

Şirket Güncelleme

Güçlü Sonuçlar Yolda

Hisse başına kar büyüme ivmesi 2Y'da hızlanmaya hazırlanıyor

Akcansa için TP'mizi revize edilen kazanç tahminleri doğrultusunda 175,00 TL'den 234,00 TL'ye yükseltiyoruz. İlk yarıyla kıyasla 2Y'de ve 2024'te potansiyel olarak güçlü kazanç büyümesine dayanarak, Akcansa'nın değerlemesini 7.5x'lik 24E F/K ve %55'lik özkaynak karlılığı ile 5.5x'lik EV/FAVÖK ile cazip buluyoruz. Yüksek çimento talebi ve düşük enerji fiyatları nedeniyle 2Y'da 1Y23'e kıyasla %7 kazanç artışı beklediğimizden, kazanç büyüme ivmesinin ileriye dönük olarak hızlanacağına inanıyoruz. Bunun da ötesinde, 24E net karının yıllık bazda %34'lük büyük bir artışla 4,3 milyar TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz.

Temel olarak, özellikle Marmara Bölgesi'nde hızlanan kentsel dönüşüme bağlı olarak güçlü yerel talep beklentilerimizle, 2023-24T net kar tahminimizi ortalama %16 artırarak sırasıyla 3,2 milyar TL (önceki: 2,9 milyar TL) ve 4,3 milyar TL (önceki: 3,6 milyar TL) olarak revize ediyoruz. 2023-24T FAVÖK tahminlerimizi ortalama %11 artırarak önümüzdeki iki yıl için %26,5 FAVÖK marjına işaret ediyoruz. Kazanç revizyonlarımız ışığında, Akcansa için "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi yineliyoruz.

KKO yükselmeye hazırlanıyor; talep güçlü görünüyor

Yüksek yurtiçi çimento talebi ve fiyatlandırmadaki rahatlık şimdiye kadar şirketin gelir yaratılmasına büyük ölçüde katkıda bulunmuştur. Avrupa'daki durgunluk risklerine rağmen, ihracat gelirleri de kazançları desteklemeye devam ediyor. Enerji fiyatlarındaki istikrarın 2Y ve 2024'te de devam edeceğini öngörüyoruz ve bunun FAVÖK'e katkı sağlayacağını düşünüyoruz. Ayrıca, Akcansa'nın %90'ın üzerinde kullanım oranına sahip 9mn ton gri çimento ve 7mn ton klinker üretim kapasitesi bulunmaktadır. Bu tesisler kentsel dönüşüm alanına yakın konumdadır. Akcansa'nın her yıl düzenli olarak kendi tesislerine yaptığı küçük bakım ve onarım yatırımları sayesinde bugüne kadar çimento kapasitesini artırdığını de belirtelim. Şirket, önümüzdeki dönemlerde de bu stratejisini sürdürmeyi planlamaktadır. Bu sınırlı ancak düzenli kapasite artışları, şirketin iyi gelir elde edebileceği lokasyonlarda uygulanmakta ve kapasite kullanım oranının düşme riskini ortadan kaldırmaktadır. Sonuç olarak, kapasite kullanım oranının önümüzdeki çeyreklerde daha da yüksek olacağına inanıyoruz.

16 Ekim 2023

AKCNS Endeks Üzeri Getiri

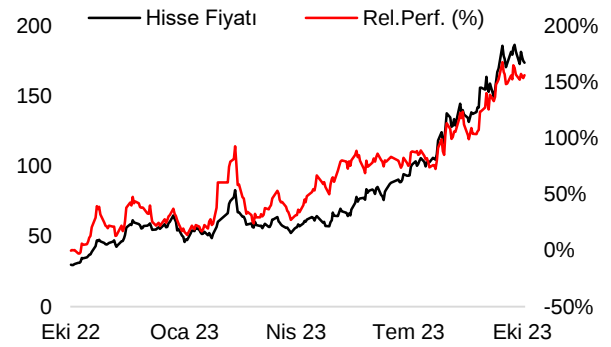
Bloomberg/Reuters Kodu	AKCNS TI / AKCNS.IS
Hisse Fiyatı (TL)	174.20
Hedef Fiyat (TL)	(Önceki 175,00) 234.00
Yükseliş Potansiyeli	34%

Piyasa Değeri (mn TL)	33,618
Halka Açıklık (%)	19.0
12 Aylık en düşük/en yüksek (TL)	29.44 / 199.90
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn USD)	12.9
Net Borç (mn TL) - 2Ç23	116
Firma Değeri(mn TL)	33,734

Tahminler USD mn	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	8,899	14,530	21,432
% büyüme	210%	63%	48%
FAVÖK	1,340	3,872	5,664
% marj	15.1%	26.6%	26.4%
Net Kar	1,521	3,220	4,309
% marj	17.1%	22.2%	20.1%
Özkaynak Karlılığı	104%	67%	55%
Kar Payı (mn TL)	250	665	890
% Kar dağıtım oranı	16.4%	20.6%	20.7%

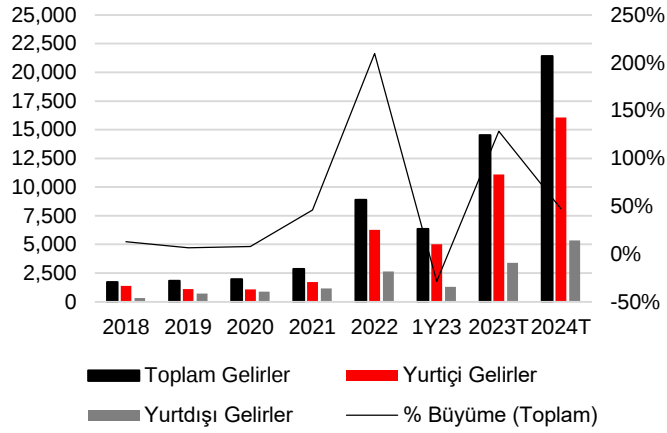
Çarpanlar	7.79x	10.1x	7.5x
F/K	7.79x	10.1x	7.5x
FD/FAVÖK	9.1x	8.3x	5.5x
F/DD	3.2x	5.3x	3.4x

	1A	3A	12A	YBB
Rel. Getiri	6%	44%	153%	93%
Mutlak Getiri	7%	44%	493%	190%

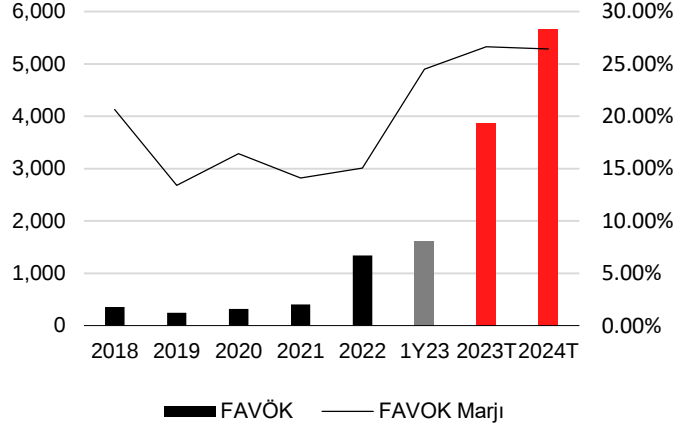
Analist: [Emre Şahinler](#) +90 212 319 12 12Analist: [Dr. Övünç Gürsoy](#) +90 212 319 12 13

Önemli Grafikler

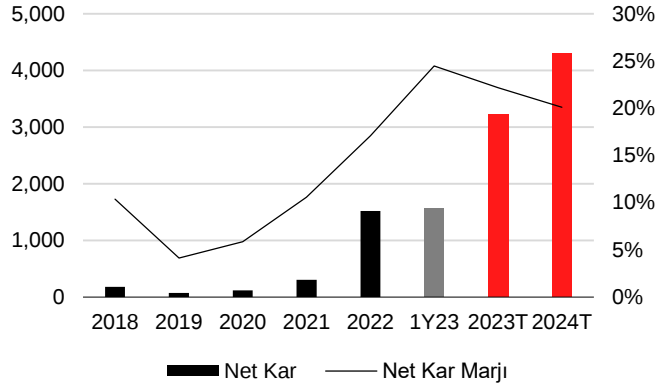
Ek 1: Gelir Değişimi (mnTL)



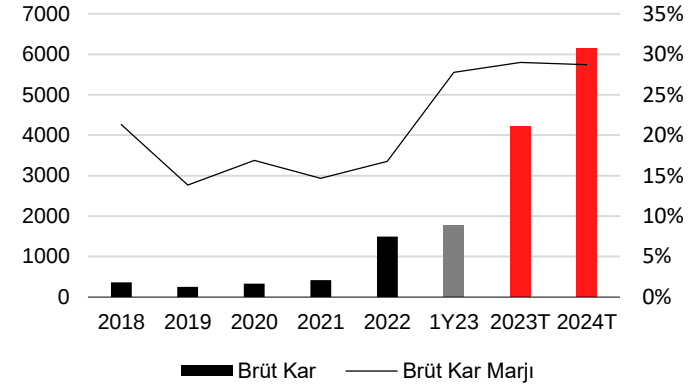
Ek 2: FAVÖK Değişimi (mnTL)



Ek 3: Net Kar Değişimi (mnTL)



Ek 4: Gross Profit Evolution (mnTL)



Değerleme

Akcansa'yı DCF modeli kullanarak değerliyoruz. Modelimiz Akcansa için 12 aylık 44,7 milyar TL hedef değer ortaya koyarken, bu da 234,00 TL hisse başı fiyata denk gelmektedir. On yıllık tahminimize göre, Akcansa'nın brüt kar marjı ortalamasının 2023T-2024T arasında %28,9 olacağını varsayıyoruz. 21,00 risksiz faiz oranı, %5,50 özsermaye risk primi ve 0,87 beta ile %6 nihai büyüme oranı varsayımı altında, 2024T F/K'sı 7,5x hisse senedi ima ettiğimizde, mevcut hisse fiyatına göre %34 artışa işaret etmektedir.

Ek 5: İNA Değerlemesi

TL mn	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satışlar	8,899	14,530	21,432	30,112	40,048	50,661	61,300	71,108	80,352	88,789	96,780
Yıllık büyüme	210%	63%	48%	41%	33%	27%	21%	16%	13%	11%	9%
Brüt Kar	1492	4214	6151	8567	11294	14161	16981	19556	21937	24063	26035
Yıllık büyüme	254%	182%	46%	39%	32%	25%	20%	15%	12%	10%	8%
EBIT	1212	3701	5380	7482	9806	12225	14575	16708	18679	20396	21966
Yıllık büyüme	309%	205%	45%	39%	31%	25%	19%	15%	12%	9%	8%
FAVÖK	1,340	3,872	5,664	7,893	10,357	12,925	15,435	17,741	19,849	21,768	23,576
Yıllık büyüme	230%	189%	46%	39%	31%	25%	19%	15%	12%	10%	8%
FAVÖK marjı	15.1%	26.6%	26.4%	26.2%	25.9%	25.5%	25.2%	24.9%	24.7%	24.5%	24.4%
Net işletme sermayesi	680	1,068	1,615	2,377	3,204	4,420	5,447	6,587	7,792	9,140	10,352
İşletme sermayesi değişimi	360	389	547	762	827	1,216	1,027	1,140	1,205	1,348	1,211
Satışlara oranı	4.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.1%	2.4%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.3%
Sermaye giderleri	438	935	1,133	1,272	1,385	1,494	1,607	1,729	1,549	1,704	1,874
Satışlara oranı	4.9%	6.4%	5.3%	4.2%	3.5%	2.9%	2.6%	2.4%	1.9%	1.9%	1.9%
Vergi	168	649	1,076	1,496	1,961	2,445	2,915	3,342	3,736	4,079	4,393
Serbest nakit akışı	373	1,899	2,909	4,363	6,183	7,770	9,886	11,531	13,359	14,636	16,097
Yıllık büyüme	596%	410%	53%	50%	42%	26%	27%	17%	16%	10%	10%
Serbest nakit akışı marjı	4.2%	13.1%	13.6%	14.5%	15.4%	15.3%	16.1%	16.2%	16.6%	16.5%	16.6%
AOSM	24.5%	24.6%	24.7%	24.7%	24.8%	24.9%	24.9%	25.0%	25.1%	25.1%	25.2%
İskonto faktörü	0.00	0.89	0.72	0.57	0.46	0.37	0.30	0.24	0.19	0.15	0.12
Serbest nakit akışının bugünkü değeri	332	1691	2081	2506	2848	2870	2926	2734	2535	2222	1954
Serbest nakit akışı - bugünkü değer toplamı	24,367										
Uç değer bugünkü değeri	10,812										
Firma değeri	35,179										
Net borç	-364										
Öz sermaye değeri	35,542										
Ödenen temettü	0										
Hisse adeti (mn)	191										
Hesaplanan değer	186.09										
12 aylık hedef fiyat	234.00										
Anlık hisse değeri	174.20										
Yükselme (düşme) potansiyeli	34%										
								Sermaye maliyeti			
								Borçlanma maliyeti		30.00%	
								Özkaynak maliyeti		25.8%	
								Risksiz getiri oranı		21.00%	
								Hisse risk primi		5.50%	
								Hisse beta		0.87	
								Borçların ağırlığı		50%	
								Özkaynak ağırlığı		50%	
								Uç değer oranı		6.0%	
								Uç değer		89,057	

Riskler

- Konut inşaatlarının azalmasına neden olacak yeni parasal sıkılaşma politikalarının uygulanmaması
- Enerji fiyatlarındaki artış
- Yüksek hammadde fiyat oynaklığı
- Çimento fiyatlarında düşüş

Katalizörler

- İstanbul depremi korkusu kentsel dönüşüm hareketini hızlandırarak iç talebi artırdı
- Üçüncü çeyrekte enerji fiyatları istikrarlı seyretti
- Kaynakları yurtiçi ve yurtdışı talebe göre kaydırma esnekliği
- Talebin güçlü olduğu yerlerde bakım ve onarım operasyonları sırasında küçük kapasite artışları

Ek 6: Akcansa Özet Finansallar

Gelir Tablosu (mn TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Satışlar	1,826	1,967	2,871	8,899	14,530	21,432
Satışların Maliyeti	1,573	1,635	2,450	7,407	10,316	15,281
Brüt Kar	253	332	421	1,492	4,214	6,151
Faaliyet Giderleri	106	110	124	280	513	772
Faaliyet Gelirleri	149	184	244	1,154	3,677	5,230
FAVÖK	245	323	405	1,340	3,872	5,664
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	1	-38	-52	-58	-23	-150
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-132	-41	-51	-216	-137	-89
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	71	3	40	20	364	244
Bağlı Ortaklıklara Ait Gelirler/(Giderler), Net	0	1	2	3	4	5
Vergi Öncesi Kar	87	146	233	958	3,905	5,386
Vergi Gideri	7	35	51	133	685	1,077
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Kar/(Zarar)	75	115	304	1,521	3,220	4,309

Bilanço (mn TL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T
Nakit ve nakit benzerleri	152	318	265	1,356	2,428	3,748
Ticari alacaklar	369	442	563	1,871	2,787	4,110
Stoklar	181	180	773	962	1,284	1,901
Diğer dönen varlıklar	61	96	195	181	291	429
Dönen varlıklar	763	1,037	1,795	4,371	6,789	10,188
Maddi duran varlıklar	826	853	904	1,224	1,989	2,837
Maddi olmayan duran varlıklar	43	44	45	60	62	64
Diğer duran varlıklar	378	498	759	2,407	3,705	5,251
Duran varlıklar	1,247	1,395	1,708	3,691	5,755	8,151
Toplam varlıklar	2,010	2,432	3,503	8,062	12,544	18,339
Kısa vadeli borçlanmalar	256	326	700	1,577	1,750	2,100
Ticari borçlar	356	444	1,016	2,154	3,002	4,396
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	38	68	80	224	581	857
Kısa vadeli yükümlülükler	649	838	1,796	3,955	5,333	7,354
Uzun vadeli borçlanmalar	221	281	90	164	315	331
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	99	106	74	275	654	964
Uzun vadeli yükümlülükler	320	387	164	439	968	1,296
Toplam Yükümlülükler	969	1,225	1,961	4,394	6,302	8,649
Özkaynaklar	1,041	1,207	1,543	3,667	6,243	9,690
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynak	2,010	2,432	3,503	8,062	12,544	18,339
Net borç	324	289	525	386	-364	-1,317

Kaynak: OYAK YATIRIM Araştırma, Şirket Sunumları

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 hisseler ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisseler ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisseler 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 değiştirebilir.

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.