

Şirket Güncelleme

Parlak görünüm yeni yatırımlarla güçleniyor

CIMSA için hedef fiyatımızı TL39,75/hisse'den TL50,50/hisse'ye yükseltiyor ve revize ettiğimiz tahminlerimiz doğrultusunda tavsiyemizi "Endekse Paralel Getiri"den "Endeks Üzeri Getiri"ye yükseltiyoruz. 4Ç23 ve 2024 için güçlü iç talep, istikrarlı enerji maliyetleri ve karbon sıfır hedefine paralel olarak ürün kapasitesi, çeşitliliği ve karlılığı artıran yatırımların çeşitliliği beklentilerimizle 2023 ve 2024 tahminlerimizi yukarı yönlü revize ettik. 2023 için gelir ve FAVÖK tahminlerimizi sırasıyla %10 ve %12 artırırken, net kar tahminimizi %22 düşürdük. 2024 için gelir, FAVÖK ve net kar tahminlerimizi sırasıyla %16, %11 ve %1 oranında yükselttik.

Yurtiçi satışlar kentsel dönüşüm sayesinde yükselirken, kapasite artışı ihracatı olumlu yönde etkileyecektir

Güçlü gelir büyümesi 3Ç23'e kadar sonuçları desteklemiştir. Çimsa'nın 9A23 gelirlerindeki yıllık %53'lük artış, yılın her çeyreğinde yurtiçi gelirlerin payının artmasıyla desteklenirken, uluslararası gelirler de artış gösterdi. Kentsel dönüşüm hareketinin hız kazanması 2Ç23'ten itibaren talebin artmasını sağladı. 4Ç23 ve 2024'te kentsel dönüşümü detekleyen yasaların artmasıyla beraber yurt içi talebin artışının devam edeceğini öngörüyoruz. Ayrıca Çimsa, yurt dışında gri çimento pazarındaki açığı fark ederek ABD, Teksas'ta 600 ton kapasiteli bir gri çimento öğütme tesisi yatırımı gerçekleştirdi. Tesisin 2025 yıl sonunda devreye alınması planlanırken, kapasite artışının ihracat talebini karşılayarak 4Ç25'ten sonra yurtdışı gelirlerini artırmasını bekliyoruz.

Yatırımlar yüksek viteste devam ediyor

Çimsa, ABD'deki kapasite artışına ek olarak, Eskişehir Fabrikası'nda Atık Isıdan Elektrik Üretim Tesis'i'nin kurulumuna 4Ç23'te başlayacağını duyurmuştu. Bu yatırım, maliyetleri düşürmeye yönelik gelecek yatırımların bir göstergesi olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca Çimsa, Sabancı Buildings Solutions'ın (SBS) SAHOL'deki %10,1 hissesini satın alarak payını %50,1'e yükseltmiştir. Çimsa, bu satın almanın amacının SBS sonuçlarını konsolide etmek ve finansal destek ihtiyacının azalması nedeniyle operasyonel verimliliği artırmak olduğunu belirtti. Bu satın almanın şirketin yapı malzemeleri yatırımları tarafında daha bağımsız hareket etmesine olanak sağlayacağını öngörüyoruz. Son olarak, Çimsa 1Ç24'te EXSA hisselerini SAHOL hisseleri karşılığında SAHOL'e sattı. Alınan SAHOL paylarının satışından elde edilecek nakdin gelecekteki yatırımlar için kullanılacağını düşünüyoruz.

01 Şubat 2024

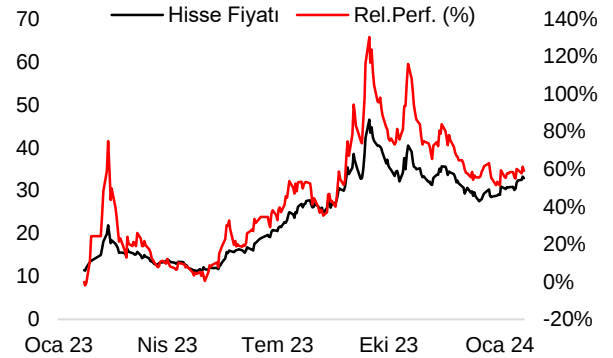
CIMSA Endeks Üzeri Getiri

Bloomberg/Reuters Kodu	CIMSA T1 / CIMSA.IS
Hisse Fiyatı (TL)	32.90
Hedef Fiyat (TL)	(Önceki 39,75) 50.50
Yükseliş Potansiyeli	54%

Piyasa Değeri (mn TL)	31,110
Halka Açıklık (%)	45.0
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)	10.53 / 51.17
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	14.2
Net Borç (mn TL) - 3Ç23	999
Firma Değeri(mn TL)	32,109

Tahminler TL mn	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	8,582	14,466	21,447	30,400
% büyüme	129%	69%	48%	42%
FAVÖK	1,236	3,201	4,647	6,528
% marj	14.4%	22.1%	21.7%	21.5%
Net Kar	3,432	2,574	4,267	5,887
% marj	40.0%	17.8%	19.9%	19.4%
Özkaynak Karlılığı	40%	18%	19%	20%
Çarpanlar				
F/K	4.0x	12.1x	7.3x	5.3x
FD/FAVÖK	11.1x	10.0x	6.9x	4.9x
F/DD	2.4x	4.0x	4.5x	3.1x

	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	-1%	-21%	70%	-1%
Mutlak Getiri	12%	-11%	191%	12%

Analist: [Emre Şahinler](#) +90 212 319 12 12Analist: [Dr. Övünç Gürsoy](#) +90 212 319 12 13

Değerleme

Çimsa'yı İNA modeli kullanarak değerliyoruz. Modelimiz CİMSA için 37,2 milyar TL'lik 12 aylık bir hedef değer ortaya koymaktadır, bu da TL50,50/hisse hedef fiyata işaret etmektedir. On yıllık tahminimize ilişkin olarak, Çimsa'nın brüt kar marjı ortalamasının 2023T-2024T arasında %25,2 olacağını varsayıyoruz. %21 risksiz faiz oranı, %5,5 özsermaye risk primi ve 0,91 beta ile %13,4 nihai büyüme oranı varsayımıyla, 2024E F/K değerimiz 11,1x'dir, hisse senedi mevcut hisse fiyatına göre %54 yukarı yönlü bir pozisyona işaret etmektedir.

Tablo 1: İNA Değerlemesi

TL mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Satışlar	8,582	14,466	21,447	30,400	41,573	53,940	67,291	80,581	95,287	110,771	127,663
Yıllık büyüme	129%	69%	48%	42%	37%	30%	25%	20%	18%	16%	15%
Brüt Kar	1479	3715	5293	7350	10156	13312	16606	19886	23420	27060	30931
Yıllık büyüme	107%	151%	42%	39%	38%	31%	25%	20%	18%	16%	14%
EBIT	1078	3047	4383	6123	8620	11459	14374	17237	20292	23419	26758
Yıllık büyüme	110%	183%	44%	40%	41%	33%	25%	20%	18%	15%	14%
FAVÖK	1,236	3,201	4,647	6,528	9,167	12,188	15,329	18,465	21,891	25,493	29,396
Yıllık büyüme	91%	159%	45%	40%	40%	33%	26%	20%	19%	16%	15%
FAVÖK marjı	14.4%	22.1%	21.7%	21.5%	22.1%	22.6%	22.8%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%
Net işletme sermayesi	1,166	1,621	2,209	2,974	3,661	4,626	5,879	7,569	9,709	12,254	15,232
İşletme sermayesi değişimi	215	455	588	765	687	965	1,253	1,690	2,140	2,545	2,979
Satışlara oranı	2.5%	3.1%	2.7%	2.5%	1.7%	1.8%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%
Sermaye giderleri	424	756	1,099	1,409	1,433	1,809	2,261	2,737	3,217	3,728	4,205
Satışlara oranı	4.9%	5.2%	5.1%	4.6%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
Vergi	6	410	1,096	1,531	2,155	2,865	3,593	4,309	5,073	5,855	6,690
Serbest nakit akışı	591	1,580	1,864	2,823	4,892	6,549	8,222	9,729	11,460	13,365	15,522
Yıllık büyüme	-211%	167%	18%	51%	73%	34%	26%	18%	18%	17%	16%
Serbest nakit akışı marjı	6.9%	10.9%	8.7%	9.3%	11.8%	12.1%	12.2%	12.1%	12.0%	12.1%	12.2%
AOSM	28.5%	27.9%	28.0%	28.0%	27.9%	27.9%	27.8%	27.7%	27.6%	27.6%	27.5%
İskonto faktörü	1.00	1.00	0.80	0.62	0.49	0.38	0.30	0.23	0.18	0.14	0.11
Serbest nakit akışının bugünkü değeri	591	1580	1484	1756	2379	2490	2446	2267	2092	1912	1741
Serbest nakit akışı - bugünkü değer toplamı	20,145										
Uç değer bugünkü değeri	13,960										
Firma değeri	34,106										
Net borç	-1,020										
Finansal Yatırımlar	1,955										
Öz sermaye değeri	37,082										
Ödenen temettü	0										
Hisse adeti (mn)	946										
Hesaplanan değer	39.22										
12 aylık hedef fiyat	50.50										
Anlık hisse değeri	32.90										
Yükselme (düşme) potansiyeli	54%										
								Sermaye maliyeti			
								Borçlanma maliyeti		40.00%	
								Özkaynak maliyeti		26.0%	
								Risksiz getiri oranı		21.00%	
								Hisse risk primi		5.50%	
								Hisse beta		0.91	
								Borçların ağırlığı		64%	
								Özkaynak ağırlığı		36%	
								Uç değer oranı		13.4%	
								Uç değer		124,476	

Katalizörler

- Kahramanmaraş depremi sonrası Türkiye'de kentsel dönüşüm projeleri
- 2024'e kadar istikrarlı enerji fiyatları
- Yurtiçi ve uluslararası talepteki eğilimlere göre kaynakları kaydırma esnekliği
- Döviz kazancı elde etmek için dış pazarlardaki genişlemeler ve yatırımlar

Riskler

- Yeni parasal sıkılaştırma politikalarının başarısız olması nedeniyle konut inşaatlarında yavaşlama.
- Elektrik, pet kok, kömür veya doğal gaz fiyatlarında artış
- Yüksek hammadde fiyat oynaklığı
- Çimento fiyatlarında düşüş

Tahmin Güncellemeleri: Kentsel dönüşüm ve yatırımların belirgin etkisi

SBS hisselerinin 4Ç23'te satın alınmasının sonucu olarak, 2023 yılsonu net kar tahminimizi %22 azaltarak 2.574mn TL'ye düşürüyoruz (önceki 3.320mn TL). SBS hisselerinin satın alınmasıyla Çimsa, şirketin sonuçlarını tamamen konsolide edecektir. Ayrıca, Kahramanmaraş depremi sonrasında hızlanan kentsel dönüşüm hareketi ve deprem bölgesinin yeniden inşası nedeniyle iç talebin artacağını, bunun da satışlara katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Bu nedenle gelir tahminimizi %10 artırarak 14.466mn TL'ye (önceki 13.159mn TL) yükseltiyoruz. 2023 yılı için FAVÖK tahminimizi, artan gelir tahminimizin yanı sıra 4. çeyrekte enerji fiyatlarının stabilizasyonu sayesinde %12 artırarak 3.201mn TL'ye (önceki 2.851mn TL) yükseltiyoruz. Yeni FAVÖK tahminimiz, önceki tahminimizin 0,5 puan üzerinde %22,1'lik bir FAVÖK marjına işaret etmektedir.

2024 yılında SBS'nin katkısı ve deprem sonrası talebin karşılanması sayesinde yine olumlu sonuçlar beklerken, 2024 yılında enerji fiyatlarındaki olası hafif artış nedeniyle FAVÖK marjının bir miktar olumsuz etkilenebileceğini öngörüyoruz. Bu nedenle, 2024 yılı gelir tahminimizi %16 artırarak 21.447mn TL'ye (önceki 18.522mn TL), FAVÖK tahminimizi %11 artırarak 4.647mn TL'ye (önceki 4.183mn TL) ve net kar tahminimizi %1 artırarak 4.267mn TL'ye (önceki 4.207mn TL) yükseltiyoruz.

Tablo 2: Tahmin Güncellemeleri (mn TL)

TRYmn	2023T			2024T		
	Eski	Yeni	Değişim	Eski	Yeni	Değişim
Satışlar	13,159	14,466	10%	18,522	21,447	16%
FAVÖK	2,851	3,201	12%	4,183	4,647	11%
FAVÖK marjı	21.7%	22.1%	0.5 pps	22.6%	21.7%	-0.9 pps
Net Kar	3,320	2,574	-22%	4,207	4,267	1%

Kaynak: OYAK YATIRIM Araştırma

Kentsel Dönüşüm iç talebi destekledi

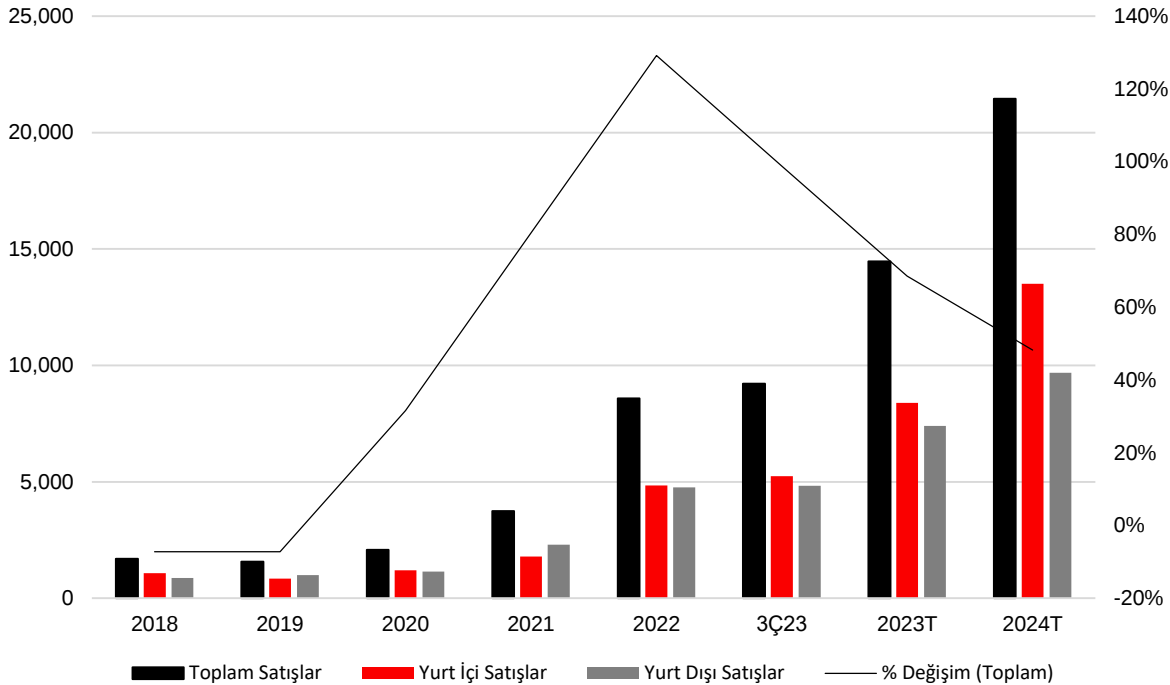
Çimsa hem yurt içi hem de yurt dışı pazarlarda önemli bir oyuncudur. Güçlü 3Ç sonuçlarının ardından 9A23'te toplam gelirler mevsimselliğin de etkisiyle yıllık bazda %53 büyüdü. Kentsel dönüşümün yurtiçi satışlar üzerindeki büyük etkisini 2023 yılının her çeyreğinde gördük. 2Ç23'te yurtiçi satışların payı %53'ten %57'ye, 3Ç23'te ise %57'den %59'a yükseldi. Normalde 1. ve 4. çeyrekler hava koşulları nedeniyle çimento şirketleri için zayıf dönemlerdir, ancak 2023 yılında havaların geç soğuması nedeniyle şirketin satışlarının 4Ç23'te geçen yıla göre daha yüksek olmasını bekliyoruz.

Kahramanmaraş depremi sonrası hızlanan kentsel dönüşüm hareketi nedeniyle 2Ç23 itibariyle gelirlerdeki yurtiçi satış payı artmaya başlamıştır. Ayrıca son dönemde KDV'den muaf arsa satışları ve kentsel dönüşüm yasasının TBMM'de kabul edilmesiyle birlikte konut inşaatlarını destekleyecek bu tür yasaların daha fazla açıklanacağını öngörüyoruz. Bu nedenle, iç talebin 4Ç23 ve 2024 boyunca yüksek kalmasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, 2023 ve 2024 yılları için yurt içi satış tahminlerimiz sırasıyla 8.390mn TL ve 13.510mn TL'dir.

İhracat tarafında ise gelirler, beyaz çimento ihracatı ve döviz kurlarının katkısıyla olumlu etkilenmektedir. Şirket son dönemde ABD pazarındaki gri çimento arzının dışa bağımlı olması nedeniyle talebin karşılanamadığını fark etmiştir. Bu nedenle Çimsa, SBS şirketi bünyesinde ABD'de 600 bin ton/yıl kapasiteli gri çimento öğütme tesisi yatırımı yapmıştır. Bu yatırım, 2025 yılından sonra ihracat gelirlerinin gelirler içindeki payını artıracak ve toplam gelirleri de olumlu yönde etkileyecektir.

Hem yurtiçi hem de yurt dışı satışlarındaki olumlu beklentilerimiz, CİMSA için 2023 gelir tahminimizi 14.466mn TL'ye (önceki 13.159mn TL) ve 2024 tahminimizi 21.447mn TL'ye (önceki 18.522mn TL) yükseltmemize neden oldu.

Tablo 3: Satışlar ve Satışların Büyümesi Gelişimi (mn TL)



Kaynak: Şirket, OYAK YATIRIM Araştırma

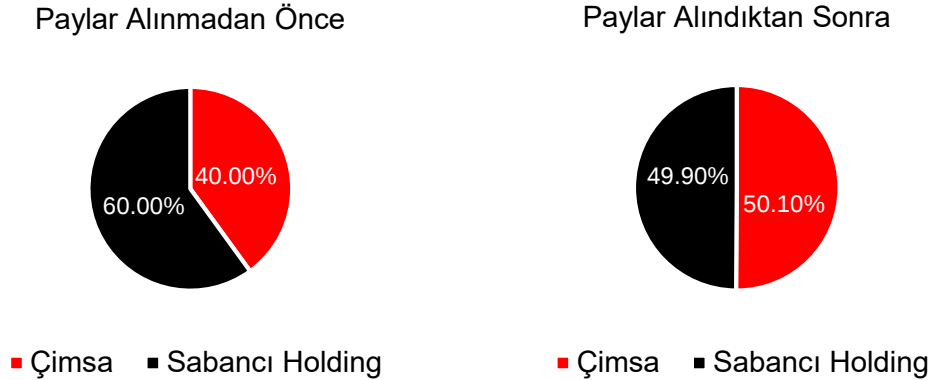
Sabancı Buildings Solutions (SBS): Hisse alımı sonrasında sonuçlar konsolide edilecek

Sabancı Building's Solutions (SBS), Çimsa'nın çimento ve yapı malzemeleri alanındaki yatırımlarını desteklemek amacıyla, Çimsa'nın borçlu olduğu dönemde Sabancı Holding'in katkılarıyla kurulmuştur. Şirket, Çimsa'nın yurt dışı operasyonlarını yönetmektedir. SBS, İspanya'da Bunol Fabrikası, Almanya'da Hamburg Terminali, Münih'te 2023 yılı sonunda faaliyete geçen Ar-Ge Merkezi, İtalya'da Trieste Terminali, İsrail'de Treminal ve ABD'de 2023 yılında inşaatına başlanan Gri Çimento Öğütme Tesisini işletmektedir.

Çimsa, 9A23'te net borç/FAVÖK oranını 0,4x seviyesine düşürmüştür. Borcunu azalttıktan sonra SBS'deki payını artırma kararı alan Çimsa, 4Ç23'ün sonuna doğru SBS'nin %10,1 hissesini Sabancı Holding'den 25,3mn EUR karşılığında satın almıştır. Bu işlem sonucunda Çimsa'nın SBS'deki payı %50,1'e yükselmiş olup, 4Ç23 itibariyle SBS'nin operasyonları Çimsa altında konsolide edilecektir.

Çimsa, SBS çatısı altında global yapı malzemesi yatırımları yaparken operasyonel verimliliği artırmayı hedeflemektedir. SBS operasyonlarının Çimsa'nın sonuçlarına 4Ç23 ve sonrasında %30 FAVÖK katkısı sağlamasını bekliyoruz.

Çimsa, satın alma sözleşmesine göre kalan SBS hisselerinin satın alınması işleminde önceliğe sahiptir. Çimsa'nın 9A23'teki gibi borçluluğunu başarılı bir şekilde yönetir ve SBS operasyonları beklentiler dahilinde devam ederse, SBS payını artıracığına ve SBS sonuçları ile bilançosunu güçlendireceğine inanıyoruz.

Tablo 4: SBS Ortaklık Yapısı

Kaynak: Şirket

ABD'de Gri Çimento Öğütme Tesis: Aracılar devre dışı kalacak karlılık artacak

Çimsa, 3Ç23'te SBS'nin %100 iştiraki olan Cimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corp. (Çimsa Americas) şirketinin 600 bin ton/yıl kapasiteli bir gri çimento öğütme tesisi yatırımı yaptığını duyurmuştu. Tesisin maliyeti 82 mn USD olup SBS'nin kendi kaynaklarıyla finanse edildi. Tesisin 4Ç25'te devreye alınması beklenmektedir.

Cimsa Americas'ın halihazırda ABD'de 300 bin ton/yıl kapasiteli beyaz çimento öğütme tesisi bulunuyor. Bu yatırım ile Çimsa, ABD'de beyaz çimentoda olduğu gibi gri çimento pazarında da aktif rol almak ve ABD'deki arz açığından yararlanmak istemektedir.

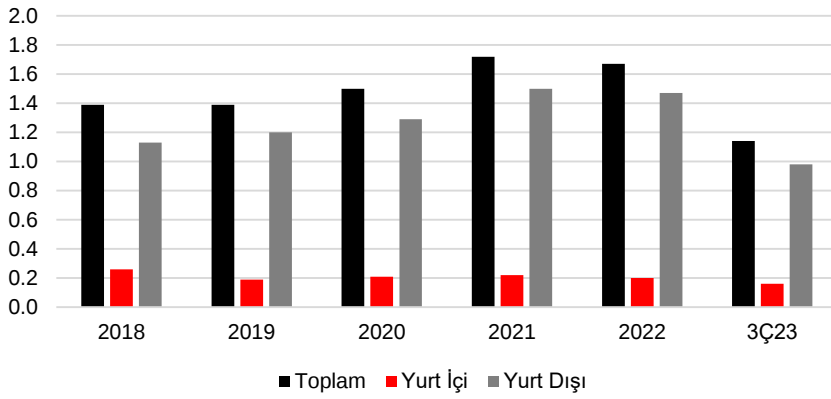
Bu yatırımdan önce Çimsa, gri çimento klinkerini Houston'da sahip olduğu limana ihraç ediyor ve gri çimento üreticilerine satıyordu. Çimsa bu yatırımın tamamlanmasıyla, Houston limanından kendi gri çimento öğütme tesisine klinker taşıyarak müşterilerine işlenmiş, katma değerli ve daha karlı ürünler satabilecek, satış işlemlerinde karlılığı sınırlandıran ve marjları daraltan aracıları ortadan kaldıracaktır. Ayrıca yeni tesis sayesinde Çimsa, standart bir şekilde çimento stoklamak yerine, getirilen klinkeri müşterilerin talep ettiği özellik, içerik ve kaliteye göre öğütme esnekliğine sahip olacak ve bu da satış hacmini artıracaktır.

Beyaz ve Gri Çimento: Kârlı ve çok yönlü ana iş kolları

Çimsa'nın ana gelir kaynağı beyaz ve beyaz çimentodur. Şirketin Eskişehir fabrikası 750 bin ton/yıl gri çimento ve 500 bin ton/yıl beyaz çimento, Mersin fabrikası 1,3 milyon ton/yıl gri çimento ve 1,28 milyon ton/yıl beyaz çimento, %51'i Çimsa'ya ait olan Afyon fabrikası ise 1,65 milyon ton/yıl gri çimento üretim kapasitesine sahiptir. Çimsa toplamda 3,7 milyon ton/yıl gri çimento ve 1,8 milyon ton/yıl beyaz çimento üretim kapasitesine sahiptir. Ayrıca, SBS'nin ABD'de 300 bin ton/yıl kapasiteli beyaz çimento öğütme tesisi bulunmaktadır. Aynı bölgede 3Ç23'te 600 bin ton/yıl kapasiteli gri çimento öğütme tesisinin inşaatına başlanmıştır.

Beyaz çimento özellikle ihracat tarafında etkili bir üründür. Beyaz çimento, stabilitesi ve yüksek dayanıklılığı nedeniyle yapı kimyasalları, prekast, cam elyaf takviyeli beton, bims, gaz beton, terrazo kiremit ve brüt beton üretiminde tercih edilmektedir. Çimsa, beyaz çimento pazarında dünyada 2. sırada yer almaktadır. Beyaz çimento, satış alanı açısından ağırlıklı olarak yurt dışına satılan bir üründür.

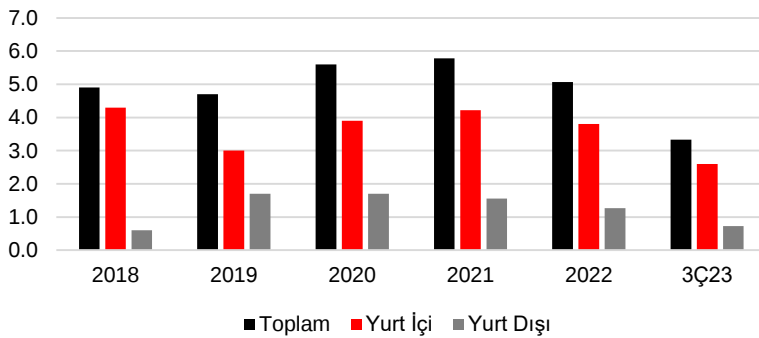
Tablo 5: Çimsa'nın Beyaz Çimento Satış Hacimleri (mn Ton)



Kaynak: Şirket

Gri çimento, hızlı üretim, yüksek dayanıklılık, sürdürülebilir özellikler, kontrollü hidratasyon sıcaklığı, yüksek mukavemet, sülfata karşı direnç, düşük alkali içeriği veya optimize edilmiş priz süresi gibi farklı ihtiyaçlar için geniş bir çözüm yelpazesi sunar. Gri çimento yurt içi satış payı yüksek olan bir üründür.

Tablo 6: Çimsa'nın Gri Çimento Satış Hacimleri (mn Ton)



Kaynak: Şirket

Kalsiyum Alüminat Çimento (CAC): Katma değerli, kârlı ürün

CAC yapı malzemeleri pazarında oldukça kârlı bir ürün olmasının yanı sıra şirketin karbon emisyonunu azaltma politikası doğrultusunda katma değerli bir üründür. Çimsa, CAC'de dünya pazarında 3. sırada yer almaktadır. CAC'ın en önemli özelliği, çimentoya kıyasla ısıya, aşınmaya ve kimyasallara karşı daha dayanıklı olmasıdır. Bu nedenle ürün en çok havaalanlarında pist yapımında kullanılmaktadır.

Çimsa, Mersin Fabrikası'nda SBS çatısı altında 50 bin ton/yıl üretim kapasitesi ile CAC üretmektedir. Şirket, geçtiğimiz yıl Mersin Fabrikası'nda 42,5mn USD tutarında 66 bin ton/yıl kapasite artışı yatırımı gerçekleştirmiştir. Kapasite artışı sonrasında Çimsa pazar payını %4'ten %10'a çıkarmayı hedeflemektedir.

Çimsa'nın ayrıca CAC yapı malzemesi kullanılarak üretilen Flycrete adında bir ürünü bulunmaktadır. Bu ürün, havaalanı pistleri ve endüstriyel zeminler için hızlı ve dayanıklı bir çözüm sunuyor. Çimsa, Flycrete'in zemine döküldükten 3 saat sonra kuru ve kullanıma hazır olduğunu belirtiyor. Bu yüzden bu ürün ağırlıklı olarak havaalanı pistlerinde kullanılıyor. Flycrete ürünü 2023 yılında Sabiha Gökçen Havalimanı'ndaki pist yenileme çalışmalarında kullanıldı.

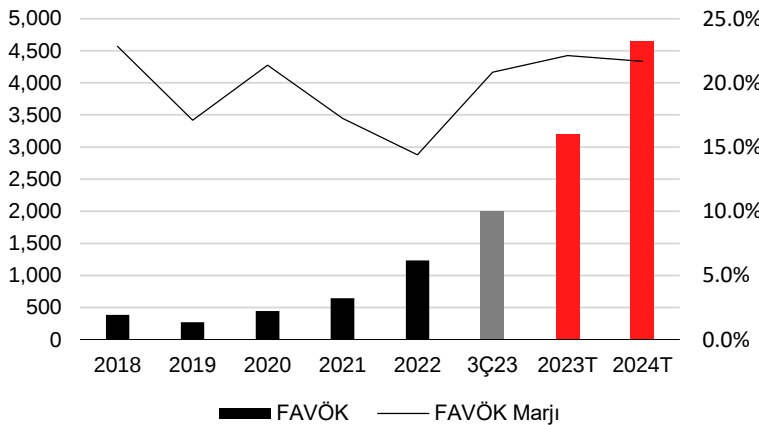
Düşük Enerji Fiyatları EBITDA'ya Katkı Sağladı

CİMSA'nın 2023 yılının ilk 3 çeyreğinde açıkladığı finansal sonuçlarında karlılığın yüksek olduğunu gözlemleyebiliyoruz. Üçüncü çeyrekler karşılaştırıldığında, 2023 yılı FAVÖK'ünün yıllık bazda %101 artarak toplamda 2.002mn TL'ye ulaştığını görüyoruz. 2023 ve 2024 yılsonu FAVÖK tahminlerimiz sırasıyla 3.201mn TL ve 4.647mn TL'dir. 3Ç22'ye kıyasla, FAVÖK marjı 3Ç23'te artan FAVÖK'ün katkısıyla %15,7'den %20,8'e yükselmiştir.

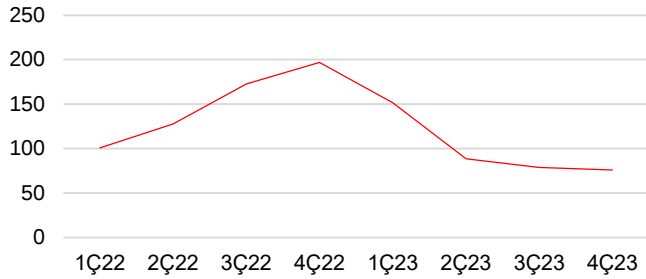
Yüksek FAVÖK ve FAVÖK marjı rakamlarının temel nedeni, çimento sektöründe ana maliyetlerden biri olan enerji maliyetlerinin 2023 yılının başında gerilemesidir. Tüm elektrik, doğalgaz, kömür ve pet kok fiyatlarında 1Ç23'te önemli bir düşüş gerçekleşmiş ve sonrasında bu düşük fiyatlarda bir stabilizasyon yaşanmıştır. Enerji maliyetlerinde 4Ç23'te hem CİMSA'nın hem de bizim beklentilerimizin altında hafif bir artış söz konusudur. 2024 yılı için enerji fiyatlarının sınırlı bir artış göstermesini ve kısmen normalleşmesini bekliyoruz. Fiyatların normalleşmesi için bu artışın 2024 yılı boyunca devam etmesini bekliyoruz.

Görece daha yüksek ancak yine de makul enerji maliyetleri beklentimiz nedeniyle 2023 ve 2024 FAVÖK tahminlerimizi sırasıyla 3.201mn TL ve 4.647mn TL'ye (önceki 2.851mn TL, 4.183mn TL) yükselttik. 4Ç23 için FAVÖK marjı tahminimiz önceki iki çeyreğin hafif altında %22,8'dir. Böylece 2023E ve 2024E için FAVÖK marjı beklentilerimiz sırasıyla %22,1 ve %21,7'dir.

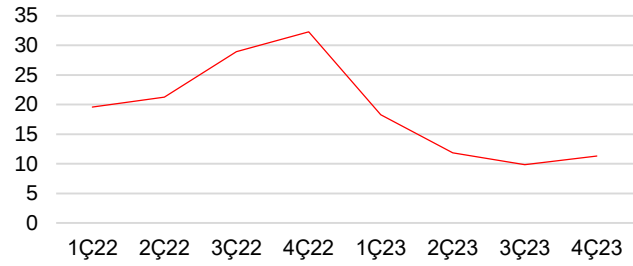
Tablo 7: FAVÖK ve FAVÖK marjı Gelişimi (mn TL)



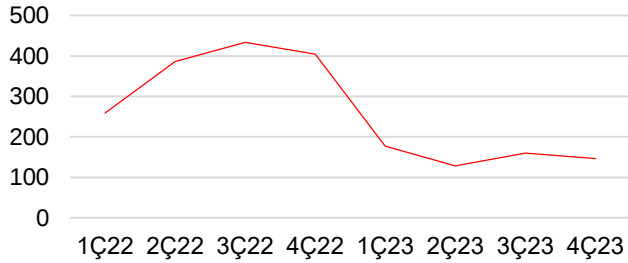
Kaynak: Şirket

Tablo 8: Elektrik Enerjisi Ağırlıklı Ortalama Fiyatı (USD/MWh)

Kaynak: EPIAŞ

Tablo 9: Doğal Gaz Ağırlıklı Ortalama Fiyatı (USD/MMBtu)

Kaynak: EPIAŞ

Tablo 10: Kömür Ağırlıklı Ortalama Fiyatı (USD/Ton)

Kaynak: Bloomberg

Sürdürülebilir ve yeşil bir gelecek hedefleniyor

Çimsa, orta ve uzun vadeli planlamalarını sürdürülebilir ve çevre dostu bir şirket olma hedefi doğrultusunda gerçekleştirmektedir. Çimsa, 2030 sürdürülebilirlik hedefleri kapsamında çimento üretimindeki CO2 emisyonunu %22 oranında azaltmayı hedeflemektedir. Ayrıca alternatif yakıt kullanım oranını %40'a, yenilenebilir elektrik tüketimini ise %80'in üzerine çıkarmayı hedeflemektedir. Gelir tarafında ise Çimsa, gelirlerinin yarısından fazlasını sürdürülebilir ürün ve hizmetlerden elde etmeyi amaçlamaktadır.

Ayrıca Çimsa'nın sürdürülebilirlik yol haritasındaki uzun vadeli hedefleri arasında 2050 yılına kadar net sıfır emisyon ve sıfır atık hedefi ile süreçlerinde alternatif hammadde ve yakıt kullanımının artırılması yer almaktadır. Bu hedeflerin yanı sıra teknoloji, Ar-Ge ve inovasyonun gücünü kullanarak sürdürülebilir ürün, hizmet ve iş modelleri geliştirmek de şirketin yol haritasındaki bir diğer önemli adımdır.

Şirket, sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda yeni yatırımlar başlatmıştır. Bu yatırımların sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda şirkete katkı sağlayacağını ve bu yatırımların artarak devam edeceğini öngörüyoruz.

Çimsa, BIST Sürdürülebilirlik 25 endeksinde yer alan ilk ve tek çimento şirketidir. Ayrıca Çimsa, üç ürünü için EPD Çevresel Ürün Beyanı Belgesi almıştır. 2022 yılında CDP İklim Değişikliği ve Su Güvenliği raporlarında "B" skoru almıştır.

Atık Isıdan Elektrik Üretimi: Maliyetleri düşüren, çevre dostu yatırımların ön gösterimi

Çimsa, 3Ç23'te Enerjisa Enerji ile sinerji yaratarak Eskişehir Fabrikası'nda Atık Isı Geri Kazanım (WHR) Tesisi kurma kararı almıştır. WHR tesisi 5.500 kWp DC kurulu kapasiteye sahip olacaktır. Çimsa, santralin 2024 yılı sonuna kadar tamamlanmasını beklemektedir. Eskişehir Fabrikası'nın yıllık elektrik tüketiminin %25'inin 1Ç25'ten sonra bu tesis tarafından karşılanması beklenmektedir. Yatırımın maliyeti Enerjisa Enerji tarafından karşılanacak olup, Çimsa'nın payına düşen ödemeler ise Enerjisa tarafından yapılacak bakım ve onarım çalışmalarındaki ekstra maliyetler ile karşılanacaktır. Yatırımın şirketin toplam maliyetleri üzerinde kayda değer bir etkisi olmamakla birlikte, şirketin hem maliyetleri düşürerek verimliliği artırmaya hem de karbon emisyonlarını azaltarak çevresel hedeflerine yönelik gelecekte yapacağı daha büyük yatırımların bir ön gösterimi olduğunu düşünüyoruz.

Sabancı Global Technology Center: Daha kârlı ve çevreci ürünler geliştiriliyor

Çimsa, SBS'nin Almanya'da Global Technology Center GmbH'yi (SGTC) kurduğunu ve 4Ç23'te faaliyetlerine başladığını duyurdu. SGTC Ar-Ge merkezi Münih Teknik Üniversitesi kampüsünde kurulmuştur. SGTC'nin amacı, başta CAC olmak üzere gri çimento, beyaz çimento ve diğer yapı malzemeleri için yenilikçi, çevre dostu ürün ve teknolojiler için araştırma ve geliştirme faaliyetleri yürütmektir. Bu yatırımın Çimsa'nın global anlamda tanınırlığı ve bilinirliği açısından önemli bir rol oynayacağına inanıyoruz. Ayrıca Çimsa, daha çevreci ve kârlı ürünlerle ürün kalitesini SGTC sayesinde artıracaktır.

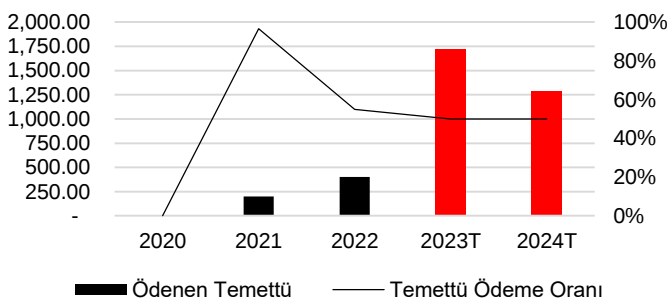
Exsa Paylarının Satışı: Yeni yatırımlar için nakit yaratma girişimi

1Ç24'te Çimsa'nın Exsa hisselerinin satışı tamamlanmıştır. Çimsa, satış öncesinde Exsa'nın %32,8'ine sahipti. Çimsa, Exsa hisselerinin tamamını Sabancı Holding'e 76.927.500 TL nominal değer üzerinden, Sabancı Holding sermayesinin %1,32'sini temsil eden 27.690.740,94 TL nominal değerli SAHOL hisseleri karşılığında satmıştır. Bu hisse satışı, şirketin iş kolunu sadeleştirme hedefi doğrultusunda gerçekleşmiştir. Çimsa'nın satın aldığı SAHOL hisselerini de satarak elde ettiği nakdi gelecekteki yatırımlarına aktaracağını düşünüyoruz. Niğde ve Kayseri fabrikaları da aynı amaçlarla 2022 yılında 110mn Euro'ya satılmış ve elde edilen nakit yurtdışı yatırımlar için kullanılmıştır.

Dividend focus Temettü Odağı Arttırıldı

Son yıllarda borçlu bir şirketten net nakit pozisyonuna dönen Çimsa'nın 3Ç23 sonuçlarına göre Net Borç/FAVÖK çarpanı 0,4x seviyesindedir. Çimsa 3Ç23 sonuçlarında 999mn TL net nakit pozisyonu açıklamıştır. Şirket 3Ç22'de net borçluydu. Şirket 2021 yılına kadar 3 yıl boyunca temettü dağıtmadı, 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla %97 ve %55 temettü ödeme oranına karşılık gelen sırasıyla 200mn TL ve 400mn TL brüt temettü dağıtmıştır. Şirket Eylül 2023 tarihli yatırımcı sunumunda temettü odağını artırdığını açıklamıştır. Bu nedenle şirketin 2023 yılı için %50 temettü ödeme oranı ile 1.716mn TL brüt temettü dağıtmasını bekliyoruz.

Tablo 11: Temettü (mn TL)



Kaynak: Şirket

Tablo 12: CIMSA Özet Finansallar

Gelir Tablosu (mn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Satışlar	2,076	3,745	8,582	14,466	21,447	30,400
Satışların Maliyeti	1,609	3,032	7,103	10,752	16,154	23,050
Brüt Kar	468	713	1,479	3,715	5,293	7,350
Faaliyet Giderleri	168	200	401	668	910	1,227
Faaliyet Gelirleri	351	744	1,299	3,465	5,062	6,994
FAVÖK	444	646	1,236	3,201	4,647	6,528
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	52	230	221	418	679	871
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-222	-283	-273	-633	104	-18
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	39	33	1,749	-480	120	200
Bağlı Ortaklıklara Ait Gelirler/(Giderler), Net	0	0	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	237	662	3,261	2,814	6,027	8,288
Vergi Gideri	38	93	18	379	1,507	2,072
Azınlık Payları	9	34	131	234	253	328
Net Kar/(Zarar)	207	727	3,432	2,574	4,267	5,887

Bilanço (mn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Nakit ve nakit benzerleri	904	258	2,660	3,380	5,009	7,339
Ticari alacaklar	322	901	1,869	2,913	4,142	5,787
Stoklar	229	698	1,126	1,558	2,296	3,213
Diğer dönen varlıklar	1,103	383	283	477	686	972
Dönen varlıklar	2,557	2,240	5,938	8,327	12,132	17,311
Maddi duran varlıklar	1,580	1,447	1,760	1,827	2,662	3,667
Maddi olmayan duran varlıklar	17	28	24	27	30	34
Diğer duran varlıklar	976	1,534	3,877	3,327	4,825	6,688
Duran varlıklar	2,572	3,009	5,661	5,181	7,518	10,389
Toplam varlıklar	5,129	5,249	11,599	13,509	19,650	27,701
Kısa vadeli borçlanmalar	1,306	957	2,796	2,070	3,069	4,350
Ticari borçlar	572	647	1,829	2,849	4,229	6,027
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,060	332	365	579	858	1,216
Kısa vadeli yükümlülükler	2,938	1,936	4,990	5,498	8,155	11,592
Uzun vadeli borçlanmalar	255	403	52	290	429	608
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	97	138	448	755	1,119	1,586
Uzun vadeli yükümlülükler	352	540	500	1,044	1,548	2,194
Özkaynaklar	1,839	2,773	6,109	6,966	9,947	13,914
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	5,129	5,249	11,599	13,509	19,650	27,701
Net borç	657	1,102	188	-1,020	-1,511	-2,380

Tablo 13: CIMSA Nakit Akışı

Nakit Akışı (mn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
FAVÖK	444	646	1,236	3,201	4,647	6,528
Faaliyet Karı Vergisi	38	93	18	379	1,507	2,072
Net işletme Sermayesi Değişimi	-336	973	215	455	588	765
Yatırım Harcamaları	25	132	424	756	1099	1409
Serbest Nakit Akımı	707	-532	591	1,580	1,864	2,823

Exhibit 14: CIMSA Rasyolar

Rasyolar	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Aktif kârlılığı	5%	14%	41%	21%	26%	25%
Özkaynak kârlılığı	12%	32%	77%	39%	50%	49%
Yatırılan Sermaye Karlılığı	12%	20%	32%	85%	81%	82%
Net borç/özsermaye	1.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
Net borç/FAVÖK	1.5	1.7	0.2	-0.3	-0.3	-0.4
Borçların sermayeye oranı	1.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0

Kaynak: Şirket, OYAK YATIRIM Araştırma

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

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 raporda yer alan bilgiler OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK YATIRIM Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK YATIRIM ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK YATIRIM ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.