

Çimsa

Temettü ve Afyon Çimento etkisi

- Değerlememiz üzerinde yaptığımız çalışmanın ardından Çimsa için 12 aylık hedef fiyatımızı 19,00 TL'den 20,50 TL'ye yükseltiyoruz. Hisse için "Endeksin Üzerinde Getiri" performans beklentimizi sürdürüyoruz. Çimsa'da düşük enerji fiyatlarından sağlayacak olduğu faydanın hisse fiyatına yeterince yansımadığını düşünüyoruz. Yeni hedef fiyatımız maliyet üzerindeki baskısı hafifleyen düşük enerji fiyatlarının etkisini bir ölçüde yansıtmaktadır. Daha önce, yaz aylarında elektrikte %5'lik fiyat artışı beklerken, yeni varsayımımıza göre 2015 yılında elektrikte fiyat artışı öngörmüyoruz. Hisse yılbaşından bu yana ve son bir yıllık dönemde BIST100 getiri endeksinin %7 ve %15 üzerinde performans gösterdi. Çimsa'nın (Exsa hissesi düzeltilmiş) uluslararası benzerlerine göre 6,7 seviyesindeki 2015 FD/VAFÖK çarpanı %30 iskontoya işaret ediyor. Diğer taraftan şirketin Mart ayı sonunda %8,1 temettü verimiyle yatırımcıların ilgisini çekebilecek bir temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz.

Mali yapı güçlü. 2015 yılı için Çimsa'da %7 ciro, %6 VAFÖK (nakit faaliyet karı) büyümesi bekliyoruz (2014 tahminimiz %13 ciro ve %34 VAFÖK büyümesi). Diğer taraftan petrol fiyatlarındaki düşüşe rağmen petro-kok fiyatlarında henüz bir gerileme yaşanmadı. Petro-kok fiyatlarında yaşanacak bir düşüşün 2Y15 için marjlar üzerinde oluşabilecek olumlu etkisi yukarı yönlü potansiyeli artırabilecektir. Türkiye çimento tüketiminin 2014'teki yıllık %2,0 büyüme tahminimiz sonrasında 2015'te %4 büyüme göstermesini bekliyoruz. İç piyasadaki güçlü talebin devam eden altyapı yatırımlarıyla 2015 Haziran seçimleri öncesinde devam etmesini bekliyoruz. Düşük faiz ortamı ve Hükümetin konut alımını destekleyecek teşvik planının da konut talebini destekleyici olacağını düşünüyoruz.

- Çimsa Akdeniz Bölgesindeki kapasite problemiyle başa çıkabilecek güçtedir. Akdeniz Bölgesi toplam klinker kapasitesinin, Eren Holding'in büyük ölçekli yatırımıyla (3,4 milyon ton klinker & 4 milyon ton çimento) 2Y15'te %20 artmasını bekliyoruz. Bölgedeki arz fazlasının önümüzdeki dönemde daha da belirgin olacağını ve çimento fiyatları üzerinde baskı yaratacağını düşünüyoruz. Bununla birlikte coğrafi olarak iyi konumlanmış olması ve çeşitlendirilmiş ve yüksek marjlı ürün portföyü sayesinde Çimsa'nın fiyat rekabetinden en az etkilenen şirket olacağına inanıyoruz. Çimsa, gri çimentoda ana faaliyet bölgesi olan İç Anadolu'ya yoğunlaşmıştır (satışların %75'i İç Anadolu Bölgesi, %25'i Akdeniz Bölgesi). Ayrıca, şirket yönetimi, Mersin tesisindeki beyaz çimento üretimini kademeli olarak artırmayı planlamaktadır. Toplam beyaz çimento üretiminin 2015 yılında %50 artmasını bekliyoruz.

- Afyon'da yeni kapasite. Çimsa, %51 hissesine sahip olduğu Afyon Çimento'nun kapasitesini 3 katına çıkarmayı planlıyor. Şirket toplam yaklaşık 165mn dolar yatırımla şu anki 500 bin tonluk klinker kapasitesini, yıllık 1.5mn/tona yükseltmeyi hedefliyor. Bu artışla, tahminimize göre Çimsa'nın gri klinker kapasitesinde %20 artış yaşanacaktır. Kapasite artırımına ilişkin yatırımın 1Ç15 itibarıyla başlaması durumunda, yeni tesisin 2016 ortasında operasyonel olabileceğini ve hali hazırdaki %50 kapasite kullanımının 2017 yılında %70'e ulaşacağını tahmin ediyoruz. Afyon Çimento'daki kapasite artırımının uzun vadede Çimsa'nın İç Anadolu bölgesinde pazar payını ve fiyatlama gücünü artıracağına inanıyoruz. Diğer taraftan Afyon Çimento'nun ileri teknoloji sayesinde düşük enerji maliyeti, düşük taşıma maliyeti ve yüksek kapasite kullanımına bağlı olarak Çimsa'nın karlılığına katkı sağlayacağına inanıyoruz.

Endeksin Üzerinde

Hisse Fiyatı : 17,15 TL
12 Aylık Hedef: 20,50 TL

Bertuğ Tüzün

bertug.tuzun@akyatirim.com.tr

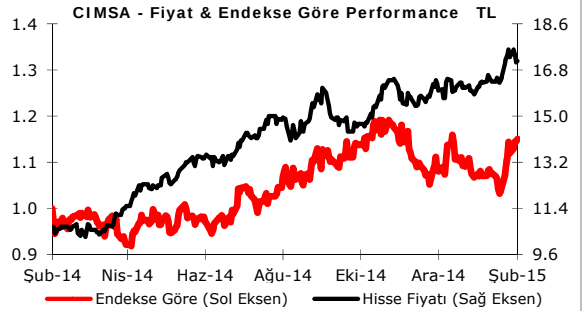
Göksel Şişmanlar

goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	CIMSA.IS, CIMSA TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	2.337
Hisse Adedi ('000)	135.084
Halka Açıklık Oranı	%23
İşlem Hacmi (3 aylık ort., mln.TL)	2,8
Net Borç (2014/09, milyon TL)	146
BIST-100 Endeksi (TL)	86.255

Hisse verileri 4 Şubat 2015



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	-%1,7	%7,1	%10,5	%62,4
Göreceli*	%1,3	%7,8	%1,6	%15,9

* BIST Toplam Getiri Endeksine göre

Tahminler (milyon TL)

	2013	2014T	2015T	2016T
Net Satış	954	1.079	1.152	1.248
VAFÖK	236	318	335	361
VAFÖK marjı	%25	%29	%29	%29
Net Kâr	302	209	219	236
FD/Satışlar	1,6	1,6	1,9	1,8
FD/VAFÖK	6,3	5,5	6,7	6,2
F/K	5,2	8,9	10,6	9,8

Ortaklık Yapısı

Sabancı Holding	%49,4
Aberdeen Asset	%13,8
Akanssa	%9,0
Diğer	%5,2
Halka Açık	%22,6

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.