

Çimento Sektörü

'İç pazar ve ihracat dengesini koruyabilen şirketler daha avantajlı'

Sektör yaklaşık %6 büyüme yaşadığı 2021 yılından sonra 2022 yılına, iç piyasada düşüş ve ihracatta artış ile başladı. 2022'de sektörde iç talep tarafı büyük oranda sabit kalırken, enflasyona paralel fiyat artışları yapılabildi. Uygulanan destekleyici para politikası konut kredi faizlerini göreceli olarak düşük bir oranda tutsa da, iç talep tarafını desteklemeye yetmedi. 2022'nin 8 aylık döneminde iç satışlar yıllık bazda %13,7 düşüş kaydederken, toplam çimento üretimi %9,2 azaldı. Sektörde ihracat tarafı ise %9,1 artış ile büyüme gösterirken, 2022'nin 8 aylık döneminde üretilen çimentonun yaklaşık %27,8'i ihracata konu oldu. TL'deki değer kaybı Türk çimento şirketlerini uluslararası pazarda göreceli olarak ucuz konumda tutarken, ihracatı sınırlı da olsa destekledi. Lojistik sorunlarını iyi yöneten, ihracat kanallarını açık tutmayı başarabilen şirketler 2022'de daha olumlu performans sergiledi.

2022'de enerji maliyetlerinin yüksek seyri çimento şirketlerinin kar marjlarını baskı altında tutmuş olsa da; 2023'te kömür fiyatlarındaki düşüşün elektrik fiyatlarında meydana gelen belirgin artışı kısmen telafi etmesi nedeniyle enerji maliyetleri tarafında daha stabil bir görünümün hakim olmasını bekliyoruz. Dolayısıyla 2023'e ilişkin olarak, maliyet tarafının yarattığı baskı eğiliminin gevşeme göstermeye başlamasıyla şirketlerde stabil karlılık görünümünün etkili olacağını düşünüyoruz. Diğer taraftan, seçim dönemine girildiğini düşünürsek hükümetin kamu inşaat harcamaları payını artıracaklarını düşünüyoruz. Ayrıca açıklanan sosyal konut projelerinin de iç talebi artırarak çimento sektörünü olumlu etkilemesini bekleriz. 250 bin sosyal konut yapılması durumunda ortalama 100 m2 üzerinden toplamda 2,5 mn ton çimento üretimi gerekecektir ki; bu durumda yurt içi çimento talebinin 2023'te hacim bazında ortalama %2-3 artması beklenmektedir. Sonuç olarak, 2023'te iç pazar ve ihracat dengesini koruyabilen şirketlerin daha avantajlı konumda olacaklarını öngörüyoruz.

Araştırma kapsamımızda bulunan çimento şirketleri için hedef fiyatlarımızda yukarı yönlü revizyona gidiyoruz. Şirketlere ilişkin hedef fiyatlarımızı, özellikle maliyet tarafının yarattığı baskı eğiliminin gevşeme göstermesi ve açıklanan sosyal konut projelerinin iç talebi artıracaklarına yönelik beklentilerimizin desteğinde **güncelliyoruz.** Araştırma kapsamımızda bulunan çimento şirketlerinden AKCNS için 12 aylık hedef fiyatımızı 47,10 TL'den 76,30 TL'ye revize ederken tavsiyemizi 'AL' olarak sürdürüyoruz. CİMSA için 12 aylık hedef fiyatımızı 94,35 TL'den 119,20 TL'ye revize ediyor, 'TUT' olan tavsiyemizi koruyoruz.

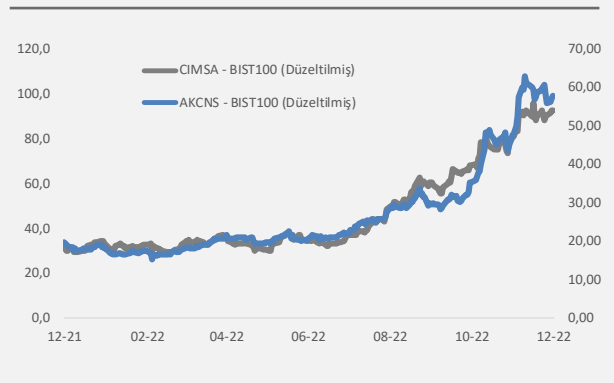
Riskler. Jeopolitik risklerin neden olduğu maliyet artışları, tedarik zincirinde yaşanabilecek olası aksaklıklar ve enflasyonist baskılar, tahminlerimiz ve değerlememiz için temel risk faktörleri olarak öne çıkıyor. Ek olarak, yakıt ve elektrik fiyatlarında yaşanabilecek artışlar tahminlerimiz açısından önemli bir risk olarak göze çarpıyor. Ayrıca, olumsuz bir iç ve dış talep yönlü şoklar, tahminler ve hedef fiyatımız için olumsuz bir risk oluşturabilir.

	Tavsiye		Hedef Fiyat		Getiri
	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Potansiyeli (%)
Akçansa	AL	AL	47,10	76,30	32%
Çimsa	TUT	TUT	94,35	119,20	18%

	F/K		FD/FAVÖK		FD/Satış	
	2022T	2023T	2022T	2023T	2022T	2023T
Akçansa	8,7	10,1	7,2	5,3	1,0	0,8
Çimsa	5,8	5,9	7,3	5,0	1,1	0,8

Kaynak: HLY Tahminler

Fiyat Performansı



Akçansa

‘Sosyal konut projeleri çimento talebini destekleyici’

Akçansa hissesi için 47,10 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı 76,30 TL'ye yükseltiyor, %32 getiri potansiyeli ile “AL” tavsiyemizi sürdürüyoruz. Şirketin alt yapı projeleri ve kentsel dönüşüm çalışmaları ile iç piyasa operasyonlarını önümüzdeki dönemde de devam ettireceğini düşünüyoruz. Büyük altyapı yatırımlarına yakın olması sayesinde sürekli canlı bir çimento talebi ile karşı karşıya kalmasını beklediğimiz Akçansa'nın, sahip olduğu limanların sayesinde stratejik konumu nedeniyle diğer çimento şirketlerinden ayrıştığını düşünüyoruz. Ek olarak, terminal ağı sayesinde herhangi bir bölgede yaşanabilecek talep artışını Çanakkale üzerinden karşılama şansı bulunuyor. İlginin arttığı İzmir Aliağa piyasasında da şirketin elini kuvvetlendiriyor. Ayrıca şirketin ana hissedarlarının dağıtım ağları sayesinde, iç talebin zayıfladığı dönemlerde satışlarını ihracata yönlendirebilme kabiliyetine sahiptir. Dolayısıyla, şirketin ana ortaklarının ABD pazarında etkin olması dolayısıyla, çimento talebinin güçlü seyrettiği ABD'de önemli bir tedarikçi konumundadır. 2022'de enerji maliyetlerinin yüksek seyri çimento şirketlerinin kar marjlarını baskı altında tutmuş olsa da, 2023'e ilişkin olarak, maliyet tarafının yarattığı baskı eğiliminin gevşeme göstermeye başlamasıyla şirketin operasyonel marjında iyileşme görünümünün etkili olacağını düşünüyoruz. Diğer taraftan açıklanan sosyal konut projelerinin de iç talebi artırarak çimento sektörünü olumlu etkilemesini bekliyoruz.

Yapılan fiyat artışlarının desteğiyle güçlü ciro performansı. Akçansa, faaliyet gösterdiği yurt içi ve yurt dışı pazarlarda çimento ve klinker fiyatlarını artırmayı başardı. Bu nedenle, önceki çeyreklerde yaşanan maliyet yönlü şoklar fiyatlara neredeyse tamamen yansdı. Akçansa 3Ç22'de %2223'lük bir artışa işaret ederek 825 mn TL ile beklentilerin üzerinde net kar açıkladı. Net karın beklentilerden önemli ölçüde sapsmasının nedeni ise, maddi duran varlıkların yeniden değerlendirilmesiyle kaydedilen 560 mn TL'lik ertelenmiş vergi gelirinin net kara yansması oldu. Hem yurt içi hem de ihracat tarafında talep sabit kalırken, enflasyona paralel yapılan fiyat artışları faaliyet karlarındaki artışın ana nedeni oldu. Hacimler sabit kalsa da yapılan fiyat artışları, TL'deki değer kaybı ve artan ihracat gelirleri de ciro büyümesini destekledi. 2022'yi yıllık bazda %212 artışla 8.967 mn TL net satış geliri ile tamamlamasını beklediğimiz Akçansa'nın 2023'e ilişkin olarak ise yıllık bazda %32 artışla 11.842 mn TL net satış geliri kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Enerji maliyetlerinde kısmi normalleşme. 2022 çimento şirketleri tarafında, enerji fiyatlarındaki artışlar ve enerji tedarigindeki zorlukların yanı sıra, maliyet enflasyonunun yarattığı etkilerin hissedildiği bir yıl oldu. Ancak Akçansa, geçtiğimiz çeyreklerde enerji fiyatlarındaki hızlı artışın yarattığı olumsuz baskıyı, stoklarında bulunan daha düşük maliyetli yakıtları kullanarak ve alternatif enerji kaynaklarının kullanımını artırarak bir ölçüde dengelemeyi başardı. Enerji maliyetlerinde kısmi normalleşmenin yaşanmasını 4Ç22 görünümü açısından Akçansa için olumlu olarak değerlendiriyoruz. Elektrik fiyatları yüksek seyrini sürdürmekle birlikte, kömür ve petrokok fiyatlarının bir miktar gerilemesi ile akaryakıt tarafında olumlu gelişmeler yaşanması şirket için pozitif bir gelişme olarak öne çıkıyor. Ayrıca, hem iç hem de ihracat tarafında devam eden fiyat artışlarının da 4. çeyrek'te karlılığı destekleyeceğini öngörüyoruz. 2022'yi yıllık bazda %219 artışla 1.293 mn TL FAVÖK ve %14,4 FAVÖK marjı ile tamamlamasını beklediğimiz Akçansa'nın 2023'e ilişkin olarak ise yıllık bazda %37 artışla 1.766 mn TL FAVÖK ve %14,9 FAVÖK marjı kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

AL

Hisse Fiyatı: 57,60 TL
Hedef Fiyat: 76,30 TL

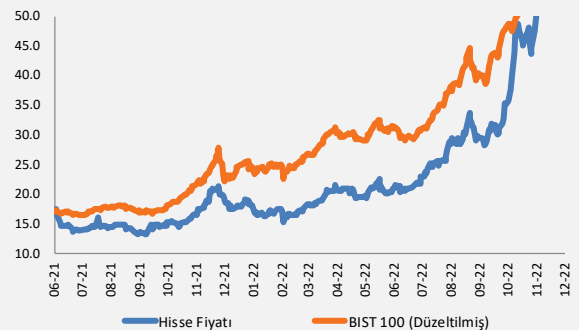
Getiri Potansiyeli: %32

Özet Veriler

Hisse Kodu	AKCNS
Cari Fiyat (TL)	57.60
52H En Yüksek (TL)	64.80
52H En Düşük (TL)	15.57
Piyasa Değeri (mn TL)	11,027
Piyasa Değeri (mn USD)	591
Halka Açıklık Oranı (%)	14.54
Konsensus HF (TL)	61.62
Konsensus Tavsiye	85,7% B / 14,3%H / 0% S
3A Hacim (mn USD)	3.2
HLV HBK (2022T)	6.6
Konsensus HBK (2022T)	5.5

Tahminler ve Rasyolar	2020G	2021G	2022T	2023T
Net Satışlar (mn TL)	1.967	2.871	8.967	11.842
Yıllık Büyüme	7,7%	46,0%	212,3%	32,1%
FAVÖK (mn TL)	323	405	1.293	1.766
Yıllık Büyüme	32,1%	25,5%	219,0%	36,6%
Net Kar (mn TL)	115	304	1.271	1.095
Yıllık Büyüme	52,9%	163,9%	318,7%	-13,9%
FAVÖK Marjı	16,4%	14,1%	14,4%	14,9%
Net Kar Marjı	10,4%	4,1%	5,8%	10,6%
FD/Satışlar	4,8x	3,3x	1,0x	0,8x
FD/FAVÖK	29,0x	23,1x	7,2x	5,3x
F/K	95,9x	36,3x	8,7x	10,1x
Hisse Başı Kar (TL)	0,60	1,59	6,64	5,72
Temettü Verimi	0,9%	2,3%	9,8%	8,4%

Fiyat Performansı



Finansallar & Tahminler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net satışlar (mn TL)	1.461	1.519	1.716	1.826	1.967	2.871	8.967	11.842	13.948
FAVÖK (mn TL)	408	308	354	245	323	405	1.293	1.766	2.102
Net kâr (mn TL)	286	149	178	75	115	304	1.271	1.095	1.290
Brüt kâr marjı	28,3%	20,1%	21,3%	13,9%	16,9%	14,7%	16,5%	16,7%	16,7%
FAVÖK marjı	27,9%	20,3%	20,7%	13,4%	16,4%	14,1%	14,4%	14,9%	15,1%
Net kâr marjı	19,6%	9,8%	10,4%	4,1%	5,8%	10,6%	14,2%	9,2%	9,2%
F/K (x)	38,5	74,2	62,0	146,6	95,9	36,3	8,7	10,1	8,5
FD/FAVÖK (x)	22,9	30,3	26,4	38,3	29,0	23,1	7,2	5,3	4,5
FD/Net satışlar (x)	6,4	6,2	5,5	5,1	4,8	3,3	1,0	0,8	0,7

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	1.461	1.519	1.716	1.826	1.967	2.871	8.967	11.842	13.948
Brüt kâr	414	306	366	253	332	421	1.478	1.980	2.328
FAVÖK	408	308	354	245	323	405	1.293	1.766	2.102
Amortisman	75	83	84	97	101	109	112	145	179
FVÖK	333	225	270	147	222	297	1.181	1.621	1.923
Diğer Gelir, Net	-8	-10	-4	1	-38	-52	-42	-102	-169
Finansal Gelir, Net	-27	-62	-80	-132	-41	-51	-161	-151	-141
VÖK	349	180	222	87	146	233	978	1.368	1.612
Vergi	62	31	42	12	31	-70	-293	274	322
Net kâr	286	149	178	75	115	304	1.271	1.095	1.290

Özet Bilanço (mn TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Dönen varlıklar	569	644	713	996	763	1.037	1.795	4.536	5.282
Duran varlıklar	1.199	1.203	1.165	1.247	1.395	1.708	2.246	2.638	3.009
Aktif toplamı	1.843	1.916	2.161	2.010	2.432	3.503	6.782	7.919	9.257
Kısa vadeli yükümlülükler	528	715	865	649	838	1.796	3.251	4.383	5.347
Uzun vadeli yükümlülükler	88	92	188	320	387	164	1.021	1.202	1.382
Toplam yükümlülükler	616	807	1.053	969	1.225	1.961	4.271	5.586	6.728
Azınlık payları	12	12	14	12	12	0	0	0	0
Özsermaye	1.215	1.097	1.094	1.029	1.195	1.543	2.510	2.334	2.529
Pasif toplamı	1.843	1.916	2.161	2.010	2.432	3.503	6.782	7.919	9.257

Kaldıraç	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net Borç	185	333	290	373	600	355	1.669	1.313	1.538
Net Borç / FAVÖK	0,5	1,1	0,8	1,5	1,9	0,9	1,3	0,7	0,7
Yatırılan sermaye	1.215	1.097	1.197	1.250	1.477	1.633	3.324	3.266	3.589
Net Borç / Yatırılan sermaye	15,2%	30,3%	24,2%	26,0%	19,6%	32,2%	-19,8%	-5,1%	-6,9%
Net Borç / Aktif toplamı	10,0%	17,4%	13,4%	18,6%	24,7%	10,1%	24,6%	16,6%	16,6%

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin



Finansallar & Tahminler

Marjlar (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Brüt kâr marjı	28,3%	20,1%	21,3%	13,9%	16,9%	14,7%	16,5%	16,7%	16,7%
FVÖK marjı	22,8%	14,8%	15,7%	8,1%	11,3%	10,3%	13,2%	13,7%	13,8%
FAVÖK marjı	27,9%	20,3%	20,7%	13,4%	16,4%	14,1%	14,4%	14,9%	15,1%
Net kâr marjı	19,6%	9,8%	10,4%	4,1%	5,8%	10,6%	14,2%	9,2%	9,2%

Oranlar ve Çarpanlar	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
F/K (x)	38,5	74,2	62,0	146,6	95,9	36,3	8,7	10,1	8,5
FD/FAVÖK (x)	22,9	30,3	26,4	38,3	29,0	23,1	7,2	5,3	4,5
FD/Net satışlar (x)	6,4	6,2	5,5	5,1	4,8	3,3	1,0	0,8	0,7
Özsermaye kârlılığı (%)	23,8%	12,9%	16,24%	7,1%	10,3%	22,2%	62,7%	45,2%	53,1%
Aktif kârlılığı (%)	16,1%	7,91%	8,73%	3,6%	5,2%	10,2%	24,7%	14,9%	15,0%
Hisse Başı Kâr	1,50	0,78	0,93	0,39	0,60	1,59	6,64	5,72	6,74
Faaliyet Gid./Net satışlar	5,6%	5,3%	5,6%	5,8%	5,6%	4,3%	3,3%	3,0%	2,9%
Yatırım harcamaları/Net satışlar	9,2%	7,4%	5,7%	4,5%	6,3%	5,3%	2,5%	2,9%	2,9%
Net işletme sermayesi / Net satışlar	20,5%	22,0%	20,3%	10,7%	9,1%	11,1%	8,6%	8,4%	8,4%
Cari oran	1,1	0,9	0,8	1,5	0,9	0,6	0,6	1,0	1,0

İşletme Sermayesi	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Alacak devir hızı	4	3	4	4	5	6	8	7	6
Stok devir hızı	7	8	7	7	9	5	7	6	6
Ticari borç devir hızı	4	4	4	5	4	3	5	4	4
Nakit döngüsü	58	68	66	50	26	26	26	26	26
Faaliyet döngüsü	153	153	151	131	116	135	135	135	135

Temettü	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Nakit temettü (Brüt, mn TL)	237	128	153	64	98	258	1.081	930	1.096
Hisse Başı Temettü (Brüt)	1,2	0,7	0,8	0,3	0,5	1,3	5,6	4,9	5,7
Temettü verimi	2,2%	1,2%	1,4%	0,6%	0,9%	2,3%	9,8%	8,4%	9,9%

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Çimsa

'Stabil karlılık görünümü'

Çimsa hissesi için 94,35 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı 119,20 TL'ye yükseltiyor, %18 getiri potansiyeli ile 'TUT' olan tavsiyemizi sürdürüyoruz. Şirketin yeni yatırımlarının devreye girmesiyle katma değerli ürün satışlarının artacağını ve beyaz çimentoda global oyuncu olmanın avantajını finansal performansına yansıtabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, 2022'de enerji maliyetlerinin yüksek seyri çimento şirketlerinin kar marjlarını baskı altında tutmuş olsa da; 2023'e ilişkin olarak, maliyet tarafının yarattığı baskı eğiliminin gevşeme göstermeye başlamasıyla şirketin operasyonel marjında normalleşme, karlılık tarafında ise daha stabil bir görünümün etkili olacağını düşünüyoruz.

Beyaz çimentoda global oyuncu olma hedefinde. Çimsa beyaz çimento ve diğer katma değerli ürünlerde yurt dışında büyüme stratejisine uygun olarak gri çimento üreten Kayseri ve Niğde entegre çimento fabrikaları ile Ankara çimento öğütme tesisini 110 mn euro bedelle Fernas şirketler grubuna sattı. Satış sonrası şirketin toplam klinker üretim kapasitesini 5.5 mn ton ve çimento üretim kapasitesini 7.8 mn ton düzeyinde hesaplıyoruz. Ayrıca İspanyol Buñol Beyaz Çimento fabrikasının satın alımı sonrası, %8 global pazar payı ile Çimsa dünyanın ilk iki beyaz çimento üreticilerinden biri konumunda bulunuyor. Toplam beyaz çimento klinker üretim kapasitesi ise 1.7 mn ton düzeyinde bulunuyor.

Varlık satışından gelen kaynak ürün gamını genişletmede kullanılacak. Şirketin büyüme ve katma değerli ürün gamını genişletme hedefleri doğrultusunda mevcut CAC (Kalsiyum Alüminat Çimento) üretim kapasitesine ilave yatırım kararı aldığını biliyoruz. Bu çerçevede; Mersin Fabrikası'nda CAC (Kalsiyum Alüminat Çimento) tesisi kapasite artırımı için yatırıma başladığını ve yapılacak yatırım için 45mn USD bütçe ayrıldığını biliyoruz. Yatırımın 2023 yılının üçüncü çeyreğinde tamamlanması planlanıyor.

Yapılan fiyat artışları ve güçlü ihracat performansı ciro büyümesini destekledi. Çimsa yılın üçüncü çeyreğinde maddi duran varlık satış gelirinin tahminlerin üzerinde gerçekleşmesinin desteğiyle bir önceki yıl aynı dönemde açıkladığı 49 mn TL'lik net karın oldukça üzerinde 1.992 mn TL net kar açıkladı. Temmuz sonunda gerçekleşen Kayseri ve Niğde Fabrikaları ile Ankara Öğütme Tesisleri satışından 1.678 mn TL'lik tek seferlik gelir kaydedildi. Güçlü ihracat performansı ve yapılan fiyat artışlarının desteğinde yıllık bazda güçlü ciro performansı kaydedildi. Net satış gelirleri 3Ç22'de yıllık bazda %172,8 artışla 2.431 mn TL seviyesinde gerçekleşti. 2022'yi yıllık bazda %124 ciro büyümesi ve 8.388 mn TL net satış geliri ile tamamlamasını beklediğimiz Çimsa'nın 2023'e ilişkin olarak ise %43 ciro büyümesi ile 11.986 mn TL net satış geliri kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

Enerji maliyetlerinde kısmi normalleşme. 2022 çimento şirketleri tarafında, enerji fiyatlarındaki artışlar ve enerji tedarikindeki zorlukların yanı sıra, maliyet enflasyonunun yarattığı etkilerin hissedildiği bir yıl oldu. Elektrik fiyatları yüksek seyrini sürdürmekle birlikte, kömür ve petrokok fiyatlarının bir miktar gerilemesi ile akaryakıt tarafında olumlu gelişmeler yaşanması şirket için pozitif bir gelişme olarak öne çıkıyor. Ayrıca, hem iç hem de ihracat tarafında devam eden fiyat artışlarının da 4. çeyrekte karlılığı destekleyeceğini öngörüyoruz. 2022'yi yıllık bazda %103 artışla 1.313 mn TL FAVÖK ve %15,6 FAVÖK marjı ile tamamlamasını beklediğimiz Çimsa'nın 2023'e ilişkin olarak ise yıllık bazda %44,6 artışla 1.898 mn TL FAVÖK ve %15,8 FAVÖK marjı kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

TUT

Hisse Fiyatı: 100,70 TL
Hedef Fiyat: 119,20 TL

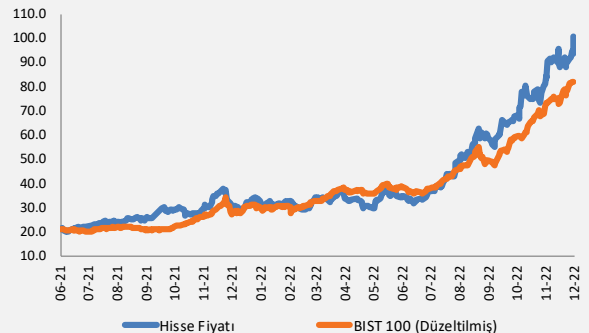
Getiri Potansiyeli: %18

Özet Veriler

Hisse Kodu	CIMSA
Cari Fiyat (TL)	100.70
52H En Yüksek (TL)	101.60
52H En Düşük (TL)	29.70
Piyasa Değeri (mn TL)	13,603
Piyasa Değeri (mn USD)	729
Halka Açıklık Oranı (%)	36.37
Konsensus HF (TL)	102.28
Konsensus Tavsiye	66.7% B / 33.3% H / 0% S
3A Hacim (mn USD)	10.8
HLY HBK (2022T)	13.0
Konsensus HBK (2022T)	38.3

Tahminler ve Rasyolar	2020G	2021T	2022T	2023T
Net Satışlar (mn TL)	2.076	3.745	8.388	11.986
Yıllık Büyüme	31,6%	80,4%	123,9%	42,9%
FAVÖK (mn TL)	444	646	1.313	1.898
Yıllık Büyüme	64,7%	45,5%	103,3%	44,6%
Net Kar (mn TL)	207	727	1.761	1.703
Yıllık Büyüme	884,0%	251,0%	142,2%	-3,3%
FAVÖK Marjı	21,4%	17,2%	15,6%	15,8%
Net Kar Marjı	10,0%	19,4%	21,0%	14,2%
FD/Satışlar	4,6x	2,6x	1,1x	0,8x
FD/FAVÖK	21,6x	14,8x	7,3x	5,0x
F/K	48,9x	13,9x	5,8x	5,9x
Hisse Başı Kar (TL)	1,53	5,38	13,03	12,61
Temettü Verimi	0,9%	4,3%	5,7%	10,0%

Fiyat Performansı



Finansallar & Tahminler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net satışlar (mn TL)	1.170	1.491	1.700	1.578	2.076	3.745	8.388	11.986	14.455
FAVÖK (mn TL)	344	384	388	269	444	646	1.313	1.898	2.432
Net kâr (mn TL)	246	228	155	21	207	727	1.761	1.703	2.281
Brüt kâr marjı	32,1%	26,5%	23,9%	17,4%	22,5%	19,0%	19,4%	19,3%	19,6%
FAVÖK marjı	29,4%	25,8%	22,8%	17,1%	21,4%	17,2%	15,6%	15,8%	16,8%
Net kâr marjı	21,0%	15,3%	9,1%	1,3%	10,0%	19,4%	21,0%	14,2%	15,8%
F/K (x)	41,2	44,3	65,4	481,0	48,9	13,9	5,8	5,9	4,4
FD/FAVÖK (x)	27,8	24,9	24,6	35,5	21,6	14,8	7,3	5,0	3,9
FD/Net satışlar (x)	8,2	6,4	5,6	6,1	4,6	2,6	1,1	0,8	0,7

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	1.170	1.491	1.700	1.578	2.076	3.745	8.388	11.986	14.455
Brüt kâr	375	395	406	274	468	713	1.624	2.317	2.829
FAVÖK	344	384	388	269	444	646	1.313	1.898	2.432
Amortisman	59	82	109	143	144	132	128	121	165
FVÖK	286	303	279	127	299	513	1.185	1.777	2.267
Diğer Gelir, Net	20	27	36	36	52	230	344	612	833
Finansal Gelir, Net	-24	-100	-213	-272	-222	-283	-251	-161	-116
VÖK	306	296	175	-29	237	662	1.278	2.228	2.984
Vergi	57	49	21	-21	21	-98	256	446	597
Net kâr	246	228	155	21	207	727	1.761	1.703	2.281

Özet Bilanço (mn TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Dönen varlıklar	666	583	956	940	1.087	2.557	2.240	4.891	6.379
Duran varlıklar	1.958	2.287	2.544	2.709	2.572	3.009	4.696	6.258	7.302
Aktif toplamı	2.541	3.242	3.484	3.796	5.129	5.249	9.586	12.637	14.973
Kısa vadeli yükümlülükler	913	1.192	1.436	1.367	2.938	1.936	3.569	4.555	4.918
Uzun vadeli yükümlülükler	269	628	596	943	352	540	564	526	459
Toplam yükümlülükler	1.182	1.820	2.033	2.310	3.290	2.476	4.133	5.081	5.377
Azınlık payları	108	128	125	98	258	278	278	278	278
Özsermaye	1.251	1.295	1.326	1.388	1.581	2.495	5.176	6.790	8.709
Pasif toplamı	2.541	3.242	3.484	3.796	5.129	5.249	9.587	12.637	14.973

Kaldıraç	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Net Borç	754	1.173	1.278	1.108	575	1.343	727	697	203
Net Borç / FAVÖK	2,2	3,1	3,3	4,1	1,3	2,1	0,6	0,4	0,1
Yatırılan sermaye	1.463	1.845	1.777	2.209	1.836	2.897	5.478	7.017	8.879
Net Borç / Yatırılan sermaye	51,6%	63,6%	71,9%	50,2%	31,3%	46,3%	13,3%	9,9%	2,3%
Net Borç / Aktif toplamı	29,7%	36,2%	36,7%	29,2%	11,2%	25,6%	7,6%	5,5%	1,4%

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin



Finansallar & Tahminler

Marjlar (%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Brüt kâr marjı	32,1%	26,5%	23,9%	17,4%	22,5%	19,0%	19,4%	19,3%	19,6%
FVÖK marjı	24,4%	20,3%	16,4%	8,0%	14,4%	13,7%	14,1%	14,8%	15,7%
FAVÖK marjı	29,4%	25,8%	22,8%	17,1%	21,4%	17,2%	15,6%	15,8%	16,8%
Net kâr marjı	21,0%	15,3%	9,1%	1,3%	10,0%	19,4%	21,0%	14,2%	15,8%
Oranlar	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
F/K (x)	41,2	44,3	65,4	481,0	48,9	13,9	5,8	5,9	4,4
FD/FAVÖK (x)	27,8	24,9	24,6	35,5	21,6	14,8	7,3	5,0	3,9
FD/Net satışlar (x)	8,2	6,4	5,6	6,1	4,6	2,6	1,1	0,8	0,7
Özsermaye kârlılığı (%)	20,2%	17,9%	11,8%	1,6%	14,0%	35,7%	45,9%	28,5%	29,4%
Aktif kârlılığı (%)	10,9%	7,9%	4,6%	0,6%	4,6%	14,0%	23,7%	15,3%	16,5%
Hisse Başı Kâr	1,8	1,7	1,1	0,2	1,5	5,4	13,0	12,6	16,9
Faaliyet Gid./Net satışlar	7,7%	6,2%	7,5%	9,3%	8,1%	5,3%	5,2%	4,5%	3,9%
Yatırım harcamaları/Net satışlar	52,3%	23,9%	15,1%	6,2%	1,2%	3,5%	2,0%	3,5%	2,6%
Net işletme sermayesi / Net satışlar	18,1%	25,9%	19,5%	21,1%	1,0%	26,8%	19,2%	16,6%	16,4%
Cari oran	0,7	0,5	0,7	0,7	0,4	1,3	0,6	1,1	1,3
İşletme Sermayesi	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Alacak devir hızı	4	4	4	4	5	6	7	7	7
Stok devir hızı	6	7	8	7	7	7	8	8	8
Ticari borç devir hızı	3	4	4	4	3	5	7	6	6
Nakit döngüsü	53	63	68	68	13	42	40	39	40
Faaliyet döngüsü	163	157	151	159	118	115	111	110	109
Temettü	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T
Nakit temettü (Brüt, mn TL)	192	68	0	-3	122	576	774	1.350	1.807
Hisse Başı Temettü (Brüt)	1,4	0,5	0,0	0,0	0,9	4,3	5,7	10,0	13,4
Temettü verimi	1,4%	0,5%	0,0%	0,0%	0,9%	4,3%	5,7%	10,0%	13,4%

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin



Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 212 314 81 81

Banu KIVCI TOKALI	Araştırma Direktörü	BTokali@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 88
İlknur TURHAN	Müdür Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 85
Ayşegül BAYRAM	Uzman Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 30
Mehmet Bilal BİRCAN	Uzman Bankacılık, Dayanıklı Tüketim	MBircan@halkyatirim.com.tr +90 212 314 82 53
Emil ABDULLAYEV	Uzman Demir-Çelik, Petrol & Gaz	EAbdullayev@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 24
Yasin SARIHAN	Uzman Yardımcısı Otomotiv	YSarihan@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 26

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim