

BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ ve TİCARET A.Ş

AL

Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş için İNA yöntemine göre yaptığımız değerlendirme çalışmasında, çelik fiyatlarındaki olası dalgalanmaların yaratabileceği riskleri dikkate alarak farklı iskonto ve büyüme oranları kullandık. Bu çalışma sonucunda Şirket'in ortalama hedef değerini 292 mn USD düzeyinde hesaplamaktayız. Şirket'in 5 Ağustos 2005 tarihli kapanış fiyatına göre; piyasa değerinin 240.6 mn USD düzeyinde olduğu gözönüne alınacak olursa Şirket hisseleri %21.3 oranında prim potansiyeli içermektedir. Buna paralel Şirket hisselerine yönelik "AL" tavsiyesi veriyoruz.

Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş (Şirket), 600 bin ton boyuna kaynaklı çelik boru ve 150 bin ton spiral kaynaklı boru olmak üzere toplam 750 bin ton üretim kapasitesi ile Avrupa'nın önde gelen üreticileri arasındadır.

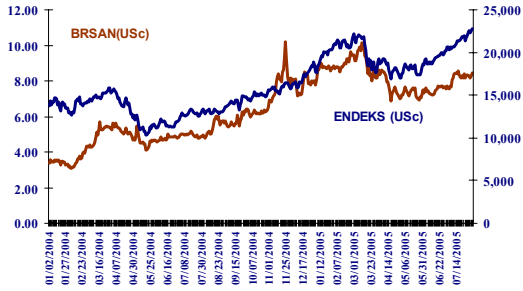
Borusan Grubu dahilinde Çelik Boru Grubu'nun iki önemli şirketi olan Borusan Birleşik Boru Fabrikaları A.Ş ve Mannesmann Boru Endüstrisi T.A.Ş 2004 yılı Kasım ayı sonunda birleşmiştir. Bu birleşme sonrasında Şirket'in üretim kapasitesi yukarıda da belirtildiği üzere 750 bin ton seviyesine ulaşmıştır. Bu birleşme sonrasında ürün portföyüne, inşaat sektörüne ve imalatçılara hitap eden tesisat ve sanayi boruları ile katma değeri yüksek özel borulara, alt yapı projeleri için üretilen yüksek katma değerli spiral kaynaklı boru da katılmıştır. Şirket, üretim faaliyetlerini; Bursa – Gemlik, İstanbul – Halkalı ve İzmit fabrikalarında sürdürmektedir. Bursa – Gemlik ve İstanbul – Halkalı fabrikalarında; buzdolabı borusu, küçük çaplı doğal gaz hat borusu, otomotiv sanayinde kullanılan soğuk çekme boruları, tesisat boruları ve boyuna kaynaklı boru üretimi gerçekleştirilmektedir. İzmit fabrikasında ise büyük çaplı spiral kaynaklı su, petrol ve doğal gaz hat boruları ile boyuna kaynaklı konstrüksiyon boru ve profilleri üretimi yapılmaktadır.

| | |
|--------------------|-------|
| Fiyat (US\$) | 8,48 |
| Fiyat (YTL) | 11,10 |
| Hedef Fiyat (US\$) | 10,30 |
| Hedef Fiyat (YTL) | 13,47 |
| Prim Potansiyeli | %21,3 |

Piyasa Bilgileri

| | |
|--------------------------------|-------------|
| Kur (TL / US\$) | 1,3079 |
| Yıllık Enflasyon Oranı (ÜFE) | %4,26 |
| İMKB Ulusal-100 Endeksi (TL) | 29,945 |
| İMKB Ulusal-100 Endeksi (US\$) | 2,29 |
| İMKB Piyasa Değeri (bin US\$) | 120,949,495 |

Fiyat Bilgileri



| | |
|-------------------------------------|-------------|
| Yıl İçindeki En Yüksek Fiyat (US\$) | 10,12 |
| Yıl İçindeki En Düşük Fiyat (US\$) | 6,86 |
| Hisse Senedi Sayısı (bin Adet) | 28,350,000 |
| Takas Saklama Oranı | %16 |
| Piyasa Değeri (US\$) | 240,603,257 |
| Son 1 Aylık Ort. İşlem Hacmi (US\$) | 570.186 |
| Son 3 Aylık Ort. İşlem Hacmi (US\$) | 482.108 |
| 2004 Yılı Ort. İşlem Hacmi (US\$) | 685.498 |

Toplam cirosunun üçte birlik bölümünü ihracat faaliyetlerinden sağlayan Şirket, 35 ülkeye yönelik ihracat gerçekleştirmektedir. Şirket'in ihracat portföyünde; tesisat, sondaj ve petrol sanayinde kullanılan borular yer almaktadır.

Önemli boru hattı projelerinde yer alan Şirket, 2005 yılı başında Türkiye-Yunanistan arasına döşenecek doğalgaz hattı boru tedarigi için Botaş tarafından açılan ihalede konsorsiyum üyesi olarak yer almıştır.

Şirket'in ürünlerinin %65'lik önemli bölümü inşaat sektöründe kullanılmaktadır. Bunun yanısıra iletim hatlarına sağlanan boruların %30'unu, şehiriçi ve bina içi dağıtımın ise yaklaşık %75'lik bölümü Şirket tarafından sağlanmaktadır.

2005 yılında 400 mn USD üzerinde ciro hedefi...

İnşaat sektöründe 2005 yılında canlanma bekleniyor...

Otomotiv ve beyaz eşya sektörüne yönelik üretim gerçekleştiren Şirket, 2004 yılında her iki sektörde yaşanan canlanma ve büyümeden olumlu etkilenmiştir. Ancak, 2004 yılında Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek oranlı büyümeye karşın inşaat sektörünün beklentilerin aşağısında büyümüş olması Şirket açısından olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Bununla birlikte 2004 yılı itibariyle Şirket'in cirosu yaklaşık 372 milyon USD düzeyine ulaşmıştır. 2004 yılı dahilinde Bursa – Gemlik ve İstanbul – Halkalı üretim merkezlerinin ton bazında satışlarında artış yaşanırken, İzmit üretim tesisinin ton bazında satışlarında gerileme gözlenmiştir. 2005 yılında 400 milyon USD seviyesinin üzerinde ciro elde etmeyi planlayan Şirket, cirosunun genel olarak üçte birlik bölümünü oluşturan ihracat gelirlerinin aynı dönemde 150 milyon USD seviyesinde gerçekleşmesini hedeflemektedir.

Şirket, 2004 yılında 44 milyon USD tutarında FVAÖK elde ederken,

Rasyolar (USD)

| | 2004 | 2005T | 2006T | 2007T | 2008T |
|---------------|------|-------|-------|--------|--------|
| Net Satışlar | 372 | 419 | 409 | 436,55 | 458,38 |
| FVAÖK | 44 | 36 | 44 | 55,05 | 57,50 |
| Net kar | 32 | 22 | 27 | 34,89 | 36,70 |
| FD/FVAÖK | 6,26 | 7,66 | 6,35 | 5,05 | 4,83 |
| FD/N.SATIŞLAR | 0,75 | 0,66 | 0,68 | 0,64 | 0,61 |
| F/K (X) | 7,48 | 11,09 | 8,90 | 6,85 | 6,51 |
| EPS (X) | 0,35 | 0,23 | 0,29 | 0,38 | 0,40 |

*UFRS'ye göre Hazırlanmış Konsolide Mali Tablolara, Nurol Menkul Tahminleri

FVAÖK marjı ise %8.7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Şirket, 2004 yılını 32 milyon USD tutarında net dönem karıyla tamamlamıştır.

Büyük ölçekli inşaat projelerini yakından takip eden Şirket, yakın zaman içerisinde TAV Esenboğa Havaalanı, Fenerbahçe Stadyumu, İzmir Ikea alışveriş merkezi, Dalaman Havaalanı, Baytur Kozyatağı Konutları gibi inşaat projelerine yönelik boru tedarik etmiştir. Konut projelerinin özellikle son dönemde hızlı bir artış göstermesine ve bunun yanısıra konut talebinde yaşanan artışa paralel 2005 yılında inşaat sektöründe canlanma yaşanması beklenebilir. İnşaat sektöründe yaşanan canlanma Şirket'in satış gelirlerine de olumlu yansımada bulunacaktır. İnşaat sektöründe beklenen canlanmanın yanısıra Şirket tarafından yeni iletim ve dağıtım hatları projelerinin doğalgaz sektöründe yeni fırsatlar yaratması beklenmektedir. İletim ve dağıtım hatları projelerinin yanısıra Şirket, şehiriçi ve bina içi doğalgaz tüketiminde de artış yaşanmasını öngörmektedir. Doğalgaz projelerinde yaşanan artış da katma değeri yüksek olan doğalgaz ve spiral boru satışlarında artış yaratarak Şirket satışlarına olumlu yansıyacaktır.

Çelik fiyatlarının 2004 yılına kıyasla gerilemesi bekleniyor...

Şirket, önümüzdeki dönemde Avrupa, Ortadoğu ve Kuzey Afrika'da yeni şirket

Varsayımlar

| | 2005T | 2006T | 2007T | 2008T | 2009T | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T | Durağan Dönem |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| Satışların Büyüme Oranı | %12,67 | -%2,41 | %6,78 | %5,00 | %0,05 | -%1,02 | %0,00 | %0,00 | %0,00 | %0,00 | %0,00 |
| Tahmini EFK Marjı | %7,26 | %9,26 | %11,27 | %11,26 | %11,26 | %11,26 | %11,26 | %11,26 | %11,26 | %11,26 | %11,26 |
| YatHarc/Net Satışlar | %2,20 | %2,25 | %2,11 | %1,37 | %1,37 | %1,38 | %1,38 | %1,38 | %1,38 | %1,38 | %1,38 |
| Amortisman/YatHarc | %63,64 | %63,64 | %63,64 | %93,33 | %93,33 | %93,33 | %93,33 | %93,33 | %93,33 | %93,33 | %100,00 |
| Nakitdışı Çalış.Ser/N.Satış | %20,10 | %20,10 | %20,10 | %20,10 | %20,10 | %20,10 | %20,10 | %20,10 | %20,10 | %20,10 | %20,10 |
| Marjinal Vergi Oranı | %30,00 | %30,00 | %30,00 | %30,00 | %30,00 | %30,00 | %30,00 | %30,00 | %30,00 | %30,00 | %30,00 |

ya da tesis satın almayı planlamaktadır. Şirket, yeni iletim ve dağıtım hatları için açılacak ihaleleri beklerken, potansiyel gördüğü Cezayir, İsrail, Ürdün, Kazakistan, Suriye ve Umman pazarlarını da yakından izlemektedir.

Çelik fiyatlarının oldukça yüksek seviyelere ulaştığı 2004 yılının ardından 2005 yılı itibariyle fiyatlarda gerileme yaşanacağı ve bu durum paralelinde Şirket karlılığında bir miktar düşüş yaşanmasını beklemekteyiz. Ancak 2007 yılından itibaren fiyatların tekrar yükselişe geçeceği beklentisi, inşaat sektöründe beklenen

Değerleme (mn US)

| | 2005T | 2006T | 2007T | 2008T | 2009T | 2010T | 2011T | 2012T | 2013T | 2014T | DED |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| EFK (1-t) | 21 | 27 | 34 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| Amortisman | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Yatırım Harcamaları | 9 | 9 | 9 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Serbest nakit Akımı (FCF) | 8 | 25 | 26 | 31 | 36 | 36 | 35 | 35 | 35 | 35 | 36 |
| Şimdiki Değer (FCFF) | 8 | 20 | 19 | 21 | 21 | 19 | 17 | 15 | 14 | 12 | 113 |
| Şimdiki Değer (2004-2013) | 166 | | | | | | | | | | |
| Devam Eden Değer | 113 | | | | | | | | | | |
| Firma Değeri | 279 | | | | | | | | | | |
| Net Nakit Pozisyonu | 13 | | | | | | | | | | |
| Hedef Piyasa Değeri | 292 | | | | | | | | | | |
| Yükselme potansiyeli | %21,3 | | | | | | | | | | |

Duyarlılık Analizi (mn USD)

| | | Durağan Dönem Büyüme oranı | | | |
|------|-----|----------------------------|-------|-------|-------|
| | | -1% | 0% | 1% | 2% |
| WACC | 9% | 350,5 | 365,0 | 383,0 | 406,3 |
| | 10% | 315,4 | 326,0 | 338,9 | 355,1 |
| | 12% | 261,7 | 267,8 | 274,9 | 283,4 |
| | 13% | 240,9 | 245,5 | 250,9 | 257,3 |
| | 14% | 222,9 | 226,5 | 230,7 | 235,5 |

Tavsiyemiz “AL” yönünde...

canlanma, doğalgaz sektöründe iletim ve dağıtım hattı projelerinin Şirket’e yarattığı fırsatlar ve Şirket’in sektördeki güçlü konumu itibarıyla ve Şirket’in SPK formatına göre hazırlanmış konsolide mali tabloları doğrultusunda gerçekleştirdiğimiz İNA analizi dahilinde Şirket’in ortalama hedef değerini, 292 mn USD düzeyinde hesaplamaktayız. Bu hedef değere ulaşırken, çelik fiyatlarındaki dalgalanmaların yaratılabileceği riskleri gözönüne alarak raporumuzda farklı iskonto ve büyüme oranları sonucunda bulunan değerlerin ortalamasını kullandık. Şirket’in 03.Ağustos.2005 tarihli kapanış fiyatına göre piyasa değerinin 240.6 mn USD seviyesinde olduğunu ve bununla birlikte Şirket hisselerinin %21.3 oranında prim potansiyeli taşıdığını gözönüne alarak **Şirket hisselerine yönelik “AL” tavsiyesi veriyoruz.**

UFRS'ye Göre Hazırlanmış Konsolide Bilanço (mn USD)

| | 2004 | 2005T | 2006T | 2007T |
|--|------------|------------|------------|------------|
| Dönen varlıklar toplamı | 139 | 141 | 137 | 147 |
| Nakit ve nakit eşdeğerleri | 14 | 0 | 0 | 0 |
| Ticari ve diğer alacaklar | 61 | 69 | 67 | 71 |
| Satılmaya hazır varlıklar | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Stoklar | 60 | 67 | 65 | 70 |
| Peşin ödenen giderler ve diğer dönen varlıklar | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Duran varlıklar toplamı | 149 | 150 | 164 | 175 |
| Uzun vadeli ve diğer alacaklar | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Satılmaya hazır finansal varlıklar | 16 | 18 | 18 | 19 |
| Maddi duran varlıklar, net | 131 | 130 | 144 | 154 |
| Maddi olmayan duran varlıklar, net | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Peşin ödenen giderler ve diğer duran varlıklar | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Ertelenmiş vergi alacağı | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TOPLAM VARLIKLAR | 288 | 291 | 301 | 321 |
| Kısa vadeli borçlar toplamı | 97 | 86 | 97 | 116 |
| Kısa vadeli krediler | 52 | 35 | 46 | 62 |
| Ticari ve diğer borçlar | 46 | 51 | 50 | 54 |
| Vergi Yükümlülüğü | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Karşılıklar | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansal kiralama borçları | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Uzun vadeli borçlar toplamı | 13 | 15 | 14 | 15 |
| Uzun vadeli Krediler | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Ticari ve diğer borçlar | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Karşılıklar | 6 | 7 | 7 | 8 |
| Ertelenmiş vergi yükümlülüğü | 6 | 6 | 6 | 7 |
| Finansal kiralama borçları | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Toplam özkaynaklar | 177 | 190 | 190 | 190 |
| YÜKÜMLÜLÜK ve ÖZKAYNAKLAR TOPLAMI. | 288 | 291 | 301 | 321 |

UFRS'ye Göre Hazırlanmış Konsolide Gelir Tablosu (mn USD)

| | 2004 | 2005T | 2006T | 2007T |
|---|------------|------------|------------|------------|
| Net satışlar | 372 | 419 | 409 | 437 |
| Satılan mal maliyeti | -307 | -360 | -348 | -362 |
| Brüt kar | 65 | 59 | 61 | 74 |
| Brüt Kar Marjı | 17% | 14% | 15% | 17% |
| Diğer faaliyet gelirleri | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Faaliyet Giderleri | -26 | -29 | -25 | -26 |
| Diğer faaliyet giderleri | -1 | 1 | 1 | 1 |
| Faaliyet karı | 38 | 30 | 38 | 49 |
| FVAÖK | 44 | 36 | 44 | 55 |
| FVAÖK Marjı | 12% | 9% | 11% | 13% |
| Finansman gelirleri (net) | -3 | 0 | 0 | 1 |
| Yatırım gelirleri | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Diğer giderler | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Parasal kayıp/kazanç | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Vergi karşılığı ve azınlık payları öncesi kar | 34 | 31 | 38 | 50 |
| Vergi karşılığı | -7 | -9 | -12 | -15 |
| Net kar | 32 | 22 | 27 | 35 |

DERECELENDİRME BİRİMLERİ: Hedef Değer ile Cari Piyasa Değeri arasındaki fark dikkate alınarak düzenlenmiştir. Seçilen birim; gelecek on iki aylık dönem için Dolar bazlı tahminleri yansıtmaktadır. Bu çerçevede;

| | |
|-------------------------|---|
| KUVVETLİ AL | %30 ve üzeri değer artışı potansiyelini ifade etmektedir. |
| AL | %15 -%30 arasında değer artışı potansiyelini ifade etmektedir. |
| KADEMELİ AL | %5 -%15 arasında değer artışı potansiyelini ifade etmektedir. |
| TUT | %0 -%5 arasında değer artışı potansiyelini ifade etmektedir. |
| PİYASAYA PARALEL | Piyasa değeri hesaplanan Hedef Değer'den %0 -%5 oranında yüksektir. |
| AZALT | Piyasa değeri hesaplanan Hedef Değer'den %5 -%15 oranında yüksektir. |
| SAT | %15 'den fazla değer düşüş riskini ifade etmektedir. |

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 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 bilgiler ve sonuçlar tercih edilen hesaplama yöntemi ve/veya yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup, bu bilgilerin ve sonuçların bütünlüğü, doğruluğu ve değişmeyeceği garanti edilemez. Bu bilgilerin ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından ötürü doğabilecek zararlardan NUROL MENKUL KIYMETLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmez.