

Çimento Sektörü

22/11/2018

Kötüleşen Görünümün İlk Etkisi

Yılın ilk çeyreğinde, olumlu hava koşulları ve sağlıklı fiyat artışlarının önünü açan düşük klinker stokları sayesinde 2018'e iyi bir başlangıç yaptı. Fakat kötüleşen sektör koşulları 3. çeyrekte şirketlerin operasyonel performanslarını ve karlılıklarını olumsuz etkiledi. 3Ç18'de BIST100'de işlem gören çimento şirketlerinin FAVÖK rakamı yıllık bazda ortalama %11 büyümeye gösterirken, FAVÖK marjı 2.6 puan daraldı.

Ağustos ayında yaşanan Türk Lirasındaki sert değer kaybını takiben ekonomide ve inşaat faaliyetlerinde görülen yavaşlama, yurtiçi çimento talebinde önemli bir düşüğe neden oldu. İç pazardaki bu daralmanın önümüzdeki dönemlerde de devam edeceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, iç talebin 2018 yılında ortalama %5 ve 2019'da ortalama %15 daralmasını bekliyoruz. Aynı zamanda, talepteki düşüşün fiyat rekabetini tetikleyerek yüksek enerji maliyetlerini telafi etmek için gerekli hale gelen fiyat artışlarının önüne geçebileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, fazla üretim kapasitesini TL'deki değer kaybı nedeniyle daha karlı hale gelen ihracat pazarlarına yönlendirebilen çimento şirketleri iç talepte yaşanan sıkıntılar karşısında daha dayanıklı bir pozisyonda olacaklardır. Fakat, üretim maliyetlerindeki artış ve yetersiz iç talep göz önüne alındığında operasyonel marjlardaki düşüş 2019'da kaçınılmaz görünüyor. ABD doları bazlı pet kok fiyatlarındaki artış ve elektrik fiyatlarına gelen zamların (yıl başından bu yana %41 artış), 2019'da çimento şirketlerinin operasyonel performansları üzerinde baskı kurmaya devam edeceğini düşünüyoruz. Ek olarak, artan işletme sermayesi ihtiyacı ve aile şirketlerce talep edilen temettü ödemeleri nedeniyle artan borçluluk oranları net kar ve nakit yaratımı konusunda endişelerimizi artırıyor.

Üçüncü çeyrek sonuçları ve 2019 beklentileri ışığında değerlemelerimizi güncelliyor ve takip ettiğimiz çimento şirketleri için aşağıda yer alan hedef fiyat ve öneri değişikliklerini yapıyoruz.

Şekil 1: İş Yatırım Tahmin ve Tavsiyeler

Hisse Kodu	Tavsiye	Hedef Fiyat (TL)	Yükselme Potansiyeli	FD/FAVÖK		FK		Temettü Verimi 2019T	3 yıllık ortalama FAVÖK büyümesi	Net Borç/FAVÖK 2018T	İhracat satışlarının toplam satışlardaki payı % 2019T
				2018T	2019T	2018T	2019T				
ADANA	TUT	6.96	25%	6.3	5.6	5.3	4.0	17%	15%	0.5	47%
AKCNS	TUT	8.35	21%	4.5	4.8	7.5	8.7	11%	6%	0.8	26%
BOLUC	SAT	3.29	-6%	5.4	6.6	6.8	7.1	12%	5%	1.6	0%
CIMSA	TUT	9.26	26%	5.5	5.4	3.8	4.6	5%	11%	3.4	51%

Kaynak: İş Yatırım

- ⇒ **ADANA:** Yeni devreye giren beyaz çimento kapasitesi desteği ile genişleyen ihracat olanakları ile Adana Çimento'nun iç talepteki daralmayı ve artan girdi maliyetlerini bir miktar dengelemesini bekliyoruz. Yine de Akdeniz Bölgesindeki zorlu talep koşulları ve 2018'de güçlü fiyat artışları ile desteklenen yüksek baz nedeni ile 2019 yılında FAVÖK marjının 1.65 puan daralmasını bekliyoruz. Aynı zamanda, son zamanlarda borçluluktaki artış nedeniyle artan faiz giderlerinin net kar ve nakit yaratımı üzerinde risk oluşturuyor. Hisse başı 6.94 TL 12 aylık güncellenmiş hedef değeri ile ADANA %25 getiri potansiyeli sunmakta. Bu doğrultuda, daha önce AL olan tavsiyemizi TUT olarak güncelliyoruz. Hisse 5.6x 2019T PD/FAVÖK ve 4.0x 2019T FK çarpanları ile işlem görmekte.
- ⇒ **AKCNS:** Önümüzdeki dönemlerde ihracat gelirlerindeki artışa rağmen, yurt içi satışlarındaki zayıflamanın endişeleri arttıracağını düşünüyoruz. TL'deki değer kaybının yanı sıra artan elektrik ve pet kok maliyetlerinin operasyonel marjlar üzerindeki baskısının 4Ç18'den itibaren daha belirgin olacağını tahmin ediyoruz. Ek olarak artan faiz giderleri net kar üzerinde baskı oluşturmakta. Bu nedenlere bağlı olarak hisse için tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyor ve 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 8.35 TL olarak güncelliyoruz. Yeni hedef fiyatımız %21'lik bir getiri potansiyeline işaret ediyor. AKCNS 4.8x 2019T PD/FAVÖK ve 8.7x 2019T FK çarpanları ile işlem görüyor.
- ⇒ **BOLUC:** Salt yurtiçi talebe bağlı bir oyuncu olarak Bolu Çimento'yu, takibimizdeki çimento şirketleri arasında iç pazardaki risklere karşı en savunmasız şirket olarak görüyoruz. Konumu nedeniyle ihracat pazarlarına erişimi bulunmayan Bolu Çimento'nun operasyonel marjlarının artan enerji maliyetlerinin ihracat yapabilen çimento üreticilerine kıyasla daha fazla baskısı altın kalacağını düşünüyoruz. Hisse başı 3.29 TL 12 aylık güncellenmiş hedef değeri ile BOLUC %6 düşüş potansiyeli sunmakta. Bu doğrultuda, daha önce TUT olan tavsiyemizi SAT olarak güncelliyoruz. Hisse 6.6x 2019T PD/FAVÖK ve 7.1x 2019T FK çarpanları ile işlem görmekte.
- ⇒ **CIMSA:** Çimsa'yı büyüme potansiyeli, katma değerli beyaz çimentosu ve geniş ihracat ağı nedeniyle beğenmeye devam ediyoruz. Fakat, 3.1x Net borç / FAVÖK çarpanına işaret eden borçlu bilanço yapısı nakit yaratımı ve net kar üzerinde baskı yaratıyor. Önümüzdeki dönemlerde borç azaltma sürecine, zayıf iç talep ve artan işletme sermayesi ihtiyaçları nedeniyle daha yavaş girileceğini öngörüyoruz. Bu nedenlere bağlı olarak hisse için tavsiyemizi AL'dan TUT'a çekiyor ve 12 aylık hisse başı hedef fiyatımızı 9.26 TL olarak güncelliyoruz. Yeni hedef fiyatımız %26'lık bir getiri potansiyeline işaret ediyor. CIMSA 5.4x 2019T PD/FAVÖK ve 4.6x 2019T FK çarpanları ile işlem görüyor.

Ezgi Akalan

eakalan@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 86

ADANA 3Ç18 Kar Analizi: Net kar beklentilerin üzerinde, operasyonel performans beklentilerle uyumlu

Adana 3Ç18 finansallarında bizim beklentimiz 43milyon TL ile paralel fakat piyasa beklentisi 39 milyon TL'nin üzerinde 44 milyon TL net kar açıkladı. Net finansal giderlerdeki ciddi artışa rağmen cirodaki büyümesi ve iştirak gelirlerinin yüksek katkısı sayesinde, net kar yıllık bazda %30 artış gösterdi.

Adana yılın üçüncü çeyreğinde yıllık bazda %65 artışla 206 milyon TL gelir elde etti. ciro büyümesi zayıf TL ve artan beyaz çimento satışları ile birlikte yıllık bazda beş kat artış gösteren ihracat gelirlerinden kaynaklandı. Yurt içi satışları ise artan çimento fiyatlarının etkisiyle yıllık bazda %24 artış gösterdi. FAVÖK rakamı ise piyasa beklentisinin biraz üzerinde (İş Yatırım: 52 milyon TL ; Piyasa Beklentisi: 43 milyon TL) yıllık bazda %56'lık bir büyüme ile 45 milyon TL olarak açıklandı. Fakat FAVÖK marjı artan enerji maliyetleri ve TL'nin değer kaybı ile yıllık bazda 1.3 puan gerileyerek %21.8 oldu. Şirketin net borcu geçtiğimiz çeyrekteki 45mn TL seviyesinden 184mn TL seviyesine yükseldi.

Adana Çimento (milyon TL)	İS Yatırım Konsensus									
	3Ç18	3Ç18T	3Ç18T	3Ç17	Yıllık Değ.	2Ç18	Çey. Değ.	9A18	9A17	Yıllık Değ.
Net Satışlar	206	237	207	125	65%	186	10%	543	335	62%
Brüt Kar Marjı	28.8%	-	-	31.0%	-2.2pp	30.6%	-1.8pp	29.4%	25.1%	4.2pp
Esas Faaliyet Karı (*)	38	-	-	24	60%	34	11%	100	42	138%
Esas Faaliyet Kar Marjı	18.5%	-	-	19.0%	-0.5pp	18.5%	0.0pp	18.4%	12.5%	5.9pp
Düzeltilmiş VAFÖK (**)	45	52	43	29	56%	40	11%	119	59	101%
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı	21.8%	22.0%	20.6%	23.1%	-1.3pp	21.6%	0.1pp	21.8%	17.6%	4.3pp
Net Finansman Gideri (-) (***)	174	-	-	-3	n.m.	-2	n.m.	166	-3	n.m.
Net Kar	44	43	39	34	30%	53	-16%	143	84	71%
Net Kar Marjı	21.5%	18.0%	18.7%	27.4%	-5.8pp	28.2%	-6.7pp	26.3%	25.0%	1.3pp

AKCNS 3Ç18 Kar Analizi: Beklentilere paralel

Akçansa 3Ç18'de beklentilere paralel 59mn TL net kar açıkladı (İş Yatırım: TL61mn; Piyasa: TL58mn). Açıklanan net kar rakamı operasyonel performanstaki artış ve maddi duran varlık satışından elde edilen 4.4 milyon TL karın olumlu etkisi ile geçen yılın aynı dönemine göre %28 yukarıda gerçekleşti.

Beklentilerle uyumlu, Akçansa'nın satış gelirleri 3Ç18'de yıllık bazda %17 artarak 469mn TL olarak kaydedildi. Yurtiçi satış gelirlerinde gerçekleşen %6'lık daralmaya rağmen ihracat hacimlerindeki artış ile birlikte hem yurt içi hem yurt dışı çimento fiyatlarında yapılan başarılı artışlar, satış gelirlerindeki büyümeye yardım etti. Böylece, Şirket'in yurt içi satış gelirleri %4 daralırken, TL'deki değer kaybının da pozitif etkisiyle ihracat gelirlerinde %125 oranında gözle görülür bir artış yaşandı. İhracatın toplam satış gelirlerinin içindeki payı 3Ç18'de %25'e yükseldi (2Ç18'de bu rakam %15 seviyesindeydi).

FAVÖK rakamı 3Ç18'de geçen yılın aynı dönemine göre %21 artışla 115mn TL olarak gerçekleşti. Enerji maliyetlerindeki artış ve TL'deki değer kaybı, ihracat gelirlerindeki artış ile telafi edildi. Ek olarak, alternatif enerji kullanımının geçen senenin dokuz aylık dönemine göre %8 den %13'e yükselmesi, operasyonel performansı destekledi. FAVÖK marjı ise yıllık bazda 1 puanlık artış ile %24.6 seviyesinde gerçekleşti. Dolar bazlı pet kok fiyatlarındaki artış ve elektriğe gelen zamlar ile birlikte yurt içi talepte beklenen yavaşlamanın önümüzdeki çeyreklerde marjlar üzerinde baskı yaratacağını düşünüyoruz.

Akçansa (milyon TL)	İS Yatırım Konsensus									
	3Ç18	3Ç18T	3Ç18T	3Ç17	Yıllık Değ.	2Ç18	Çey. Değ.	9A18	9A17	Yıllık Değ.
Net Satışlar	469	474	471	402	17%	462	1%	1,319	1,091	21%
Brüt Kar Marjı	24.9%	-	-	23.1%	1.8pp	26.9%	-2.0pp	23.6%	19.4%	4.1pp
Esas Faaliyet Karı (*)	94	-	-	74	28%	104	-9%	248	152	62%
Esas Faaliyet Kar Marjı	20.1%	-	-	18.4%	1.7pp	22.5%	-2.3pp	18.8%	14.0%	4.8pp
Düzeltilmiş VAFÖK (**)	115	117	112	95	21%	125	-8%	310	214	45%
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı	24.6%	24.7%	23.8%	23.6%	0.9pp	27.0%	-2.4pp	23.5%	19.6%	3.9pp
Net Finansman Gideri (-) (***)	213	-	-	128	67%	-18	n.m.	183	99	86%
Net Kar	59	61	58	46	28%	69	-14%	170	103	65%
Net Kar Marjı	12.6%	12.9%	12.4%	11.5%	1.1pp	14.9%	-2.3pp	12.9%	9.4%	3.4pp

BOLUC 3Ç18 Kar Analizi: Zayıf sonuçlar

Bolu Çimento yılın üçüncü çeyreğinde 19 milyon TL piyasa beklentisinin altında fakat bizim beklentimiz olan 11 milyon TL ile paralel 9 milyon TL net kar açıkladı. Dolar bazlı pet kok maliyetlerindeki artış, elektrik fiyatlarına üst üste gelen zamlar ve artan finansal giderler, operasyonel performanstaki ve net kardaki gerilemenin ana nedenleri oldu. Beklentilerin biraz altında (İş Yatırım: TL150mn; Piyasa: TL147mn) Şirket'in satış gelirleri 3Ç18'de yıllık bazda %8.3 azalarak 141 milyon TL gerçekleşti. İnşaat aktivitesindeki yavaşlamadan ötürü daralan iç pazar cirodaki daralmaya neden oldu. FAVÖK rakamı yıllık bazda %50, çeyreklik bazda ise %39 düşüşle 30.4 milyon TL'ye geriledi. Böylece FAVÖK marjı geçtiğimiz sene aynı dönemde açıklanan %39.3'e karşılık 17.8 puan gerileyerek %21.5 gerçekleşti.

Şirket'in net borç pozisyonu geçtiğimiz çeyrek açıklanan 122 milyon TL'ye göre belirgin oranda artarak 272 milyon TL seviyesinde gerçekleşti. Artan borçluluk nedeniyle net finansal giderler çeyrek bazda 4 milyon TL'den 13 milyon TL'ye yükseldi.

Bolu Çimento (milyon TL)	İS Yatırım Konsensus									
	3Ç18	3Ç18T	3Ç18T	3Ç17	Yıllık Değ.	2Ç18	Çey. Değ.	9A18	9A17	Yıllık Değ.
Net Satışlar	141	150	147	154	-8%	154	-8%	437	389	12%
Brüt Kar Marjı	23.4%	-	-	39.8%	-16.4pp	34.5%	-11.1pp	30.1%	34.0%	-3.9pp
Esas Faaliyet Karı (*)	23	-	-	53	-56%	43	-46%	104	110	-5%
Esas Faaliyet Kar Marjı	16.5%	-	-	34.7%	-18.1pp	27.9%	-11.4pp	23.8%	28.3%	-4.5pp
Düzeltilmiş VAFÖK (**)	30	33	40	61	-50%	50	-39%	125	131	-4%
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı	21.5%	22.1%	27.4%	39.3%	-17.8pp	32.4%	-10.9pp	28.6%	33.6%	-5.0pp
Net Finansman Gideri (-) (***)	-13	-	-	-4	n.m.	-4	n.m.	-21	-12	n.m.
Net Kar	9	11	19	40	-77%	32	-71%	72	81	-12%
Net Kar Marjı	6.6%	7.1%	13.1%	26.1%	-19.5pp	20.7%	-14.1pp	16.4%	20.9%	-4.5pp

CIMSA 3Ç18 Kar Analizi: Operasyonel kur farkı gelirleri ve düşük vergi giderleri nedeniyle net kar beklentilerin üzerinde

Çimsa yılın üçüncü çeyreğinde beklentilerin oldukça üzerinde 99 milyon TL net kar açıkladı (İş Yatırım: TL54mn; Piyasa: TL56mn). Operasyonel karlılıktaki düşüşe rağmen operasyonel kur farkı gelirleri nedeniyle düşüş gösteren net finansal giderler ve düşük vergi gideri sayesinde net kar rakamı yıllık bazda %38 oranında artış gösterdi. Tahminlerimizdeki sapma da beklentilerden düşük gelen net finansal giderlerden kaynaklandı.

Beklentilere paralel, Şirket 3Ç18'de bir önceki yılın aynı çeyreğinde açıkladığı 424 milyon TL gelire karşılık 452 milyon TL gelir elde etti. Şirketin ihracat gelirleri TL'nin değer kaybının olumlu etkisi ile yıllık bazda %57 arttı. Diğer yandan, iç talepteki yavaşlama nedeniyle yur içi satış gelirleri %8 daraldı. İhracatın toplam satış gelirlerinin içindeki payı 3Ç18'de %44'e yükseldi (2Ç18'de bu rakam %42 seviyesindeydi). Böylece toplam satış gelirleri yıllık bazda %6.5 oranında geriledi.

Şirket 3Ç18'de beklentilerle uyumlu 121 milyon TL FAVÖK açıkladı. Dolar bazlı pet kok maliyetlerindeki artış, elektrik fiyatlarına üst üste gelen zamlar ve zayıf TL nedeniyle FAVÖK rakamı yıllık bazda %3 düşüş gösterdi. FAVÖK marjı ise 2.5pp gerileyerek %26.8 seviyesinde gerçekleşti.

Çimsa (milyon TL)	İS Yatırım Konsensus									
	3Ç18	3Ç18T	3Ç18T	3Ç17	Yıllık Değ.	2Ç18	Çey. Değ.	9A18	9A17	Yıllık Değ.
Net Satışlar	452	457	473	424	7%	493	-8%	1,305	1,054	24%
Brüt Kar Marjı	26.5%	-	-	29.4%	-3.0pp	28.2%	-1.7pp	27.0%	26.1%	0.9pp
Esas Faaliyet Karı (*)	91	-	-	103	-12%	108	-16%	268	215	24%
Esas Faaliyet Kar Marjı	20.1%	-	-	24.4%	-4.2pp	22.0%	-1.9pp	20.5%	20.4%	0.1pp
Düzeltilmiş VAFÖK (**)	121	121	123	124	-3%	133	-9%	348	272	28%
Düzeltilmiş VAFÖK Marjı	26.8%	26.5%	25.9%	29.3%	-2.5pp	27.1%	-0.2pp	26.6%	25.8%	0.8pp
Net Finansman Gideri (-) (***)	547	-	-	378	44%	-32	n.m.	463	348	33%
Net Kar	99	54	56	72	38%	80	24%	217	153	41%
Net Kar Marjı	22.0%	11.7%	11.9%	17.0%	5.0pp	16.3%	5.7pp	16.6%	14.6%	2.1pp

(*) İş Ortaklıklarının kar/zararındaki paylar ve diğer gelir giderler çıkarılmıştır

(**) Düzeltilmiş FAVÖK= Esas Faaliyet Karı+Amortisman

(***) Diğer gelirler ve diğer giderler olarak raporlanan kur farkı gelir / giderleri dahildir

(****) Research Turkey Analyst Anketi sonuçlarıdır

Adana Çimento (A)

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Oyak Çimento	57.8 Çimento, klinker, hazır beton imalatı ve satışı.
Diğer	38.8
İsmail Tarman	3.5

Gelir Tablosu (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Net Satış Gelirleri	207	254	402	495	552
Brüt Kar (Zarar)	75	66	116	136	157
Operasyonel Giderler	27	34	46	56	63
Esas Faaliyet Karı	48	32	70	80	94
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	6	9	12	14	16
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	14	25	52	64	73
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	10	13	12	10	9
Net Finansman Gelir (Gideri)	4	-3	-38	-36	-16
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	82	77	108	132	177
Vergi Giderleri (Gelirleri)	12	9	13	24	32
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	71	68	95	108	145
Düzeltilmiş Net Kar	71	68	95	108	145
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	36	23	57	56	62
FAVÖK	60	45	86	97	113

Büyümler & Opr. Perf.	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Büyümler					
Net Satışlar	-10.3%	22.7%	58.2%	23.0%	11.4%
Faaliyet Karı	-23.3%	-32.9%	117.5%	13.9%	17.2%
FAVÖK	-19.4%	-25.0%	91.0%	13.5%	16.2%
Net Kar	-9.1%	-3.8%	39.6%	14.1%	33.8%

Operasyonel Performans	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Brüt Marj	36.3%	26.0%	28.8%	27.4%	28.5%
Faaliyet Kar Marjı	23.2%	12.7%	17.5%	16.2%	17.0%
FAVÖK Marjı	28.8%	17.6%	21.3%	19.6%	20.5%
Efektif Vergi Oranı	14.3%	11.7%	12.0%	18.0%	18.0%
Net Kar Marjı	34.1%	26.7%	23.6%	21.9%	26.3%
Özkaynak Karlılığı	34.0%	33.3%	45.7%	49.0%	60.9%
Aktif Karlılığı	29.4%	24.5%	29.4%	30.3%	37.3%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	20.5%	12.9%	32.8%	31.7%	33.2%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	5.8%	13.5%	13.2%	10.2%	12.5%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	1.4%	-2.1%	22.5%	19.5%	21.8%

Rasyo Analizi	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Düzeltilmiş F / K (x)	7.0	7.2	5.2	4.5	3.4
FD / FAVÖK (x)	9.0	12.1	6.3	5.6	4.8
FD / Satışlar (x)	2.6	2.1	1.3	1.1	1.0
PD / Defter Değeri (x)	2.4	2.5	2.3	2.2	2.0
Nakit Akışı / PD	0.6%	a.d	18.4%	19.6%	24.4%
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.80	0.77	1.08	1.23	1.64
Hisse Başı Temettü (₺)	0.91	0.89	0.71	0.97	1.11
Temettü Verimi	12.8%	13.4%	10.7%	17.4%	19.8%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	4	41	41	47	38
Net Borç / FAVÖK (x)	0.1	0.9	0.5	0.5	0.3
Net Borç / Özsermaye (x)	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2

Kaynak: İş Yatırım

*Bilanço kalemleri A grubu hisselerinin sermaye içindeki payına (%26) gelir ve nakit akımı tabloları ise A grubu hisselerinin temettüdeki payına (%54) göre düzenlenmiştir.

Bilanço (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Dönen Varlıklar	75	101	145	179	199
Nakit ve Nakit Benzerleri	11	18	29	36	40
Ticari Alacaklar	39	43	71	87	97
Stoklar	19	24	34	43	47
Diğer Dönen Varlıklar	6	12	10	12	14
Duran Varlıklar	174	205	194	198	202
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	56	62	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	78	111	114	117	122
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	3	3	3	3
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	63	67	78	78	78
Toplam Varlıklar	249	306	339	376	402
Kısa Vadeli Yükümlülükler	21	89	89	118	123
Finansal Borçlar	5	55	54	75	76
Ticari Borçlar	11	23	33	42	46
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5	11	1	1	1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	20	18	35	32	29
Finansal Borçlar	15	12	26	21	17
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6	6	9	11	12
Özkaynaklar	208	200	216	227	250
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	208	200	216	227	250
Ödenmiş Sermaye	88	88	88	88	88
Rezerv ve Diğer Kalemler	82	79	81	86	91
Dönem Net Karı (Zararı)	34	33	46	53	70
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	249	306	339	376	402

Nakit Akım (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	12	34	53	51	69
Düzeltilme Öncesi Kar	71	68	95	108	145
Amortisman & İtfa Payları	12	13	15	17	19
İşletme Sermayesindeki Değ.	-34	2	-57	-34	-21
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-36	-49	-1	-41	-74
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-9	-40	37	46	51
Sabit Sermaye Yatırımları	-40	-71	-21	-24	-29
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	31	32	58	70	80
Serbest Nakit Akım	3	-5	90	97	120
Finansman Faal. Kay. Nakit	-38	20	-68	-83	-112
Finansal Borçlardaki Değişim	39	98	27	32	-7
Temettü Ödemeleri	-80	-78	-63	-85	-98
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	4	1	-32	-29	-7
Net Nakit Değişimi	-35	15	23	14	8

Akçansa

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Hacı Ömer Sabancı Holding Anonim Şirketi	39.7
Heidelbergcement Ag	39.7
Diğer	20.6

Gelir Tablosu (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	Bilanço (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Net Satış Gelirleri	1,461	1,519	1,690	1,865	2,225	Dönen Varlıklar	644	713	796	899	1,020
Brüt Kar (Zarar)	414	306	357	343	434	Nakit ve Nakit Benzerleri	23	53	59	65	77
Operasyonel Giderler	81	80	85	98	113	Ticari Alacaklar	417	470	528	597	695
Esas Faaliyet Karı	333	225	272	245	321	Stoklar	160	151	172	196	231
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-8	-10	-11	-13	-15	Diğer Dönen Varlıklar	44	39	38	41	17
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	1,199	1,203	1,191	1,199	1,260
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	51	26	32	34	42	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-27	-62	-71	-72	-75	Maddi Duran Varlıklar	800	830	850	875	922
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	349	180	223	194	273	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	41	42	42	42	41
Vergi Giderleri (Gelirleri)	62	31	47	43	60	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	356	328	299	282	297
Azınlık Payları	1	0	1	1	1	Toplam Varlıklar	1,843	1,916	1,987	2,098	2,280
Net Kar	286	149	175	151	212	Kısa Vadeli Yükümlülükler	528	715	626	731	858
Düzeltilmiş Net Kar	287	149	176	151	213	Finansal Borçlar	209	385	263	315	370
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	271	195	225	202	261	Ticari Borçlar	276	287	317	362	426
FAVÖK	408	308	361	341	423	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	43	42	46	53	62

Büyümler & Opr. Perf.	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Büyümler						Finansal Borçlar	0	0	100	80	20
Net Satışlar	-0.5%	4.0%	11.2%	10.4%	19.3%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	88	92	101	116	136
Faaliyet Karı	-7.3%	-32.2%	20.5%	-9.8%	30.9%	Özkaynaklar	1,227	1,109	1,159	1,172	1,266
FAVÖK	-5.1%	-24.4%	17.0%	-5.6%	24.2%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,215	1,097	1,144	1,155	1,246
Net Kar	1.9%	-48.1%	17.9%	-14.1%	41.0%	Ödenmiş Sermaye	191	191	191	191	191
Operasyonel Performans						Rezerv ve Diğer Kalemler	737	757	777	813	843
Brüt Marj	28.3%	20.1%	21.1%	18.4%	19.5%	Dönem Net Karı (Zararı)	286	149	175	151	212
Faaliyet Kar Marjı	22.8%	14.8%	16.1%	13.1%	14.4%	Azınlık Payları	12	12	15	17	20
FAVÖK Marjı	27.9%	20.3%	21.4%	18.3%	19.0%	Toplam Kaynaklar	1,843	1,916	1,987	2,098	2,280
Efektif Vergi Oranı	17.7%	17.2%	21.0%	22.0%	22.0%						
Net Kar Marjı	19.6%	9.8%	10.4%	8.1%	9.5%						
Özkaynak Karlılığı	23.8%	12.9%	15.6%	13.1%	17.7%						
Aktif Karlılığı	16.1%	7.9%	9.0%	7.4%	9.7%						
Yatırım Sermayesi Karlılığı	19.8%	12.8%	14.5%	12.7%	15.6%						
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	20.7%	15.8%	18.5%	15.2%	15.3%						
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	13.5%	9.9%	13.4%	10.0%	9.6%						

Nakit Akım (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	302	239	313	284	341
Düzeltilme Öncesi Kar	349	180	223	194	273
Amortisman & İtfa Payları	75	83	89	96	103
İşletme Sermayesindeki Değ.	-43	-28	-41	-45	-35
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-78	5	41	40	1
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-105	-90	-86	-99	-128
Sabit Sermaye Yatırımları	-128	-111	-109	-121	-150
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	23	22	23	22	22
Serbest Nakit Akım	197	150	226	186	213
Finansman Faal. Kay. Nakit	-195	-120	-220	-180	-201
Finansal Borçlardaki Değişim	95	168	-22	32	-6
Temettü Ödemeleri	-259	-238	-128	-140	-120
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-32	-50	-70	-72	-74
Net Nakit Değişimi	2	29	6	6	12

Rasyo Analizi	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Düzeltilmiş F / K (x)	4.6	8.9	7.5	8.7	6.2
FD / FAVÖK (x)	4.0	5.3	4.5	4.8	3.8
FD / Satışlar (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7
PD / Defter Değeri (x)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
Nakit Akışı / PD	15.0%	11.4%	17.2%	14.1%	16.2%
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.50	0.78	0.92	0.79	1.11
Hisse Başı Temettü (₺)	1.35	1.24	0.67	0.73	0.63
Temettü Verimi	8.7%	9.1%	5.9%	10.6%	9.1%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	185	333	304	331	312
Net Borç / FAVÖK (x)	0.5	1.1	0.8	1.0	0.7
Net Borç / Özsermaye (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2

Kaynak: İş Yatırım

Bolu Çimento

Ortaklık Yapısı (%)

Oyak Çimento A.Ş.	50.0
Diğer	29.9
İsmail Tarman	20.1

Faaliyet Konusu

Çimento ve hazır beton üretimi ve satışı

Gelir Tablosu (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Net Satış Gelirleri	452	537	573	545	668
Brüt Kar (Zarar)	173	178	151	126	174
Operasyonel Giderler	31	31	35	40	47
Esas Faaliyet Karı	141	147	116	86	127
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	12	13	17	20	23
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	-1	1	1	1	1
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	-2	-1	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-18	-16	-38	-16	-15
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	133	145	96	91	136
Vergi Giderleri (Gelirleri)	27	28	21	20	30
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	106	117	75	71	106
Düzeltilmiş Net Kar	106	117	75	71	106
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	114	119	95	66	97
FAVÖK	169	175	145	117	160

Büyümler & Opr. Perf.	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Büyümler					
Net Satışlar	-0.5%	4.0%	11.2%	10.4%	19.3%
Faaliyet Karı	-7.3%	-32.2%	20.5%	-9.8%	30.9%
FAVÖK	-5.1%	-24.4%	17.0%	-5.6%	24.2%
Net Kar	1.9%	-48.1%	17.9%	-14.1%	41.0%

Operasyonel Performans	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Brüt Marj	28.3%	20.1%	21.1%	18.4%	19.5%
Faaliyet Kar Marjı	22.8%	14.8%	16.1%	13.1%	14.4%
FAVÖK Marjı	27.9%	20.3%	21.4%	18.3%	19.0%
Efektif Vergi Oranı	17.7%	17.2%	21.0%	22.0%	22.0%
Net Kar Marjı	19.6%	9.8%	10.4%	8.1%	9.5%
Özkaynak Karlılığı	23.8%	12.9%	15.6%	13.1%	17.7%
Aktif Karlılığı	16.1%	7.9%	9.0%	7.4%	9.7%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	19.8%	12.8%	14.5%	12.7%	15.6%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	20.7%	15.8%	18.5%	15.2%	15.3%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	13.5%	9.9%	13.4%	10.0%	9.6%

Rasyo Analizi	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Düzeltilmiş F / K (x)	4.6	8.9	7.5	8.7	6.2
FD / FAVÖK (x)	4.0	5.3	4.5	4.8	3.8
FD / Satışlar (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.7
PD / Defter Değeri (x)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
Nakit Akışı / PD	15.0%	11.4%	17.2%	14.1%	16.2%
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.50	0.78	0.92	0.79	1.11
Hisse Başı Temettü (₺)	1.35	1.24	0.67	0.73	0.63
Temettü Verimi	8.7%	9.1%	5.9%	10.6%	9.1%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	185	333	304	331	312
Net Borç / FAVÖK (x)	0.5	1.1	0.8	1.0	0.7
Net Borç / Özsermaye (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Dönen Varlıklar	220	342	438	357	420
Nakit ve Nakit Benzerleri	4	82	103	27	20
Ticari Alacaklar	158	206	243	238	292
Stoklar	56	52	90	89	105
Diğer Dönen Varlıklar	4	2	2	2	3
Duran Varlıklar	419	435	439	451	461
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	18	18	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	381	358	353	349	346
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	15	15	15	15
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	34	62	72	88	101
Toplam Varlıklar	638	777	877	809	882
Kısa Vadeli Yükümlülükler	147	281	427	347	387
Finansal Borçlar	77	179	321	245	267
Ticari Borçlar	53	75	69	66	78
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17	26	37	36	42
Uzun Vadeli Yükümlülükler	65	49	35	34	21
Finansal Borçlar	50	33	17	17	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	15	15	18	18	21
Özkaynaklar	427	448	416	428	474
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	427	448	416	428	474
Ödenmiş Sermaye	143	143	143	143	143
Rezerv ve Diğer Kalemler	177	188	198	213	224
Dönem Net Karı (Zararı)	106	117	75	71	106
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	638	777	877	809	882

Nakit Akım (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	21	49	-37	48	37
Düzeltilme Öncesi Kar	106	117	75	71	106
Amortisman & İtfa Payları	27	28	29	31	33
İşletme Sermayesindeki Değ.	-37	-16	-81	2	-58
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-76	-79	-60	-56	-45
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-21	-43	-29	-32	-35
Sabit Sermaye Yatırımları	-19	-18	-24	-27	-30
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-2	-25	-5	-5	-5
Serbest Nakit Akım	0	6	-66	16	2
Finansman Faal. Kay. Nakit	2	71	87	-92	-9
Finansal Borçlardaki Değişim	16	82	125	-76	6
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-14	-11	-38	-16	-15
Net Nakit Değişimi	2	78	21	-76	-7

Çimsa

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Hacı Ömer Sabancı Holding Anonim Şirketi	54.5 Çimento, hazır beton imalatı ve ticareti.
Diğer	36.5
Akçansa Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	9.0

Gelir Tablosu (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T	Bilanço (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Net Satış Gelirleri	1,170	1,491	1,729	1,940	2,228	Dönen Varlıklar	583	956	1,069	1,185	1,356
Brüt Kar (Zarar)	375	395	439	467	562	Nakit ve Nakit Benzerleri	33	204	116	58	67
Operasyonel Giderler	90	92	108	130	150	Ticari Alacaklar	318	527	681	818	939
Esas Faaliyet Karı	286	303	332	336	413	Stoklar	177	147	208	238	269
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	4	51	49	5	5	Diğer Dönen Varlıklar	54	55	63	71	82
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	21	14	52	58	67	Duran Varlıklar	1,958	2,287	2,635	2,737	2,862
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	-8	-4	-5	-6	-6	Ticari Alacaklar	2	4	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	4	-68	-115	-145	-140	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	227	254	318	369	420
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	306	296	313	249	338	Maddi Duran Varlıklar	1,487	1,813	1,988	2,020	2,065
Vergi Giderleri (Gelirleri)	57	49	50	50	74	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19	17	17	17	17
Azınlık Payları	3	19	-1	-15	-7	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	223	203	312	332	359
Net Kar	246	228	264	215	271	Toplam Varlıklar	2,541	3,242	3,704	3,921	4,218
Düzeltilmiş Net Kar	242	177	215	215	271	Kısa Vadeli Yükümlülükler	913	1,192	1,159	959	1,212
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	229	254	282	287	338	Finansal Borçlar	575	827	734	473	663
FAVÖK	344	384	440	452	537	Ticari Borçlar	276	291	342	391	442
						Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	62	71	83	95	108
						Uzun Vadeli Yükümlülükler	269	628	908	1,183	1,066
						Finansal Borçlar	212	550	811	1,073	942
						Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	57	82	96	110	124
						Özkaynaklar	1,359	1,422	1,637	1,780	1,940
						Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,251	1,295	1,490	1,652	1,816
						Ödenmiş Sermaye	135	135	135	135	135
						Rezerv ve Diğer Kalemler	870	930	1,091	1,302	1,410
						Dönem Net Karı (Zararı)	246	228	264	215	271
						Azınlık Payları	108	128	147	128	124
						Toplam Kaynaklar	2,541	3,242	3,704	3,921	4,218

Büyümler & Opr. Perf.	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Büyümler					
Net Satışlar	-0.1%	27.4%	16.0%	12.2%	14.9%
Faaliyet Karı	-2.1%	5.9%	9.6%	1.5%	22.7%
FAVÖK	-4.5%	11.8%	14.5%	2.9%	18.8%
Net Kar	0.3%	-7.2%	15.6%	-18.7%	26.5%

Operasyonel Performans	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Brüt Marj	32.1%	26.5%	25.4%	24.0%	25.2%
Faaliyet Kar Marjı	24.4%	20.3%	19.2%	17.3%	18.5%
FAVÖK Marjı	29.4%	25.8%	25.4%	23.3%	24.1%
FAVKÖK Marjı	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Efektif Vergi Oranı	18.7%	16.4%	16.0%	20.0%	22.0%
Net Kar Marjı	21.0%	15.3%	15.3%	11.1%	12.2%
Özkaynak Karlılığı	20.2%	17.9%	19.0%	13.7%	15.6%
Aktif Karlılığı	10.9%	7.9%	7.6%	5.6%	6.7%
Yatırım Sermayesi Karlılığı	32.2%	28.0%	24.0%	19.8%	20.5%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	22.4%	15.0%	7.4%	15.3%	16.1%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-28.9%	-6.6%	-4.9%	6.1%	8.5%

Rasyo Analizi	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
Düzeltilmiş F / K (x)	4.1	5.6	4.6	4.6	3.7
FD / FAVÖK (x)	7.1	6.3	5.5	5.4	4.5
FD / Satışlar (x)	2.1	1.6	1.4	1.2	1.1
PD / Defter Değeri (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
Nakit Akışı / PD	a.d	a.d	a.d	12.0%	19.1%
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.82	1.69	1.95	1.59	2.01
Hisse Başı Temettü (₺)	1.49	1.42	0.50	0.39	0.79
Temettü Verimi	9.1%	8.5%	3.6%	5.3%	10.8%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	754	1,173	1,487	1,537	1,581
Net Borç / FAVÖK (x)	2.2	3.1	3.4	3.4	2.9
Net Borç / Özsermaye (x)	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8

Kaynak: İş Yatırım

Nakit Akım (mn ₺)	2016G	2017G	2018T	2019T	2020T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	262	223	129	296	359
Düzeltilme Öncesi Kar	306	296	313	249	338
Amortisman & İtfa Payları	59	82	108	116	125
İşletme Sermayesindeki Değ.	-60	-101	-130	-106	-92
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-42	-53	-162	37	-11
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-600	-322	-214	-177	-170
Sabit Sermaye Yatırımları	-610	-292	-184	-147	-170
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	9	-30	-30	-30	0
Serbest Nakit Akım	-338	-99	-85	119	189
Finansman Faal. Kay. Nakit	146	270	-11	-184	-188
Finansal Borçlardaki Değişim	383	501	168	1	59
Temettü Ödemeleri	-201	-192	-68	-53	-107
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-47	-45	-112	-132	-140
Net Nakit Değişimi	-202	165	-96	-66	1

This report has been prepared by “İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.” (İş Investment) solely for the information of clients of İş Investment. Opinions and estimates contained in this material are not under the scope of investment advisory services. Investment advisory services are given according to the investment advisory contract, signed between the intermediary institutions, portfolio management companies, investment banks and the clients. Opinions and recommendations contained in this report reflect the personal views of the analysts who supplied them. The investments discussed or recommended in this report may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. Investors must make their decisions based on their specific investment objectives and financial positions and with the assistance of independent advisors, as they believe necessary.

The information presented in this report has been obtained from public institutions, such as Istanbul Stock Exchange (ISE), Capital Market Board of Turkey (CMB), Republic of Turkey, Prime Ministry State Institute of Statistics (SIS), Central Bank of the Republic of Turkey (CBT); various media institutions, and other sources believed to be reliable but no independent verification has been made, nor is its accuracy or completeness guaranteed.

All information in these pages remains the property of İş Investment and as such may not be disseminated, copied, altered or changed in any way, nor may this information be printed for distribution purposes or forwarded as electronic attachments without the prior written permission of İş Investment. (www.isinvestment.com)

Capital IQ

A Division of Standard & Poor's

This research report can also be accessed by subscribers of Capital IQ, a division of Standard & Poor's. For more information, please visit Capital IQ's web site at www.capitaliq.com.