

Şirket Analizi

Goldaş - BİRİKTİR

<p><GOLDS.IS></p> <p>Yıllık Getiri: -%10.3</p> <p>Aylık Getiri: %6.3</p> <p>Haftalık Getiri: %4.3</p> <p>Ortaklık Yapısı Yalınkaya Hol.A.Ş.%49.1 HAO.....%50.9</p>	<p>P.Değeri: \$37mn</p> <p>Fiyat: TL960</p> <p>Ort.İşlem Hacmi: \$1.1ml</p> <p>İştirak Yapısı AHL Ser.Böl.....%100.0 Tübitak Ser. Bö...%100.0</p>	
--	---	---

23 Aralık 2002

Tolga Kudaloğlu
(0212) 336 72 73
tolgakudal@finansinvest.com

<http://www.finansinvest.com>
<http://www.finansonline.com>

Türkiye'nin halka açık tek kuyumculuk şirketi olan Goldaş, yurtiçi ve yurtdışında yeni mağazalarla satış ağını güçlendirmektedir. En son yurtdışında Profilo Alışveriş Merkezi, yurtdışında ise Dubai'de açılan mağazaların ardından, Rusya ve Dusseldorf'ta yeni mağazaların hizmete girmesi beklenmektedir.

Goldaş ve Alman Kalkınma Bankası DEG arasında toplam Eur8 milyonluk sermaye ortaklığına dönüştürülebilir kaynak tahsisi ile ilgili görüşmeler devam etmektedir ve kredinin ne şekilde verileceği henüz netlik kazanmamıştır.

Yükselen ons fiyatları ve ekonomik toparlanmaya bağlı olarak Goldaş'ın 2002 yıl sonunda satışlarındaki büyümenin bir miktar artmasını beklemekteyiz. Satışların 2001 sonuna göre %9 yükselerek US\$205 milyona ulaşacağını tahmin ediyoruz. Buna karşılık, 3Ç2002'de olduğu gibi, net karın ise US\$ bazında önceki yıla göre gerileyerek US\$19 milyon olarak gerçekleşmesini beklemekteyiz. Goldaş için 2003 yılı satış tahminimiz US\$225 milyon, kar tahminimiz ise US\$24 milyondur.

Goldaş'ın DEG ile anlaşma sonrası mali yapısını güçlendirmesi ile birlikte, US\$37 milyon piyasa değeri ile orta vadeli cazip bir seviyede işlem gördüğünü ve olumlu beklentilerini de göz önünde bulundurarak, "Biriktir" tavsiyesi vermekteyiz.

Teknik Analiz

Ekim ayında 760 seviyelerinden başladığı ralli hareketi sonucunda, 2000 yılı Mayıs ayından itibaren devam eden uzun vadeli alçalan trend direnci olan 1,225'e kadar yükselen hisse, bu seviyede ikili tepe formasyonu oluşturmuştur.

Formasyonun tamamlanması ve 1,025'deki güçlü desteğin aşağı kırılması ile birlikte, 910'a kadar gerileyen hissede, gelebilecek tepki alımlarının kısa vadede 1,025'deki kısa vadeli alçalan direnci ile sınırlı kalması beklenebilir. 870 desteğini denemek üzere hareket etmesini beklediğimiz hissede, bu seviyeye gerilemeler kısa vadeli alım yönünde değerlendirilebilir. 870 desteği üzerinde orta vadeli dip oluşumu ile birlikte, ikinci hareketin 1,175'deki trend direncine olması beklenebilir ki, bu seviyeye yükselişlerde orta vadeli realizasyona yönelinebilir. Satış konumundaki Macd ve referans çizgisinin altındaki Momentum orta vadeli satış baskısını teyit etmektedir.

Araştırma: (212) 282 22 59

Yurtiçi Satış: (212) 336 73 73

Santral: (212) 282 17 00

www.finansinvest.com

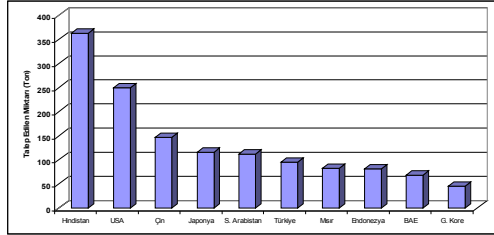
www.finansonline.com

Bu yayında yer alan bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan alınmasına rağmen, bu bilgilerin bütünlüğü, doğruluğu ve değişmeyeceği garanti edilemez. İfade edilen görüşler hiçbir şekilde ve surette alışı ve satışı teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Teknik Analiz sayfasında kısa ve orta vadeli olarak incelediğimiz hisse senetleri sadece teknik analiz incelemeleri doğrultusunda görüşlerimizi belirtmektedir. Bu bilgilerin ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından dolayı doğabilecek zararlardan FINANSYATIRIM hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmez. FINANSYATIRIM yayında adı geçen şirket veya şirketlerin menkul kıymetlerini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmetleri verebilir.

(US\$ milyon)	1999	2000	2001	2002T	2003T
Net Satışlar	105	150	188	205	225
Esas Faaliyet Karı	10	13	21	18	21
Net Kar	8	12	22	19	24
F/K (x)	4.7	3.2	1.7	1.9	1.6
VD/Satışlar	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
VD/VAFÖK	4.4	4.1	2.6	3.1	2.6

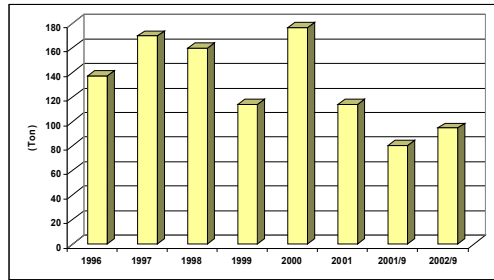
Kaynak: SPK Finansal Tabloları, FinansInvest

Grafik 1: Dünya Altın Talebinde 10 Ülke (2002 9 Ay İtibariyle)



Kaynak: Dünya Altın Konseyi

Grafik 2: Türkiye Altın Talebi 1996-2002



Kaynak: Dünya Altın Konseyi

Goldaş'ın 3Ç2002'deki toplam satışları miktar bazında incelendiğinde, 3Ç2001'e göre %0.5 artarak 12.9 tona yükselmesine karşılık, net satışlarının ise US\$ bazında %5 arttığı görülmektedir. Bu artış, altının ons fiyatının 2001 ilk dokuz aylık ortalamasının US\$268 iken, 3Ç2002'de US\$306'ya yükselmesinden kaynaklanmaktadır. 3Ç2002'de önceki yıl aynı döneme göre yurtiçi satışlar %23 artarken, yurtdışı satışlar ise %27 azalmış, bunun sonucunda da ihracatın toplam satışlar içindeki payı %36'dan %25'e gerilemiştir. Özellikle turizm etkisiyle artan yurtiçi satışlara karşılık, Noel ve yeni yıl nedeniyle ABD ve Avrupa'ya yapılan satışların yılın son çeyreğinde artması ve ihracatın payının tekrar %30 seviyelerine yükselmesi beklenebilir.

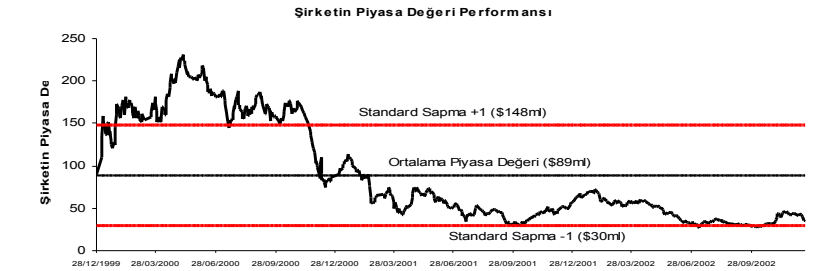
3Ç2002 itibarıyla net borç pozisyonu US\$21.1 milyon olan Goldaş'ın, net döviz borcu ise US\$6.6 milyondur. TL18.9 trilyonluk diğer faaliyet gelirlerinin TL14.3 trilyonluk kısmını şirketin hammadde olarak elinde bulundurduğu, altın değerlendirme gelirleri oluşturmaktadır. Ayrıca TL4.6 trilyonluk kur farkı geliri karşılık, TL5.2 trilyonluk kur farkı gideri kaydetmiştir.

Şirketin finansal borçlarının toplam borçları içindeki payı 3Ç2001'de %70'den 3Ç2002'de %82'ye yükselmiştir. Ayrıca toplam borçlarının %97'sini kısa vadeli borçlar oluşturmaktadır. Finansal borçların yüksek olması faizlerin yükseldiği dönemlerde şirketin yüksek miktarda finansman gideri ödemesine neden olmaktadır.

Şirketin artan satışlarına karşılık, yükselen maliyetler ve faaliyet giderlerindeki artış nedeniyle brüt ve esas faaliyet kar marjının 3Ç2002'de sırasıyla %11 ve %9'a gerilediği (3Ç2001'de %17 ve %15) görülmektedir. Bununla birlikte önceki yıllar göz önüne alındığında bu marjların makul olduğunu söyleyebiliriz. Şirketin net karı ise 3Ç2001'de US\$18.4 milyondan 3Ç2002'de %33 azalarak US\$12.4 milyona gerilemiştir.

Goldaş, büyüme stratejileri doğrultusunda, 2002 yılı Ağustos ayında, altın ticareti yapan Standart Bank London Ltd. ile ihtiyaca bağlı olarak artırılmak üzere, US\$1 milyon karşılığında altın kredisi tahsis edilmesi için anlaşma imzalamıştır. Şirket aynı ay içinde, teknoloji ve Ar-Ge yatırımlarında kullanılmak üzere, Amerikan Eximbank garantörlüğünde First International Bank ile US\$1 milyon tutarında 5 yıl vadeli kredi anlaşması imzalamıştır.

Goldaş, yurtdışı yatırımcılara tahsis ettiği hisseler nedeniyle bilançosunda TL10.8 trilyonluk emisyon primi bulunmaktadır. Şirket bu nedenle 23 Aralık'ta sermayesini %140 oranında bedelsiz artırma kararı almıştır.



Kaynak: Finansinvest

Goldaş'ın işlem görmeye başladığı 1999 yılı sonundan itibaren ortalama piyasa değeri US\$89 milyon olup, US\$37 milyon mevcut piyasa değeri ile ortalamasının çok altında işlem görmektedir. Bu süredeki standart sapma -1 değeri -US\$30.2 milyon, standart sapma +1 ise US\$148 milyondur.

Araştırma: (212) 282 22 59

Yurtiçi Satış: (212) 336 73 73

Santral: (212) 282 17 00

www.finansinvest.com

www.finansonline.com

Bu yayında yer alan bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan alınmasına rağmen, bu bilgilerin bütünlüğü, doğruluğu ve değişmeyeceği garanti edilemez. İfade edilen görüşler hiçbir şekilde ve surette alış ve satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Teknik Analiz sayfasında kısa ve orta vadeli olarak incelediğimiz hisse senetleri sadece teknik analiz incelemeleri doğrultusunda görüşlerimizi belirtmektedir. Bu bilgilerin ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından dolayı doğabilecek zararlardan FINANSYATIRIM hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmez. FINANSYATIRIM yayında adı geçen şirket veya şirketlerin menkul kıymetlerini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmetleri verebilir.

Güçlü Yönler:

- Goldaş, hammadde olarak kullanması nedeniyle bulundurduğu altın değerlendirme gelirlerinin vergiden muaf olması nedeniyle vergi avantajı sağlamaktadır.
- Uluslararası şirket olma yolunda ilerleyen Goldaş, ABD'de tezgahüstü piyasada ve Frankfurt borsasında işlem görmektedir.
- Ar-Ge yatırımlarına önem veren Goldaş, her yıl geliştirdiği 2,500 civarında yeni ürün ile farklılaşmaya çalışmaktadır.

Zayıf Yönler:

- Şirketin yüksek miktardaki kısa vadeli finansal borçları nedeniyle faiz oranlarındaki artışlardan olumsuz etkilenmektedir.
- Net döviz borç pozisyonu da döviz kurlarındaki değişime karşı kırılganlığını artırmaktadır.

Tehditler

- Goldaş'ın yeni ürünlerinin sektördeki özellikle küçük firmalar tarafından taklit edilmesi ile ürün ömrünün oldukça kısa olması.

Fırsatlar

- Yurtdışında büyümeyi hedefleyen Goldaş için Alman kalkınma bankası DEG'den sağlanacak kaynak tahsisi ve gerçekleştirilecek sermaye ortaklığı, şirketin yurtdışı faaliyetlerinde büyük avantaj sağlayacaktır.
- Irak'ta orta vadede olası bir savaş riskinin altın ons fiyatındaki yükselişin devam etmesine neden olması, bu durumun da şirketin satışlarını ve diğer faaliyet gelirleri nedeniyle karlılığını olumlu etkilemesi beklenebilir.

Grafik 3: Altının Ons Fiyatı (1971-2002)

Altın Ons Fiyatı (1971-2002 / US\$)



Kaynak: Dünya Altın Konseyi

Sektör ve Şirket

Türkiye 2002 yılı ilk dokuz aylık dönem itibarıyla dünyanın en çok altın talep eden 6. ülkesi konumundadır. 2000 yılında 177 ton ile rekor seviyeye ulaşan altın talebi, 2001 yılındaki ekonomik kriz nedeniyle 114 tona gerilemiştir. 3Ç2002 itibarıyla ise geçen yıl aynı döneme göre %18 artarak 80.4 tondan 94.7 tona yükselmiştir. Altının ons fiyatının ise 2003 yılında yüksek seviyelerini koruması ve 2003 yılı ortalamasının US\$320 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

1993 yılında kurulan Goldaş, 3,500 m² kapalı alandaki tesislerinde altın ve gümüşten mamul mücevherat imalatı, yurtiçi ve yurtdışı satışı gerçekleştirmektedir. Türkiye'nin halka açık tek kuyumculuk şirketi olan Goldaş, yıllık 12 ton değerli maden işleme kapasitesine sahiptir.

Şirket her yıl 2,500'ün üzerinde yeni ürün ve toplam 30,000'den fazla modelle 8, 9, 10, 14, 18, 21 ve 22 ayarda altın ile değerli ve sentetik taşlarla üretim gerçekleştirmektedir.

Goldaş; İstanbul'da Taksim, Nişantaşı, Profilo Alışveriş Merkezi, Şaşkınbakkal ve Galleria, Ankara Migros Alışveriş Merkezi, ve İzmir Alsancak olmak üzere toplam 7 mağaza ile faaliyet göstermektedir. Şirketin yurtdışında ise Birleşik Arap Emirlikleri'nde Sharjah ve Dubai olmak üzere iki mazağası bulunmaktadır. Kısa bir süre içinde Dusseldorf ve Rusya'da iki mağazanın hizmete girmesi beklenmektedir. Goldaş, 2003 yılında 30 mağazaya, 5 yıl içerisinde ise 75'i yurtdışında olmak üzere 100 mağazaya ulaşmayı hedeflemektedir.

Şirket yurtiçi satışlarının; %40'ını Akdeniz, %25'ini Ege, %20'sini Marmara ve %15'ini ise diğer bölgelere gerçekleştirmektedir. Goldaş'ın yurtdışında önemli rakipleri; Atasay ve Arpaş kuyumculuktur.

Goldaş, 5 kıtada, AB ülkeleri ağırlıklı olmak üzere, ABD, Afrika ve Ortadoğu ile Asya'da toplam 31 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca yurtdışı pazarlama faaliyetlerini, New York'ta Goldart Int., Londra'da Goldart UK Ltd. gibi, Moskova, Dubai, Dusseldorf'taki yurtdışı temsilcileri ile gerçekleştirmektedir. İki serbest bölge şubesi de bulunmaktadır.

Goldaş yurtiçi pazarlama faaliyetlerini Goldaş Pazarlama aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Türkiye'nin ilk sanal kuyumcusu olan Goldaş, 2000 yılından itibaren "www.goldas.com" ile internet üzerinden de perakende satışa yönelmiştir.

Goldaş, The Walt Disney Company, Warner Bros karakterlerinin Türkiye'deki tek lisansörü olup, 2002 yılında New Line Cinema ve Gamma Medya ile de lisans anlaşması imzalamış, Harry Potter, The Lord of the Rings ve Barbie gibi ünlü karakterleri de taktı üretimine eklemiştir. Goldaş, Türkiye'nin üç büyük spor kulübü Galatasaray, Fenerbahçe ve Beşiktaş'ın da logo ve ürünlerini üretmektedir.

Goldaş, Amerika sermaye piyasalarını düzenleyen SEC'ten ADR(Amerikan Depo Sertifikası) ihraç izni alarak tezgahüstü piyasasında (OTC) işlem görmeye başlarken, 2001 Aralık ayında da Frankfurt borsasında kote edilmiştir.

Goldaş, Alman Yatırım ve Kalkınma Bankası DEG ile Temmuz ayında Eur5 milyonluk sermaye ortaklığına dönüştürülebilen kaynak tahsisi ve Eur3 milyonluk ileri bir tarihte ek kaynak tahsisi için niyet mektubu imzalamıştır. Goldaş ile DEG arasındaki görüşmeler hala devam etmekte olup, toplam Eur8 milyon tutarındaki kredinin, Goldaş'a ne şekilde verileceği henüz netlik kazanmamıştır. Görüşmelerin 2003 ilk yarısında tamamlanması beklenmektedir.

Asya ve Afrika'da altın madenciliğine yatırım yapmayı düşünen Goldaş, bu amaçla İsrail firmaları ile görüşmelerine devam etmektedir. Ancak, bu konuda şirkete ek değer katabilecek somut bir gelişmeden bahsetmek için henüz erken görünmektedir.

Araştırma: (212) 282 22 59

Yurtiçi Satış: (212) 336 73 73

Santral: (212) 282 17 00

www.finansinvest.com

www.finansonline.com

Bu yayında yer alan bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan alınmasına rağmen, bu bilgilerin bütünlüğü, doğruluğu ve değişmeyeceği garanti edilemez. İfade edilen görüşler hiçbir şekilde ve surette alışı ve satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Teknik Analiz sayfasında kısa ve orta vadeli olarak incelediğimiz hisse senetleri sadece teknik analiz incelemeleri doğrultusunda görüşlerimizi belirtmektedir. Bu bilgilerin ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından dolayı doğabilecek zararlardan FINANSYATIRIM hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmez. FINANSYATIRIM yayında adı geçen şirket veya şirketlerin menkul kıymetlerini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmetleri verebilir.

"Goldaş"						
BİLANÇO (TlMilyar)	1998	1999	2000	2001	3Ç2001	3Ç2002
Dönen Varlıklar	6,043	13,045	32,527	79,805	76,707	125,712
Kasa&Menkul Değerler	199	166	363	341	771	775
Kısa Vadeli Alacaklar	3,257	8,694	14,893	42,072	33,714	61,748
Stoklar	2,586	4,167	17,209	37,283	42,151	62,811
Diğer Dönen Varlıklar	1	19	62	109	72	378
Duran Varlıklar	256	222	604	571	571	532
Mali Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar(net)	118	58	94	107	99	108
Diğer Duran Varlıklar	138	164	510	464	472	424
AKTİF TOPLAMI	6,299	13,267	33,131	80,375	77,278	126,244
Kısa Vadeli Borçlar	3,825	5,416	18,118	30,868	33,740	42,127
Finansal Borçlar	2,162	4,686	11,234	24,837	23,553	34,577
Ticari Borçlar	1,658	690	3,938	2,871	7,703	1,041
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5	40	2,946	3,160	2,483	6,509
Uzun Vadeli Borçlar	261	428	295	815	879	1,417
Finansal Borçlar	250	385	186	603	682	1,062
Borç ve Gider Karşılıkları	11	42	109	212	197	354
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0	0	0	0	0
Öz Sermaye	2,213	7,424	14,718	48,693	42,660	82,701
Ödenmiş Sermaye	1,000	2,500	7,000	20,800	20,800	26,000
Yeniden Değer Artış Fonu	2	2	2	2	2	2
Yedekler	31	1,631	421	1,015	1,015	38,552
Net Kar	1,180	3,291	7,294	26,875	20,842	18,147
PASİF TOPLAMI	6,299	13,267	33,131	80,375	77,278	126,244
GELİR TABLOSU (TlMilyar)						
Net Satışlar	17,867	43,998	93,840	231,302	134,191	183,001
Satışların Maliyeti	-16,187	-39,001	-83,463	-201,355	-110,806	-162,010
Brüt Kar	1,680	4,997	10,376	29,947	23,385	20,991
Faaliyet Giderleri	-289	-692	-2,397	-4,274	-2,575	-5,235
Esas Faaliyet Karı	1,391	4,305	7,979	25,674	20,810	15,757
Net Finansal Gelirler	-238	-2,301	-1,648	-16,206	-15,215	-9,836
Faaliyet Dışı Gelirler	-117	1,358	956	16,849	14,833	12,201
Faaliyet Karı	1,036	3,362	7,286	26,317	20,428	18,122
Olağanüstü Gelirler (Net)	156	-72	8	559	414	25
Dönem Karı	1,191	3,291	7,294	26,875	20,842	18,147
Vergi Karşılıkları	-11	0	0	0	0	0
Net Kar	1,180	3,291	7,294	26,875	20,842	18,147
<i>SPK Mali Tabloları</i>						
MAKRO PARAMETRELER	1998	1999	2000	2001	3Ç2001	3Ç2002
TEFE (dönem-ortalaması)	74%	53%	52%	62%	50%	63%
US\$/TL (dönem-sonu)	312,750	540,000	674,500	1,444,000	1,534,000	1,648,669
US\$/TL (dönem-ortalaması)	261,250	418,000	624,585	1,231,569	1,127,000	1,468,336

Araştırma: (212) 282 22 59

Yurtiçi Satış: (212) 336 73 73

Santral: (212) 282 17 00

www.finansinvest.com

www.finansonline.com

Bu yayında yer alan bilgiler güvenilirliğine inanılan kaynaklardan alınmasına rağmen, bu bilgilerin bütünlüğü, doğruluğu ve değişmeyeceği garanti edilemez. İfade edilen görüşler hiçbir şekilde ve surette alış ve satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Teknik Analiz sayfasında kısa ve orta vadeli olarak incelediğimiz hisse senetleri sadece teknik analiz incelemeleri doğrultusunda görüşlerimizi belirtmektedir. Bu bilgilerin ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından dolayı doğabilecek zararlardan FİNANSYATIRIM hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmez. FİNANSYATIRIM yayında adı geçen şirket veya şirketlerin menkul kıymetlerini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmetleri verebilir.