

ADEL

ADEL

Ekonomideki daralma şirketin üretim ve satışlarının miktarsal bazda azalmasına neden olmasına karşın satış gelirleri geçen yılın aynı dönemi ile hemen hemen aynı kalmıştır.

2011/03	2011/06	2011/09	2011/12	2012/03
F/K				
7.36	7.74	7.74	9.89	11.49
PD/DD				
1.99	2.20	2.18	2.81	2.67
FD/DD				
1.93	2.64	2.81	2.74	2.89
CARİ ORAN				
1.78	1.84	1.82	5.94	1.55
PİYASA DEĞERİ				
164,981,250	185,062,500	207,112,500	256,725,000	255,150,000
KAR/ZARAR				
7,706,376	18,565,984	29,582,684	25,964,758	3,955,108
SATIŞLAR				
37,272,475	85,010,905	128,293,484	136,123,044	32,636,644
SMM				
19,058,811	44,697,785	64,879,607	68,996,586	17,589,944
SATIŞLAR/SMM				
51%	53%	51%	51%	54%
EFK				
9,959,145	24,799,603	40,397,901	37,281,811	6,072,218
SATIŞ/KAR				
20.7%	21.8%	23.1%	19.1%	12.1%

Oranlara baktığımızda ise F/K'nın 7,36'dan 11,49'a PD/DD'nin 1,99'dan 2,67 çıktığını fakat satışların kardan aldığı payın %20'den %12 ve cari oranının da 1,78'den 1,55'e gerilediğini görmekteyiz. Karın azalırken piyasa değerinin %54 artış kaydetmesi ve yılbaşındaki değer hâlen korunması şaşırtıcı.

Şirket 2008 yılında %58, 2009'da %85 ve 2010'da da %112 brüt temeüüt dağıtmasıyla yatırımcıların tercih ettiği hisseler arasında yer almıştır.

Şirket hakkında tavsiyemiz bulunmamaktadır.

ÇELEBİ

ÇELEBİ;

Şirket 1Ç11'de 6.8mn TL zarar etmişti. Çelebi 1Ç12 cirosunu ve FAVÖK'ını sırasıyla yıllık %29 ve %20 artırmayı başarırken, bu büyüme temelde yer hizmetleri segmentinin performansı ile gerçekleşti.

Pegasus'un S.Gökçen Havaalanında müşteri portföyüne katılması ile hizmet verilen uçak sayısını yıllık %34 büyüten Çelebi, kötü hava koşulları nedeniyle artan de-icing talebinden de önemli gelir sağladı. Ancak Hindistan kargo operasyonunun kötü sonuçları konsolide rakamları da etkiledi.

2011/03	2011/06	2011/09	2011/12	2012/03
F/K				
38.35	26.17	19.79	60.56	44.44
PD/DD				
5.56	8.12	4.50	11.72	12.83
FD/DD				
6.60	10.27	6.08	17.73	19.83
CARİ ORAN				
1.43	0.99	1.05	1.18	1.30
PİYASA DEĞERİ				
598,995,000	653,670,000	460,485,000	461,700,000	460,485,000
KAR/ZARAR				
-5,880,957	4,063,213	24,012,175	3,647,757	-3,086,410
SATIŞLAR				
85,348,302	193,557,649	343,612,417	472,753,336	109,849,791
SMM				
71,115,531	138,712,753	225,554,172	344,763,642	93,068,766
SATIŞLAR/SMM				
83%	72%	66%	73%	85%
EFK				
-3,871,560	16,410,814	57,778,767	45,813,939	-3,725,661
SATIŞ/KAR				
-6.9%	2.1%	7.0%	0.8%	-2.8%

Hindistan'ın Mumbai şehrindeki Chhatrapati Shivaji havalimanında (CSIA) iç hatlar kargo terminalinin inşaatı, geliştirilmesi ve 12 yıl süre ile işletilmesi için açılan ihaleye teklif verdi.

Çelebi ihale için CSIA havalimanında yer hizmetleri veren iştiraki Celebi NAS GH'nin ortağı olan NAS Aviation Services ile bir konsorsiyum oluşturdu. CSIA havalimanının mevcut iç hatlar kargo tonajı yıllık yaklaşık 270bin tondur (2011 itibarıyla Türkiye'nin tüm iç hat kargo tonajının yaklaşık yarısı).

ÇELEBİ

İhale kapsamında CSIA'da inşa edilecek iç hatlar yeni kargo terminalinin büyüklüğü, yaklaşık 10.000 m2 ve 300bin ton kapasiteli olacaktır.

Hindistan'da beklenen yasanın (yer hizmetlerini düzenleyen) uygulamaya geçmesi ve Mumbai kargo ihalesinden çıkabilecek olası bir olumlu sonuç kısa vadede hisseyi yukarı yönlü taşıyacak katalizörlerdir. Mevcut durumda Hindistan operasyonlarının baskı altına aldığı hisse hedef fiyatımız 20 TL'dir.

CLEBI Newco Airport Services'in İspanya'da dört havaalanında bulunan varlıklarını ve lisans haklarını Tasfiye Kurumu'ndan 1.5mn EUR nakit ve şirketin 2014 yılına kadar ödenecek 4mn EUR 'luk leasing borçlanmalarının devralınmasını içeren teklifin kabul edildiğini açıkladı. İspanya'nın Barselona, Santiago, Oviedo ve Vigo şehirlerinde bulunan havaalanlarının Çelebinin hacmine %8 katkı yapması beklenmektedir. Diğer taraftan ise bu dört havaalanında 2011'de toplam 355bin uçuşa hizmet verilmiş olması da Çelebi'nin İspanya'da pazar payını artırmasına neden olacaktır.

Bu gelişme Çelebinin finansallarını olumlu etkileyecektir. Zaten geçtiğimiz hafta'da Hindistan Mumbai'deki CSIA'nın dış hatlar kargo terminalinin genişletilmesi, modifikasyonu ve 24 yıl süre ile işletilmesi için açılan ihaleye teklif vermesi ki CSIA havalimanının mevcut dış hatlar kargo tonajı 2011 itibariyle tüm dış hatlar kargo tonajının 1/3'ü dür. Yine Nisan ayında da aynı havaalanının iç hatlar kargo terminalin inşaatı, geliştirilmesi ve 12 yıl süreyle işletilmesi için teklif vermişti ki bu havalanının mevcut kargo taonahı Türkiye'nin tüm iç hatlarının yarısı kadar olan 270K tondur, bu iki operasyonla 1Ç12'deki yurtiçi başarılı operasyonları gölgeleyen Hindistan kargo operasyonlarının olumsuz etkilerinin silinmesini beklemekteyiz.

Hindistan operasyonlarının baskı altına aldığı hisse için 20 TL hedef fiyatımızla TUT yönünde tavsiyede bulunmaktayız.

DEVA
DEVA

2012 yılının ilk üç aylık sonuçlarına göre, Türkiye ilaç pazarında 3,7 milyar TL değerinde 458,3 milyon kutu ilaç satışı gerçekleşmiştir. Pazar, bir önceki yılın aynı dönemine göre kutu olarak %0,1 oranında büyüme, TL olarak ise %7,6 oranında küçülme kaydetmiştir.

2012 yılının ilk üç ayında, Deva Holding kutu bazında 22,7 milyonluk IMS satışı ile 2011 yılının aynı dönemine göre %14,2'lik, TL bazında ise 132,9 milyon TL IMS satışı ile 2011 yılının aynı dönemine göre %25,3'lük küçülme kaydetmiştir.

Deva Holding'in, 2011 1. çeyreğinde %5,8 olan kutu pazar payı, 2012 1. çeyreğinde %5'e inmiş; kutu sıralamasında ise 4.lük korunmuştur. 2011 1. çeyreğinde %4,5 olan TL pazar payı, 2012 1. çeyreğinde %3,6'ya inmiş; sıralamada ise 5. sıradan 7. sıraya inmiştir.

2012 yılının ilk üç ayında Türk ilaç pazarının kutu bazında ilk 100 ürünü içerisinde Deva'dan sırasıyla Amoklavın, Dikloron, Cefaks, Devit D3 ve Dilatrend girmiştir.

Geçen seneki 21,6 mn TL'lik diğer faaliyet gelirleri de olmayınca şirketin faaliyet karı %64'lük azalışla 34 mn TL'den 12,3 mn TL'ye gerilemiştir. Vergi öncesi kar kurdaki gerileme ile desteklenmeye çalışılmış olsa bile karın %50'lik azalışla 14,5 mn TL'den 7,30 mn TL'ye gerilemesi engellenememiştir. Şirket için olumlu görünen nokta ise satışların kardan son dört çeyrekteki en yüksek değer olan %7,3'lük pay almasıdır.

Şirket hakkında tavsiyemiz bulunmamaktadır.

2011/03	2011/06	2011/09	2011/12	2012/03
F/K				
59.86	-	-	-	-
PD/DD				
1.51	1.35	0.98	1.14	1.24
FD/DD				
2.09	1.92	1.61	1.75	1.83
CARİ ORAN				
1.50	1.53	1.44	1.37	1.32
PİYASA DEĞERİ				
534,809,848	496,000,000	348,000,000	392,000,000	436,000,000
KAR/ZARAR				
14,589,314	7,203,767	-4,091,185	-15,633,955	7,296,059
SATIŞLAR				
115,917,621	226,211,561	325,263,535	404,973,563	99,663,622
SMM				
68,802,689	138,606,504	206,076,086	268,446,616	62,196,477
SATIŞLAR/SMM				
59%	61%	63%	66%	62%
EFK				
13,177,605	16,968,752	19,456,570	-6,964,869	10,818,489
SATIŞ/KAR				
12.6%	3.2%	-1.3%	-3.9%	7.3%

ÇİMSA

CİMSA ;

Şirket 1Ç'de 7 milyon TL net kar açıklayarak, hem geçen yıl elde edilen 15 milyon TL'nin hem de piyasa beklentisi olan 12 milyon TL net karın oldukça altında kaldı. Karın düşük gelmesinin nedeni ise; 6 mn TL'lik net faiz gideri ve operasyonel faaliyetlerdeki zayıflık oldu.

Çimsa'nın satış gelirlerinin dağılımı incelendiğinde yurtiçi satışlarda gerileme yaşandığı görülmektedir. bu dönemde yurtiçi satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %18 gerileme göstererek 90,8 milyon TL olmuştur. VAFÖK marjı 1Ç12'de yıllık bazda artan enerji fiyatları sebebiyle geçen yılki %22,9 seviyesinden % 19.1'e geriledi.

Çimento şirketleri için kış aylarının durgun olması ve canlanmanın ikinci çeyrek dönemde meydana geliyor olması mevsimsel etki kaynaklı olduğundan ilk çeyrek performansı net sonuçlar içermemektedir.

Yaptığımız revizyonları takiben Çimsa' için hisse başına hedef fiyatımız 9.62' TL tavsiyemiz TUT yönündedir.

2011/03	2011/06	2011/09	2011/12	2012/03
F/K				
13.54	10.89	8.24	8.26	10.53
PD/DD				
1.58	1.40	1.16	1.19	1.31
FD/DD				
1.71	1.70	1.43	1.45	1.56
CARİ ORAN				
1.65	1.05	1.13	1.10	1.07
PİYASA DEĞERİ				
1,371,107,086	1,169,831,268	1,015,835,004	1,018,536,693	1,215,759,978
KAR/ZARAR				
15,251,292	57,884,831	105,001,977	123,395,490	7,220,729
SATIŞLAR				
148,855,180	383,032,328	610,077,740	800,938,697	131,923,333
SMM				
115,286,012	286,366,192	443,043,599	594,007,548	106,764,733
SATIŞLAR/SMM				
77%	75%	73%	74%	81%
EFK				
24,244,882	77,596,640	138,746,874	164,796,808	14,435,017
SATIŞ/KAR				
10.2%	15.1%	17.2%	15.4%	5.5%

KORDSA

Dünyanın en büyük naylon ve polyester lastik takviye malzemeleri tedarikçilerinden biri olan Kordsa Global, küresel ekonomideki toparlanma süreci ve hammadde fiyatındaki dalgalanmayı küresel bir şirket olma avantajını kullanarak 2012 yılı üç aylık döneminde başarıyla karlılığını arttırarak sonuçlarına yansıtmiştir.

Kordsa Global 2012 yılı üç aylık döneminde satışlarını %3,95 artışla 399 mn TL'ye çıkarırken, satışların maliyetindeki %4,27'lik artış sonucunda brüt kar marjındaki daralma ve faaliyet giderlerindeki %27'lik artış, şirketin net esas faaliyet karının da %17,62'lik azalışla 41,2 mn TL'den 34 mn TL'ye gerilemesine neden olmuştur.

13 m TL'lik temettü geliri faaliyet karının %7,83'lük azalışla 41 mn TL olarak gerçekleşmesine imkan vermiştir. Bu gelişmeler neticesinde şirketin dönem karı %15 ve ana ortaklık karıda %20 azalış kaydetmiştir.

Geçen sene 11,5 mn TL olan döviz yükümlülüğünün bu sene 120 mn TL'ye çıkması şirketin kur farkı giderinin artmasına karlılığın baskılanması neden olacaktır.

Şirketin yıl sonunda 7,36 F/K oranı 1Ç12'de 10,08 seviyesine çıkarken, geçen yıl bu oran 13,53'dü. Şirketin şu anda 1,17x olan Firma değeri /Defter değeri şirketin şirketin 1,18 olan ortalamasına yakın durumdadır.

2012 yılında rekor yatırım hedefleyen şirket, en entegre ve gelişmiş tesisi olan Türkiye'ye 13 milyon dolar tutarında ek kapasite yatırımı yapacağını açıklamıştır.

2011/03	2011/06	2011/09	2011/12	2012/03
F/K				
13.53	11.14	9.89	7.36	10.08
PD/DD				
0.98	1.09	0.88	0.70	0.88
FD/DD				
1.16	1.36	1.18	1.03	1.17
CARİ ORAN				
1.95	1.92	1.89	1.86	1.96
PİYASA DEĞERİ				
809,240,956	925,958,402	787,842,758	645,836,532	820,912,701
KAR/ZARAR				
34,674,800	64,119,109	85,798,560	97,304,454	29,323,197
SATIŞLAR				
382,064,594	772,346,221	1,198,524,554	1,627,181,679	395,746,183
SMM				
312,631,045	645,295,955	1,004,648,217	1,369,851,063	325,980,170
SATIŞLAR/SMM				
82%	84%	84%	84%	82%
EFK				
41,257,389	67,924,467	102,479,155	129,487,507	33,989,333
SATIŞ/KAR				
9.1%	8.3%	7.2%	6.0%	7.4%

BURSA ÇİMENTO

BURSA ÇİMENTO

Zorlu geçen bir çeyrek sonrasında şirket satışlarını %2 artırmayı başarmasına karşın, maliyet artışı diğer çimento şirketlerinde olduğu gibi Bursa Çimentoyu olumsuz etkilemiş maliyetlerde %72lik artış elde edilmesi, şirketin brüt kar marjının azalmasına ve brüt esas faaliyet karında %23'lük azalma ile 15 mn TL olarak gerçekleşmesine neden olmuştur.

Faaliyet giderlerinin hemen hemen değişmemesi net esas faaliyet karının %66 azalışla 2,38 mn TL olmasına neden olmuştur. Faaliyet dışı gelir gider dengesi de geçen seneye göre yaklaşık 900K azalınca şirketin dönem karı da %50'lik azalışla 5,22 olarak gerçekleşti.

Satışların kardan aldığı pay 2011 yılbaşından buyana en düşük değer olan %4,6'ya gerilerken, satılan maliyeti aynı dönem içindeki en yüksek seviye olan %87'ye çıkarken, şirket açısından olumlu gelişme cari oranının 2,18'den 3,53'e çıkması olmuştur.

2011/03	2011/06	2011/09	2011/12	2012/03
F/K				
26.50	16.98	11.37	9.73	12.83
PD/DD				
2.27	2.28	1.89	1.69	1.98
FD/DD				
2.40	2.46	1.99	1.75	2.01
CARİ ORAN				
2.18	2.46	2.76	2.95	3.53
PİYASA DEĞERİ				
497,334,298	546,009,569	476,171,136	441,251,919	525,904,566
KAR/ZARAR				
10,481,914	28,454,913	44,745,048	55,590,605	5,215,483
SATIŞLAR				
110,404,737	256,014,501	395,306,861	536,131,109	112,226,818
SMM				
90,862,520	203,416,727	310,987,416	417,601,862	97,195,809
SATIŞLAR/SMM				
82%	79%	79%	78%	87%
EFK				
6,911,029	23,359,363	39,201,655	57,562,495	2,375,645
SATIŞ/KAR				
9.5%	11.1%	11.3%	10.4%	4.6%

ADANA B

ADANA B;

Bulunduğu bölgedeki çimento tüketiminin azalması ve klinker üretim maliyetinin yükselmesi bununda brüt kar marjının düşmesine yol açması şirketi olumsuz etkilemiş ve karın yıllık %48 ceyreklik %62 azalışla 7 mn TL olarak gerçekleşmesine neden olmuştur.

Hava koşullarının zorluluğu, alt yapı ve konut yatırımlarının durgunluğu, şirketin satış gelirlerinin %8,71'luk gerileme ile 57,47 mn TL olmasına neden olurken, yurtdışı satışların 13 mn TL'den 6,69 mn TL'ye gerilemesi de yurtiçi satışların %1,66 artış kaydetmesini satış gelirlerindeki gerilemeyi engelleyememiştir. Dikkat çeken nokta ise çimento fiyatlarındaki %9'luk yıllık yükselişin satış gelirlerinin (yurtiçi) hemen hemen aynı kalmasını sağladığıdır.

2011/03	2011/06	2011/09	2011/12	2012/03
F/K				
7.45	6.69	5.71	6.85	9.01
PD/DD				
1.78	1.70	1.54	1.25	1.45
FD/DD				
1.84	1.82	1.64	1.29	1.49
CARİ ORAN				
1.84	1.43	1.52	1.96	2.15
PİYASA DEĞERİ				
283,550,228	249,656,469	228,162,866	190,135,721	229,816,220
KAR/ZARAR				
4,717,032	14,409,654	21,221,634	27,740,354	2,474,746
SATIŞLAR				
22,663,483	55,774,943	87,470,915	113,412,751	20,689,337
SMM				
16,303,296	38,943,069	59,821,141	77,603,138	15,636,479
SATIŞLAR/SMM				
72%	70%	68%	68%	76%
EFK				
3,216,721	9,777,252	17,125,264	21,765,478	2,308,834
SATIŞ/KAR				
20.8%	25.8%	24.3%	24.5%	12.0%

Üretim maliyetinin artması, satış hacminin azalması, marjlardaki daralma FAVÖK marjının da 2,5 puanlık gerileme ile %20 seviyesine düşmesine neden olmuştur.

Şirketin yıl sonunda 6,85 F/K oranı 1Ç12'de 9,018 seviyesine çıkarken, şu anda 1,49x olan Firma değeri /Defter değeri şirketin 1,65 olan ortalamasının %10 altında bulunmaktadır.

ADBGR için hedef fiyatımız 3,02 TL %12 iskonto içerdiğinden TUT yönünde tavsiyemiz bulunmaktadır.

ISGYO

ISGYO

Portföyünün yaklaşık %85'i kira gelirlerinden ve %54'ü de dolar bazlı olan ISGYO 2011 ekiminde ön satıştan başladığı 476 konutlu Çınarlı bahçe Tuzla konutlarında 378 adet satışın gerçekleştirildiğini ve inşaat tamamlanma seviyesinin de %30'a ulaştığını açıklaması 2013'de yapılacak teslimatlar için son derece olumlu bir gelişme.

Zaten ISGYO'nun cirosu 1Ç12'de yıllık %18 ve VAFÖK marjı'nda %22 artış kaydetmişti. Karlılık tarafında ise 1Ç11'e göre %63'lük artışla 16 mn TL olan 1Ç12 karı hem servis gelirlerindeki artış hem de doların TL karşısındaki değer kazanması sayesinde olmuştu.

Düzenli nakit akışı elde eden ve kira odaklı çalışması ile defansif yapıya sahip olan ISGYO için hedef değerimiz 1,32 TL ve tavsiyemiz TUT yönündedir