

## Çimsa

## Artan maliyet etkisi...

Engin DEĞİRMENÇİ

edegirmenci@sekeryatirim.com

**İlk çeyrek net kar rakamı beklentilerimiz dahilinde...** Çimsa, yılın ilk çeyreğinde 31,4mn TL net kar elde ettiğini duyurdu. Geçen yılın ilk çeyreğinde ise şirket; 47,4mn TL net kar elde etmişti. Böylelikle 1Ç17'de net kar yıllık bazda %33,9 oranında çeyreklik bazda ise %23,8 oranında gerilemiş oldu. Açıklanan net kar rakamı bizim tahminimiz olan 33mn TL dahilindeyken, piyasadaki ortalama net kar beklentisi olan 26mn TL'nin biraz üzerinde kaldı.

**Satışlar gelirleri yıllık bazda %2,0 oranında daraldı...** 1Ç17'de satış gelirleri önceki yılın aynı dönemine göre %2,0 oranında daralarak 248,5mn TL seviyesinde gerçekleşti (1Ç16: 253,7mn TL). Bizim bu çeyreğe ilişkin satış gelirleri tahminimiz 247mn TL seviyesindeyken, piyasadaki ortalama beklenti satış gelirlerinin 246mn TL olabileceği yönündeydi. Bu çeyrekte yurt içi satış gelirleri yıllık bazda %14,1 oranında düşerek 155,5mn TL seviyesine gerilerken, yurt dışı satış gelirleri yıllık bazda %29,4 oranında artarak 123,8mn TL seviyesine ulaşmış oldu. Detaylara inildiğinde; şirketin 1Ç17'de gri klinker üretiminin yıllık bazda %6,1 oranında artarak 1,096mn tona ulaştığı, beyaz klinker üretiminin yıllık bazda %6,1 oranında azalarak 288bin tona gerilediği, gri çimento üretiminin yıllık bazda %17,6 oranında azalarak 929bin tona gerilediği ve beyaz çimento üretimini de yıllık bazda %1,9 oranında artarak 230bin tona ulaştığı görülmektedir.

**FAVÖK rakamında daralma...** FAVÖK yıllık olarak %31,7 oranında düşüşle 55,6mn TL olarak gerçekleşirken (1Ç16: 81,5mn TL), FAVÖK marjı ise yıllık bazda 9,7 puan daralarak %22,4 olarak gerçekleşti. Bu daralma satılan malın maliyetleri ve işletme giderlerinin artmasından kaynaklanmaktadır. Bizim 1Ç17 FAVÖK tahminimiz 64mn TL seviyesindeyken, piyasadaki ortalama FAVÖK balentisi 50mn TL seviyelerindeydi.

	2015	2016	1Ç16	1Ç17	2017T
F/K	8,02	7,97	7,78	8,63	9,66
PD/DD	1,54	1,46	1,72	1,65	1,61
FD/FAVÖK	8,81	9,21	8,26	9,95	9,58
FD/Satışlar	2,71	2,71	2,66	2,72	2,74
Net Satışlar (TL Mn)	1.171	1.170	254	248	1.156
Net Kar (TL Mn)	245	246	47	31	205
Hisse Başına Kar (TL)	1,83	1,84	0,37	0,22	1,52

**TUT**  
**Hedef Fiyat: 16.50 TL**  
Önceki: 18,90 TL

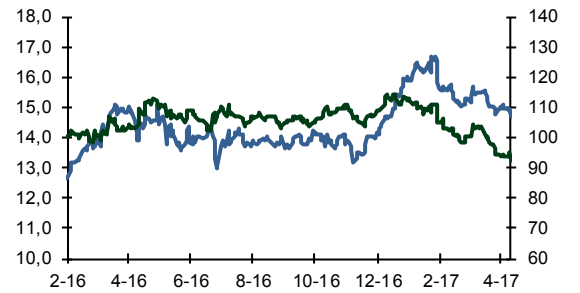
	TL	US\$
Fiyat	14,69	4,13
BIST 100	93.928	26.387
US\$ (MB Alış):	3,56	
52 Hafta Yüksek:	16,69	5,05
52 Hafta Düşük:	12,98	3,76
Bloomberg/Reuters Kodu:	CIMSA.TI / CIMSA.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	135
	(TL Mn) US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	1.984 557
Halka Açık PD:	794 223

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-5,2	5,9	1,7
US\$ Getiri (%):	-2,5	-14,6	1,3
BIST 100 Relatif Getiri (%):	-10,2	-11,3	-15,4
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	2,0		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn)	0,6		

Beta	0,59
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,22
Yıllık Volatilité (BIST 100)	0,21

Ortaklık Yapısı	%
Sabancı Holding	49,4
Akcansa	9,0
Adana Çimento	5,1
Halka Açık ve Diğer	36,5
<b>Toplam</b>	<b>100,0</b>



— Hisse Fiyatı (TL) — BIST 100 Relatif

**CİMSA için pay başına hedef fiyatımızı 16,50 TL'ye çekiyor, TUT önerimizi koruyoruz...** Artan maliyetler ve düşen satış hacimleri dolayısıyla Çimsa için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 18,90 TL seviyesinden 16,50 TL seviyesine çekiyoruz. 05 Mayıs 2017 kapanışına göre hedef fiyatımızın %12,30 kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle 'TUT' önerimizi sürdürüyoruz. Satış gelirlerine ilişkin beklentilerimizi de revize ediyoruz. Böylelikle Çimsa'nın 2017 yıl sonunda 1,15mlr TL satış geliri ve 331mln TL de FAVÖK elde etmiş olacağını tahmin ediyoruz. Şirket 2017T F/K 9,66x ve 2017T FD/FAVÖK 9,58x çarpanlarıyla işlem görmektedir.

**Tablo 1: Finansallar**

Milyon TL	1Ç16	1Ç17	Yıllık	4Ç16	Çeyreklik
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>254</b>	<b>248</b>	<b>-2,0%</b>	<b>289</b>	<b>-14,1%</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>78</b>	<b>57</b>	<b>-27,0%</b>	<b>71</b>	<b>-19,2%</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	30,9%	23,0%		24,5%	
<b>Operasyonel Kar</b>	<b>61</b>	<b>39</b>	<b>-36,9%</b>	<b>36</b>	<b>8,2%</b>
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	24,0%	15,5%		12,3%	
<b>FAVÖK</b>	<b>82</b>	<b>56</b>	<b>-31,7%</b>	<b>48</b>	<b>15,4%</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	32,1%	22,4%		16,7%	
<b>Net Kar</b>	<b>47</b>	<b>31</b>	<b>-33,9%</b>	<b>41</b>	<b>-23,8%</b>
<i>Net Kar Marjı</i>	18,7%	12,6%		14,2%	

**Tablo 2: Temel Finansallar**

BİLANÇO (TL Mn)	2014	2015	2016	2016/03	2017/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	708	892	1.487	1.037	1.612	55,4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	167	167	167	167	166	(0,4)
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	200	255	304	267	305	14,4
Ticari Alacaklar	255	327	318	313	329	5,2
Hazır Değerler	49	224	33	244	66	(72,8)
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	129	114	232	164	290	77,1
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>1.508</b>	<b>1.981</b>	<b>2.541</b>	<b>2.191</b>	<b>2.769</b>	<b>26,4</b>
Uzun Vadeli Borçlar	20	213	212	257	380	48,0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	52	53	57	55	60	8,8
Kısa Vadeli Borçlar	85	164	575	456	872	91,1
Ticari Yükümlülükler	134	206	276	127	195	53,7
Toplam Yükümlülükler	338	689	1.182	1.038	1.563	50,6
Toplam Özsermaye	1.170	1.291	1.359	1.153	1.205	4,5
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>1.508</b>	<b>1.981</b>	<b>2.541</b>	<b>2.191</b>	<b>2.769</b>	<b>26,4</b>

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2014	2015	2016	2016/03	2017/03	%Değ
Net Satışlar	1.094	1.171	1.170	254	248	(2,0)
SMM	762	806	795	175	191	9,1
Brüt Kar	332	365	375	78	57	(27,0)
Faaliyet Giderleri	68	73	90	17	19	8,0
Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	264	292	286	61	39	(36,9)
Net Diğer Gelir/Gid.	(17)	15	20	6	4	(28,1)
Finansman Gelir/(Gid.)	-	(22)	(24)	(7)	(9)	A.D.
Net Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gid.)	4	3	4	0	1	A.D.
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Kar/Zarar	12	14	21	3	3	9,8
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>247</b>	<b>302</b>	<b>306</b>	<b>63</b>	<b>37</b>	<b>(41,1)</b>
Vergi	49	55	57	13	8	(41,8)
<b>Net Kar(Zarar)</b>	<b>193</b>	<b>245</b>	<b>246</b>	<b>47</b>	<b>31</b>	<b>(33,9)</b>

Kaynak: Şeker Yatırım

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

FİNANSAL ORANLAR	2014	2015	2016	2016/03	2017/03
Özsermaye Karlılığı	17,0%	20,1%	18,8%	22,1%	19,0%
Aktif Karlılığı	13,2%	14,2%	11,0%	11,6%	8,3%
Brüt Kar Marjı	30,3%	31,2%	32,1%	30,9%	23,0%
Net Kar Marjı	17,6%	20,9%	21,0%	18,7%	12,6%
VAFÖK Marjı	29,1%	30,7%	29,4%	32,1%	22,4%
Top. Fin. Borçlar/Özsermaye	9,0%	29,3%	57,9%	61,8%	103,8%

Kaynak: Şeker Yatırım

**UYARI NOTU:**

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 sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL  
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)