminde göre %22 artmıştır.

İhracatın toplam satışlar içindeki payının 3Ç11 ile %16 seviyesinde olması da şirketin Kuzey Afrika ve Ortadoğu'daki sorunlardan sınırlı etkilenmesine imkan tanımıştır.

Çanakkale limanı ve Heidelberg Cement'in bağlantılarından da yararlanmaya başlaması ile Rusya'daki fiyatların bölgedeki ülkelerden daha yüksek olmasının ve MENA bölgesindeki karışıklığın yarattığı olumsuzluğu, nakliye maliyetlerine rağmen Arjantin ve Brezilya'daki fiyatların karlı olması ile karşılması da şirketin ihracatta alternatif kanallarla dengelemeyi sağlayacağını göstermektedir.

Arjantin ve Brezilya'nın yanında Batı Afrika satışları ile Akçansa'nın AB bölgesindeki yavaşlama ve MENA bölgesindeki karışıklardan sınırlı etkilenmesi , ihracatın toplam gelirler içinde payının 2012 yılında %21 seviyesine yükselmesini beklemekteyiz.

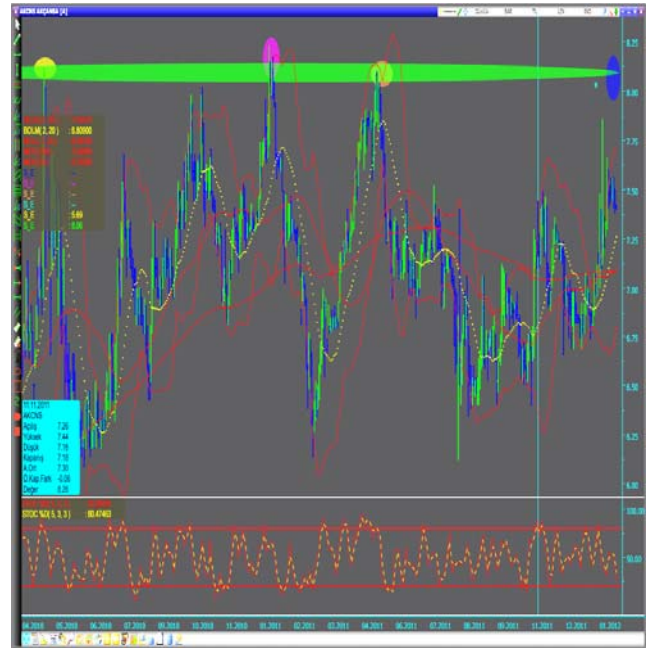
Şirketin karlılığı düşük seyreden petrol koku fiyatlarından da kaynaklanan, düşük üretim maliyeti elde etmesi FAVÖK marjının 2011'in üçüncü çeyreğinde %23,6 seviyesine ulaşmasına yardımcı olmuştur.

Akçansa, alternatif yakıt ve hammadde kullanımından, Türkiye çapında gerek atık yağların gerekse atık lastiklerin otomatik olarak beslenmesini sağlayan özel dizayn atık besleme sistemlerini kuran ilk fabrika olma özelliğini taşıyan Akçansa Büyükçekmece Fabrikası'nda alternatif yakıt kullanımı kontamine atık ve benzeri diğer atıkların da yakılması ile artarak sürmektedir.

Diğer taraftan Eylül sonunda devreye giren Çanakkale fabrikasındaki atık ısı geri dönüşüm tesis ile Akçansa'nın hem elektrik tüketimi düşecek hem de gece elektrik tarifesine yapılan yüksek zamdan etkilenmeyecektir. Zaten şirketin kömür kullanımından petrokok kullanımına geçmesi ve düşük petrokok fiyatları da şirkete ek maliyet avantajı da sunmaktadır.

Kentsel dönüşüm projesinden faaliyet bölgesine yakınlığı nedeniyle de Akçansa olumlu etkilenmesini, Maliyet tarafında elde ettiği avantajlarla birlikte şirketin hem satış hem de faaliyet karlılığının sürdürülebilir olmasını sağlamasını beklemekteyiz.

Değerlememizi yaparken hem uluslar arası benzer şirket çarpanı hem de indirgenmiş nakit akımları analizimize %50'şer pay vererek 2012 yılı için hedef fiyatımızı 8,25 TL olarak bulduk. Akçansa 2012T 6,9 FD/FAVÖK ve 11,3 F/K çarpanı ile uluslar arası benzerlerine göre sırasıyla %7 ve %9 primli işlem görmektedir. Bu'da şirketin hem satış hacminin hem de karlılığın yükselmesine karşın mevcut fiyatlarda yeterince ucuz olmadığını değerlememize göre %9 iskonto içermesinden dolayı TUT yönünde tavsiyede bulunmaktayız.



M. Baki ATILAL
Araştırma, Müdür
m.baki@turkishyatirim.com
+ 90 212 315 1071

Araştırma Bölümümüzün Hazırladığı Diğer Raporlarımıza
www.turkborsa.net
www.turkishyatirim.com
adreslerinden ulaşabilirsiniz.

ÇEKİNCE :

Bu rapordaki bilgi ve fikirler Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Turkish Yatırım bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analist/ler görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.