

'İhracat ağırlıklı büyümeye iç talepten ek destek'

2019, çimento şirketlerinin talep koşullarını gözlemleyerek maliyetlerinde yaşanan artışları satış fiyatlarına yansıtmak için fırsat kolladıkları, ihracata yönelerek ciro performanslarını koruma çabası içinde buldukları ve maliyet düşürücü aksiyonlar olarak karlılıklarını korumaya çalıştıkları zor bir dönem oldu. Yakıt maliyetlerinin önemli bir kısmını oluşturan petrokok ve elektrik gibi girdi fiyatlarında görülen yükselişlerin şirketlerin marjlarını baskıladığını ve çimento şirketlerinin zayıf finansal sonuçlar açıkladıklarını izledik. Ayrıca, yüksek faiz ortamı nedeniyle, borcu bulunan çimento şirketlerinin karlılıklarının da baskı altında kaldığını söyleyebiliriz. Borsada işlem gören Araştırma kapsamımızda bulunan çimento şirketlerinden, Akçansa ve Çimsa'nın FAVÖK performanslarının dokuz aylık dönemde sırasıyla %39,6 ve %35,7 gerilediğini; FAVÖK marjlarında da yıllık bazda 9,9 puan ve 9,2 puan daralmalar kaydedildiğini izledik. Net kar tarafında da, sırasıyla %68,4 ve %85,5'lik düşüşler yaşanırken, net kar marjlarında da yıllık bazda 9 puan ve 14,2 puan gerilemeler yaşandığına tanıklık ettik.

2020'ye ilişkin olarak sektör oyuncuları genelde 2019'a benzer bir yıl beklemekle birlikte; en zayıf tüketim rakamlarının geride kaldığını varsayan ana senaryomuzda, büyüme destekleyici politikaların da desteğiyle, düşük faiz ortamı, birikmiş talep ve konut stokundaki düşüş ile yurt içi talep tarafında da iyileşmelerin görülebileceğini düşünüyoruz. Konut stoku fazlası nedeniyle çimento talebindeki iyileşmenin yurt içi tarafta kademeli olabileceğini düşünmemize karşın, çimento şirketlerinin ihracat ağırlık büyümelerini sürdürebileceklerini ve çimento fiyatlarında beklediğimiz gecikmeli fiyat artışı ve maliyet tarafında da daha ılımlı görünümün sonucu olarak, çimento şirketlerinin operasyonel marjlarında artış, düşük faiz ortamı nedeniyle de net kar tarafında daha olumlu bir performans görülebileceğini düşünüyoruz. Dolayısıyla, Araştırma kapsamımızda bulunan **Akçansa ve Çimsa hisseleri için tahminlerimizde yaptığımız revizyonlar sonucu, Akçansa için 8,24 TL seviyesinde bulunan hedef fiyatımızı 12,98 TL'ye, Çimsa için 8,30 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 13,88 TL'ye yükseltirken; 'TUT' yönünde bulunan tasviyelerimizi de 'AL' olarak güncelliyoruz. Akçansa'nın hissedarı Heidelberg'in dağıtım ağı sayesinde kapasitesini yurt dışı pazarlara kolayca kaydırabilmesi, nispeten düşük borç seviyesi ve etkin işletme sermayesi yönetimi ile ön plana çıkabileceğini düşünürken; Çimsa'nın İspanya'da beyaz çimento fabrikasını satın almasıyla küresel olarak beyaz çimento'da en büyükler arasına girecek olması doğrultusunda, söz konusu yatırımı hisse performansını pozitif etkileyecek en büyük katalistler arasında görüyoruz.** Ayrıca, Kanal İstanbul Projesi, Suriye'nin kuzeyinde oluşturulması planlanan güvenli bölgede yapılması planlanan konut projeleri ve kentsel dönüşüm projelerinin çimento sektörünün büyümeye yönelik beklentileri desteklemesini bekliyoruz.

- **İhracat ağırlıklı büyüme ön planda olacak.** 2019 yılının 10 ayında çimento üretiminde önceki yıla oranla %25'lik bir düşüş yaşanırken, söz konusu dönemde üretilen çimentonun yaklaşık %19,4'ü ihracata konu oldu. Ocak-Ekim döneminde iç satışlarda %32,7 azalma yaşanırken, çimento ihracatında ise %45,8'lik artış gerçekleşti. Hatırlanacağı üzere, 2018 yılının ilk aylarında mevsim normallerinin üzerinde sıcak bir kış geçirilmesi sebebiyle, 2018 ilk 6 ayında satışlar beklenenden fazla artış göstermişti. Hem bu mevsim etkisinin getirdiği yüksek baz etkisi, hem de söz konusu yılın son 5 ayında görülen küçülmenin etkisiyle, çimento iç satışlarında yıllık daralmalar devam etti. Ancak, bu zayıf baz etkisine ilaveten, ekonomide güçlenen yeniden dengelenmeyi de dikkate aldığımızda, sektörde önümüzdeki dönemde toparlanma eğiliminin hakim olacağını düşünüyoruz.
- **Düşük faiz ortamı, birikmiş talep ve konut stokundaki azalış ile konut satışlarında toparlanma bekliyoruz.** Merkez Bankamızın geçen yılın Temmuz ayından bu yana toplamda 12 puanlık faiz indirimine gitmesi, ilk olarak kamu bankalarının başlattığı konut faizlerini %1'in altına çekmesinin ardından özel bankaların da faiz indirim sürecine katılması akabinde kamu bankalarının yeni konut alımlarında %0,79'a çekilen faiz oranları ve politika faizlerinde bu yıl da indirimlerin devam edeceği beklentisiyle, konut satışlarında gözlenen toparlanmanın güçlenmesini bekliyoruz. Piyasada arz/talep dinamiklerindeki dengelenmenin konut fiyatları üzerindeki baskıyı hafifleteceğini düşünüyoruz.
- **Stok fazlası nedeniyle, çimento talebindeki iyileşme yurt içi tarafta kademeli olabilir.** Düşük faiz ortamının desteğiyle konut satışlarında toparlanma öngörsek de, konut piyasasındaki stok fazlası nedeniyle çimento talebinde beklenen iyileşmenin kademeli olacağını düşünüyoruz. Ayrıca, alt yapı yatırımlarının yavaşlaması da bu görüşümüzü destekliyor.
- **Maliyet artışlarının 2020'de fiyatlara yansıtılmasını bekliyoruz.** Sektör şirketleri, 2019'da artan yakıt ve enerji maliyetlerini satış fiyatlarına yansıtmada zorlansa da, 2020'de inşaat aktivitesinde beklediğimiz toparlanmanın etkisiyle, ürün fiyatlarında yükseliş alanı olduğunu düşünüyoruz. 2019'da ortalama 190 TL/ton seviyesindeki yurt içi çimento fiyatlarını 2020 için modelimizde ortalama 210 TL/ton olarak güncelliyoruz. İhracat fiyatlarında ise 2019'daki ortalama 35 - 40 \$ aralığındaki seyrin, 2020'de ortalama 37 \$ seviyesinde dengeleneceğini düşünüyoruz.
- **Yakıt maliyetleri destekleyici seyir izliyor.** 2019'da yakıt maliyetlerinin önemli bir kısmını oluşturan petrokok ve elektrik gibi girdi fiyatlarında görülen yükselişlerin çimento şirketlerinin operasyonel marjlarını olumsuz yönde etkilediğini izledik. 2019'da elektrik fiyatlarında yıllık bazda görülen ortalama %45'lik yükselişin yanı sıra, dolar bazlı petrokok fiyatları da yılın ilk yarısında 70\$ seviyelerindeki yüksek seviyelerini sürdürdü. 2020'de ise, petrokok ve elektrik fiyatlarında daha stabil seyir görülebileceği beklentimiz doğrultusunda, yakıt maliyetlerinin de 2020 için destekleyici tarafta yer aldığını düşünüyoruz.

Akçansa

'Yurt dışı pazarlara kolay erişimi ile ön plana çıkabilir'

Enerji maliyetlerindeki artışlar ve yurt içindeki zayıf talep ortamının da etkisiyle çimento fiyatlarında artışların yapılmadığı 2019, marjların gerilediği zor bir yıl oldu. 2019'u iç pazarda %30 daralma ile tamamlaması beklenen sektörde, konut faizlerinin %1'in altına inmesi ve Merkez Bankamızın bu yıl da politika faizlerinde indirime devam edeceği beklentisiyle, konut satışlarında gözlenen toparlanmanın güçlenmesini bekliyoruz. Ancak, konut stoku fazlası nedeniyle çimento talebindeki iyileşmenin yurt içi tarafta kademeli olabileceğini düşünmemize karşın, ihracat ağırlıklı büyümenin ön planda olacağını düşünüyoruz. Kademeli iyileşme senaryomuzda, en zayıf tüketim rakamlarının görüldüğü varsayımıyla, hem enerji maliyetlerindeki ılımlı seyir hem de çimento fiyatlarında gecikmeli fiyat artışlarının görülmesini beklediğimiz 2020'de, Akçansa'nın FAVÖK marjında yıllık 2,8 puanlık artış görüleceğini düşünüyoruz. Akçansa'nın 2020'de dış pazardaki güçlü konumunu sürdürmesinin yanı sıra, düşük borç seviyesi ve etkin işletme sermayesi yönetimi ile ön planda kalabileceğini düşünüyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız güncellemelerin ardından Akçansa için 8,24 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 12,98 TL'ye, 'TUT' olan tavsiyemizi de AL'a yükseltiyoruz. Ayrıca, Kanal İstanbul projesi ile ilgili gelişmelerin hisse performansını destekleyici en büyük katalist olarak görüyoruz.

✓ **Heidelberg'in dağıtım ağı sayesinde yurt dışı pazarlara kolayca erişim.** Çimento talebindeki iyileşmenin yurt içi tarafta kademeli olacağını beklememize karşın, şirketin hissedarı Heidelberg'in dağıtım ağı sayesinde yurt dışı pazarlara kolayca erişim sağlamasıyla güçlü konuma sahip olduğunu düşünüyoruz. Şirket yurt içi pazarın zayıf olduğu durumlarda, hissedarı Heidelberg sayesinde satışlarını yurt dışı pazarlara kolayca yönlendirebiliyor. Yurt içi satışlar toplam satışların 2017'de %88, 2018'de %81'ini oluştururken; geçen yıl zayıf talep ortamı nedeniyle 3Ç sonu itibarıyla %60'a gerilerken, şirket satışlarını ihracata yönlendirdi. Dolayısıyla 2017 ve 2018'de yurt dışı satışlar toplam satışların sırasıyla %12 ve %19'unu oluştururken, 9A19 itibarıyla %40'a yükseldi. Şirketin 2020'de zayıf yurt içi talep ortamı nedeniyle, klinikerin yanı sıra katma değeri yüksek olan çimento satışlarına yönlendirerek dış pazardaki güçlü konumunu sürdüreceğini ve yurt dışı satışların toplam satışların %45'ine ulaşacağını düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin ABD pazarına yönelme yönünde de stratejisi bulunuyor.

✓ **2020'de marjlarda iyileşme olacağına inanıyoruz.** Özellikle hükümetin altyapı harcamalarının azalmasıyla zayıf yurt içi çimento talebi, enerji maliyetlerindeki artış ve fiyat baskısı nedeniyle 2019 zor bir yıl oldu. 2020'de yurt içi çimento talebinde kademeli iyileşme öngörmemize karşın, Akçansa'nın ihracat pazarlarına yönelerek ihracat gelirlerini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, geçtiğimiz yıl iç piyasadaki zayıflık çimento fiyatları üzerinde baskı oluşturarak sektör oyuncularının maliyetlerdeki artışı satış fiyatlarına yansıtmasına engel olmuştu. Ancak, 2020 için maliyet artışlarının daha stabil bir görünüm sunması ve çimento fiyatlarında beklediğimiz artışın desteğiyle operasyonel marjlarda iyileşme olacağını düşünüyoruz. 2019'u %15,2 FAVÖK marjı ile kapatmasını beklediğimiz Akçansa'nın, 2020'de düşük bazında etkisiyle FAVÖK'ün yıllık %20,3 artışla 333 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini ve yıllık 2,8 puan artışla %17 FAVÖK marjı kaydedileceğini öngörüyoruz. Ayrıca, faiz oranlarındaki düşüş faiz giderlerinin azalmasına neden olacağı için, net kar tarafında da iyileşme bekliyoruz. Dolayısıyla, 2020'de net karda yıllık %78 gibi güçlü artışla 127 mn TL net kar kaydedileceğini tahmin ediyoruz.

AL

Hisse Fiyatı: 9,80 TL
Hedef Fiyat: 12,98 TL

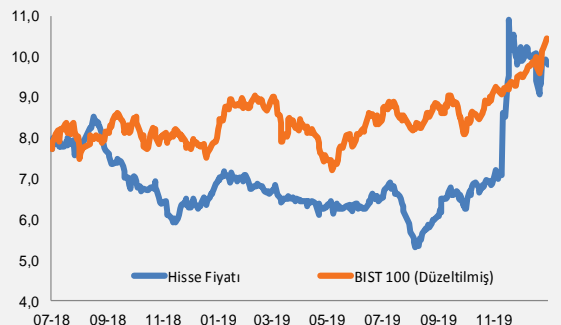
Getiri Potansiyeli: %32

Özet Veriler

Hisse Kodu	AKCNS
Cari Fiyat (TL)	9,80
52H En Yüksek (TL)	10,98
52H En Düşük (TL)	5,27
Piyasa Değeri (mn TL)	1.876
Piyasa Değeri (mn USD)	319
Halka Açıklık Oranı (%)	72,59
Konsensus HF (TL)	8,35
Konsensus Tavsiye	25% B / 62,5% H / 12,5% S
3A Hacim (mn USD)	0,89
HLY HBK (2020T)	0,7
Konsensus HBK (2020T)	0,7

Tahminler ve Rasyolar	2018G	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (mn TL)	1.716	1.823	1.954	2.236
Yıllık Büyüme	12,9%	6,2%	7,2%	14,4%
FAVÖK (mn TL)	354	277	333	396
Yıllık Büyüme	14,9%	-21,9%	20,3%	19,0%
Net Kar (mn TL)	178	71	127	199
Yıllık Büyüme	19,6%	-60,0%	77,9%	57,0%
FAVÖK Marjı	20,7%	15,2%	17,0%	17,7%
Net Kar Marjı	10,4%	3,9%	6,5%	8,9%
FD/Satışlar	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
FD/FAVÖK	6,2x	8,0x	6,6x	5,6x
FK	10,5x	26,3x	14,8x	9,4x
Hisse Başlı Kar (TL)	0,93	0,37	0,66	1,04
Temettü Verimi	8,1%	3,3%	5,8%	9,1%

Fiyat Performansı



İNA Değerleme

Tablo 1 : İNA Değerleme (Konsolide)

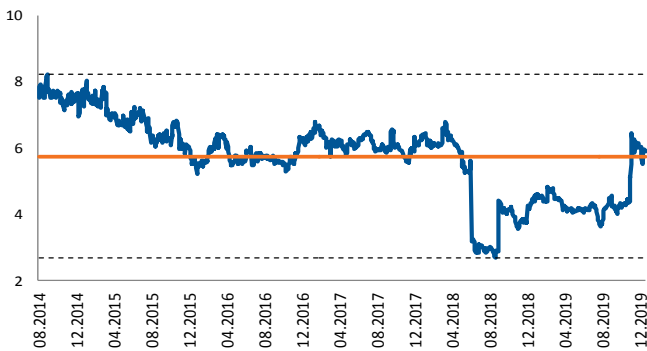
İNA Değerleme - AKCNS	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış (mn TL)	1.823	1.954	2.236	2.561	2.860	3.038	3.205	3.366	3.537	3.716
Büyüme (y/y)	6,2%	7,2%	14,4%	14,6%	11,7%	6,2%	5,5%	5,0%	5,1%	5,1%
Brüt Kar (mn TL)	274	336	404	462	516	548	578	608	638	671
Brüt Kar Marjı (%)	15,0%	17,2%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Faaliyet Gideleri (mn TL)	95	102	108	114	118	121	124	128	132	137
Faaliyet gid./Net Satış (%)	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
FVÖK (mn TL)	179	235	296	348	398	427	454	480	506	533
FVÖK Marjı (%)	9,8%	12,0%	13,2%	13,6%	13,9%	14,1%	14,2%	14,3%	14,3%	14,4%
Amortisman (mn TL)	98	98	100	115	121	124	125	130	140	145
FAVÖK (mn TL)	277	333	396	463	519	551	579	610	646	678
FAVÖK Marjı (%)	15,2%	17,0%	17,7%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,3%	18,3%
(-) Vergi (mn TL)	20	36	50	65	75	80	86	91	96	101
(-) İşletme Sermayesi Değ. (mn TL)	25	38	70	70	64	38	36	35	37	39
(-) Yatırım Harcamaları (mn TL)	87	131	118	124	127	131	135	139	143	148
Yatırım Harcamaları / Net Satış (%)	5%	7%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Net Nakit Akımı (mn TL)	126	112	149	200	248	296	317	340	365	385
İndirgenmiş Nakit Akımları	112	88	103	122	134	141	134	126	120	112
Büyüme oranı (%)	5%									
Uç Değer	4.885									
Uç Değerin Bugünkü Değeri	1.415									
İNA Toplamı	1.080									
(-) Net Borç (mn TL) (düzeltilmiş)	330									
(-) Azınlık Payları (mn TL)	12									
(+) Diğer (mn TL)	140									
Şirket Değeri	2.486									
Hedef Fiyat (TL)	12,98									
Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	9,80									
Yükseliş Potansiyeli (%)	32%									

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

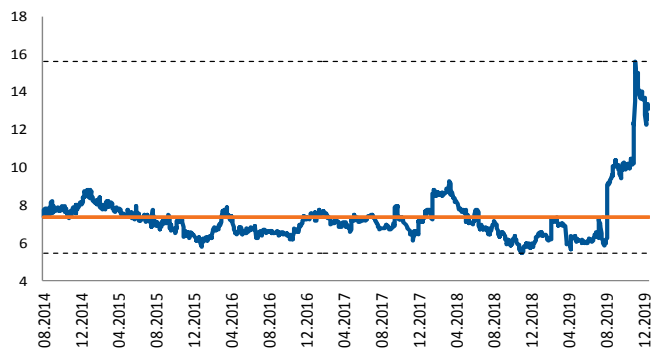
Tablo 2 : Duyarlılık Analizi (12-aylık Hedef Fiyat)

Sonsuz Büyüme Oranı	Risksiz Faiz Oranı				
	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
4,0%	13,86	12,88	11,99	11,20	10,48
4,5%	14,49	13,42	12,46	11,60	10,84
5,0%	15,21	14,03	12,98	12,06	11,23
5,5%	16,03	14,72	13,58	12,57	11,67
6,0%	16,98	15,52	14,25	13,14	12,16

Akçansa: 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Akçansa: 1 yıl ileri tarihli F/K rasyosu



Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Benzer Şirket Karşılaştırması

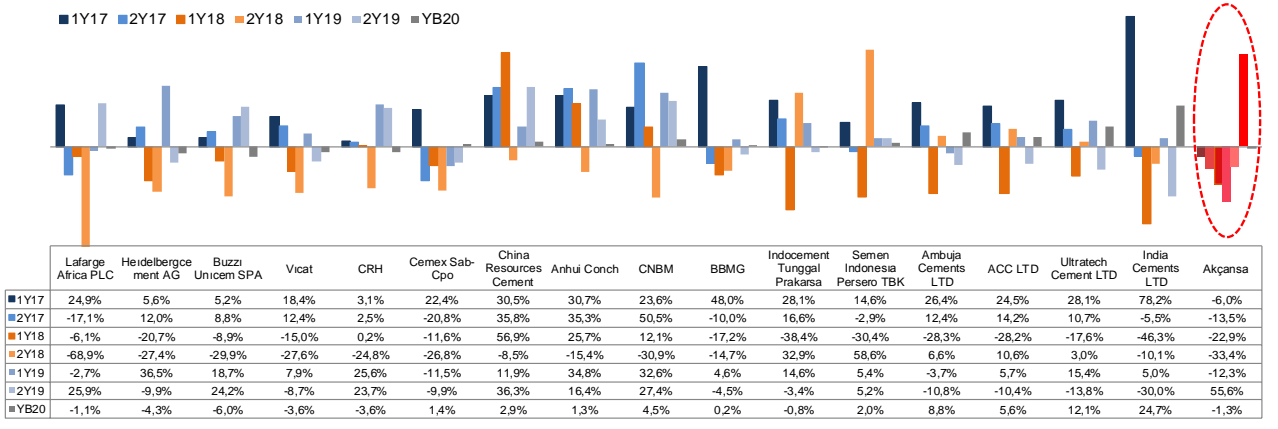
Tablo 3 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

	Şirket	Ülke	Piyasa Değeri USD mn	FD/FAVÖK			F/K		
				2020T	2021T	2022T	2020T	2021T	2022T
WAPCO NL Equity	Lafarge Africa PLC	Nijerya	685	3,6	3,4	3,3	7,4	6,2	6,5
HEI GR Equity	Heidelbergcement AG	Almanya	14.123	6,5	6,2	5,9	9,1	8,2	7,2
BZU IM Equity	Buzzi Unicem SPA	İtalya	4.607	6,7	6,5	-	11,6	11,0	8,0
VCT FP Equity	Vicat	Fransa	2.010	6,3	6,0	-	10,5	9,4	7,4
CRH ID Equity	CRH	Almanya	30.744	8,9	8,5	8,0	14,8	13,3	11,9
CEMEXCPO MM Equity	Cemex Sab-Cpo	Meksika	5.675	6,9	6,4	6,7	10,6	7,5	6,8
				6,5	6,2	6,0	10,7	9,3	8,0
1313 HK Equity	China Resources Cement	Çin	9.154	5,5	5,7	-	8,6	8,9	-
914 HK Equity	Anhui Conch	Çin	40.455	5,4	5,6	-	8,4	8,6	-
3323 HK Equity	CNBM	Çin	9.721	7,0	7,4	-	6,1	6,3	-
2009 HK Equity	BBMG	Çin	5.127	11,5	11,8	-	4,8	4,9	-
				7,4	7,6	-	7,0	7,2	-
INTP IJ Equity	Indocement Tungal Prakarsa	Endonezya	4.849	17,7	16,1	-	33,3	28,9	-
SMGR IJ Equity	Semen Indonesia Persero TBK	Endonezya	5.259	10,5	9,5	-	22,6	17,7	-
				14,1	12,8	-	28,0	23,3	-
ACEM IN Equity	Ambuja Cements LTD	Hindistan	5.928	8,1	7,6	8,2	19,5	18,3	19,8
ACC IN Equity	ACC LTD	Hindistan	4.001	9,8	9,3	9,8	18,2	17,4	17,0
UTCEN IN Equity	Ultratech Cement LTD	Hindistan	18.086	15,5	13,9	12,6	32,8	26,9	22,5
ICEM IN Equity	India Cements LTD	Hindistan	346	7,5	6,5	6,0	19,4	12,3	9,4
				10,2	9,3	9,1	22,5	18,7	17,2
Ağırlıklı Ortalama				9,5	9,0	7,6	17,0	14,6	12,6
AKCNS				6,6	5,6	4,8	14,8	9,4	7,3
Prim/İskonto				-31%	-38%	-37%	-13%	-35%	-42%

Kaynak: Bloomberg, * Halk Yatırım Araştırma
*15.01.2020 kapanışı itibarıyla

Akçansa'yı küresel ölçekte benzer şirketler ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 14,8x olan 2020T F/K çarpanına göre %13, 9,4x olan 2021T F/K çarpanına göre %35 iskontolu, 6,6x olan 2020T FD/FAVÖK çarpanına göre %31, 5,6x olan 2021T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %38 iskontolu işlem görmektedir.

Grafik 1 : Küresel Çimentocuların 2017-2020 Dönemi Dolar Bazında Nominal Hisse Performansları



Kaynak: Bloomberg, * Halk Yatırım Araştırma *15.01.2020 kapanışı itibarıyla

Finansallar & Tahminler

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Satışlar	1.461	1.519	1.716	1.823	1.954	2.236	2.561
Brüt kâr	414	306	366	274	336	404	462
FAVÖK	408	308	354	277	333	396	463
Amortisman	75	83	84	98	98	100	115
FVÖK	333	225	270	179	235	296	348
Diğer Gelir, Net	-8	-10	-4	27	25	24	22
Finansal Gelir, Net	-27	-62	-80	-114	-95	-68	-47
VÖK	349	180	222	92	164	251	324
Vergi	62	31	42	20	36	50	65
Net kâr	286	149	178	71	127	199	256
Özet Bilanço (mn TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Dönen varlıklar	569	644	713	996	954	958	1.103
Duran varlıklar	1.199	1.203	1.165	1.157	1.193	1.215	1.227
Aktif toplamı	1.843	1.916	2.161	2.111	2.151	2.317	2.484
Kısa vadeli yükümlülükler	528	715	865	890	827	844	921
Uzun vadeli yükümlülükler	88	92	188	199	213	241	232
Toplam yükümlülükler	616	807	1.053	1.088	1.041	1.085	1.154
Azınlık payları	12	12	14	14	14	14	14
Özsermaye	1.215	1.097	1.094	1.009	1.097	1.219	1.316
Pasif toplamı	1.843	1.916	2.161	2.111	2.151	2.318	2.484
Kaldıraç	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Borç	185	333	290	260	226	271	260
Net Borç / FAVÖK	0,5	1,1	0,8	0,9	0,7	0,7	0,6
Yatırılan sermaye	1.215	1.097	1.197	1.118	1.217	1.360	1.435
Net Borç / Yatırılan sermaye	15,2%	30,3%	24,2%	-2,8%	1,9%	0,6%	0,4%
Net Borç / Aktif toplamı	10,0%	17,4%	13,4%	12,3%	10,5%	11,7%	10,5%
Nakit Akışı (mn TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
FAVÖK	408	308	354	277	333	396	463
Net İşletme Sermayesi	300	333	349	373	412	482	552
Net İşletme Sermayesi Değişim	37	33	15	25	38	70	70
Vergi	67	45	54	39	52	59	70
Yatırım harcamaları	136	123,0	124,7	87	131	118	124

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin



Finansallar & Tahminler

Marjlar (%)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Brüt kâr marjı	28,3%	20,1%	21,3%	15,0%	17,2%	18,0%	18,0%
FVÖK marjı	22,8%	14,8%	15,7%	9,8%	12,0%	13,2%	13,6%
FAVÖK marjı	27,9%	20,3%	20,7%	15,2%	17,0%	17,7%	18,1%
Net kâr marjı	19,6%	9,8%	10,4%	3,9%	6,5%	8,9%	10,0%
Oranlar ve Çarpanlar	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
F/K (x)	6,6	12,6	10,5	26,3	14,8	9,4	7,3
FD/FAVÖK (x)	5,4	7,2	6,2	8,0	6,6	5,6	4,8
FD/Net satışlar (x)	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1	1,0	0,9
Özsermaye kârlılığı (%)	23,8%	12,9%	16,24%	6,8%	12,0%	17,2%	20,2%
Aktif kârlılığı (%)	16,1%	7,91%	8,73%	3,3%	5,9%	8,9%	10,7%
Hisse Başı Kâr	1,50	0,78	0,93	0,37	0,66	1,04	1,34
Faaliyet Gid./Net satışlar	5,6%	5,3%	5,6%	5,2%	5,2%	4,8%	4,5%
Yatırım harcamaları/Net satışlar	9,3%	8,1%	7,3%	4,8%	6,7%	5,3%	4,8%
Net işletme sermayesi / Net satışla	20,5%	22,0%	20,3%	20,5%	21,1%	21,5%	21,5%
Cari oran	1,1	0,9	0,8	1,1	1,2	1,1	1,2
İşletme Sermayesi	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Alacak devir hızı	4	3	4	4	4	4	4
Stok devir hızı	7	8	7	6	6	6	6
Ticari borç devir hızı	4	4	4	4	4	4	4
Nakit döngüsü	58	68	66	71	73	75	75
Faaliyet döngüsü	153	153	151	164	164	164	164
Temettü	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Nakit temettü (Brüt, mn TL)	237	128	153	61	109	171	220
Hisse Başı Temettü (Brüt)	1,2	0,7	0,8	0,3	0,6	0,9	1,2
Temettü verimi	12,6%	6,8%	8,1%	3,3%	5,8%	9,1%	11,7%

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Çimsa

'Dünya'da beyaz çimento'da en büyüklerden biri olma yolunda'

Faiz oranlarının yüksek seyri ve azalan tüketici güveninin beraberinde 2019'da yurtiçi tarafta zayıf talep ortamı hakim oldu. Dolayısıyla, çimento şirketlerinin ihracata yönelerek ciro performanslarını koruma çabası içinde oldukları gözlemlendi. Artan yakıt ve enerji maliyetleri nedeniyle marjların baskı altında kaldığı 2019'un aksine, hem ekonomik büyüme hem de inşaat aktivitesindeki toparlanmanın desteğiyle, 2020'de talep tarafının destekleyici olacağını düşünüyoruz. 2020'de iyileşmesini beklediğimiz talep ortamına bağlı olarak ürün fiyatlarının da destekleyici tarafta yer alacağını düşünüyoruz, operasyonel marjlarda yıllık 2,8 puanlık artış öngörüyoruz. Çimsa'nın sahip olduğu geniş ihracat ağı, İspanya'da yer alan Buñol Beyaz Çimento Fabrikası'nın satın alınmasıyla beyaz çimento kapasitesinin %33 artacak olmasını uzun vadede büyüme potansiyelini destekleyiciler arasında görüyoruz. Tahminlerimizde yaptığımız güncellemelerin ardından Çimsa için 8,30 TL seviyesindeki hedef fiyatımızı 13,88 TL'ye, 'TUT' olan tavsiyemizi de AL'a yükseltiyoruz.

- ✓ **Dış pazarlardaki güçlü konumunu sürdüreceğini düşünüyoruz.** Çimsa ihrac pazarlarındaki güçlü konumunu iç piyasadaki zayıf talep ortamı nedeniyle daha da güçlendirdi. Yurt içi satışlar toplam satışların 2017'de %66, 2018'de %55'ini oluştururken, geçen yıl zayıf talep ortamı nedeniyle 3Ç sonu itibarıyla %41'e gerilerken, şirket ihrac pazarlarındaki güçlü konumunu iç piyasadaki zayıf talep ortamı nedeniyle daha da güçlendirdi. Dolayısıyla 2017 ve 2018'de yurt dışı satışlar toplam satışların sırasıyla %34 ve %45'ini oluştururken, 9A19 itibarıyla %59'a yükseldi. Şirketin yurt dışı pazarlara kolay erişim imkanı ve ihrac fiyatlarının avantajlı olması dolayısıyla, dış pazardaki güçlü konumunu sürdüreceğini düşünüyoruz.
- ✓ **Satın alma ile beyaz çimento kapasitesinin %33 artacağını hesaplıyoruz.** Çimsa, İspanya'da Buñol Beyaz Çimento Fabrikası'nın 180 m dolar bedelle satın alınması konusunda anlaşma sağladı. Buñol Beyaz Çimento Fabrikası 560 bin ton beyaz klinker kapasitesine sahip olup, bu satın almanın Çimsa'nın beyaz çimento kapasitesini %33 oranında artıracak ve şirketi küresel olarak beyaz çimento'da en büyükler arasına getireceğini düşünüyoruz. Ülkelerin rekabet kurulundan beklenen onayların ardından satın alma işleminin sonuçlanması bekleniyor. Ancak, şu aşamada henüz satın almanın onaylanmaması ve finansmana ilişkin detaylara sahip olmadığımızdan, söz konusu fabrika yatırımını modelimize dahil edemiyoruz.
- ✓ **Güçlü marj artışı.** Çimsa'nın ihracat pazarlarındaki güçlü konumunu sürdüreceğini ve ihracat gelirlerini desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ayrıca, geçtiğimiz zayıf talep koşulları çimento fiyatları üzerinde baskı oluşturarak sektör oyuncularının maliyetlerdeki artışı satış fiyatlarına yansıtmasına engel olmuştur. Ancak, 2020 için maliyet artışlarının daha istikrarlı bir görünüm sunması ve çimento fiyatlarında artış olacağı beklentisiyle operasyonel marjlarda iyileşme olacağını öngörüyoruz. 2019'u %17,8 FAVÖK marjı ile kapatmasını beklediğimiz Çimsa'nın, 2020'de düşük bazında etkisiyle FAVÖK'ün yıllık %30,5 artışla 411 m TL seviyesinde gerçekleşeceğini ve 2019 sonu beklentimize göre yıllık 2,8 puan artışla %20,6 FAVÖK marjı kaydedileceğini öngörüyoruz. Ayrıca, faiz oranlarındaki düşüş faiz giderlerinin azalmasına neden olacağı için, net kar tarafında da iyileşme bekliyoruz. Dolayısıyla, 2019'u 57 m TL net kar ile tamamlamasını beklediğimiz şirketin 2020'de 107 m TL net kar kaydedeceğini tahmin ediyoruz.

AL

Hisse Fiyatı: 9,49 TL
Hedef Fiyat: 13,88 TL

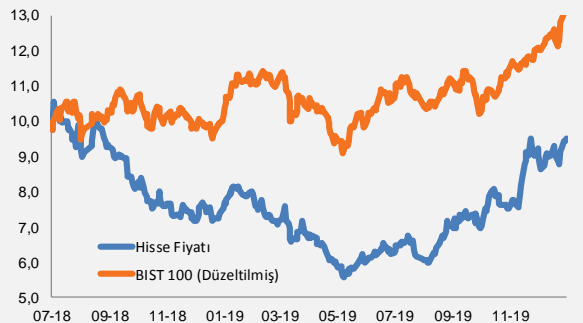
Getiri Potansiyeli: %46

Özet Veriler

Hisse Kodu	CIMSA
Cari Fiyat (TL)	9,49
52H En Yüksek (TL)	9,86
52H En Düşük (TL)	5,57
Piyasa Değeri (m TL)	1.282
Piyasa Değeri (m USD)	218
Halka Açıklık Oranı (%)	72,59
Konsensus HF (TL)	8,49
Konsensus Tavsiye	12,5% B / 75% H / 12,5% S
3A Hacim (m USD)	3,04
HLY HBK (2020T)	0,8
Konsensus HBK (2020T)	0,7

Tahminler ve Rasyolar	2018G	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar (m TL)	1.700	1.774	1.995	2.500
Yıllık Büyüme	14,0%	4,4%	12,4%	25,3%
FAVÖK (m TL)	388	315	411	561
Yıllık Büyüme	1,1%	-18,8%	30,5%	36,4%
Net Kar (m TL)	155	57	107	249
Yıllık Büyüme	-32,2%	-62,9%	86,1%	133,1%
FAVÖK Marjı	22,8%	17,8%	20,6%	22,5%
Net Kar Marjı	9,1%	3,2%	5,4%	10,0%
FD/Satışlar	1,6x	1,5x	1,4x	1,1x
FD/FAVÖK	7,1x	8,7x	6,7x	4,9x
F/K	8,2x	22,1x	11,9x	5,1x
Hisse Başı Kar (TL)	1,15	0,43	0,79	1,85
Temettü Verimi	0,0%	1,6%	4,7%	14,6%

Fiyat Performansı



İNA Değerleme

Tablo 4 : İNA Değerleme (Konsolide)

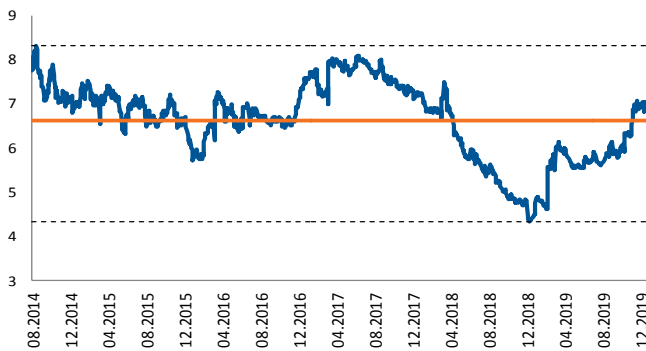
İNA Değerleme - CİMSA	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	1.774	1.995	2.500	2.778	3.070	3.367	3.575	3.797	4.032	4.283
Büyüme	4,4%	12,4%	25,3%	11,1%	10,5%	9,7%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Brüt Kar (mn TL)	330	424	607	702	791	915	1.012	1.089	1.172	1.260
Brüt Kar Marjı (%)	18,6%	21,2%	24,3%	25,3%	25,8%	27,2%	28,3%	28,7%	29,1%	29,4%
Faaliyet Gideleri (mn TL)	135	144	173	188	205	244	257	270	284	288
Faaliyet gid./Net Satış (%)	7,6%	7,2%	6,9%	6,8%	6,7%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%	6,7%
FVÖK (mn TL)	195	279	434	515	586	671	755	819	888	972
FVÖK Marjı (%)	11,0%	14,0%	17,3%	18,5%	19,1%	19,9%	21,1%	21,6%	22,0%	22,7%
Amortisman (mn TL)	120	132	128	122	124	116	114	115	113	113
FAVÖK (mn TL)	315	411	561	636	710	788	869	934	1.000	1.085
FAVÖK Marjı (%)	17,8%	20,6%	22,5%	22,9%	23,1%	23,4%	24,3%	24,6%	24,8%	25,3%
(-) Vergi (mn TL)	16	30	62	78	88	103	118	125	133	145
(-) İşletme Sermayesi Değ. (mn TL)	28	11	145	81	-32	8	-36	-10	-23	-20
(-) Yatırım Harcamaları (mn TL)	98	112	140	147	155	163	171	179	188	198
Yatırım Harcamaları / Net Satış (%)	5,5%	5,6%	5,6%	5,3%	5,0%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,6%
Net Nakit Akımı (mn TL)	150	232	189	306	470	483	583	601	658	714
İndirgenmiş Nakit Akımları	130	174	122	170	225	199	208	184	174	163
Büyüme oranı (%)	5%									
Uç Değer	6.808									
Uç Değerin Bugünkü Değeri	1.553									
İNA Toplamı	1.619									
(-) Net Borç (mn TL) (düzeltilmiş)	1.466									
(-) Azınlık Payları (mn TL)	104									
(+) Diğer (mn TL)	302									
Şirket Değeri	1.875									
Hedef Fiyat (TL)	13,88									
Hisse Kapanış Fiyatı (TL)	9,49									
Yükseliş Potansiyeli (%)	46%									

Tablo 5 : Duyarlılık Analizi (12-aylık Hedef Fiyat)

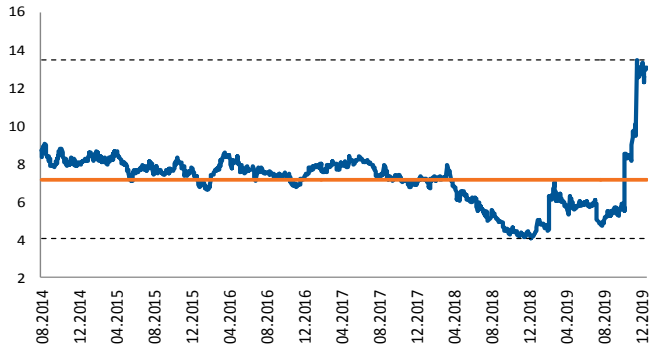
Sonsuz Büyüme Oranı	Risksiz Faiz Oranı				
	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
4,0%	15,54	14,03	12,64	11,36	10,18
4,5%	16,30	14,70	13,23	11,89	10,65
5,0%	17,13	15,43	13,88	12,46	11,16
5,5%	18,05	16,23	14,59	13,09	11,71
6,0%	19,07	17,12	15,36	13,77	12,32

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Çimsa: 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Çimsa: 1 yıl ileri tarihli F/K rasyosu



Kaynak: HLY Araştırma Tahmin

Benzer Şirket Karşılaştırması

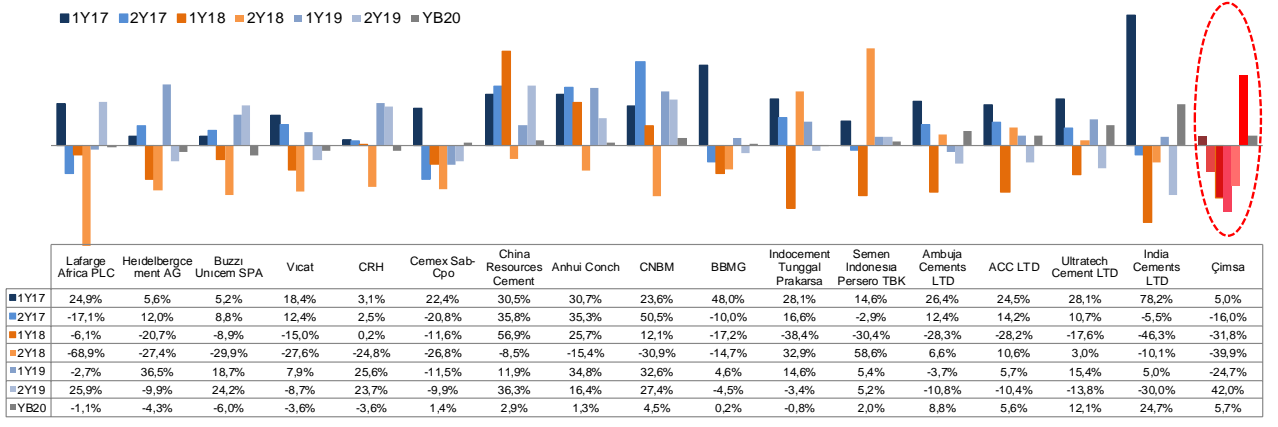
Tablo 6 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	Piyasa Değer USD mn	2020T	FD/FAVÖK 2021T	2022T	2020T	F/K 2021T	2022T
WAPCO NL Equity Lafarge Africa PLC	Nijerya	685	3,6	3,4	3,3	7,4	6,2	6,5
HEI GR Equity Heidelbergcement AG	Almanya	14.123	6,5	6,2	5,9	9,1	8,2	7,2
BZU IM Equity Buzzi Unicem SPA	İtalya	4.607	6,7	6,5	-	11,6	11,0	8,0
VCT FP Equity Vicat	Fransa	2.010	6,3	6,0	-	10,5	9,4	7,4
CRH ID Equity CRH	Almanya	30.744	8,9	8,5	8,0	14,8	13,3	11,9
CEMEXPO MM Equity Cemex Sab-Cpo	Meksika	5.675	6,9	6,4	6,7	10,6	7,5	6,8
			6,5	6,2	6,0	10,7	9,3	8,0
1313 HK Equity China Resources Cement	Çin	9.154	5,5	5,7	-	8,6	8,9	-
914 HK Equity Anhui Conch	Çin	40.455	5,4	5,6	-	8,4	8,6	-
3323 HK Equity CNBM	Çin	9.721	7,0	7,4	-	6,1	6,3	-
2009 HK Equity BBMG	Çin	5.127	11,5	11,8	-	4,8	4,9	-
			7,4	7,6	-	7,0	7,2	-
INTP UJ Equity Indocement Tungal Prakarsa	Endonezya	4.849	17,7	16,1	-	33,3	28,9	-
SMGR UJ Equity Semen Indonesia Persero TBK	Endonezya	5.259	10,5	9,5	-	22,6	17,7	-
			14,1	12,8	-	28,0	23,3	-
ACEM IN Equity Ambuja Cements LTD	Hindistan	5.928	8,1	7,6	8,2	19,5	18,3	19,8
ACC IN Equity ACC LTD	Hindistan	4.001	9,8	9,3	9,8	18,2	17,4	17,0
UTCEM IN Equity Ultratech Cement LTD	Hindistan	18.086	15,5	13,9	12,6	32,8	26,9	22,5
ICEM IN Equity India Cements LTD	Hindistan	346	7,5	6,5	6,0	19,4	12,3	9,4
	Gelişmekte Olan Ülkeler Ortalama		10,2	9,3	9,1	22,5	18,7	17,2
	Ağırlıklı Ortalama		9,5	9,0	7,6	17,0	14,6	12,6
	CİMSA		6,7	4,9	4,3	11,9	5,1	4,1
	Prim/İskonto		-30%	-46%	-43%	-30%	-65%	-68%

Kaynak: Bloomberg, * Halk Yatırım Araştırma
*15.01.2020 kapanışı itibariyle

Çimsa'yı küresel ölçekte benzer şirketler ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre şirket 11,9x olan 2020T F/K çarpanına göre %30, 5,1x olan 2021T F/K çarpanına göre %65 iskontolu, 6,7x olan 2020T FD/FAVÖK çarpanına göre %30, 4,9x olan 2021T FD/FAVÖK çarpanına göre ise %46 iskontolu işlem görmektedir.

Grafik 2 : Küresel Çimentocuların 2017-2020 Dönemi Dolar Bazında Nominal Hisse Performansları



Kaynak: Bloomberg, * Halk Yatırım Araştırma *15.01.2020 kapanışı itibariyle

Finansallar & Tahminler

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Satışlar	1.170	1.491	1.700	1.774	1.995	2.500	2.778
Brüt kâr	375	395	406	330	424	607	702
FAVÖK	344	384	388	315	411	561	636
Amortisman	59	82	109	120	132	128	122
FVÖK	286	303	279	195	279	434	515
Diğer Gelir, Net	20	27	36	58	52	65	72
Finansal Gelir, Net	-24	-100	-213	-180	-195	-189	-199
VÖK	306	296	175	73	136	310	388
Vergi	57	49	21	16	30	62	78
Net kâr	246	228	155	57	107	249	312
Özet Bilanço (mn TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Dönen varlıklar	666	583	956	940	954	1.096	1.257
Duran varlıklar	1.958	2.287	2.544	2.559	2.598	2.719	2.794
Aktif toplamı	2.541	3.242	3.484	3.513	3.694	3.976	4.122
Kısa vadeli yükümlülükler	913	1.192	1.436	1.723	1.798	1.851	1.885
Uzun vadeli yükümlülükler	269	628	596	557	576	617	603
Toplam yükümlülükler	1.182	1.820	2.033	2.280	2.375	2.468	2.488
Azınlık payları	108	128	125	125	125	125	125
Özsermaye	1.251	1.295	1.326	1.107	1.194	1.383	1.508
Pasif toplamı	2.541	3.242	3.484	3.513	3.694	3.976	4.121
Kaldıraç	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Borç	754	1.173	1.278	1.234	1.251	1.400	1.594
Net Borç / FAVÖK	2,2	3,1	3,3	3,9	3,0	2,5	2,5
Yatırılan sermaye	1.463	1.845	1.777	1.513	1.600	1.830	1.959
Net Borç / Yatırılan sermaye	51,6%	63,6%	71,9%	81,6%	78,2%	76,5%	81,4%
Net Borç / Aktif toplamı	29,7%	36,2%	36,7%	35,1%	33,9%	35,2%	38,7%
Nakit Akışı (mn TL)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
FAVÖK	344	384	388	315	411	561	636
Net İşletme Sermayesi	212	386	331	359	370	515	596
Net İşletme Sermayesi Değişim	29	174	-56	28	11	145	81
Vergi	57	61	56	39	56	87	103
Yatırım harcamaları	612	356	257	98	112	140	147

Kaynak: HLY Araştırma Tahmin



Finansallar & Tahminler

Marjlar (%)	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Brüt kâr marjı	32,1%	26,5%	23,9%	18,6%	21,2%	24,3%	25,3%
FVÖK marjı	24,4%	20,3%	16,4%	11,0%	14,0%	17,3%	18,5%
FAVÖK marjı	29,4%	25,8%	22,8%	17,8%	20,6%	22,5%	22,9%
Net kâr marjı	21,0%	15,3%	9,1%	3,2%	5,4%	10,0%	11,2%
Oranlar	2016	2017	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
F/K (x)	5,2	5,6	8,2	22,1	11,9	5,1	4,1
FD/FAVÖK (x)	8,0	7,1	7,1	8,7	6,7	4,9	4,3
FD/Net satışlar (x)	2,3	1,8	1,6	1,5	1,4	1,1	1,0
Özsermaye kârlılığı (%)	20,2%	17,9%	11,8%	4,7%	9,3%	19,4%	21,6%
Aktif kârlılığı (%)	10,9%	7,9%	4,6%	1,6%	3,0%	6,5%	7,7%
Hisse Başı Kâr	1,8	1,7	1,1	0,4	0,8	1,8	2,3
Faaliyet Gid./Net satışlar	7,7%	6,2%	7,5%	7,6%	7,2%	6,9%	6,8%
Yatırım harcamaları/Net satışlar	52,3%	23,9%	15,1%	5,5%	5,6%	5,6%	5,3%
Net işletme sermayesi / Net satışlar	18,1%	25,9%	19,5%	20,2%	18,5%	20,6%	21,4%
Cari oran	0,7	0,5	0,7	0,5	0,5	0,6	0,7
	2016	2017T	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Alacak devir hızı	4	4	4	4	4	4	4
Stok devir hızı	6	7	8	8	9	10	10
Ticari borç devir hızı	3	4	4	5	5	5	5
Nakit döngüsü	53	63	68	69	69	69	67
Faaliyet döngüsü	163	157	151	148	146	144	140
Temettü	2016	2017T	2018	2019T	2020T	2021T	2022T
Nakit temettü (Brüt, mn TL)	192	68	0	20	60	187	235
Hisse Başı Temettü (Brüt)	1,4	0,5	0,0	0,1	0,4	1,4	1,7
Temettü verimi	15,1%	5,3%	0,0%	1,6%	4,7%	14,7%	18,5%

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 HAYIR TURHAN	Yönetmen Perakende, Cam, Çimento, GYO	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 85
Mehmet Gökhan DELİOĞLU	Yönetmen Kantitatif Analist	GDelioglu@halkyatirim.com.tr +90 212 314 81 32
Abdullah DEMİRER	Uzman Havacılık, Petrol&Petrokimya, Gübre, Kimya	ADemirer@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 24
Ayşegül BAYRAM	Uzman Strateji Telekom, Madencilik, Savunma	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 212 314 87 30
Uğur BOZKURT	Uzman Yardımcısı Makroekonomi Demir-Çelik, Otomotiv, Beyaz Eşya	UBozkurt@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.

