

06 Ağustos 2019 Salı

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri		Hedef Fiyat (TL)		7,92	FD/FAVÖK (Cari)		8x	
Uzun Vadeli Öneri	TUT		Kapanış Fiyatı (TL)		6,63	F/K (Cari)		14,8x	
UFRS Gelir Tablosu - Özet			Açıklanan			Beklenti		Sapma %	
(mn TL)	2Ç19	1Ç19	Çeyreksel %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	476	336	42%	493	-3%	461	449	3%	6%
Brüt Kar	83	67	23%	139	-40%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	85	62	36%	133	-36%	100	92	-15%	-8%
Net Dönem Karı	5	18	-72%	80	-94%	22	19	-77%	-74%
Brüt Kar Marjı	17,3%	20,0%	-2,7 yp	28,2%	-10,8 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	17,8%	18,5%	-0,7 yp	27,1%	-9,2 yp	21,7%	20,5%	-3,9 yp	-2,6 yp
Net Kar Marjı	1,1%	5,4%	-4,4 yp	16,3%	-15,2 yp	4,8%	4,3%	-3,7 yp	-3,2 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Net finansal giderlerdeki artış net karı baskıladı (-)

Çimsa, 2Ç19'da beklentimizin %77, piyasa beklentisinin %74 altında yıllık bazda %94 düşüşle 5 mn TL net kâr açıkladı. Operasyonel kârlılık beklentilerin hafif altında seyrederken, tahminimizin üzerinde gerçekleşen net finansal giderler, net kârdaki sapmanın ana unsuru oldu. Beklentilere göre zayıf gerçekleşen 2Ç sonuçlarının, yılbaşından bu yana BIST100'e göre %19 negatif ayrıışan Şirket hisselerinde kısa vadede satış baskısı oluşturabileceğini düşünüyoruz. 2Ç'de operasyonel tarafta tahminlerimizin hafif altında kalan sonuçlara rağmen bu aşamada Çimsa için değerlendirme ve önerimizde bir değişikliğe gitmiyoruz.

- **Satış performansındaki gerileme 2Ç19'da da devam etti** - Çimsa'nın 2Ç19'da net satış gelirleri beklentilere paralel yıllık bazda %3 azalarak 476 mn TL'ye geriledi. Yurt içi inşaat aktivitesinde gözlenen gerilemeye bağlı Şirketin 2Ç19'da yurt içi satış gelirleri yıllık %32 daralarak 222 mn TL'ye gerilerken, sektördeki eğilime paralel ihracat gelirleri yıllık %44 artışla 337 mn TL'ye yükseldi. Şirketin konsolide ciroosu 1Y19'da yıllık %5 daralarak 812 mn TL'ye geriledi.
- **Operasyonel kârlılık beklentimizin altında** - Çimsa'nın başta enerji olmak üzere satış maliyetlerinde beklentimizin üzerinde gerçekleşen artış ve faaliyet giderlerinin ciroya oranının 2Ç18'deki %6 seviyesinden 2Ç19'da %8 seviyesine yükselmesi, operasyonel karlılığı olumsuz etkileyen unsurlar oldu. Böylece 2Ç19'da Çimsa'nın FAVÖK'ü beklentimizin %15, piyasa beklentisinin %8 altında yıllık bazda %36 düşüşle 85 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı ise yıllık 9,2 puan azalarak %17,8 seviyesine geriledi. Toplamda ise Şirketin konsolide FAVÖK'ü 1Y19'da yıllık %35 daralarak 147 mn TL'ye geriledi.
- **Net kar beklentileri karşılamadı** - 2Ç18'de 32 mn TL net finansal gider kaydeden Çimsa, bu çeyrekte banka kredileri faiz ve kur farkı giderlerindeki artışa bağlı olarak 83 mn TL net finansal gider kaydetti. Finansal giderlerdeki bu artış net karı baskılayarak, bu dönemde 13 mn TL ertelenmiş vergi geliri kaydedilmesi (2Ç18: 2,5 mn TL ertelenmiş vergi gideri) bu olumsuz etkiyi kısmen azalttı. Böylece Çimsa'nın net karı, 2Ç19'da beklentilerin altında, yıllık %94 gerilemeyle 5 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Konsolide net kar 1Y19'da yıllık %80 daralarak 23 mn TL'ye geriledi.
- **Değerleme ve öneri** - Şirketin 2Ç19 finansalları operasyonel tarafta beklentimizin hafif altında gerçekleşirken, net kar tarafında ise beklentilerin ciddi düzeyde altında kalmıştır. Bu nedenle yılbaşından bu yana endeksten %19 negatif ayrıışan Şirket hisselerinin 2Ç19 finansallarına olumsuz tepki vermesini bekliyoruz. Beklentilerimizin altında kalan zayıf sonuçlara rağmen bu aşamada kısa vadeli "Endekse Paralel Getiri", uzun vadeli "TUT" önerimizi sürdürürken, hisse başı hedef fiyatımızı da 7,92 TL olarak koruyoruz.

Analist: Selahattin AYDIN
Tel: +90 212 403 41 29

06 Ağustos 2019 Salı

Gelir Tablosu (m n TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	2Ç19	1Ç19	Çeyrekse %	2Ç18	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	476	336	42%	493	-3%	461	449	3%	6%
SMM	-393	-269	46%	-354	11%	-	-	m.d.	m.d.
Brüt Kar	83	67	23%	139	-40%	-	-	m.d.	m.d.
Operasyonel Gider	-39	-34	13%	-30	27%	-	-	m.d.	m.d.
FVÖK	44	33	33%	108	-60%	-	-	m.d.	m.d.
FAVÖK	85	62	36%	133	-36%	100	92	-15%	-8%
Op. Olmayan Gelir/Gider	-50	-19	155%	-12	322%	-	-	m.d.	m.d.
VÖK	-6	13	a.d.	97	a.d.	-	-	m.d.	m.d.
Net Dönem Karı	5	18	-72%	80	-94%	22	19	-77%	-74%
Brüt Kar Marjı	17%	20%	-2,7 yp	28%	-10,8 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	18%	19%	-0,7 yp	27%	-9,2 yp	21,7%	20,5%	-3,9 yp	-2,6 yp
Net Kar Marjı	1%	5%	-4,4 yp	16%	-15,2 yp	4,8%	4,3%	-3,7 yp	-3,2 yp

Bilanço (m n TL)	6A19	3A19		6A18	
Dönen Varlıklar	1.098	986	11%	950	16%
Hazır Değerler	177	145	22%	78	128%
Menkul Kıymetler	0	0	a.d.	0	a.d.
KV Ticari Alacaklar	493	441	12%	570	-14%
Stoklar	295	260	14%	217	36%
Diğer Dönen Varlıklar	133	140	-5%	85	56%
Duran Varlıklar	2.743	2.683	2%	2.413	14%
Aktif Toplamı	3.840	3.669	5%	3.364	14%
KV Borçlar	1.638	1.385	18%	1.200	37%
KV Finansal Borçlar	1.158	952	22%	870	33%
KV Ticari Borçlar	367	290	26%	250	47%
Diğer KV Borçlar	113	143	-21%	80	41%
UV Borçlar	720	825	-13%	729	-1%
UV Finansal Borçlar	581	669	-13%	597	-3%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	139	156	-11%	132	5%
Öz Sermaye	1.482	1.458	2%	1.435	3%
Pasif Toplamı	3.840	3.669	5%	3.364	14%
Net Borç	1.563	1.476	6%	1.389	13%
Alacak Tahsilat Süresi	112	110		108	
Stok İşleme Süresi - Yıllık	67	65		55	
Ticari Borç Ödeme Süresi - Yıllık	85	80		67	
Nakit Döndürme Süresi	110	113		114	

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Umut Deniz PAK	Analist	Kantitatif Analiz
Ekin Cem EKE	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.