



ŞİRKET NOTLARI

ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ

Tel: 0212 344 1111
Fax: 0212 344 1121
Mail: arge@meksa.com
Web: www.meksa.com

Bağfaş'ın 3 aylık sonuçlarını beklentilerin üzerinde görüyoruz. Şirket'in karlılık oranlarında ise ciddi oranda büyümeler mevcut. **Brüt Kar Marjı** %17'den %22.5 düzeyine yükselirken, **FAVÖK Marjı** ise %7.1'den %12.1'e ulaştı. Karlılıklarda oldukça sert yükselişler görülüyor. Karlılığın yükselmesinde Gübre fiyatlarındaki yükselişin etkili olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca şirketin kapasitesinin tamamını kullanıyor olması maliyetlerin düşmesini sağlamış durumda.

BAĞFAŞ (Fiyat: 42.50YTL, Hedef: 62.5YTL, Kazandırma Potansiyeli: %47)

Bağfaş 2007 yılı 3 aylık dönemde **6.3 milyon YTL** net kar açıkladı. Şirket karını geçen yıl aynı döneme göre **%169 arttırdı**. Şirket'in satış gelirleri ise %27 büyümeye ile birlikte **87 milyon YTL** seviyesine ulaştı.

Bağfaş'ın **Esas Faaliyet Karı** ise 2007 yılının 3 aylık döneminde %142 sıçrama ile **8.7 milyon YTL** düzeyine ulaştı.

Bağfaş'ın 3 aylık sonuçlarını beklentilerin üzerinde görüyoruz. Şirket'in karlılık oranlarında ise ciddi oranda büyümeler mevcut. **Brüt Kar Marjı** %17'den %22.5 düzeyine yükselirken, **FAVÖK Marjı** ise %7.1'den %12.1'e ulaştı. Karlılıklarda oldukça sert yükselişler görülüyor. Karlılığın yükselmesinde Gübre fiyatlarındaki yükselişin etkili olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca şirketin kapasitesinin tamamını kullanıyor olması maliyetlerin düşmesini sağlamış durumda.

Bağfaş faaliyetlerindeki yükselişle ve karlılığındaki artışla birlikte 2007 yılının 3 aylık döneminde 2006 yılı karının %73'ünü elde etti.

Bağfaş'ın açıkladığı net karla birlikte **f/k** çarpanı **10.23x** seviyesinde bulunuyor. Bağfaş için bu performansın sürmesi durumunda yıl sonunda **16 milyon YTL** net kar beklentimiz bulunuyor. Bu hedefe göre Bağfaş'ın **f/k** çarpanı **8.02x** düzeyine bulunuyor.

Diğer yandan Bağfaş için gerçekleştirdiğimiz İNA analizimizde şirket için **140 milyon USD (hisse başı 58.5YTL)** değer belirliyoruz. Buna göre Bağfaş'ın ortalama **%45 getiri potansiyeli** bulunuyor. 2007 yılı için Bağfaş'ın 2Ç ve 3Ç bilanço beklentilerine yönelik yukarı yönlü hareketin devam etmesi beklenebilir. Dün gerçekleşen sert hareketlerin ardından fiyatın dengelenmesinin beklenmesini tavsiye ederiz.

Bağfaş Tahmini Gelir Tablosu

(mnUS\$)	2007T	2008T	2009T	2010T
Satış Gelirleri	171	206	226	247
Brüt Kar	39	45	48	49
Esas Faaliyet Karı	17	19	18	20
FAVÖK	24	27	27	30
Net Kar	12.3	13.3	13.0	14.2

Kaynak: Meksa Yatırım Araştırma

GÜBRE FABRİKALARI (Fiyat: 4.70YTL, Hedef: 9.7YTL, Kazandırma Potansiyeli: %106) , İkincil Halka Arz Baskı Yaratabilir

Gübre Fabrikaları 2007 yılının 1Ç döneminde **10.1 milyon YTL net kar** açıkladı. Bu rakam geçen yıl aynı döneme göre **%134** artışa karşılık geliyor. Aynı zamanda şirket 2006 yılı karından daha fazla kar açıklamış durumda. Şirket 2006 yılı sonunda 9.1 milyon YTL kar açıklamıştı.

Gübre Fabrikaları aynı dönemde satış gelirlerini **%30 artışla 196 milyon YTL** seviyesine taşımış görünüyor. Şirket'in karlılığı Bağfaş kadar olmasada geçen yıla göre gelişme göstermiş bulunuyor. **Brüt Kar Marjı** %12'den %13.2'ye yükselirken, **FAVÖK Marjı** ise %4.6'dan **%7** seviyesine ulaşmış durumda. FAVÖK Marjında daha sert bir yükseliş olduğunu görüyoruz. Bunda firmanın Faaliyet giderlerini geçen yıla göre daha kontrol altında tutmasının büyük önemi bulunuyor.

Şirketin 2007 yılı 1Ç sonuçlarını ve faaliyet performansını olumlu buluyoruz. Ayrıca Gübre Fabrikalarının dönem sonu itibarı ile **49 milyon YTL net nakit** pozisyonu bulunuyor. Firmanın finansal borçları önemli seviyede değil.

Bunun yanında şirket **2007 yılında %25 ciro artışı hedefliyor**. Aynı zamanda karlılığını da yükseltme beklentisi içinde bulunuyor. 1Ç sonuçlara bakıldığında karlılıkta önemli mesafeler almış görünüyor. Gübre Fabrikaları gübre sektörüne hammadde sağlayan dış ülkelerde yatırım arayışı içinde bulunuyor ve bu eğilimlerini ise **“yerel satıcılıktan global oyunculuğa”** olarak isimlendiriyor.

Gübre Fabrikaları için söylenmesi gereken ikinci nokta ise IMKB'nin duyurusu uyarınca Şirket'in halka açıklık oranını **%25'e** çıkarmayı planlaması. Gübre Fabrikaları yaklaşık **%16** halka açıklık oranına sahip bulunuyor. Tarım Kredi Kooperatiflerine ait **%83.85** oranındaki hissenin 2007 yılı Haziran ayı içerisinde **ikincil halka arz** yapılması planlanıyor. Söz konusu halka arzın hisse fiyatına etkisi bilinmemekle birlikte derinliği artırması bekleniyor.

Gübre Fabrikaları açıkladığı kar rakamı ile birlikte **7.2x fiyat/kazanç** çarpanı ile işlem görüyor. Söz konusu oranın borsa ortalamalarına göre ucuz olduğunu düşünüyoruz. Bunun yanında Şirket'in performansının sürmesi durumunda yıl sonunda **18 milyon YTL net kar bekliyoruz**. Söz konusu kar beklentisine göre şirket'in f/k çarpanı 5.6x düzeyine geriliyor. Buna göre Gübre Fabrikalarının çarpanı oldukça ucuz kalacak.

Ayrıca İNA analizimize göre Gübre Fabrikaları için 219 milyon USD ve piyasa çarpanlarına göre ise 107 milyon USD hedef değer belirliyoruz. İki yaklaşıma eşit ağırlık vererek ulaştığımız **nihai hedef değerimiz ise 163 milyon USD düzeyinde (hisse başı 9.7YTL)** oluşuyor. Buna göre Gübre Fabrikalarının **%106 kazandırma potansiyeli** olabileceğini bekliyoruz. **Haziran ayında planlanan İkincil halka arz, hisse fiyatı üzerinde baskı oluşturabilir.** İkincil halka arzın tamamlanması ve hisse fiyatının dengeye oturmasının ardından yatırım yapmak için daha net bir ortamın oluşabileceğini düşünüyoruz.

Gübre Fabrikaları için söylenmesi gereken ikinci nokta ise IMKB'nin duyurusu uyarınca şirket'in halka açıklık oranını **%25'e** çıkarmayı planlaması. Gübre Fabrikaları yaklaşık **%16** halka açıklık oranına sahip bulunuyor. Tarım Kredi Kooperatiflerine ait **%83.85** oranındaki hissenin 2007 yılı Haziran ayı içerisinde **ikincil halka arz** yapılması planlanıyor. Söz konusu halka arzın hisse fiyatına etkisi bilinmemekle birlikte derinliği artırması bekleniyor.

Gübre Fabrikaları Tahmini Gelir Tablosu

(mnUS\$)	2007T	2008T	2009T	2010T
Satış Gelirleri	402	462	509	534
Brüt Kar	48	55	56	53
Esas Faaliyet Karı	27	28	25	21
FAVÖK	30	31	28	25
Net Kar	13.7	13.9	12.7	10.7

Kaynak: Meksa Yatırım Araştırma

HEKTAŞ (fiyat: 0,97YTL, Hedef fiyat: 1.65YTL, Kazandırma Potansiyeli %70)

Hektaş için piyasa çarpanlarına göre 74 milyon USD ve İNA analizimize göre ise 84 milyon USD piyasa değeri belirliyoruz. Her iki yaklaşıma eşit ağırlık vererek ulaştığımız nihai hedef değerimiz ise 79 milyon USD (hisse başı 1.65YTL) düzeyinde. Buna göre Hektaş'ın %70 yükselme potansiyeli bulunuyor.

Bağfaş ve Gübre Fabrikalarının yanında dikkatimizi çeken diğer şirket ise Hektaş. Şirket 2007 yılının 1Ç döneminde **5.4 milyon YTL net kar** açıkladı ve 2006 yılı kar performansını şimdiden yakaladı. Aynı şekilde **satış gelirleri %33 artışla 30.3 milyon YTL** seviyesine ulaştı. Sektördeki büyümeyi oldukça olumlu buluyoruz. Satış gelirlerindeki artışların büyük ölçüde fiyatlardaki artışa bağlı olduğunu belirtmek isteriz.

Karlılık bakımından da aynı şekilde olumlu sıçramalar görülüyor. **Brüt Kar Marjı** %28'den %33'e yükselirken, **FAVÖK Marjı** %14'den %22 seviyesine yükseldi. **Esas Faaliyet Kar Marjı** da %12'den %21 seviyesine sıçradı.

Hektaş, 12 milyon YTL nakit değerlerine karşılık, 799 bin YTL kısa vadeli finansal borcu bulunuyor. **Özsermaye** büyüklüğü 76.9 milyon YTL olmasının yanında **Aktif Büyüklüğü** ise 104.1 milyon YTL düzeyinde bulunuyor.

Şirket açıkladığı son kar rakamı ile birlikte **6.9x fiyat/kazanç** çarpanından işlem görüyor. Bu rakamı olumlu buluyoruz. Ayrıca şirket'in performansının sürmesi durumunda **yıl sonunda 12.6 milyon YTL net kar** beklemekteyiz. Söz konusu kar beklentimize göre ise f/k çarpanı **4.85x** seviyesine geriliyor. Yıl sonu kar beklentimizin gerçekleşmesi durumunda f/k çarpanını oldukça ucuz kalacak.

Hektaş için piyasa çarpanlarına göre 74 milyon USD ve İNA analizimize göre ise 84 milyon USD piyasa değeri belirliyoruz. Her iki yaklaşıma eşit ağırlık vererek ulaştığımız **nihai hedef değerimiz ise 79 milyon USD (hisse başı 1.65YTL) düzeyinde**. Buna göre Hektaş'ın **%70 yükselme potansiyeli** bulunuyor.

Hektaş Tahmini Gelir Tablosu

(mnUS\$)	2007T	2008T	2009T	2010T
Satış Gelirleri	60	69	76	80
Brüt Kar	20	22	23	22
Esas Faaliyet Karı	12	10	10	9
FAVÖK	13	12	11	10
Net Kar	9.6	8.3	7.9	7.0

Kaynak: Meksa Yatırım Araştırma

UŞAK SERAMİK (Fiyat: 1.67YTL, Değerlendirme Dışı)

Şirket'in önemli seviyede nakit değerlerinin olmamasına karşılık, **15.4 milyon YTL** kısa vadeli ve **11.6 milyon YTL** uzun vadeli finansal borçları bulunuyor. Borç yükünün yüksek olması finansman giderleri açısından olumsuz olabilir.

Uşak seramik'in 2007 1Ç mali tablolarını olumlu buluyoruz. Ancak şirket'in bilançosunda bulunan yüksek finansal borçların önemli bir faiz riski oluşturduğunu ve faizlerde oluşacak oynaklıklarda ciddi miktarlarda kur farkı ve faiz giderleri oluşabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle Uşak Seramik'i riskli buluyoruz ve değerlendirme dışı tutmayı uygun görüyoruz.

Uşak Seramikte dikkatimiz çeken nokta şirketin satış gelirlerinin 2007 yılı 1Ç dönemde geçen yıl aynı döneme göre **%166 artışla 14.4 milyon YTL** düzeyine ulaşmış olması. Aynı şekilde **Esas Faaliyet Karı** ise 1.3 milyon YTL düzeyinde gerçekleşti. Geçen yıl EFK rakamı 558 bin YTL zarar düzeyindeydi.

Uşak Seramikle ilgili başka nokta ise Karlılıkta görülüyor. **Brüt Kar Marjı** %14'den %19 düzeyine yükselirken, **FAVÖK Marjı** ise %6.6'dan %14.5 seviyesine ulaşmış durumda.

Satış performansının ve karlılığın yılın sonuna kadar korunması durumunda Uşak Seramik'de ciddi kar rakamları görmek mümkün. Yatırımlarını bitirerek kapasitesini ciddi oranda artıran şirkette bu yıl Amortisman giderlerinin geçen yıla kıyasla daha düşük olması karlılıkta önemli rol oynuyor.

Şirket'in önemli seviyede nakit değerlerinin olmamasına karşılık, **15.4 milyon YTL** kısa vadeli ve **11.6 milyon YTL** uzun vadeli finansal borçları bulunuyor. Borç yükünün yüksek olması finansman giderleri açısından olumsuz olabilir.

Uşak seramik'in 2007 1Ç mali tablolarını olumlu buluyoruz. Ancak şirket'in bilançosunda bulunan yüksek finansal borçların önemli bir faiz riski oluşturduğunu ve faizlerde oluşacak oynaklıklarda ciddi miktarlarda kur farkı ve faiz giderleri oluşabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle Uşak Seramik'i riskli buluyoruz ve değerlendirme dışı tutmayı uygun görüyoruz. Riski seven yatırımcılar için uygun olduğunu düşünüyoruz.

Satış & Pazarlama

Mehmet AYSOY, Genel Müdür Yardımcısı	90 (212) 344 10 12	maysoy@meksa.com
Figen ÖZAVCI, Yurtiçi Satış Müdürü	90 (212) 344 10 37	fozavci@meksa.com
Baran ERBEN, Pazarlama & Dealing	90 (212) 344 10 16	berben@meksa.com

Araştırma Departmanı

Tuncay TURŞUCU, Araştırma Müdürü	90 (212) 344 11 11	tuncayt@meksa.com
----------------------------------	--------------------	-------------------

Türev ve Vadeli İşlemler Piyasaları

Tolga ODOĞLU, Türev Piyasası Müdürü	90 (212) 344 10 62	todoglu@meksa.com
Serhat LATİFOĞLU, Vadeli İşlemler Piyasası Müdürü	90 (212) 344 10 64	slatifoglu@meksa.com

UYARI

“Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Seri:V, No:52 sayılı “Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine İlişkin ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” çerçevesinde aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada ulaşılan sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, mali durumunuz ile risk getiri tercihlerinize uygun olmayabileceğinden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir.”

Bu rapordaki bilgiler, Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü’nce güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilmiştir. Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş., söz konusu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden veya diğer nedenlerden dolayı bu raporda sunulan bilgilerin kullanılmasından kaynaklanabilecek zararlardan dolayı hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Yalnızca bilgi vermek amacıyla hazırlanan bu doküman, bilgilendirme olarak yorumlanmalıdır.