

ÇİMENTO SEKTÖRÜ

Hisse Araştırma

Güncelleme

Artan enerji maliyetleri nedeniyle marjlarda ve karlılıkta gerileme..

Hükümet tarafından konut sektöründe talebi canlandırmak amacıyla uygulanan teşvikler ve desteklenen çok sayıda proje ile konut sektörünün gelişiminin uzun vadede güçlü seyrini koruyacağını düşünüyor ve 2017 yılı için gayrimenkul sektörüne ilişkin temkinli iyimser yaklaşımımızı sürdürüyor olmamıza rağmen; çimento fiyatlarının zayıf seyrini sürdürmesinin yanı sıra, artan enerji maliyetlerinin (petrokok ve kömür) şirket marjlarını baskılayacağı ve şirket karlılıklarında düşüşlerin görülebileceğini düşünüyor ve 2017 yılında takibimizdeki çimento şirketleri için daha muhafazakar tarafta kalmayı tercih ediyoruz.

Çimento fiyatlarının son dönemde düşüş eğilimi göstermesine ek olarak, maliyet tarafında çimento şirketlerinin yakıt maliyetlerinin önemli bir kısmını oluşturan petrokok ve elektrik gibi girdi fiyatlarında görülen yükselişin 2017 yılında çimento şirketlerinin marjlarını baskılayacağını ve şirketlerin karlılıklarında yıllık bazda ortalama %8-10 civarında düşüşlerin görülebileceğini düşünüyoruz. Fiyatlama tarafında ise, yılın ilk çeyreğinde çimento fiyatlarının 2016 yılı ortalamasının yaklaşık %5 altında seyrettiğini görüyoruz. 2017 yılının çimento şirketleri açısından özellikle talep koşullarını gözlemleyerek maliyetlerinde yaşanacak artışları satış fiyatlarına yansıtmak için fırsat kollayacakları ya da maliyet düşürücü aksiyonlar olarak karlılıklarını korumaya çabalayacakları bir dönem olacağını düşünüyoruz.

Özetle; talep tarafında ilk çeyrekte olumsuz hava koşullarının da etkisiyle satış hacminin zayıfladığını ve çimento fiyatlarının 2017 ilk çeyrekte geçen yıl ilk çeyreğe benzer, 2016 yıl ortalamasının ise yaklaşık %5 altında seyrettiğini biliyoruz. Maliyet tarafında hatırlanacağı üzere, petrokok fiyatlarının ton başına 35 dolara kadar düşmesiyle çimento üreticileri 2016 yılının ilk yarısında düşük girdi fiyatlarından yararlanmıştı. 2016 yılının ikinci yarısında ise yükseliş eğilimi sergileyen petrokok fiyatlarının 85 dolar seviyelerine kadar yükseldiğini ve yükseliş eğilimini devam ettirdiğini görüyoruz. Bu doğrultuda, 2017 yılında yükselen enerji maliyetlerinin (petrokok ve kömür) şirketlerin marjlarında ve karlılıklarında gerilemeye neden olacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, ilk çeyrekte de zayıf finansallar açıklamasını beklediğimiz takibimizdeki çimento şirketleri için tahminlerimizde revizyona gittik. Tahminlerimizdeki güncellemelere bağlı olarak; **BOLUC için 8,08 TL seviyesindeki 12-aylık hedef fiyatımızı 6,50 TL'ye tavsiyemizi de AL'dan 'AZALT'a çekerken, AKCNS için 16,45 TL olan 12-aylık hedef fiyatımızı 14,53 TL'ye çekerken tavsiyemizi 'TUT' olarak koruyoruz; CIMS A için ise 19,40 TL olan 12-aylık hedef fiyatımızı 17,13 TL'ye çekiyor, tavsiyemizi de 'TUT' olarak sürdürüyoruz.**

Hisse Kodu	Fiyat	Tavsiye	12- aylık Hedef Fiyat (TL)	Getiri Potansiyeli	FD/Satış		FD/FAVÖK		F/K	
					2017T	2018T	2017T	2018T	2017T	2018T
AKCNS	12,22	TUT	14,53	18,9%	1,6x	1,5x	6,8x	6,2x	9,4x	8,7x
CIMS A	14,93	TUT	17,13	14,7%	2,1x	2,0x	7,0x	6,2x	9,8x	8,6x
BOLUC	6,02	AZALT	6,50	8,0%	2,2x	2,0x	6,9x	6,3x	8,7x	8,0x

Analist: İlnur TURHAN

iturhan@halkyatirim.com.tr

İstanbul: +902123148185

Türkiye Çimento Sektörü

Sektörde 52'si entegre tesis, 18'i ise öğütme tesisi olmak üzere toplam 70 tesis faaliyet göstermektedir. 2016 yılında ortalama %89 kapasite kullanım oranı ile çalışan sektörde toplam klinker ve çimento kapasiteleri, sırasıyla 80 milyon ton ve 132,7 milyon ton seviyesindedir. Yüksek nakliye giderleri, çimentonun bölgesel bir ürün haline gelmesinde etkili olmuştur. Bu nedenle, çimento şirketlerinin bölgesel olarak yoğunlaşma gösterdiğini söyleyebiliriz.

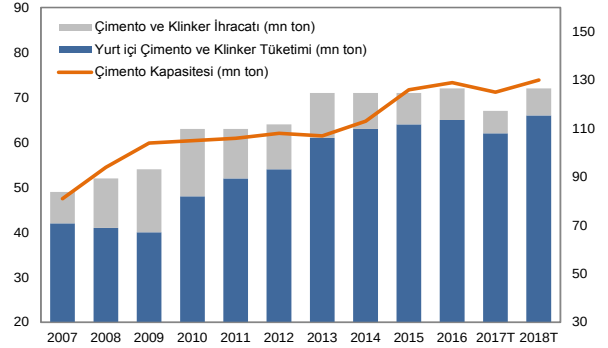
Türkiye'de çimento sektörü oligopolistik bir yapıya sahip olmakla birlikte, Sabancı grubu %16, Oyak Grubu %14 ve Limak grubu %10'luk pazar payına sahip bulunuyor. Bu üç büyük oyuncu Türkiye klinker kapasitesinin yaklaşık %40'ını elinde bulundurmaktadır. Geri kalan %60'lık kapasiteyi de, yerli ve yabancı şirketler oluşturmaktadır.

Türkiye'de yurt içi çimento ve klinker tüketiminin 2010 yılından itibaren artış trendi yakaladığını söyleyebiliriz. Yurt içi çimento ve klinker tüketiminde, 2010-2016 döneminde %5,2 YBBO'nun gerçekleştiği gözlenirken, 2016-2018 döneminde ise %3 YBBO yakalaması bekleniyor. İhracat tarafında ise, son yıllarda bir yavaşlamadan bahsedebiliriz. 2009-2010 yıllarında 14-15 milyon ton seviyelerine kadar ulaşan ihracat rakamlarının artan iç tüketimle birlikte gerilediğini ve 2016 yılını 7,5 milyon ton seviyelerinde tamamladığını gözlemliyoruz. Sektör temsilcileri, 2017-2018 yıllarında 8 milyon ton çimento ve 4 milyon ton klinker ihracatı öngörüyor.

Çimento fiyatları bölgelere göre farklılık göstermektedir. Takip listemize aldığımız şirketler itibarıyla baktığımızda, en yüksek fabrika çıkışı fiyatlarının 145 TL/ton ile Marmara Bölgesi'nde yer aldığını söyleyebiliriz. Ürün özelliği ve içeriğine göre de fiyatlamalarda farklılık gözlenmektedir.

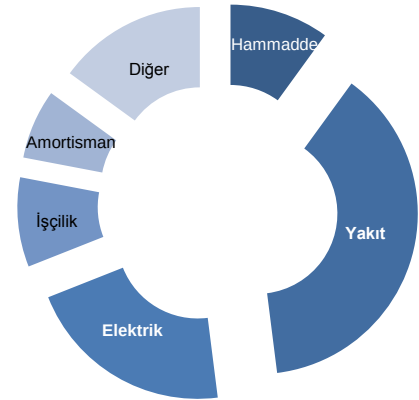
Çimento şirketlerinin maliyetlerinin büyük bir kısmını enerji oluşturmaktadır. Ana maliyet kalemleri, toplam maliyetlerinin %50'lik kısmını oluşturan yakıt (petrokok ve kömür) ve elektriktir. Yakıt maliyetleri kömür ve petrokok olarak baktığımızda dolar bazında olup, diğer maliyet kalemleri ise TL bazındadır. Petrokok ise, toplam maliyetlerin %25-30'unu oluşturmaktadır. 2016 yılının ilk yarısında 35 dolar/ton seviyelerine kadar gerileyen petrokok fiyatlarının, 2017 yılının ilk çeyreğinde 85 dolar/ton seviyelerine kadar yükseldiğini gözlemliyoruz.

Sektörde Tüketim ve İhracat Gelişimi



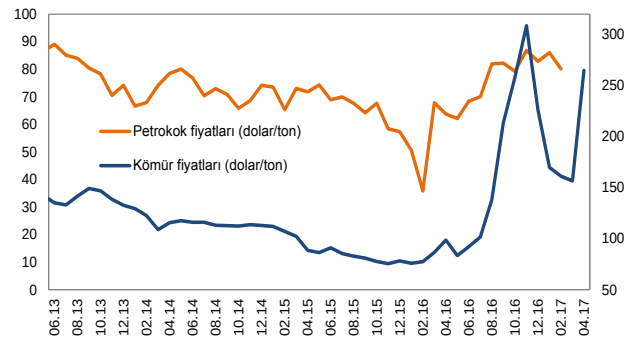
Kaynak: HLY Araştırma

Sektörün Maliyet Yapısı



Kaynak: HLY Araştırma

Petrokok ve Kömür Fiyatlarının Gelişimi



Kaynak: HLY Araştırma

2017 ilk çeyrek finansallarına ilişkin beklentiler

Çimsa; 2017 yılının ilk çeyreğinde hava şartlarına bağlı olarak, zayıf talep koşulları nedeniyle yurt içi satış hacminin olumsuz etkilendiğini, ancak ihracat tarafının bir önceki çeyreğe benzer performans sergilediğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 1Ç17'de Çimsa'nın yıllık bazda %5 düşüşle 241,3 milyon TL net satış geliri açıklamasını bekliyoruz. Zayıf talep ortamında maliyetlerin artması nedeniyle Çimsa'nın faaliyet kar marjlarında düşüş bekliyoruz. Ayrıca, şirketin yüksek seyreden borçluluğu ve yeni devreye girecek yatırımlar nedeniyle net karının baskı altında kalacağını öngörüyoruz. Çimsa için 2017 yılının ilk çeyreğinde FAVÖK'ün yıllık bazda %43,1'lik gerileme ile 46,4 milyon TL, net karın yıllık bazda %52,1 düşüşle 22,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

CİMSA - Özet Gelir Tablosu (mn TL)								
	1Ç17T*	1Ç16	Yıllık %	4Ç16	Çeyreklik %	12A16	12A15	Yıllık %
Net Satışlar	241,3	253,7	-4,9%	289,4	-16,6%	1.170	1.171	-0,1%
FAVÖK	46,4	81,5	-43,1%	48,2	-3,7%	352	360	-2,2%
Net Kar	22,7	47,4	-52,1%	41,2	-44,9%	246	245	0,3%
FAVÖK Marjı	19,2%	32,1%	-12,9%	16,7%	2,6%	30,1%	30,7%	-0,7%
Net Kar Marjı	9,4%	18,7%	-9,3%	14,2%	-4,8%	21,0%	20,9%	0,1%

*HLY Tahmin

Akçansa; Yılın ilk çeyreğinde olumsuz hava şartlarına bağlı olarak satış hacminin zayıflaması nedeniyle yurt içi satış rakamları olumsuz etkilendi. Fiyatlar cephesinde ise, 2016 yılında Marmara Bölgesinde ortalama 140-142 TL/ton seviyelerinde seyreden çimento fiyatlarının, yılın ilk çeyreğinde 138 TL/ton seviyelerine gerilediğini gözlemliyoruz. İlk çeyrek için, hem çimento satış fiyatlarında etkili olan düşüş hem de artan enerji maliyetleri nedeniyle, operasyonel karlılığın ve net karın baskı altında kalacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, 1Ç17'de Akçansa için 300,6 milyon TL ciro, 47,2 milyon TL FAVÖK ve 35,4 milyon TL net kar açıklamasını bekliyoruz.

AKCNS - Özet Gelir Tablosu (mn TL)								
	1Ç17T*	1Ç16	Yıllık %	4Ç16	Çeyreklik %	12A16	12A15	Yıllık %
Net Satışlar	300,6	329,0	-8,6%	372,9	-19,4%	1.461	1.469	-0,5%
FAVÖK	47,2	82,3	-42,6%	90,5	-47,8%	408	430	-5,1%
Net Kar	35,4	68,97	-48,7%	53,1	-33,3%	286,4	281,1	1,9%
FAVÖK Marjı	15,7%	25,0%	-9,3%	24,3%	-8,6%	27,9%	29,3%	-1,4%
Net Kar Marjı	11,8%	21,0%	-9,2%	14,2%	-2,5%	19,6%	19,1%	0,5%

*HLY Tahmin

Bolu Çimento; Hava şartlarına bağlı olarak, yılın ilk çeyreğinde zayıf talep koşulları nedeniyle yurt içi satış hacminin olumsuz etkilendiğini ve fiyat ortamında yaşanan zayıflık nedeniyle de tam kapasite çalışan Ankara yatırımının güçlü etkisini göremeyeceğimizi ve geçtiğimiz yılın ilk çeyreğine benzer bir ciro performansı sergileyeceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 1Ç17'de Bolu Çimento'nun yıllık bazda %2'lik düşüşle 84,3 milyon TL net satış geliri açıklamasını bekliyoruz. İlk çeyrek için, hem çimento satış fiyatlarında etkili olan düşüş hem de artan enerji maliyetleri nedeniyle, operasyonel karlılığın ve net karın baskı altında kalacağını öngörüyoruz. Bolu Çimento'nun ilk çeyrekte yıllık bazda %24,8 düşüşle 18,6 milyon TL FAVÖK açıklayacağını ve FAVÖK Marjının da 1Ç16'ya göre 6,7 puan gerileyerek %22,1 seviyesine gerileyeceğini, net karın da yıllık bazda %32,2 düşüşle 10,8 milyon TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

BOLUC - Özet Gelir Tablosu (mn TL)								
	1Ç17T*	1Ç16	Yıllık %	4Ç16	Çeyreklik %	12A16	12A15	Yıllık %
Net Satışlar	84,3	86,0	-2,0%	116,4	-27,6%	452	406	11,3%
FAVÖK	18,6	24,7	-24,8%	44,0	-57,7%	169	145	16,6%
Net Kar	10,8	15,94	-32,2%	23,9	-54,8%	106,4	106,7	-0,3%
FAVÖK Marjı	22,1%	28,8%	-6,7%	37,8%	-15,7%	37,4%	35,7%	1,7%
Net Kar Marjı	12,8%	18,5%	-5,7%	20,5%	-7,7%	23,5%	26,3%	-2,7%

*HLY Tahmin

HLY Tahminlerine İlişkin Revizyonlar

2017 yılının ilk çeyreğinde, kötü hava koşulları nedeniyle Türkiye’de yurt içi çimento ve klinker talebi zayıf seyrederken, fiyatlar da geçen yıl ortalamasının altında kaldı. Mevsimsellikten dolayı zayıflayan talep ve fiyat ortamında yaşanan zayıflık, Türkiye’deki çimento şirketlerini satış gelirlerini baskılayacaktır. Ayrıca, artan enerji maliyetleri nedeniyle, şirketlerin operasyonel performanslarının baskı altında kalacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, ilk çeyrekte zayıf finansallar açıklamasını beklediğimiz çimento şirketi hisseleri için tahminlerimizde revizyona gittik. Petrokok fiyatlarındaki artışın devam etmesi ve maliyetlerin artması nedeniyle, 2017 yılında çimento şirketlerinin marjlarında ve karlılığında düşüş bekliyoruz. Bu doğrultuda;

Çimsa için; 2017 yılı FAVÖK Marjı tahminimizi %30 seviyesinden %29,5 seviyesine, net kar tahminimizi de 252 milyon TL’den 207 milyon TL’ye çekiyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler sonrası, şirket için 19,40 TL seviyesindeki 12-aylık hedef fiyatımızı 17,13 TL’ye çekerken, TUT olan tavsiyemizi koruyoruz.

CİMSA (mn TL)	HLY Araştırma			HLY Araştırma		HLY Araştırma	
	2016T	Gerçekleşen	Sapma	2017T	Yeni 2017T	2018T	Yeni 2018T
Satışlar	1.202	1.170	-2,6%	1.310	1.342	1.426	1.439
FAVÖK	360	352	-2,2%	393	396	437	450
Net Kar	236	246	4,2%	252	207	287	239
FAVÖK Marjı	30,0%	29,4%	-0,6%	30,0%	29,5%	30,6%	31,3%
Net Kar Marjı	19,6%	21,0%	1,4%	19,2%	15,4%	20,2%	16,6%

* HLY Tahmin

Akçansa için; 2017 yılı FAVÖK Marjı tahminimizi %28,9 seviyesinden %23,2 seviyesine, net kar tahminimizi de 302 milyon TL’den 250 milyon TL’ye çekiyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler sonrası, şirket için 16,45 TL seviyesindeki 12-aylık hedef fiyatımızı 14,53 TL’ye çekerken, ‘TUT’ olan tavsiyemizi koruyoruz.

AKCNS (mn TL)	HLY Araştırma			HLY Araştırma		HLY Araştırma	
	2016T*	Gerçekleşen	Sapma	2017T	Yeni 2017T	2018T	Yeni 2018T
Satışlar	1.545	1.461	-5,4%	1.653	1.613	1.790	1.730
FAVÖK	466	408	-12,5%	478	374	507	409
Net Kar	294	286	-2,6%	302	250	322	269
FAVÖK Marjı	30,2%	27,9%	-2,2%	28,9%	23,2%	28,3%	23,6%
Net Kar Marjı	19,0%	19,6%	0,6%	18,3%	15,5%	18,0%	15,5%

*HLY Tahmin

Bolu Çimento için; 2017 yılı 183 milyon TL seviyesinde olan FAVÖK tahminimizi 143 milyon TL’ye, 125 milyon TL seviyesindeki net kar tahminimizi de 99 milyon TL’ye revize ediyoruz. 2017 yılı FAVÖK Marjı tahminimizi %37 seviyesinden %32,6 seviyesine çekerken, net kar marjı tahminimizi de %25,3’ten %22,6’ya çekiyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız değişiklikler sonrası, şirket için 8,08 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızı 6,50 TL’ye, AL önerimizi de AZALT’a çekiyoruz.

BOLUC (mn TL)	HLY Araştırma			HLY Araştırma		HLY Araştırma	
	2016T*	Gerçekleşen	Sapma	2017T	Yeni 2017T	2018T	Yeni 2018T
Satışlar	453	452	-0,1%	495	438	525	480
FAVÖK	171	169	-1,4%	183	143	192	156
Net Kar	116	106	-8,3%	125	99	130	106
FAVÖK Marjı	37,7%	37,3%	-0,5%	37,0%	32,6%	36,6%	32,5%
Net Kar Marjı	25,6%	23,5%	-2,1%	25,3%	22,6%	24,8%	22,1%

*HLY Tahmin

Akçansa

Hisse Araştırma

Güncelleme

Bölgesel avantajıyla ayrışacak

Akçansa'nın, Marmara bölgesindeki konumu sayesinde, devam eden kentsel dönüşüm çalışmaları ve alt yapı projelerinden fayda sağlayacağını düşünerek, diğer çimento şirketlerine kıyasla daha korunaklı kalabileceğini düşünüyoruz. Ancak, artan enerji maliyetlerinin 2017 yılında şirket marjlarında ve net karında yaratacağı baskının kaçınılmaz olduğunu düşünüyoruz.

- ✓ Tahminlerimizde yaptığımız güncellemelere bağlı olarak, Akçansa hisseleri için 2,78 milyar TL hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 14,53TL (Önceki: 16,45 TL) ile %19 artış potansiyeline işaret etmektedir. Bu doğrultuda, Akçansa için 'TUT' tavsiyemizi daha düşük hedef fiyat ile sürdürmeye devam ediyoruz.
- ✓ 2016 yılını 1,46 milyar TL net satış geliri ile tamamlayan şirketin 2017 yılında yıllık bazda %10 artışla 1,61 milyar TL net satış geliri açıklamasını bekliyoruz. 2017-2021 yıllarında ise net satış gelirlerinde %6,5 YBBO öngörüyoruz.
- ✓ Artış gösteren enerji maliyetlerinin 2017 yılında şirket marjlarında ve karlılıklarında gerilemeye neden olacağını düşünüyoruz. Akçansa'nın FAVÖK performansının 2017 yılında yıllık bazda %8,4 gerileyerek 374 milyon TL olacağını; FAVÖK marjının ise 4,7 puan daralarak %23,2 seviyesinde gerçekleşeceğini hesaplamaktayız.
- ✓ Akçansa'nın 2017 yılı için yıllık bazda %12,5 düşüşle 250 milyon TL net kar açıklayacağını, 2017-2021 döneminde ise net karda %6,3 YBBO öngörüyoruz. Net kar marjının da 2017 yılında 4,0 puan gerileyerek %15,5 seviyesinde gerçekleşebileceğini öngörüyoruz.
- ✓ Çanakkale fabrikası kapasite artışı yatırımı ile ilgili tüm başvuruları tamamlanan, ancak kapasite artırımı için son kararın yönetim tarafından henüz alınmadığı kapasite artırımı yatırımı ile ilgili gelecek haber akışı hisse performansı üzerinde destekleyici olabilir.

TUT

Kapanış Fiyatı: 12,22 TL
Hedef Fiyat : 14,53 TL

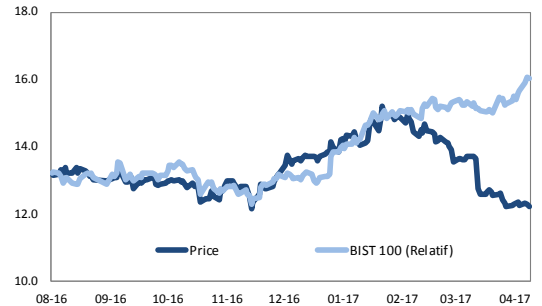
Beklenen Önemli Veriler

24 Mayıs – Konut Satış Rakamları (TÜİK)
 12 Haziran – 1Ç17 GSYH (+)

Özet Veriler

Hisse Kodu	AKCNS
Cari Fiyat (TL)	12.22
52H En Yüksek (TL)	15.30
52H En Düşük (TL)	12.09
Piyasa Değeri (mn TL)	2339.5
Piyasa Değeri (mn Dolar)	654.0
Halka Açıklık Oranı (%)	20.57
Konsensus HF (TL)	15.30
Konsensus Tavsiye	%57 A / %43 T / %0 S
3A Hacim (mn Dolar)	1.1
HLY Hisse Başı Kar (2017 T)	1.3

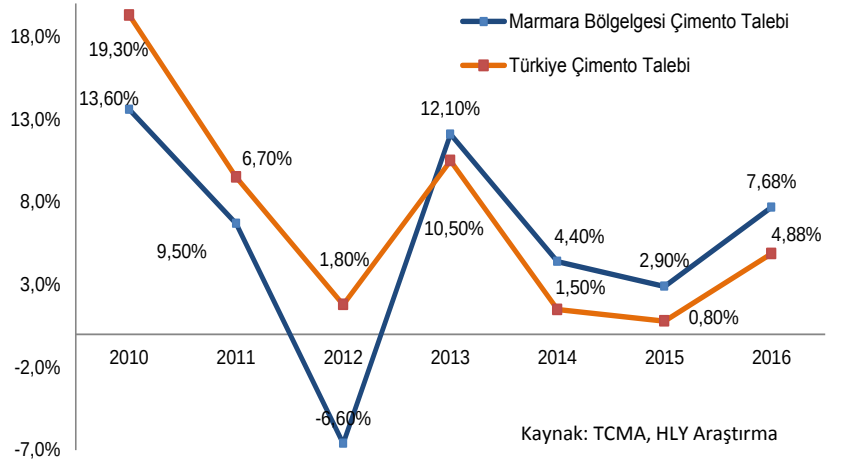
BIST-100'e Relatif Performans



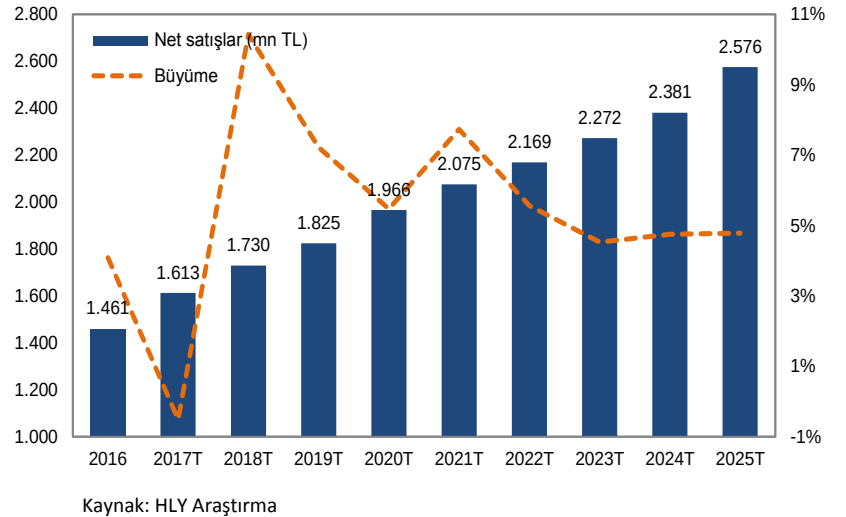
Analist: İlknur TURHAN
iturhan@halkyatirim.com.tr
 İstanbul: +902123148185

Tahminler

Geçtiğimiz yıllarda, Marmara bölgesindeki çimento tüketimi büyümesi Türkiye genelindeki çimento tüketimi büyümesinin üzerinde seyretmektedir. 2016 yılında Türkiye çimento tüketimi yıllık bazda %4,88 artmasına rağmen, Marmara Bölgesi için aynı dönemdeki büyüme oranı %7,68 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Marmara bölgesi çimento talebinin 2017 yılında sektör temsilcilerinin büyüme beklentisi olan %3,5-%3,8 bandının altında %3,2 oranında büyümesini beklemekteyiz.

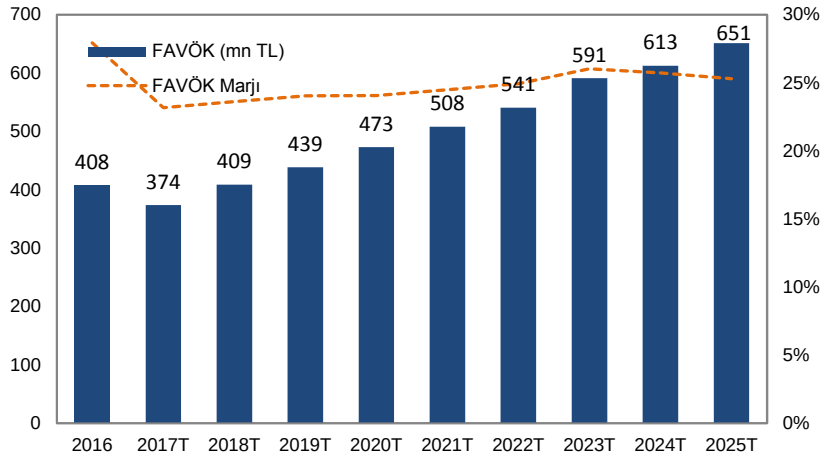


Şirketin alt yapı projeleri ve kentsel dönüşüm çalışmaları ile iç piyasa operasyonlarını önümüzdeki dönemde devam ettireceğini düşünmekle birlikte, Marmara'daki talebin bölgede çok yoğun kapasite artışı yaşanmaması sebebiyle, diğer çimento şirketlerine kıyasla fiyatlamada tarafında daha korunaklı olduğunu düşünüyoruz. 2016 yılını 1,46 milyar TL net satış geliri ile tamamlayan şirketin, 2017 yılında yıllık bazda %10 artışla 1,61 milyar TL net satış geliri açıklamasını bekliyoruz. 2017-2021 yıllarında ise net satış gelirlerinde %6,5 YBBO öngörüyoruz.



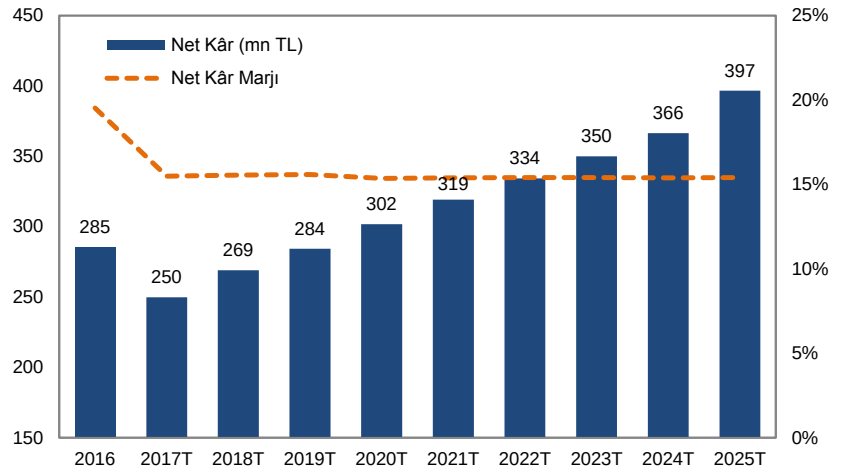
Tahminler

Petrokok ve elektrik çimento şirketlerinin maliyetlerinin büyük kısmını oluşturmaktadır. Petrokok fiyatlarının ton başına 35 dolara kadar düşmesiyle çimento üreticileri 2016 yılının ilk yarısında düşük girdi fiyatlarından yararlanmıştı. 2016 yılının ikinci yarısında yükseliş eğilimi sergileyen petrokok fiyatlarının 85 dolar seviyelerine kadar yükseldiğini ve bu yükseliş eğiliminin ilk çeyrekte de devam ettiğini görüyoruz. Dolayısıyla, artış gösteren enerji maliyetlerinin 2017 yılında şirket marjlarında ve karlılıklarında gerilemeye neden olacağını düşünüyoruz. Akçansa'nın FAVÖK performansının 2017 yılında yıllık bazda %8,4 gerileyerek 374 milyon TL olacağını; FAVÖK marjının ise 4,7 puan daralarak %23,2 seviyesinde gerçekleşeceğini hesaplamaktayız.



Kaynak: HLY Araştırma

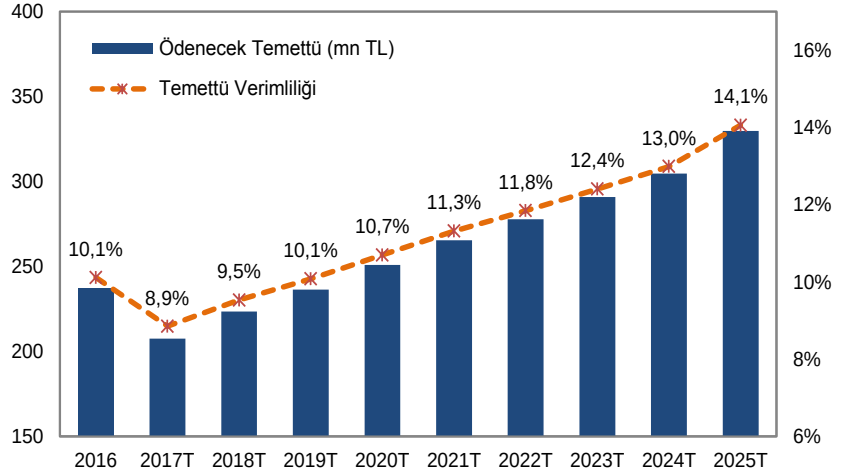
Akçansa'nın 2017 yılı için yıllık bazda %12,5 düşüşle 250 milyon TL net kar açıklayacağını, 2017-2021 döneminde ise net karda %6,3 YBBO öngörüyoruz. Net kar marjının da 2017 yılında 4,0 puan gerileyerek %15,5 seviyesinde gerçekleşebileceğini öngörüyoruz.



Kaynak: HLY Araştırma

Tahminler

Akçansa son 5 yılda ortalama %89,1 temettü ödeme oranı yakaladı. Şirketin önümüzdeki yıllarda da yüksek temettü ödeme oranını sürdüreceğini öngörmekteyiz. Bu sebeple, şirketin 2017-2021 arasında yıllık bazda ortalama %10,1 temettü verimliliği yakalayacağını hesaplıyoruz.



Kaynak: HLY Araştırma

Şirket, Çanakkale fabrikası kapasite artışı yatırımı ile ilgili tüm başvurularını tamamladı. Ancak, kapasite artırımı için son karar yönetim tarafından henüz alınmadı. Kapasite arttırımı ile ilgili gelecek haber akışı hisse performansı üzerinde destekleyici olabilir.

2017 yılı için artan enerji maliyetlerinin şirketin marjlarında ve net karında baskı yaratacağını, dolayısıyla FAVÖK'te %8,4, net karında %12,5'lik düşüşlerin görülebileceğini düşünüyoruz. Ancak, Marmara bölgesindeki konumu sayesinde devam eden kentsel dönüşüm çalışmaları ve alt yapı projelerinden fayda sağlayacağını düşünerek, diğer çimento şirketlerine kıyasla daha korunaklı kalabileceğini düşünüyoruz. **Akçansa için 12- aylık hedef fiyatımızı 16,45 TL'den 14,53 TL'ye revize ederken, "TUT" olan tavsiyemizi koruyoruz.**

DEĞERLEME

Değerleme Özeti

Akçansa'nın 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerini kullandık. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine %70, Benzer Şirket Karşılaştırmasına %30 ağırlık verdik. Benzer Şirket Karşılaştırmasında ise, yurt dışı gelişmekte olan ülkeler ve yurt içi benzer çarpan analizlerini sırasıyla %50 ve %50 ağırlıkla modelimize dahil ettik. Yurt dışı gelişmekte olan ülke benzer şirketleri ile karşılaştırırken; şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık vermeyi uygun gördük. Değerlememiz sonucunda, AKCNS için 12 aylık hedef piyasa değerimiz 2.782 milyon TL, hisse başına hedef fiyatımız ise 14,53 TL seviyesinde olup, hisselerin şu anki fiyatına göre %19'luk bir yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti - AKCNS	12-aylık hedef değ	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	2.494	70%	1.746
Benzer Şirket Karşılaştırması	3.453	30%	1.036
Hedef Piyasa Değeri			2.782
Ödenmiş Sermaye			191
12-aylık Hedef Fiyat (TL)			14,53
Kapanış Fiyatı			12,22
Prim Potansiyeli			19%

Benzer Şirket Karşılaştırması

Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması	mın TL	FD/FAVÖK	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T FAVÖK	374	8,81	3.294	50%	1.647
2018T FAVÖK	409	8,40	3.432	50%	1.716
Firma Değeri					3.363
Net Borç (-)					185
Azınlık Payları (-)					12
İştirakler (+)					219
Gerçek Değer					3.384
Sermaye Maliyeti					16,0%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mın TL)					3.926

Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması	mın TL	F/K	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T Net Kar	250	16,83	4.202	50%	2.101
2018T Net Kar	269	14,47	3.891	50%	1.946
Gerçek Değer					4.047
Sermaye Maliyeti					16,0%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mın TL)					4.694
Ödenmiş Sermaye					191
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					24,52

Yurtiçi Benzer Şirket Karşılaştırması	mın TL	FD/FAVÖK	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T FAVÖK	374	7,02	2.626	50%	1.313
2018T FAVÖK	409	6,26	2.558	50%	1.279
Firma Değeri					2.592
Net Borç (-)					185
Azınlık Payları (-)					12
İştirakler (+)					219
Gerçek Değer					2.613
Sermaye Maliyeti					16,0%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mın TL)					3.031
Ödenmiş Sermaye					191
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					15,83

Yurtiçi Benzer Şirket Karşılaştırması	mın TL	F/K	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T Net Kar	250	9,17	2.291	50%	1.146
2018T Net Kar	269	8,04	2.161	50%	1.080
Gerçek Değer					2.226
Sermaye Maliyeti					16,0%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mın TL)					2.582
Ödenmiş Sermaye					191
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					13,49

Riskler..

- ✓ Türkiye’de inşaat sektörünün GSYH ile olan korelasyonu yüksektir. 2017 yılı GSYH büyüme beklentisine dair yapılacak herhangi bir aşağı yönlü revize, sektör büyüme beklentilerimiz için de aşağı yönlü risk taşımaktadır.
- ✓ Devam eden alt yapı projelerinin yanı sıra, planlanan altyapı projelerinde yaşanabilecek olası erteleme veya iptal kararı aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.
- ✓ Çimento enerji yoğun bir sektör olması dolayısıyla enerji (elektrik ve petrokok) maliyetlerinin düşüş trendine girmesi, değerlemelerimizde yukarı yönlü risk teşkil etmektedir.
- ✓ Türkiye genelinde toplam klinker kapasitesinin artması paralelinde oluşabilecek kapasite fazlalığı, diğer çimento şirketlerinin fiyatlarını düşürebilecektir. Her ne kadar Marmara’daki güçlü talep ve bölgede çok yoğun kapasite artışı yaşanmaması sebebiyle, Akçansa’nın diğer çimento şirketlerine kıyasla fiyatlama gücü olduğunu düşünüyor olsak da, bu yöndeki fiyat kırılmalarının Marmara Bölgesi’ni de etkileyebileceğini ve değerlememizde aşağı yönlü risk oluşturabileceğini söyleyebiliriz.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

İNA modelimizde, şirkete yönelik 2017-2025 dönemlerine ait nakit akım projeksiyonu kullandık. İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle bulduğumuz değerlemede, risksiz faiz oranı %11,5, hisse senedi risk primi %6 ve beta katsayısı 0,66 olup; bu doğrultuda sermaye maliyeti %16 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) %15,3 olarak hesaplıyoruz. İNA'ya göre, Akçansa için 12 aylık hedef fiyatımız 13,03 TL seviyesinde bulunuyor.

İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu (mn TL)	2016	2017	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
FAVÖK	408	374	409	439	473	508	541	591	613	651
Net İşletme Sermayesi	301	270	263	242	233	210	185	205	190	180
Net İşletme Sermayesi Değişimi	68	-31	-8	-20	-10	-22	-25	20	-14	-10
Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları	340	405	416	459	483	530	566	571	627	661
Vergi	67	68	72	76	81	85	89	93	98	105
Yatırım Harcamaları	136	130	133	135	138	141	145	149	154	158
Serbest Nakit Akımları	137	207	211	247	264	304	332	329	376	397

Risksiz Faiz Oranı	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
Sermaye Maliyeti	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Borç Maliyeti (vergi sonrası)	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
İskonto Oranı (AOSM)	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
İskonto Faktörü	0,75	0,65	0,56	0,49	0,42	0,36	0,31	0,27	0,24	0,24
İndirgenmiş Nakit Akımları	119	155	137	138	128	128	121	104	102	

Uç değer büyüme oranı	4,0%
İndirgenmiş uç değer (mn TL)	903
İndirgenmiş nakit akımları toplamı (mn TL)	1.225
Firma değeri (mn TL)	2.129
(-) Net borç (2016-mn TL)	185
(-) Azınlık payları (mn TL)	12
(+) İştirakler/Yatırımlar (mn TL)	219
Gerçek değer (mn TL)	2.150
Sermaye maliyeti	16,0%
12-aylık hedef piyasa değeri (mn TL)	2.494
Ödenmiş sermaye (mn TL)	191
12-aylık hedef fiyat (TL)	13,03
Kapanış fiyatı (TL)	12,22
Prim potansiyeli	7%

BENZER ŞİRKET KARŞILAŞTIRMASI

Benzer Şirket Karşılaştırması analizimizde Akçansa, 2017T Global FD/FAVÖK çarpanına göre %23, F/K çarpanına göre %44 iskontolu işlem görmektedir. Yurt içi benzer şirket 2017T FD/FAVÖK çarpanına göre %3 iskontolu işlem görürken, F/K çarpanına göre %3 primli işlem görmektedir.

	Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
			2017T	2018T	2017T	2018T
LHN VX Equity	Lafargeholcim LTD-REG	İsviçre	8,8	8,0	17,9	14,4
HEI GR Equity	Heidelbergcement AG	Almanya	7,9	7,3	14,9	12,0
BZU IM Equity	Buzzi Unicem SPA	İtalya	8,4	7,7	17,0	14,2
VCT FP Equity	Vicat	Fransa	8,3	7,6	17,8	15,3
Gelişmiş Ülkeler Ortalama			8,4	7,6	16,9	14,0
Gelişmiş Ülkeler Medyan			8,4	7,6	17,4	14,3
ACEM IN Equity	Ambuja Cements LTD	Hindistan	14,9	11,3	35,0	25,4
PPC SJ Equity	PPC LTD	Güney Afrika	6,5	5,1	15,1	13,8
INTP IJ Equity	Indocement Tunggal Prakarsa	Endonezya	10,1	9,9	17,4	16,5
LMC MK Equity	Lafarge Malaysia BDH	Malezya	13,1	11,2	34,2	26,1
SMGR IJ Equity	Semen Indonesia Persero TBK	Endonezya	8,2	8,0	13,8	12,8
GRASIM IN Equity	Grasim Industries LTD	Hindistan	8,8	7,3	17,8	15,5
SCC TB Equity	Siam Cement PCL/THE	Tayland	9,7	9,4	12,4	12,2
YNCCO AB Equity	Yanbu Cement CO	S.Arabistan	8,2	8,9	11,8	13,8
Gelişmekte Olan Ülkeler Ortalama			9,9	8,9	19,7	17,0
Gelişmekte Olan Ülkeler Medyan			9,3	9,2	16,2	14,6

Yurtdışı Ortalama	9,1	8,3	18,3	15,5
Yurtdışı Medyan	8,8	8,4	16,8	14,5
AKCNS	6,8	6,2	9,4	8,7
Prim/İskonto	-23%	-26%	-44%	-40%

	Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
			2017T	2018T	2017T	2018T
CIMSA TI Equity	Çimsa Çimento	Türkiye	7,0	6,2	9,8	8,6
ADANA TI Equity	Adana Çimento- A	Türkiye	12,6	10,7	6,0	5,7
MRDIN TI Equity	Mardin Çimento	Türkiye	11,7	9,2	12,5	10,8
UNYEC TI Equity	Ünye Çimento	Türkiye	6,5	6,0	9,2	7,7
BOLUC TI Equity	Bolu Çimento	Türkiye	6,9	6,3	8,7	8,0
Yurtiçi Benzerler Medyan			7,0	6,3	9,2	8,0
AKCNS TI Equity	Akçansa		6,8	6,2	9,4	8,7
Medyan Çarpana göre Prim/İskonto			-3%	-1%	3%	9%

Kaynak : HLY Araştırma Bloomberg, Veriler 25.04.2017 tarihli kapanış değerleridir.

ÖZET FİNANSALLAR

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar	1.461	1.613	1.730	1.825	1.966	2.075
Brüt kâr	414	417	447	471	508	536
FAVÖK	408	374	409	439	473	508
Amortisman	75	36	47	57	68	81
FVÖK	333	338	362	382	404	427
Diğer Gelir, Net	-8	2	0	-1	-3	-5
Finansal Gelir, Net	-27	-26	-24	-23	-22	-21
VÖK	349	314	338	357	379	401
Vergi	62	63	68	71	76	80
Net kâr	285	250	269	284	302	319

Özet Bilanço (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Dönen varlıklar	569	644	668	688	694	708
Duran varlıklar	1.199	1.295	1.353	1.421	1.492	1.552
Aktif toplamı	1.843	1.964	2.040	2.115	2.200	2.260
Kısa vadeli yükümlülükler	528	557	601	647	684	727
Uzun vadeli yükümlülükler	88	216	230	243	273	273
Toplam yükümlülükler	616	773	831	890	957	1.000
Azınlık payları	12	12	12	12	12	12
Özsermaye	1.215	1.178	1.197	1.213	1.230	1.248
Pasif toplamı	1.843	1.964	2.040	2.115	2.199	2.260

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Borç	185	181	197	207	227	247
Net Borç / FAVÖK	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Yatırılan sermaye	1.215	1.294	1.319	1.341	1.378	1.389
Net Borç / Yatırılan sermaye	15,2%	14,0%	14,9%	15,4%	16,5%	17,8%
Net Borç / Aktif toplamı	10,0%	9,2%	9,6%	9,8%	10,3%	10,9%
Net Borç / Toplam Sermaye	15,1%	15,2%	16,3%	16,9%	18,3%	19,6%

Nakit Akışı (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
FAVÖK	408	374	409	439	473	508
Net İşletme Sermayesi	301	270	263	242	233	210
Net İşletme Sermayesi Değişim	68	-31	-8	-20	-10	-22
Vergi	67	68	72	76	81	85
Yatırım harcamaları	136	130	133	135	138	141
Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları	340	405	416	459	483	530
Serbest Nakit Akımları	137	207	211	247	264	304

Kaynak: Akçansa, HLY Araştırma

ÖZET FİNANSALLAR

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net satışlar (mn TL)	1.461	1.613	1.730	1.825	1.966	2.075
FAVÖK (mn TL)	408	374	409	439	473	508
Net kâr (mn TL)	285	250	269	284	302	319
Brüt kâr marjı	28,3%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%
FAVÖK marjı	27,9%	23,2%	23,6%	24,0%	24,1%	24,5%
Net kâr marjı	19,5%	15,5%	15,5%	15,6%	15,3%	15,4%
F/K (x)	8,2	9,4	8,7	8,3	7,8	7,4
FD/FAVÖK (x)	6,2	6,8	6,2	5,8	5,4	5,0
FD/Net satışlar (x)	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2

Marjlar (%)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Brüt kâr marjı	28,3%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%
FVÖK marjı	22,8%	20,9%	20,9%	20,9%	20,6%	20,6%
FAVÖK marjı	27,9%	23,2%	23,6%	24,0%	24,1%	24,5%
Net kâr marjı	19,5%	15,5%	15,5%	15,6%	15,3%	15,4%

Oranlar	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
F/K (x)	8,2	9,4	8,7	8,3	7,8	7,4
FD/FAVÖK (x)	6,2	6,8	6,2	5,8	5,4	5,0
FD/Net satışlar (x)	1,7	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
Özsermaye kârlılığı (%)	23,8%	20,9%	22,6%	23,6%	24,7%	25,8%
Aktif kârlılığı (%)	16,1%	13,1%	13,4%	13,7%	14,0%	14,3%
Hisse Başı Kâr	1,5	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Faaliyet Gid./Net satışlar	5,6%	4,9%	4,9%	4,9%	5,3%	5,2%
Yatırım harcamaları/Net satışlar	9,3%	8,1%	7,7%	7,4%	7,0%	6,8%
Net işletme sermayesi / Net satışlar	20,6%	16,8%	15,2%	13,3%	11,8%	10,1%
Cari oran	1,1	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Alacak devir hızı	4	3	3	3	3	3
Stok devir hızı	7	7	7	8	8	8
Ticari borç devir hızı	4	4	4	4	4	4
Nakit döngüsü	100	102	95	87	80	73
Faaliyet döngüsü	196	196	189	179	170	162

Temettü	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Nakit temettü (Brüt, mn TL)	237	208	224	236	251	265
Hisse Başı Temettü (Brüt)	1,2	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4
Temettü verimi	10,1%	8,8%	9,5%	10,1%	10,7%	11,3%

Kaynak: Akçansa, HLY Araştırma

Çimsa

Hisse Araştırma

Güncelleme

Arazi satışıyla ilgili haberler tetikleyici olabilir

İlk çeyrekte zayıf finansallar açıklamasını beklediğimiz şirket hisselerinin kısa vadede baskı altında kalarak endeksin altında bir performans sergileyeceğini düşünsek de, orta-uzun vadede beğeniyoruz. Afyon'da sahip olduğu eski fabrika arazisinin satılmasıyla ilgili gelebilecek haberler hisse performansı üzerinde tetikleyici olabilir.

- ✓ Tahminlerimizde yaptığımız güncellemelere bağlı olarak, Çimsa hisseleri için 2,31 milyar TL hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 17,13TL (Önceki: 19,40 TL) ile %15 artış potansiyeline işaret etmektedir. Bu doğrultuda, Çimsa için 'TUT' tavsiyemizi daha düşük hedef fiyat ile sürdürmeye devam ediyoruz.
- ✓ 2017 yılında Akdeniz bölgesindeki kapasite fazlası problemi sebebiyle, şirketin fiyatlama gücünün sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda, şirketin 2017 yılı için gri çimento fiyatlarını ortalama 130 TL/ton, beyaz çimento fiyatlarını ise 320 TL/ton seviyelerinde tamamlamasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, şirketin 2017 yılı için 1,34 milyar TL net satış geliri açıklamasını öngörüyoruz.
- ✓ Afyon ve Eskişehir yatırımlarının FAVÖK üzerinde yaklaşık 50 milyon TL'lik katkısı olacağını hesaplıyoruz. Kapasite ve modernizasyon yatırımlarının katkısıyla, Çimsa'nın FAVÖK performansının 2017 yılında enerji maliyetlerindeki artışın maliyet tarafında oluşturduğu baskıya rağmen yıllık bazda %12,6 artışla 396 milyon TL'ye çıkacağını ve marjın ise %29,5 seviyesine gerçekleşeceğini öngörmekteyiz.
- ✓ Kapasite yatırımlarının katkısıyla karlılığın olumlu etkileceğini, ancak enerji maliyetlerinde görülen artışın maliyet tarafında oluşturacağı baskı nedeniyle, kapasite artışlarının olumlu etkisinin net kara yansımısını 2017 yılında tam anlamıyla göremeyeceğimizi düşünüyoruz. 2017 yılı için yıllık bazda %5 düşüşle 207 milyon TL net kar açıklamasını bekliyoruz.

TUT

Kapanış Fiyatı: 14,93 TL
Hedef Fiyat : 17,13 TL

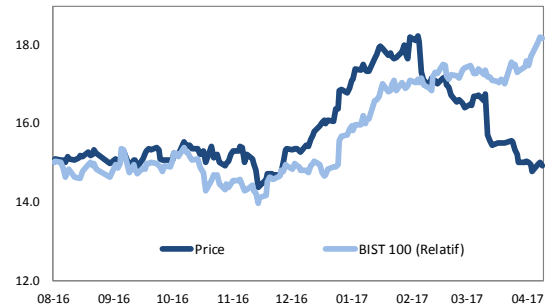
Beklenen Önemli Veriler

24 Mayıs – Konut Satış Rakamları (TÜİK)
 12 Haziran – 1Ç17 GSYH (+)

Özet Veriler

Hisse Kodu	CIMSA
Cari Fiyat (TL)	14.93
52H En yüksek (TL)	18.32
52H En Düşük (TL)	12.61
Piyasa Değeri (mn TL)	2016.8
Piyasa Değeri (mn Dolar)	563.8
Halka Açıklık Oranı (%)	36.48
Konsensus HF (TL)	18.32
Konsensus Tavsiye	%57 A / %43 T / %0 S
3A Hacim (mn Dolar)	0.6
HLY Hisse Başı Kar (2017 T)	1.50

BIST-100'e Relatif Performans

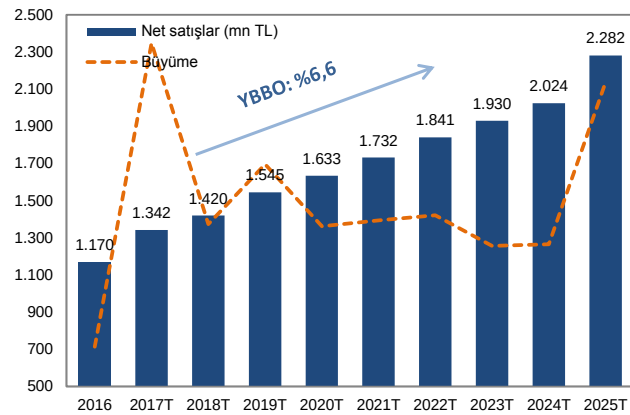


Analist: İlnur TURHAN
iturhan@halkyatirim.com.tr
 İstanbul: +902123148185

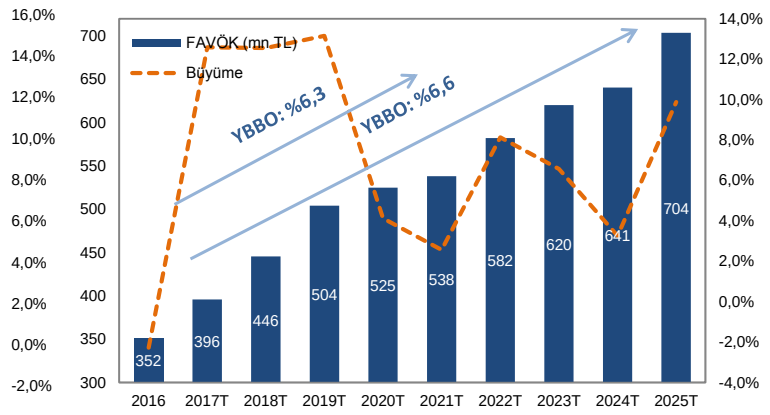
Tahminler

Ortalama gri ve beyaz çimento satış fiyatlarını 2016 yılında sırasıyla 125 TL ve 300 TL seviyelerinde tamamlayan şirketin, 2017 yılında ise Akdeniz bölgesindeki kapasite fazlası problemi sebebiyle fiyatlama gücünün sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Bu doğrultuda şirketin, 2017 yılı için gri çimento fiyatlarını 130 TL/ton, beyaz çimento fiyatlarını ise ortalama 320 TL/ton seviyelerinde tamamlamasını bekliyoruz. Buna bağlı olarak, şirketin 2017 yılı için 1,34 milyar TL net satış geliri açıklamasını tahmin ediyoruz. Modernizasyon ve kapasite artışlarının katkısıyla, net satışlarında 2017-2021 yılları arasında %6,6 YBBO sağlayacağını öngörüyoruz.

2017 yılının Nisan ayında 1,5 milyon kapasiteli Afyon yatırımı devreye girdi. Ancak bu yıl için 1,1 milyon kapasiteyle %75'inin devreye gireceğini, sonra da kademeli artarak 2019 yılında tam kapasite ile devrede olacağını düşünüyoruz. Diğer taraftan, Eskişehir yatırımının da 2017 yılının ilk yarısında tamamlanarak şirketin beyaz klinker üretim kapasitesine katkıda bulunmasını bekliyoruz. Afyon ve Eskişehir yatırımlarının FAVÖK üzerinde yaklaşık 50 milyon TL'lik katkısı olacağını hesaplıyoruz. Kapasite ve modernizasyon yatırımlarının katkısıyla, Çimsa'nın FAVÖK performansının 2017 yılında enerji maliyetlerindeki artışın maliyet tarafında oluşturduğu baskıya rağmen, yıllık bazda %12,6 artışla 396 milyon TL'ye çıkacağını ve marjın ise %29,5 seviyesine gerçekleşeceğini öngörmekteyiz. Uzun vadede, beyaz çimento payının artmasıyla, şirketin FAVÖK marjının %31 seviyelerinin üzerinde seyredeceğini düşünüyoruz.



Kaynak: HLY Araştırma

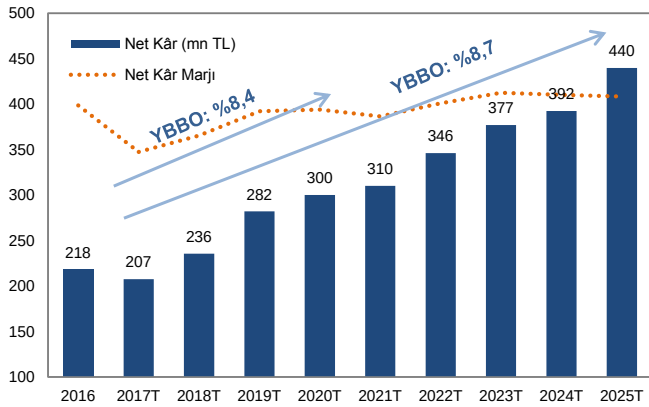


Kaynak: HLY Araştırma

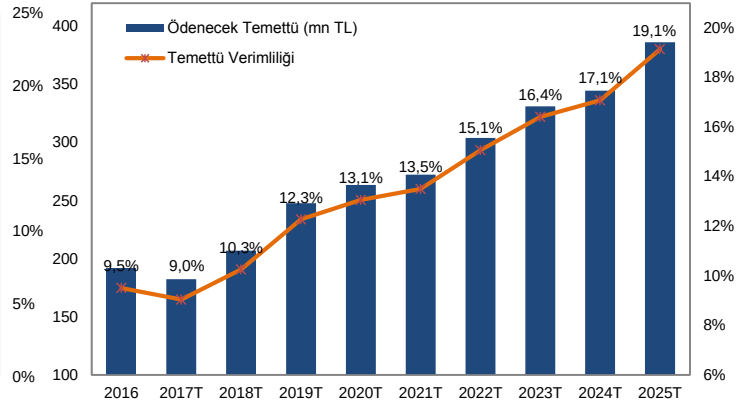
Tahminler

2016 yılında 218 milyon TL net kar açıklayan şirketin, Afyon fabrikasındaki modernizasyon ve Eskişehirdeki kapasite yatırımlarının katkısıyla, karlılığının olumlu etkileceğini; ancak enerji maliyetlerinde görülen artışın maliyet tarafında oluşturacağı baskı nedeniyle, kapasite artışlarının olumlu etkisinin net kara yansımalarını 2017 yılında tam anlamıyla göremeyeceğimizi düşünüyoruz. 2017 yılı için yıllık bazda %5 düşüşle 207 milyon TL net kar açıklamasını beklediğimiz Çimsa'nın, kapasite ve modernizasyon yatırımlarının tam yıl etkisini göreceğimiz 2018 yılı için ise yıllık bazda %13,5 artışla 236 milyon TL net kar açıklayacağını öngörüyoruz.

Çimsa'nın serbest nakit akımının 2017 yılında artıya geçeceğini ve devam eden yatırımların devreye alınmasıyla birlikte şirketin önümüzdeki yıllarda da yüksek temettü ödeme oranını sürdüreceğini öngörmekteyiz. Bu sebeple, şirketin 2017-2021 arasında yıllık bazda ortalama %11,6 temettü verimliliği yakalayacağını hesaplıyoruz.



Kaynak: HLY Araştırma



Kaynak: HLY Araştırma

Tahminlerimizdeki güncellemelere bağlı olarak, **Çimsa için 12- aylık hedef fiyatımızı 19,40 TL'den 17,13 TL'ye revize ederken, "TUT" önerimizi koruyoruz.** İlk çeyrekte zayıf finansallar açıklamasını beklediğimiz şirket hisselerinin kısa vadede baskı altında kalarak endeksin altında bir performans sergileyeceğini düşünsek de, orta-uzun vadede beğeniyoruz. Çimsa'yı 1) deniz aşırı ülkelere ihracat yapma kapasitesi 2) güçlü network ağı 3) yaptığı yatırımlar sonrası beyaz çimento üretme kapasitesinde yaşanacak artış sayesinde orta-uzun vadede güçlü büyüme görünümü sunması 4) yüksek temettü verimi 5) Afyon'da sahip olduğu eski fabrika arazisinin satılmasıyla yaklaşık 120-150 milyon TL'lik nakit akışı yaratılacağı beklentisi, beğenimizin arkasındaki ana unsurlar.

DEĞERLEME

Değerleme Özeti

Çimsa'nın 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerini kullandık. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine %70, Benzer Şirket Karşılaştırmasına %30 ağırlık verdik. Benzer Şirket Karşılaştırmasında ise, yurt dışı gelişmekte olan ülkeler ve yurt içi benzer çarpan analizlerini sırasıyla %50 ve %50 ağırlıkla modelimize dahil ettik. Yurt dışı gelişmekte olan ülke benzer şirketleri ile karşılaştırırken; şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık vermeyi uygun gördük. Değerlememiz sonucunda, CİMSA için 12 aylık hedef piyasa değerimiz 2.314 milyon TL, hisse başına hedef fiyatımız ise 17,13 TL seviyesinde olup, hissenin şu anki fiyatına göre %15'lik bir yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti - CİMSA	12-aylık hedef değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	2.104	70%	1.473
Benzer Şirket Karşılaştırması	2.804	30%	841
Hedef Piyasa Değeri			2.314
Ödenmiş Sermaye			135
12-aylık Hedef Fiyat (TL)			17,13
Kapanış Fiyatı			14,93
Prim Potansiyeli			15%

Benzer Şirket Karşılaştırması

Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması	mın TL	FD/FAVÖK	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T FAVÖK	396	8,81	3.488	50%	1.744
2018T FAVÖK	446	8,40	3.742	50%	1.871
Firma Değeri					3.615
Net Borç (-)					754
Azınlık Payları (-)					108
İştirakler (+)					227
Gerçek Değer					2.980
Sermaye Maliyeti					15,7%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mın TL)					3.448

Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması	mın TL	F/K	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T Net Kar	207	16,83	3.491	50%	1.746
2018T Net Kar	236	14,47	3.409	50%	1.704
Gerçek Değer					3.450
Sermaye Maliyeti					15,7%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mın TL)					3.992
Ödenmiş Sermaye					135
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					29,55

Yurtiçi Benzer Şirket Karşılaştırması	mn TL	FD/FAVÖK	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T FAVÖK	396	6,85	2.712	50%	1.356
2018T FAVÖK	446	6,26	2.789	50%	1.394
Firma Değeri					2.750
Net Borç (-)					754
Azınlık Payları (-)					108
İştirakler (+)					227
Gerçek Değer					2.115
Sermaye Maliyeti					15,7%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mn TL)					2.447
Ödenmiş Sermaye					135
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					18,12

Yurtiçi Benzer Şirket Karşılaştırması	mn TL	F/K	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T Net Kar	207	9,17	1.904	50%	952
2018T Net Kar	236	8,04	1.893	50%	946
Gerçek Değer					1.898
Sermaye Maliyeti					15,7%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mn TL)					2.196
Ödenmiş Sermaye					135
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					16,26

Riskler..

- ✓ Türkiye’de inşaat sektörünün GSYH ile olan korelasyonu yüksektir. 2017 yılı GSYH büyüme beklentisine dair yapılacak herhangi bir aşağı yönlü revize, sektör büyüme beklentilerimiz için de aşağı yönlü risk taşımaktadır.
- ✓ Devam eden alt yapı projelerinin yanı sıra, planlanan altyapı projelerinde yaşanabilecek olası erteleme veya iptal kararı aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.
- ✓ Çimento enerji yoğun bir sektör olması dolayısıyla enerji (elektrik ve petrokok) maliyetlerinin düşüş trendine girmesi değerlemelerimizde yukarı yönlü risk teşkil etmektedir.
- ✓ Yatırımların devreye girmesinde yaşanabilecek olası bir gecikme ya da erteleme değerlememize aşağı yönlü risk oluşturmaktadır.
- ✓ Akdeniz veya İç Anadolu Bölgesi’nde beklentilerin üzerinde oluşabilecek yeni kapasite artışları, Çimsa’nın fiyatlama gücünü olumsuz etkilemesi dolayısıyla değerlememize aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

İNA modelimizde, şirkete yönelik 2017-2025 dönemlerine ait nakit akım projeksiyonu kullandık. İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle bulduğumuz değerlemede, risksiz faiz oranı %11,5, hisse senedi risk primi %6,0 ve beta katsayısı 0,70 olup, bu doğrultuda sermaye maliyeti %15,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) %13,9 olarak hesaplıyoruz. İNA'ya göre, Çimsa için 12 aylık hedef fiyatımız 15,58 TL seviyesinde bulunuyor.

İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
FAVÖK	352	396	446	504	525	538	582	620	641	704
Net İşletme Sermayesi	212	191	206	187	183	225	285	323	340	383
Net İşletme Sermayesi Değişimi	29	-21	15	-20	-3	42	60	38	17	43
Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları	323	417	430	524	528	497	522	583	623	661
Vergi	57	61	69	81	85	88	97	105	109	122
Yatırım Harcamaları	612	304	80	84	88	93	97	102	107	113
Serbest Nakit Akımları	-346	51	282	359	355	316	328	375	407	426
Risksiz Faiz Oranı	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Sermaye Maliyeti	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Borç Maliyeti (vergi sonrası)	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
İskonto Oranı (AOSM)	13,9%	13,9%	14,0%	14,0%	14,1%	14,1%	14,2%	14,2%	14,2%	14,1%
İskonto Faktörü	0,68	0,59	0,52	0,46	0,40	0,35	0,30	0,27	0,27	0,27
İndirgenmiş Nakit Akımları	35	167	187	162	126	114	114	108	114	
Uç değer büyüme oranı	4,0%									
İndirgenmiş uç değer (mn TL)	1.328									
İndirgenmiş nakit akımları toplamı (mn TL)	1.126									
Firma değeri (mn TL)	2.454									
(-) Net borç (2016-mn TL)	754									
(-) Azınlık payları (mn TL)	108									
(+) İştirakler/Yatırımlar (mn TL)	227									
Gerçek değer (mn TL)	1.819									
Sermaye maliyeti	15,7%									
12-aylık hedef piyasa değeri (mn TL)	2.104									
Ödenmiş sermaye (mn TL)	135									
12-aylık hedef fiyat (TL)	15,58									
Kapanış fiyatı (TL)	14,93									
Prim potansiyeli	4%									

BENZER ŞİRKET KARŞILAŞTIRMASI

Benzer Şirket Karşılaştırması analizimizde Çimsa, 2017T Global FD/FAVÖK çarpanına göre %20, F/K çarpanına göre %42 iskontolu işlem görmektedir. Yurt içi benzer şirket 2017T FD/FAVÖK çarpanına göre %3, F/K çarpanına göre %6 primli işlem görmektedir.

	Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
			2017T	2018T	2017T	2018T
LHN VX Equity	Lafargeholcim LTD-REG	İsviçre	8,8	8,0	17,9	14,4
HEI GR Equity	Herdelbergcement AG	Almanya	7,9	7,3	14,9	12,0
BZU IM Equity	Buzzi Unicem SPA	İtalya	8,4	7,7	17,0	14,2
VCT FP Equity	Vicat	Fransa	8,3	7,6	17,8	15,3
	Gelişmiş Ülkeler Ortalama		8,4	7,6	16,9	14,0
	Gelişmiş Ülkeler Medyan		8,4	7,6	17,4	14,3
ACEM IN Equity	Ambuja Cements LTD	Hindistan	14,9	11,3	35,0	25,4
PPC SJ Equity	PPC LTD	Güney Afrika	6,5	5,1	15,1	13,8
INTP IJ Equity	Indocement Tunggal Prakarsa	Endonezya	10,1	9,9	17,4	16,5
LMC MK Equity	Lafarge Malaysia BDH	Malezya	13,1	11,2	34,2	26,1
SMGR IJ Equity	Semen Indonesia Persero TBK	Endonezya	8,2	8,0	13,8	12,8
GRASIM IN Equity	Grasim Industries LTD	Hindistan	8,8	7,3	17,8	15,5
SCC TB Equity	Siam Cement PCL/THE	Tayland	9,7	9,4	12,4	12,2
YNCCO AB Equity	Yanbu Cement CO	S.Arabistan	8,2	8,9	11,8	13,8
	Gelişmekte Olan Ülkeler Ortalama		9,9	8,9	19,7	17,0
	Gelişmekte Olan Ülkeler Medyan		9,3	9,2	16,2	14,6
Global Ortalama			9,1	8,3	18,3	15,5
Global Medyan			8,8	8,4	16,8	14,5
CIMSA			7,0	6,2	9,8	8,6
Prim/İskonto			-20%	-26%	-42%	-41%

	Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
			2017T	2018T	2017T	2018T
AKCNS TI Equity	Akçansa Çimento	Türkiye	6,8	6,2	9,4	8,7
ADANA TI Equity	Adana Çimento- A	Türkiye	12,6	10,7	6,0	5,7
MRDIN TI Equity	Mardin Çimento	Türkiye	11,7	9,2	12,5	10,8
UNYEC TI Equity	Ünye Çimento	Türkiye	6,5	6,0	9,2	7,7
BOLUC TI Equity	Bolu Çimento	Türkiye	6,9	6,3	8,7	8,0
	Yerel Benzerler Medyan		6,9	6,3	9,2	8,0
CIMSA TI Equity	Çimsa		7,0	6,2	9,8	8,6
	Medyan Çarpına göre Prim/İskonto		3%	0%	6%	7%

Kaynak : HLY Araştırma Bloomberg, Veriler 25.04.2017 tarihli kapanış değerleridir.

ÖZET FİNANSALLAR

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar	1.170	1.342	1.420	1.545	1.633	1.732
Brüt kâr	375	405	442	510	538	553
FAVÖK	352	396	446	504	525	538
Amortisman	66	89	103	101	98	98
FVÖK	286	307	343	403	427	440
Diğer Gelir, Net	20	-17	-18	-20	-21	-22
Finansal Gelir, Net	-24	-23	-22	-21	-20	-19
VÖK	282	267	303	363	386	399
Vergi	57	53	61	73	77	80
Net kâr	218	207	236	282	300	310

Özet Bilanço (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Dönen varlıklar	666	583	556	608	661	715
Duran varlıklar	1.958	2.139	2.134	2.162	2.157	2.171
Aktif toplamı	2.541	2.695	2.742	2.824	2.872	2.886
Kısa vadeli yükümlülükler	913	959	949	979	1.051	1.086
Uzun vadeli yükümlülükler	269	362	366	342	266	198
Toplam yükümlülükler	1.182	1.321	1.314	1.321	1.317	1.284
Azınlık payları	108	108	108	108	108	108
Özsermaye	1.251	1.267	1.320	1.395	1.447	1.494
Pasif toplamı	2.541	2.695	2.742	2.824	2.872	2.886

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Borç	754	357	356	372	373	433
Net Borç / FAVÖK	2,1	0,9	0,8	0,7	0,7	0,8
Yatırılan sermaye	1.463	1.563	1.617	1.662	1.634	1.624
Net Borç / Yatırılan sermaye	51,6%	22,8%	22,0%	22,4%	22,8%	26,7%
Net Borç / Aktif toplamı	29,7%	13,2%	13,0%	13,2%	13,0%	15,0%
Net Borç / Toplam Sermaye	55,5%	25,9%	25,0%	24,8%	24,0%	27,1%

Nakit Akışı (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
FAVÖK	352	396	446	504	525	538
Net İşletme Sermayesi	212	191	206	187	183	225
Net İşletme Sermayesi Değişim	29	-21	15	-20	-3	42
Vergi (20%@FVÖK)	57	61	69	81	85	88
Yatırım harcamaları	612	304	80	84	88	93
Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları	323	417	430	524	528	497
Serbest Nakit Akımları	-346	51	282	359	355	316

Kaynak: Çimsa, HLY Araştırma

ÖZET FİNANSALLAR

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net satışlar (mn TL)	1.170	1.342	1.420	1.545	1.633	1.732
FAVÖK (mn TL)	352	396	446	504	525	538
Net kâr (mn TL)	218	207	236	282	300	310
Brüt kâr marjı	32,1%	30,2%	31,1%	33,0%	32,9%	31,9%
FAVÖK marjı	30,0%	29,5%	31,4%	32,6%	32,1%	31,1%
Net kâr marjı	18,7%	15,5%	16,6%	18,3%	18,4%	17,9%
F/K (x)	9,3	9,8	8,6	7,2	6,8	6,5
FD/FAVÖK (x)	7,9	7,0	6,2	5,5	5,3	5,2
FD/Net satışlar (x)	2,4	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6

Marjlar (%)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Brüt kâr marjı	32,1%	30,2%	31,1%	33,0%	32,9%	31,9%
FVÖK marjı	24,4%	22,9%	24,2%	26,1%	26,1%	25,4%
FAVÖK marjı	30,0%	29,5%	31,4%	32,6%	32,1%	31,1%
Net kâr marjı	18,7%	15,5%	16,6%	18,3%	18,4%	17,9%

Oranlar	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
F/K (x)	9,3	9,8	8,6	7,2	6,8	6,5
FD/FAVÖK (x)	7,9	7,0	6,2	5,5	5,3	5,2
FD/Net satışlar (x)	2,4	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6
Özsermaye kârlılığı (%)	17,9%	16,5%	18,2%	20,8%	21,1%	21,1%
Aktif kârlılığı (%)	9,7%	7,9%	8,7%	10,1%	10,5%	10,8%
Hisse Başı Kâr	1,6	1,5	1,7	2,1	2,2	2,3
Faaliyet Gid./Net satışlar	7,7%	7,3%	7,0%	6,9%	6,8%	6,5%
Yatırım harcamaları/Net satışlar	52,3%	22,7%	5,6%	5,4%	5,4%	5,3%
Net işletme sermayesi / Net satışlar	18,1%	14,3%	14,5%	12,1%	11,2%	13,0%
Cari oran	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Alacak devir hızı	4	4	4	4	4	4
Stok devir hızı	6	6	6	6	7	7
Ticari borç devir hızı	3	3	3	4	4	4
Nakit döngüsü	53	54	54	54	54	54
Faaliyet döngüsü	163	162	160	156	153	150

Temettü	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Nakit temettü (Brüt, mn TL)	192	182	207	248	264	272
Hisse Başı Temettü (Brüt)	1,4	1,3	1,5	1,8	2,0	2,0
Temettü verimi	9,5%	9,0%	10,2%	12,2%	13,0%	13,4%

Kaynak: Çimsa, HLY Araştırma

Bolu Çimento

Hisse Araştırma

Güncelleme

Rekabet ortamı fiyatları baskılayacak

Enerji fiyatlarındaki (petrokok ve kömür) yükselişin maliyetler üzerinde oluşturacağı baskı, Limak'ın Ankara yatırımının devreye girmesiyle fiyatlar üzerinde oluşabilecek baskı, sınırlı ihracat kabiliyeti nedeniyle iç pazardaki talebe daha fazla bağımlı olması ve bu nedenle iç talepteki yavaşlama karşısında Akçansa ve Çimsa'ya nazaran daha fazla olumsuz etkileneceği beklentisiyle, 2017 yılında Bolu Çimento için temkinli tarafta kalmayı tercih ediyoruz.

- ✓ Tahminlerimizde yaptığımız güncellemelere bağlı olarak, Bolu Çimento hisseleri için 931 milyon TL hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Şirket için 12 aylık hedef fiyatımız hisse başına 6,50TL (Önceki: 8,08 TL) ile %8 artış potansiyeline işaret etmektedir. Bu doğrultuda, Bolu Çimento için 'AL' tavsiyemizi 'AZALT'a çekiyoruz.
- ✓ 2017 yılında Limak'ın Ankara'da devreye alması beklenen fabrika yatırımının fiyatlar üzerinde baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle, 2017 yılı için hem enerji fiyatlarındaki (petrokok ve kömür) yükselişin maliyetler üzerinde oluşturacağı baskı, hem de Limak'ın Ankara yatırımının devreye girmesiyle fiyatlar üzerinde oluşabilecek baskı nedeniyle, 2017 yılı için FAVÖK'ün yıllık bazda %15,4 düşüşle 143 milyon TL'ye, FAVÖK Marjının da, yıllık bazda 4,7 puan daralarak %32,6 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.
- ✓ 2016 yılında şirketin borç/özsermaye oranının 2015 yılındaki %26,7 seviyesinden %28,9 seviyesine yükseliş gösterdiğini ve önümüzdeki dönemde de %30'lar seviyesinin üzerinde kalacağını hesaplıyoruz. Ayrıca, 2016 yılında 0,7x seviyesinde olan net borç/FAVÖK oranının da, 2017 yılında 0,9x seviyesine yükseleceğini öngörmekteyiz.

AZALT

Kapanış Fiyatı: 6,02 TL

Hedef Fiyat : 6,50 TL

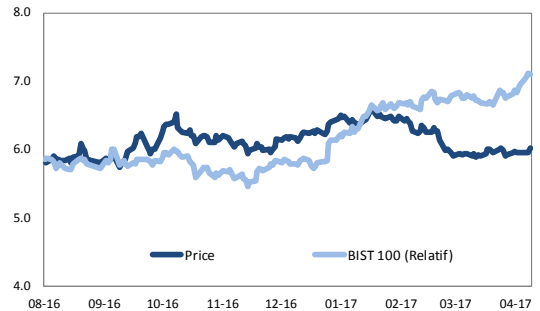
Beklenen Önemli Veriler

24 Mayıs– Konut Satış Rakamları (TÜİK)
12 Haziran – 1Ç17 GSYH (+)

Özet Veriler

Hisse Kodu	BOLUC
Cari Fiyat (TL)	6.02
52H En yüksek (TL)	6.97
52H En Düşük (TL)	5.02
Piyasa Değeri (mn TL)	862.3
Piyasa Değeri (mn Dolar)	241.0
Halka Açıklık Oranı (%)	29.94
Konsensus HF (TL)	7.18
Konsensus Tavsiye	%86 A / %14 T / %0 S
3A Hacim (mn Dolar)	0.3
HLY Hisse Başı Kar (2017 T)	0.7

BIST-100'e Relatif Performans



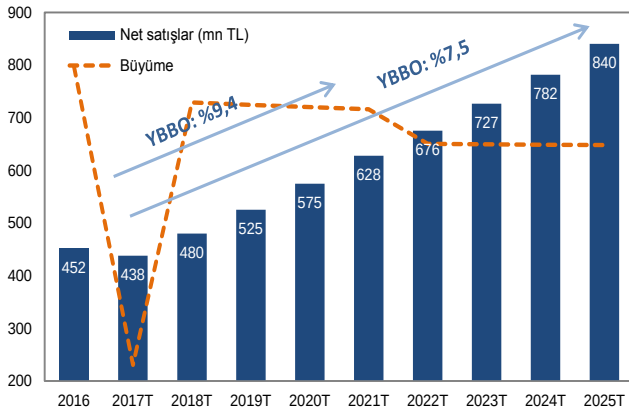
Analist: İlnur TURHAN
iturhan@halkyatirim.com.tr
İstanbul: +902123148185

Tahminler

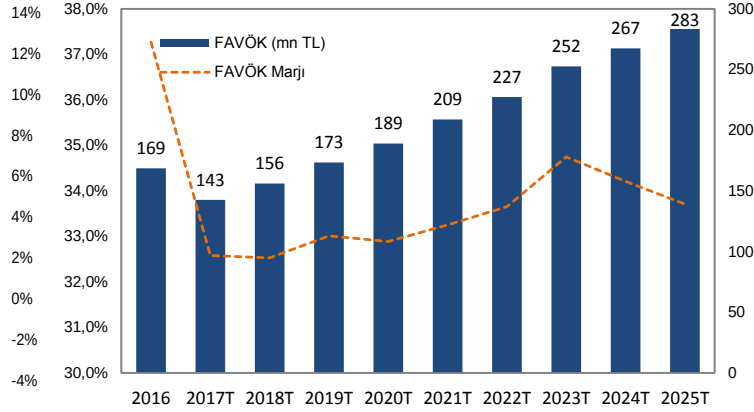
Ankara'da Temmuz 2015'te devreye alınan döner fırın yatırımı tesisi ile birlikte şirketin toplam kapasitesi 2,5 milyon ton oldu. 2015 yılında yaşanan kapasite artırımı ile net satışlarını %23,2 artıran şirketin, 2016 yılında da satışları yıllık bazda %11,3 artarak 452 milyon TL'ye ulaştı. 2017 yılı için ise, yıllık bazda %3,2'lik geri çekilme ile 438 milyon TL net satış geliri tahmin ediyoruz. 2017-2021 döneminde ise net satış gelirlerinde %6,8 YBBO öngörüyoruz.

Ankara yatırımının tamamlanmasının ardından şirket Bolu'daki kapasitesini Marmara ve Karadeniz bölgesi için kullanıyorken; Ankara'daki yeni kapasiteyi de İç Anadolu Bölgesi'ne özellikle de Ankara'ya yönlendirebiliyor. Dolayısıyla, yatırımın şirketin nakliye giderlerinde avantaj sağladığını söyleyebiliriz.

Bolu Çimento, İç Anadolu, Marmara ve Batı Karadeniz bölgelerinde faaliyet göstermektedir. Satışlarının yaklaşık %50'sini İç Anadolu Bölgesi'ne gerçekleştiren şirket, Marmara Bölgesine yakınlığı dolayısıyla da altyapı projelerinden ve Marmara Bölgesinin getirdiği avantajlı fiyat ortamından fayda sağlamaktadır. Ancak, 2017 yılında Limak'ın Ankara'da devreye alması beklenen fabrika yatırımının fiyatlar üzerinde baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. Bu nedenle, 2017 yılı için hem enerji fiyatlarındaki (petrokok ve kömür) yükselişin maliyetler üzerinde oluşturacağı baskı hem de Limak'ın Ankara yatırımının devreye girmesiyle fiyatlar üzerinde oluşabilecek baskı nedeniyle, 2017 yılı için FAVÖK'ün yıllık bazda %15,4 düşüşle 143 milyon TL'ye, FAVÖK Marjının da, yıllık bazda 4,7 puan daralarak %32,6 seviyesine gerileyeceğini öngörüyoruz.



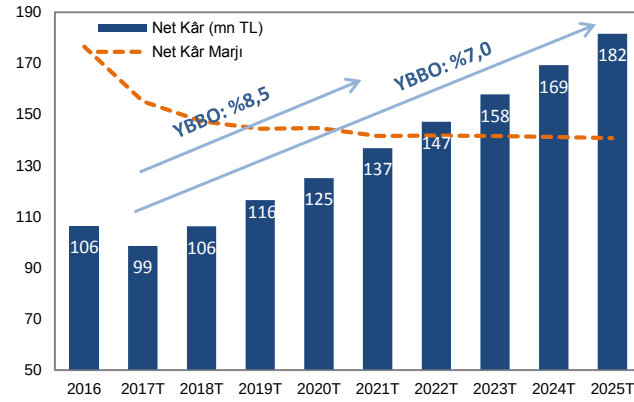
Kaynak: HLY Araştırma



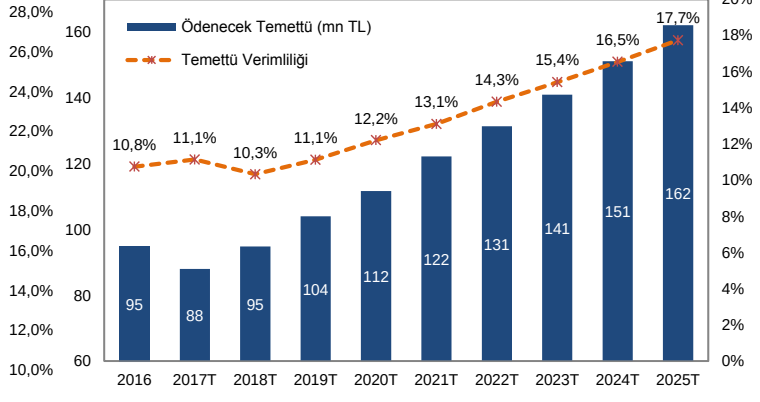
Kaynak: HLY Araştırma

Tahminler

2013-2014 yıllarında şirket yatırım sürecinde olduğu için 2013 net karından temettü dağıtmadı. 2014 yılında %2,8, 2015 yılında %10,7, 2016 yılında ise %11,1 temettü dağıttı. Tarihsel ortalamalarına baktığımızda, şirketin %89'luk pay başına dağıtılan kar oranıyla güçlü temettü dağıtan şirketlerden olduğunu görüyoruz. Şirket için 2017 yılında %10,3 temettü getiri, 2017-2021 arasında ise ortalama %12,2 temettü verimliliği sağlayacağını düşünüyoruz.



Kaynak: HLY Araştırma



Kaynak: HLY Araştırma

2016 yılında şirketin borç/özsermaye oranının 2015 yılındaki %26,7 seviyesinden %28,9 seviyesine yükseliş gösterdiğini ve önümüzdeki dönemde de %30'lar seviyesinin üzerinde kalacağını hesaplıyoruz. Ayrıca, 2016 yılında 0,7x seviyesinde olan net borç/FAVÖK oranının da, 2017 yılında 0,9x seviyesine yükseleceğini öngörmekteyiz. Diğer taraftan, i) enerji fiyatlarındaki (petrokok ve kömür) yükselişin maliyetler üzerinde oluşturacağı baskı, ii) Limak'ın Ankara yatırımının devreye girmesiyle fiyatlar üzerinde oluşabilecek baskı, ii) sınırlı ihracat kabiliyeti nedeniyle iç pazardaki talebe daha fazla bağımlı olması ve bu nedenle iç talepteki yavaşlama karşısında, Akçansa ve Çimsa'ya nazaran daha fazla olumsuz etkileneceği beklentisiyle, 2017 yılında Bolu Çimento için temkinli tarafta kalmayı tercih ediyoruz. **BOLUC için 8,08 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 6,50 TL'ye, tavsiyemizi de AL'dan AZALT'a çekiyoruz.**

DEĞERLEME

Değerleme Özeti

Bolu Çimento'nun 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerini kullandık. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine %70, Benzer Şirket Karşılaştırmasına %30 ağırlık verdik. Benzer Şirket Karşılaştırmasında ise, yurt dışı gelişmekte olan ülkeler ve yurt içi benzer çarpan analizlerini sırasıyla %50 ve %50 ağırlıkla modelimize dahil ettik. Yurt dışı gelişmekte olan ülke benzer şirketleri ile karşılaştırırken, şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık vermeyi uygun gördük. Değerlememiz sonucunda, BOLUC için 12 aylık hedef piyasa değerimiz 931 milyon TL, hisse başına hedef fiyatımız ise 6,50 TL seviyesinde olup; hissenin şu anki fiyatına göre %8'lik bir yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti - BOLUC	2-aylık hedef deęe	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İNA	833	70%	583
Benzer Şirket Karşılaştırması	1.159	30%	348
Hedef Piyasa Değeri			931
Ödenmiş Sermaye			143
12-aylık Hedef Fiyat (TL)			6,50
Kapanış Fiyatı			6,02
Prim Potansiyeli			8%

Benzer Şirket Karşılaştırması

Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması	mın TL	FD/FAVÖK	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T FAVÖK	143	8,81	1.257	50%	629
2018T FAVÖK	156	8,40	1.311	50%	655
Firma Değeri					1.284
Net Borç (-)					123
Azınlık Payları (-)					0
İştirakler (+)					18
Gerçek Değer					1.178
Sermaye Maliyeti					16,0%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mın TL)					1.367

Yurtdışı Benzer Şirket Karşılaştırması	mın TL	F/K	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T Net Kar	99	16,83	1.659	50%	829
2018T Net Kar	106	14,47	1.537	50%	769
Gerçek Değer					1.598
Sermaye Maliyeti					16,0%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mın TL)					1.854
Ödenmiş Sermaye					143
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					12,94

Yurtiçi Benzer Şirket Karşılaştırması	mn TL	FD/FAVÖK	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T FAVÖK	143	7,02	1.002	50%	501
2018T FAVÖK	156	6,24	974	50%	487
Firma Değeri					988
Net Borç (-)					123
Azınlık Payları (-)					0
İştirakler (+)					18
Gerçek Değer					882
Sermaye Maliyeti					16,0%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mn TL)					1.024
Ödenmiş Sermaye					143
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					7,15

Yurtiçi Benzer Şirket Karşılaştırması	mn TL	F/K	Gerçek Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
2017T Net Kar	99	9,41	928	50%	464
2018T Net Kar	106	8,60	914	50%	457
Gerçek Değer					921
Sermaye Maliyeti					16,0%
12-aylık Hedef Piyasa Değeri (mn TL)					1.068
Ödenmiş Sermaye					143
12-aylık Hedef Fiyat (TL)					7,46

Riskler..

- ✓ Türkiye’de inşaat sektörünün GSYH ile olan korelasyonu yüksektir. 2017 yılı GSYH büyüme beklentisine dair yapılacak herhangi bir aşağı yönlü revize, sektör büyüme beklentilerimiz için de aşağı yönlü risk taşımaktadır.
- ✓ Devam eden alt yapı projelerinin yanı sıra planlanan altyapı projelerinde yaşanabilecek olası erteleme veya iptal kararı aşağı yönlü risk teşkil etmektedir.
- ✓ Çimento enerji yoğun bir sektör olması dolayısıyla enerji (elektrik ve petrokok) maliyetlerinin düşüş trendine girmesi değerlemelerimizde yukarı yönlü risk teşkil etmektedir.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

İNA modelimizde, şirkete yönelik 2017-2025 dönemlerine ait nakit akım projeksiyonu kullandık. İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle bulduğumuz değerlemede, risksiz faiz oranı %11,5, hisse senedi risk primi %6,0 ve beta katsayısı 0,70 olup, bu doğrultuda sermaye maliyeti %16 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini (AOSM) %15,3 olarak hesaplıyoruz. İNA'ya göre, Bolu Çimento için 12 aylık hedef fiyatımız 5,82 TL seviyesinde bulunuyor.

İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
FAVÖK	169	143	156	173	189	209	227	252	267	283
Net İşletme Sermayesi	148	125	116	116	116	124	130	127	146	146
Net İşletme Sermayesi Değişimi	38	-23	-9	0	1	7	6	-3	19	0
Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları	131	166	165	174	188	202	221	255	249	283
Vergi	28	25	27	30	32	35	38	41	44	47
Yatırım Harcamaları	19	39	42	45	48	50	53	56	59	60
Serbest Nakit Akımları	84	101	95	99	108	117	130	158	146	176

Risksiz Faiz Oranı	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Sermaye Maliyeti	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Borç Maliyeti (vergi sonrası)	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
İskonto Oranı (AOSM)	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
İskonto Faktörü	0,75	0,65	0,56	0,48	0,42	0,36	0,31	0,27	0,24	0,24
İndirgenmiş Nakit Akımları	76	62	55	52	49	47	50	40	41	

Uç değer büyüme oranı	4,0%
İndirgenmiş uç değer (mn TL)	352
İndirgenmiş nakit akımları toplamı (mn TL)	472
Firma değeri (mn TL)	824
(-) Net borç (2016-mn TL)	123
(-) Azınlık payları (mn TL)	0
(+) İştirakler/Yatırımlar (mn TL)	18
Gerçek değer (mn TL)	718
Sermaye maliyeti	16,0%
12-aylık hedef piyasa değeri (mn TL)	833
Ödenmiş sermaye (mn TL)	143
12-aylık hedef fiyat (TL)	5,82
Kapanış fiyatı (TL)	6,02
Prim potansiyeli	-3%

BENZER ŞİRKET KARŞILAŞTIRMASI

Benzer Şirket Karşılaştırması analizimizde Çimsa, 2017T Global FD/FAVÖK çarpanına göre %22, F/K çarpanına göre %49 iskontolu işlem görmektedir. Yurt içi benzer şirket 2017T FD/FAVÖK çarpanına göre %2, F/K çarpanına göre %8 iskontolu işlem görmektedir.

	Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
			2017T	2018T	2017T	2018T
LHN VX Equity	Lafargeholcim LTD-REG	İsviçre	8,8	8,0	17,9	14,4
HEI GR Equity	Heidelbergcement AG	Almanya	7,9	7,3	14,9	12,0
BZU IM Equity	Buzzi Unicem SPA	İtalya	8,4	7,7	17,0	14,2
VCT FP Equity	Vicat	Fransa	8,3	7,6	17,8	15,3
Gelişmiş Ülkeler Ortalama			8,4	7,6	16,9	14,0
Gelişmiş Ülkeler Medyan			8,4	7,6	17,4	14,3
ACEM IN Equity	Ambuja Cements LTD	Hindistan	14,9	11,3	35,0	25,4
PPC SJ Equity	PPC LTD	Güney Afrika	6,5	5,1	15,1	13,8
INTP IJ Equity	Indocement Tunggal Prakarsa	Endonezya	10,1	9,9	17,4	16,5
LMC MK Equity	Lafarge Malaysia BDH	Malezya	13,1	11,2	34,2	26,1
SMGR IJ Equity	Semen Indonesia Persero TBK	Endonezya	8,2	8,0	13,8	12,8
GRASIM IN Equity	Grasim Industries LTD	Hindistan	8,8	7,3	17,8	15,5
SCC TB Equity	Siam Cement PCL/THE	Tayland	9,7	9,4	12,4	12,2
YNCCO AB Equity	Yanbu Cement CO	S.Arabistan	8,2	8,9	11,8	13,8
Gelişmekte Olan Ülkeler Ortalama			9,9	8,9	19,7	17,0
Gelişmekte Olan Ülkeler Medyan			9,3	9,2	16,2	14,6

Yurtdışı Ortalama	9,1	8,3	18,3	15,5
Yurtdışı Medyan	8,8	8,4	16,8	14,5
BOLUC	6,9	6,3	8,7	8,0
Prim/İskonto	-22%	-25%	-49%	-44%

	Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
			2017T	2018T	2017T	2018T
CIMSA TI Equity	Çimsa Çimento	Türkiye	7,0	6,2	9,8	8,6
ADANA TI Equity	Adana Çimento- A	Türkiye	12,6	10,7	6,0	5,7
MRDIN TI Equity	Mardin Çimento	Türkiye	11,7	9,2	12,5	10,8
UNYEC TI Equity	Ünye Çimento	Türkiye	6,5	6,0	9,2	7,7
AKCNS TI Equity	Akçansa Çimento	Türkiye	6,8	6,2	9,4	8,7
Yurtiçi Benzerler Medyan			7,0	6,2	9,4	8,6
BOLUC TI Equity	Bolu Çimento	Türkiye	6,9	6,3	8,7	8,0
Medyan Çarpana göre Prim/İskonto			-2%	0%	-8%	-7%

Kaynak : HLY Araştırma Bloomberg, Veriler 25.04.2017 tarihli kapanış değerleridir.

ÖZET FİNANSALLAR

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar	452	438	480	525	575	628
Brüt kâr	173	156	171	188	205	224
FAVÖK	169	143	156	173	189	209
Amortisman	27	15	19	23	28	33
FVÖK	141	127	137	150	161	176
Diğer Gelir, Net	12	13	12	12	11	10
Finansal Gelir, Net	-18	-17	-17	-16	-16	-15
VÖK	133	123	133	146	156	171
Vergi	27	25	27	29	31	34
Net kâr	106	99	106	116	125	137

Özet Bilanço (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Dönen varlıklar	191	222	205	219	227	237
Duran varlıklar	417	439	462	482	501	516
Aktif toplamı	638	644	681	709	738	763
Kısa vadeli yükümlülükler	147	114	137	148	160	166
Uzun vadeli yükümlülükler	65	107	113	120	127	134
Toplam yükümlülükler	212	221	250	268	287	300
Azınlık payları	0	0	0	0	0	0
Özsermaye	427	419	426	437	445	457
Pasif toplamı	638	644	681	709	738	763

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Borç	123	123	128	137	145	154
Net Borç / FAVÖK	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
Yatırılan sermaye	477	512	524	539	553	570
Net Borç / Yatırılan sermaye	25,9%	24,0%	24,4%	25,4%	26,2%	27,0%
Net Borç / Aktif toplamı	19,3%	19,1%	18,7%	19,3%	19,6%	20,2%
Net Borç / Toplam Sermaye	28,9%	29,4%	30,0%	31,4%	32,5%	33,7%

Nakit Akışı (mn TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
FAVÖK	169	143	156	173	189	209
Net İşletme Sermayesi	148	125	116	116	116	124
Net İşletme Sermayesi Değişim	38	-23	-9	0	1	7
Vergi	28	25	27	30	32	35
Yatırım harcamaları	19	39	42	45	48	50
Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları	131	166	165	174	188	202
Serbest Nakit Akımları	84	101	95	99	108	117

Kaynak: Bolu Çimento, HLY Araştırma

ÖZET FİNANSALLAR

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net satışlar (mn TL)	452	438	480	525	575	628
FAVÖK (mn TL)	169	143	156	173	189	209
Net kâr (mn TL)	106	99	106	116	125	137
Brüt kâr marjı	38,2%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%
FAVÖK marjı	37,3%	32,6%	32,5%	33,0%	32,9%	33,2%
Net kâr marjı	23,5%	22,5%	22,1%	22,2%	21,8%	21,8%
F/K (x)	8,0	8,7	8,0	7,3	6,8	6,2
FD/FAVÖK (x)	5,8	6,9	6,3	5,6	5,2	4,7
FD/Net satışlar (x)	2,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,6

Marjlar (%)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Brüt kâr marjı	38,2%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%	35,7%
FVÖK marjı	31,2%	29,1%	28,5%	28,5%	28,0%	28,0%
FAVÖK marjı	37,3%	32,6%	32,5%	33,0%	32,9%	33,2%
Net kâr marjı	23,5%	22,5%	22,1%	22,2%	21,8%	21,8%

Oranlar	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
F/K (x)	8,0	8,7	8,0	7,3	6,8	6,2
FD/FAVÖK (x)	5,8	6,9	6,3	5,6	5,2	4,7
FD/Net satışlar (x)	2,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,6
Özsermaye kârlılığı (%)	25,4%	23,3%	25,1%	27,0%	28,4%	30,3%
Aktif kârlılığı (%)	16,9%	15,4%	16,0%	16,8%	17,3%	18,2%
Hisse Başı Kâr	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0
Faaliyet Gid./Net satışlar	7,0%	6,6%	7,2%	7,2%	7,7%	7,7%
Yatırım harcamaları/Net satışlar	4,2%	8,9%	8,8%	8,6%	8,4%	8,0%
Net işletme sermayesi / Net satışlar	32,7%	28,5%	24,2%	22,0%	20,3%	19,7%
Cari oran	1,3	2,0	1,5	1,5	1,4	1,4

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Alacak devir hızı	3	3	3	3	4	4
Stok devir hızı	6	5	6	6	7	7
Ticari borç devir hızı	5	5	6	6	6	6
Nakit döngüsü	117	118	112	104	97	90
Faaliyet döngüsü	184	185	178	169	161	153

Temettü	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Nakit temettü (Brüt, mn TL)	95	88	95	104	112	122
Hisse Başı Temettü (Brüt)	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
Temettü verimi	11,1%	10,3%	11,1%	12,2%	13,1%	14,3%

Kaynak: Bolu Çimento, HLY Araştırma

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları**(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)**

AL :	%20,01 ve üzeri artış	EKLE :	%10,01 ile %20 aralığında artış	TUT :	-%10 ile %10 aralığında değişim
AZALT :	-%10,01 ile -%20 aralığında azalma	SAT :	-%20,01 ve üzeri azalma	İZLE :	Nötr

KÜNYE

Banu KIVCI TOKALI
Araştırma Direktörü
BTokali@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 88

Araştırma

Serhan YENİGÜN
Yönetmen
SYenigun@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 29

İlknur HAYIR TURHAN
Yönetmen
ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 85

Mehtap İLBİ
Yönetmen
Milbi@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 30

Abdullah DEMİRER
Uzman
ADemirer@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 24

Cüneyt MEHMETOĞLU
Uzman
CMehmetoglu@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 87 31

Furkan OKUMUŞ
Uzman
FOkumus@halkyatirim.com.tr
+90 212 314 81 86

Hüseyin AKAR
Uzman Yardımcısı
HAkar@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 dayanarak 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 Resmi 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.

