

## Çimsa

## Satış gelirleri büyümeye devam etti...

Engin DEĞİRMENCİ

edegirmenci@sekeryatirim.com

Çimsa yılın son çeyreğinde 74,9mn TL net kar elde ettiğini duyurdu, şirket geçen yılın aynı döneminde ise 41,2mn TL net kar elde etmişti. Bizim bu çeyreğe ilişkin tahminimiz şirketin 42mn TL net kar elde etmiş olabileceği yönündeyken, piyasadaki ortalama net kar beklentisi de 58mn TL seviyesindeydi. Çimsa'nın, devir işlemleri süren Afyon Çimento arazisinin satılan kısmından 4Ç17'de bir sefere mahsus olmak üzere 27,1mn TL satış geliri elde etmiş olmasının 4Ç17 kar rakamına etki etmiş olduğunu hatırlatmak gerekir. Son çeyreğe ilişkin net kar rakamının da eklenmesiyle Çimsa'nın 12A17'de kümüle net kar rakamı 228,4 TL seviyesine ulaşmış oldu (12A16: 246,0 TL net kar). Böylelikle, Ekim 2017'de satılan Afyon Çimento arazisinden Çimsa 12A17'de bir sefere mahsus olmak üzere toplam 48,6mn TL satış geliri elde etmiş oldu.

Şirketin dördüncü çeyrekte satış gelirleri rakamı önceki yılın aynı dönemine göre %50,7 oranında artışla 436,1mn TL olarak gerçekleşti (4Ç16: 289,4mn TL) (Şeker Yatırım: 395mn TL, Ortalama Piyasa Beklentisi: 408mn TL). Şirketin 12A17'de kümüle satış gelirleri rakamı yıllık bazda %27,4 oranında artışla 1,49mlr TL seviyesine ulaşmış oldu (12A16: 1,17mlr TL). İyi seyreden hava koşulları nedeniyle talebin güçlü olması ve artan çimento fiyatlarının de etkisiyle; dördüncü çeyrekte yurt içi satış gelirleri yıllık bazda %53,5 oranında artışla 335,6mn TL seviyesine ulaştı. 4Ç17'de yurt dışı satış gelirleri de yıllık bazda %55,9 oranında artarak 150,1mn TL seviyesine çıkmıştır. Satış gelirleri kırılımlarına baktığımızda; 4Ç17'de çimento satış gelirleri yıllık bazda %62,6 oranında artarak 361,1mn TL olarak, hazır beton satış gelirleri de yıllık bazda %15,9 oranında artarak 100,9mn TL olarak gerçekleşmiştir.

|                       | 2015  | 2016  | 2017  | 2018T |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| F/K                   | 7,51  | 7,47  | 8,15  | 7,88  |
| PD/DD                 | 1,44  | 1,37  | 1,31  | 1,36  |
| FD/FAVÖK              | 8,43  | 8,81  | 7,90  | 7,21  |
| FD/Satışlar           | 2,59  | 2,59  | 2,03  | 1,80  |
| Net Satışlar (TL Mn)  | 1.171 | 1.170 | 1.491 | 1.682 |
| Net Kar (TL Mn)       | 245   | 246   | 228   | 236   |
| Hisse Başına Kar (TL) | 1,83  | 1,84  | 1,83  | 1,75  |

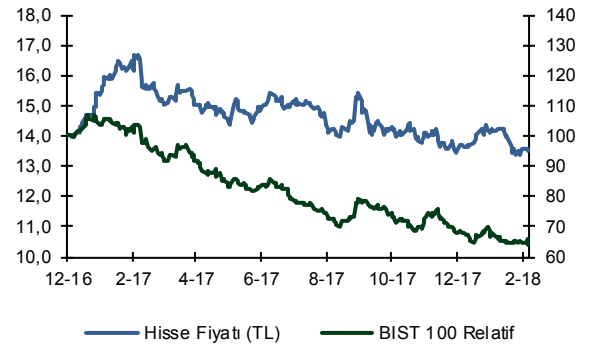
AL  
Hedef Fiyat: 16,60 TL  
Önceki: 15,20 TL

|                           | TL                  | US\$     |
|---------------------------|---------------------|----------|
| Fiyat                     | 13,77               | 3,62     |
| BIST 100                  | 116.841             | 30.752   |
| US\$ (MB Alış):           | 3,80                |          |
| 52 Hafta Yüksek:          | 15,82               | 4,49     |
| 52 Hafta Düşük:           | 13,37               | 3,47     |
| Bloomberg/Reuters Kodu:   | CIMS.TI / CIMS.A.IS |          |
| Hisse Senedi Sayısı (Mn): | 135                 |          |
|                           | (TL Mn)             | US\$ Mn) |
| Piyasa Değeri:            | 1.860               | 490      |
| Halka Açık PD:            | 744                 | 196      |

|                                 | S1A  | S1Y   | YB   |
|---------------------------------|------|-------|------|
| TL Getiri (%):                  | -2,8 | -16,8 | 0,6  |
| US\$ Getiri (%):                | -2,9 | -20,5 | 1,3  |
| BIST 100 Relatif Getiri (%):    | -2,4 | -37,0 | -0,7 |
| Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):  | 2,9  |       |      |
| Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn) | 0,8  |       |      |

|                              |      |
|------------------------------|------|
| Beta                         | 0,37 |
| Yıllık Volatilité (Hisse)    | 0,18 |
| Yıllık Volatilité (BIST 100) | 0,18 |

|                     |              |
|---------------------|--------------|
| 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> |



Tonaj bazında üretim ve satış detaylarına baktığımızda ise; şirketin 4Ç17'de gri klinker üretiminin yıllık bazda %16 oranında artarak 1,28mn tona ulaştığı, beyaz klinker üretiminin yıllık bazda %3 oranında azalarak 312bin tona gerilediği ve gri çimento-klinker satışlarının yıllık bazda %47 oranında artarak 1,68mn tona ulaştığı ve beyaz çimento-klinker satışlarının da yıllık bazda %36 oranında artarak 339bin tona ulaştığı görülmektedir.

FAVÖK, 112,0mn TL seviyesine gerilerken (4Ç16: 48,2mn TL), FAVÖK marjı ise yıllık bazda 9,0 puan artarak %25,7 olarak gerçekleşti. Bizim 4Ç17 FAVÖK tahminimiz 80mn TL iken, piyasanın ortalama FAVÖK beklentisi 105mn TL seviyesindeydi.

Tablo 1: Finansallar

| Milyon TL                    | 2016         | 2017         | Yıllık       | 4Ç16         | 4Ç17         | Yıllık        | 3Ç17         | Çeyreklik     |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>       | <b>1.170</b> | <b>1.491</b> | <b>27,4%</b> | <b>289</b>   | <b>436</b>   | <b>50,7%</b>  | <b>424</b>   | <b>2,8%</b>   |
| <b>Brüt Kar</b>              | <b>375</b>   | <b>395</b>   | <b>5,2%</b>  | <b>71</b>    | <b>119</b>   | <b>68,3%</b>  | <b>125</b>   | <b>-4,6%</b>  |
| <i>Brüt Kar Marjı</i>        | <i>32,1%</i> | <i>26,5%</i> |              | <i>24,5%</i> | <i>27,3%</i> |               | <i>29,4%</i> |               |
| <b>Operasyonel Kar</b>       | <b>286</b>   | <b>303</b>   | <b>5,9%</b>  | <b>36</b>    | <b>87</b>    | <b>144,5%</b> | <b>103</b>   | <b>-15,8%</b> |
| <i>Operasyonel Kar Marjı</i> | <i>24,4%</i> | <i>20,3%</i> |              | <i>12,3%</i> | <i>20,0%</i> |               | <i>24,4%</i> |               |
| <b>FAVÖK</b>                 | <b>344</b>   | <b>384</b>   | <b>11,5%</b> | <b>48</b>    | <b>112</b>   | <b>132,4%</b> | <b>124</b>   | <b>-9,9%</b>  |
| <i>FAVÖK Marjı</i>           | <i>29,4%</i> | <i>25,8%</i> |              | <i>16,7%</i> | <i>25,7%</i> |               | <i>29,3%</i> |               |
| <b>Net Kar</b>               | <b>246</b>   | <b>228</b>   | <b>-7,2%</b> | <b>41</b>    | <b>75</b>    | <b>82,0%</b>  | <b>72</b>    | <b>3,9%</b>   |
| <i>Net Kar Marjı</i>         | <i>21,0%</i> | <i>15,3%</i> |              | <i>14,2%</i> | <i>17,2%</i> |               | <i>17,0%</i> |               |

CİMSA

**CİMSA için pay başına hedef fiyatımızı 16,60 TL'ye yükseltirken, önerimizi AL olarak revize ediyoruz...** Beklentilerin üzerinde gelen dördüncü çeyrek finansal sonuçları neticesinde; 15,20 TL olan 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 16,60 TL'ye yükseltiyoruz. 22 Şubat 2018 kapanışına göre hedef fiyatımızın %20,6 kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle de 'TUT' olan önerimizi 'AL' olarak revize ediyoruz. 2018 yıl sonunda Çimsa'nın 1,68mlr TL satış geliri ve 421mn TL FAVÖK elde etmiş olacağını tahmin ediyoruz. Şirket 2018T F/K 7,88x ve 2018T FD/FAVÖK 7,21x çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Tablo 2: Temel Finansallar

| BİLANÇO (TL Mn)                 | 2014         | 2015         | 2016         | 2017         | %Değ        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Maddi Duran Varlıklar           | 708          | 892          | 1.487        | 1.813        | 21,9        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar   | 167          | 167          | 167          | 165          | (1,3)       |
| Diğer Uzun Vadeli Kıymetler     | 200          | 255          | 304          | 313          | 2,8         |
| Ticari Alacaklar                | 255          | 327          | 318          | 527          | 65,7        |
| Hazır Değerler                  | 49           | 224          | 33           | 204          | 522,3       |
| Diğer Kısa Vadeli Varlıklar     | 129          | 114          | 232          | 221          | (4,7)       |
| <b>Toplam Aktifler</b>          | <b>1.508</b> | <b>1.981</b> | <b>2.541</b> | <b>3.242</b> | <b>27,6</b> |
| Uzun Vadeli Borçlar             | 20           | 213          | 212          | 550          | 159,4       |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler | 52           | 53           | 57           | 82           | 44,2        |
| Kısa Vadeli Borçlar             | 85           | 164          | 575          | 827          | 43,8        |
| Ticari Yükümlülükler            | 134          | 206          | 276          | 291          | 5,5         |
| Toplam Yükümlülükler            | 338          | 689          | 1.182        | 1.820        | 54,0        |
| Toplam Özsermaye                | 1.170        | 1.291        | 1.359        | 1.422        | 4,7         |
| <b>Toplam Pasifler</b>          | <b>1.508</b> | <b>1.981</b> | <b>2.541</b> | <b>3.242</b> | <b>27,6</b> |

| GELİR TABLOSU (TL Mn)                   | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | %Değ         |
|-----------------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| Net Satışlar                            | 1.094      | 1.171      | 1.170      | 1.491      | 27,4         |
| SMM                                     | 762        | 806        | 795        | 1.096      | 37,8         |
| Brüt Kar                                | 332        | 365        | 375        | 395        | 5,2          |
| Faaliyet Giderleri                      | 68         | 73         | 90         | 92         | 3,0          |
| Net Esas Faaliyet Karı/(Zararı)         | 264        | 292        | 286        | 303        | 5,9          |
| Net Diğer Gelir/Gid.                    | (17)       | 15         | 20         | 27         | 33,4         |
| Finansman Gelir/(Gid.)                  | -          | (22)       | (24)       | (100)      | A.D.         |
| Net Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/(Gi) | 4          | 3          | 4          | 51         | A.D.         |
| Ozkaynak Yön. Değ. Yat. Kar/Zarar       | 12         | 14         | 21         | 14         | (30,7)       |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>                 | <b>247</b> | <b>302</b> | <b>306</b> | <b>296</b> | <b>(3,4)</b> |
| Vergi                                   | 49         | 55         | 57         | 49         | (14,9)       |
| <b>Net Kar(Zarar)</b>                   | <b>193</b> | <b>245</b> | <b>246</b> | <b>228</b> | <b>(7,2)</b> |

Kaynak: Şeker Yatırım

Tablo 3: Temel Finansal Rasyolar

| FİNANSAL ORANLAR            | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Özsermaye Karlılığı         | 17,0% | 20,1% | 18,3% | 17,4% |
| Aktif Karlılığı             | 13,2% | 14,2% | 9,8%  | 7,6%  |
| Brut Kar Marjı              | 30,3% | 31,2% | 32,1% | 26,5% |
| Net Kar Marjı               | 17,6% | 20,9% | 21,0% | 15,3% |
| VAFOK Marjı                 | 29,1% | 30,7% | 29,4% | 25,8% |
| Top. Fin. Borçlar/Özsermaye | 9,0%  | 29,3% | 57,9% | 96,8% |

Kaynak: Şeker Yatırım

## 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 dayanarak 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)