



# **ÇİMENTO SEKTÖRÜ DEĞERLENDİRMEMİZ 2015**

**ARALIK 2014**

## ÇİMENTO SEKTÖRÜ - 2015

Gelişmekte olan ülkelerde artan talebin önemli katkısı ile küresel çimento tüketimi 2013 yılında 4 milyar ton düzeyinde gerçekleşirken en büyük çimento ithalatçısı ülkeler kategorisinde ise; ABD, Rusya, Libya, Fransa, Cezayir, Singapur, Umman sayılabilmektedir.

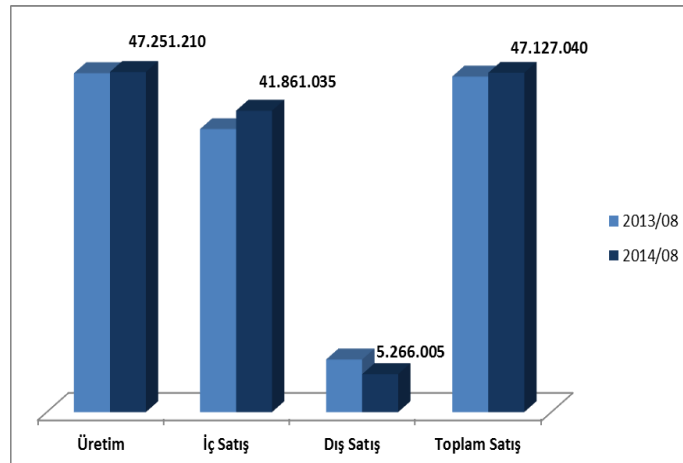
Üretim tarafında dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Çin, küresel üretimin yaklaşık yüzde 60'ını tek başına gerçekleştirmektedir. Toplam 67 tesisle faaliyet gösteren Türk çimento sektörü ise üretim sıralamasında Çin, Hindistan, ABD ve İran'ın ardından küresel üretim sıralamasında 5. sırada yer almaktadır.

İhracat tarafında ise Türkiye Avrupa ve Doğu Akdeniz'in en büyük üreticisi konumunda iken 2013 verilerine göre bir sıralama yapıldığında Çin'in ardından dünyanın en büyük 2. çimento ihracatçısı konumunda bulunmaktadır.

Dünya Çimento İhracatı				Dünya Çimento İthalatı			
(.000 \$)	2011	2012	2013	(.000 \$)	2011	2012	2013
Çin	620.353	683.626	795.959	ABD	569.840	620.278	636.280
Türkiye	911.572	797.973	739.674	Fransa	458.029	426.032	420.816
Almanya	755.186	627.988	583.186	Cezayir	125.396	253.992	397.546
Tayland	567.469	656.851	531.517	Rusya	228.616	376.114	379.734
Pakistan	465.147	570.334	529.683	Singapur	250.387	336.876	347.689
<b>Toplam</b>	<b>11.029.164</b>	<b>11.195.203</b>	<b>11.430.053</b>	<b>Toplam</b>	<b>12.297.822</b>	<b>12.068.241</b>	<b>11.923.583</b>
<i>Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, ITC</i>				<i>Kaynak : Ekonomi Bakanlığı, ITC</i>			

2014 yılının ilk 9 aylık verilerine göre Borsa İstanbul'da işlem gören çimento sektörü şirketleri yüksek kar marjları ile dikkat çekmeye devam etmektedir. Sektör şirketlerinin 2014/09 dönemi itibariyle, ortalama brüt esas faaliyet kar marjı yaklaşık yüzde 33, ortalama net kar marjı yüzde 21 ve ortalama özsermaye karlılığı da yüzde 18 düzeyindedir.

Türkiye Çimento Müstahsilleri Birliği verilerine göre; Ağustos 2014 itibariyle yılın ilk 8 ayında toplam çimento üretimi geçen yılın aynı dönemine kıyasla yüzde 0,4 düzeyinde sınırlı bir artış kaydederken yurtiçi satışlarda yüzde 6,5 düzeyinde artış ve ihracatta yüzde 28'lik düşüş ile toplam satışlar yıllık bazda yüzde 1,1 artış göstermiştir.



## ÇİMENTO SEKTÖRÜ - 2015

Toplam satışın dağılımında ise; yurt içi satış-ihracat payı 2013/08 döneminde sırasıyla %84 ve %16 iken 2014 yılının 8 aylık döneminde yıllık bazda kötüleşen ihracat performansı nedeniyle bu oranlar %89 ve %11 olmuştur, toplam üretimin %11'i ihraç edilmiştir.

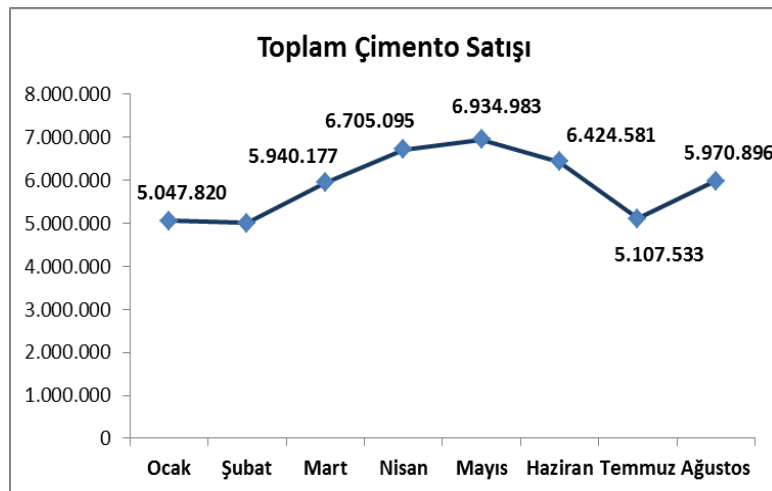
Hem yurt içinde devam eden büyük projeler hem de elverişli hava koşulları yurt içi talebi desteklerken bu şekilde çimento satışları 2014 yılına artış ile başlamış ve Haziran ayına dek bu performans devam etmiştir. Ramazan etkisi ile Temmuz ayında aylık bazda satış performansı düşerken Ağustos verileri yeniden toparlanmaya işaret etmektedir.

Toplam satışlarının yüzde 80-90 bandında bir kısmını yurt içine yapan çimento sektörünün performansı bakımından yurt içinde konut sektörünün görünümü büyük önem arz etmektedir.

2014 yılının ilk 7 aylık döneminde gerileyen konut satışlarında Ağustos ayından bu yana yeniden toparlanma sinyalleri gözlenmeye başlamıştır. Düşüş eğiliminde olan konut kredi faizleri, konut kredi stoğunda artış, 2015 yılında da enflasyonda (hem baz etkisi hem de düşen enerji fiyatları katkısıyla) gevşeme ve bunun da beraberinde faiz indirimlerine imkan yaratması beklentisi de gelecek döneme dair konut sektörüne dair beklentileri iyileştirmektedir.

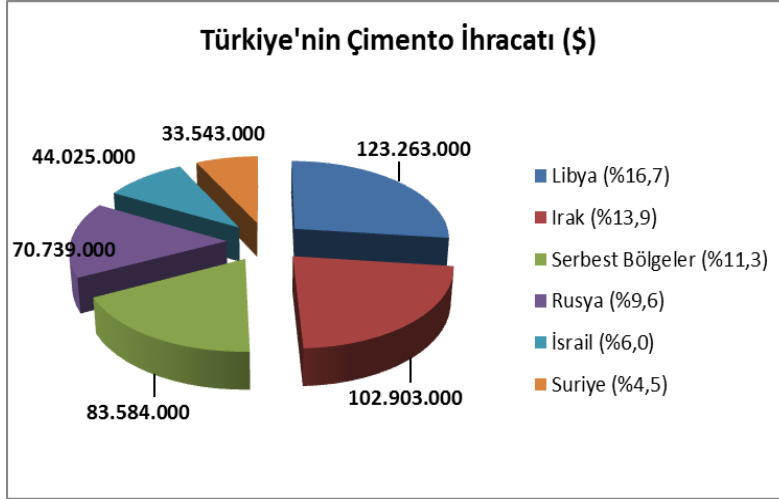
Yabancılar konut satışlarından görüldüğü üzere sektöre yabancı ilgisinin devam etmesi ve kentsel dönüşüm kapsamında gelecek 20 yılda 6,7 milyon konut biriminin dönüştürülmesi hedefi de konut sektörüne ve dolayısıyla çimento sektörüne dair potansiyel olumlu etkileri beraberinde getirmektedir.

Bu sayılan etkilere ek olarak Haziran 2015'te yapılması beklenen genel seçimlere dek kamu alt yapı harcamalarının artarak devam etmesini beklemekteyiz. Ayrıca, Kanal İstanbul, Avrasya Tüneli, 3. Havalimanı, 3.Boğaz Köprüsü gibi dev projeler de çimento sektörü açısından orta-uzun vadede iç talebin güçlü seyrinin devamını ve lokasyon itibarıyla de Marmara bölgesi ile bu bölgede faaliyet gösteren şirketlerin öne çıkmasını beklememize neden olmaktadır.



## ÇİMENTO SEKTÖRÜ - 2015

İhracat tarafında ise; Ekonomi Bakanlığı verilerine göre Türkiye, 2013 yılında 739,6 milyon ABD Doları değerinde ihracat ve toplam ihracattan aldığı % 6,47 pay ile dünya çimento sektörü ihracatında ikinci sırada yer alırken ülkelere göre ihracatımızın dağılımı ise aşağıdaki gibidir;



Kaynak : Ekonomi Bakanlığı

2013 yılında dolar bazlı olarak Türkiye'nin toplam çimento ihracatı yıllık bazda yüzde 7, ton bazında ise yüzde 10 gerilemiştir ve Ortadoğu ile Kuzey Afrika'daki siyasi ve sosyal karışıklarla yükselen tansiyon bu düşüşteki en temel unsurdur.

2014 yılının ilk 8 aylık verilerine bakıldığında ise ihracatta ton bazında geri çekilme devam etmektedir. TÇMA verilerine göre çimento ihracatı, geçen yılın aynı dönemine göre, yüzde 28 aşağıdadır.

2015 yılında ihracat performansının toparlanmaya başlaması için ihracatın büyük kısmını oluşturan Kuzey Afrika ve Ortadoğu'da devam eden karışık siyasi konjonktür ve jeopolitik risklerin ortadan kalkması ya da en azından yatışmaya başlaması gerekmektedir.

Ayrıca Ukrayna krizi nedeniyle Batı ülkelerinin yaptırımlarına maruz kalan ve net sermaye çıkışlarının 2015 yılında da devamını beklediğimiz Rusya'da Ekonomi Bakanı'nın resesyona yaşanabileceği açıklaması da Türk çimento sektörü açısından olumsuz bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır.

## ÇİMENTO SEKTÖRÜ - 2015

Mevcut durumda Türkiye ekonomisinin genelinde olduğu gibi büyümenin çimento sektöründe de önemli ölçüde iç talep kaynaklı olmasını beklemekteyiz. Konut sektöründe toparlanma beklentisi, kentsel dönüşüm, genel seçimler ve devam eden mega projeler de iç talepte canlılık beklentimizin temel taşlarını oluşturmaktadır.

Bu şekilde de konut sektöründe olduğu üzere, 2015 yılında Türk çimento sektöründe de GSYH artış hızının üzerinde bir büyüme hızının söz konusu olabileceğini öngörmekteyiz.

Son olarak da şirketler tarafında; maliyet düşürücü modernizasyon yatırımları yapmakta olan sektör açısından düşüş eğiliminde olan petrol fiyatlarının maliyet düşürücü ek etkisi sayesinde de 2015 yılında çimento sektörü şirketlerinin marjlarında iyileşme görmeyi beklemekteyiz.

## AKÇANSA

Akçansa ; Büyükçekmece ve Ladik fabrikalarında kalite ve üretimi arttırmaya yönelik yatırımlarını 2014 yılının ilk çeyreğinde tamamlamıştır, Kuzey Marmara otoyolu inşaatı için Fenertepe tesisini de 2014 yılı Nisan ayında faaliyete geçirmiştir.

Açıklandığı gibi Akçansa, Üçüncü Boğaz Köprüsü ve Avrupa yakasındaki bağlantı yollarının beton tedarikçisidir. 2017 ortasına kadar inşasının sürmesi beklenen Yavuz Sultan Selim Köprüsü ve Kuzey Marmara Otoyolu için 2,5 mn ton metreküp hazır beton ve 50 bin tonu özel çimento olmak üzere 750K ton çimento kullanılması beklenmektedir.

Çanakkale'deki fabrikasının da 2015 yılının Ocak ayında tamamlanması planlanmaktadır. Üretimdeki bu artış şirketin karlılığına da olumlu yansıtacaktır.

Altyapı çalışmaları ve kentsel dönüşüm projelerinin (3.Köprü, Avrasya Tüneli, Kanal İstanbul, 3. Havalimanı) ağırlıklı olarak Marmara Bölgesi'nde kalması şirketi olumlu etkilemektedir. Dolayısıyla 2015 yılında da çimento sektöründeki canlılık devam edecektir.

2015 seçim yılı öncesi düşük faiz ortamı da inşaat sektöründeki talebi destekleyecektir.

Tüpraş, Ocak 2015'ten itibaren yüksek sülfürlü petrokok üretimine başlayacaktır. Akçansa'nın da petrokok maliyetlerinde bir miktar gerileme göreceğiz. (Petrokok fiyatları da gerilemeye devam etmektedir) Elektrik fiyatlarında da bir artış beklemediğimizden maliyet baskısının 2015 yılında minimum seviyede gerçekleşmesini beklemekteyiz.

Sabancı Çimento Grubu Holcim-Lafarge'ın Avrupa'da satışa çıkardığı bazı tesislere teklif vermeyi planlamaktadır. İsviçre'li Holcim ve Fransız Lafarge'ın birleşmeleri sonucu rekabet kuralları gereği Avrupa'nın çeşitli ülkelerinde satışa çıkardıkları çimento tesislerine Sabancı Çimento Grubu tek başına ya da yabancı ortaklı bir konsorsiyum içinde teklif verebilir. Sabancı'nın bu teklifi Akçansa ya da Çimsa üzerinden verip vermeyeceği ise net değil.

<b>AKCNS</b>	<b>2014 T</b>	<b>2015T</b>
Satis Gelirleri	1440	1660
EBITDA	410	444
Net Kar	261	292
EV/EBITDA	7,3	7,2
F/K	11	10,5
<b>MEVCUT DEĞER</b>	<b>15,35</b>	
<b>HEDEF DEĞER</b>		<b>17,35</b>
<b>YÜKSELİŞ POTANSİYELİ</b>	<b>13,03%</b>	

## BOLU ÇİMENTO

Bolu Çimento 9A14 döneminde %83'lük klinker kapasite kullanım oranı ve %69'luk çimento kapasite kullanım oranına sahiptir. Böylece yılın üçüncü çeyreğinde şirketin brüt marjı %43'e yükselmiştir. Bu oran, geçen yılın aynı döneminin 9, bir önceki çeyreğin ise 1,5 puan üzerindedir.

3Ç14 döneminde geçen yıl aynı döneme göre şirketin gelirleri %20 artarken, ihracatı ise %1 azalmıştır. Bu durum bize çok açık bir şekilde gelirlerdeki artışın yurtiçi satışlardan kaynaklandığını göstermektedir.

Avrasya Tüneli, Yavuz Sultan Selim Köprüsü, Kanal İstanbul ve 3. Havalimanı gibi mega projelerinin yanında kentsel dönüşüme tabi konutların da %30'u Marmara Bölgesi'nde yer almaktadır. Bu da bölgedeki şirketlerin yüksek KKO oranı ile çalışmalarına imkan vermektedir. Bu canlı koşullar Bolu Çimento'nun finansallarına da yansımaktadır ve yansımaya devam edecektir.

Bu olumlu durumda; çimento fiyatlarındaki %10'luk artış, petrokok fiyatlarındaki gerileme ve KKO'un artması ile birlikte düşen sabit giderler ana etkindir.

Sadece kentsel dönüşüm projeleri bile 20 yıllık süreçte toplam 200 mn ton çimento talebini gündeme getirmekte ve 20 yıllık süreçte yapılacağını düşünsek bile yıllık 10 mn ton ek talebe işaret etmektedir. Bolu Çimento da 2015'te 2 mn ton çimento ve 800k ton cüruf satışı gerçekleştirmeyi hedeflemektedir.

Şirket, Atık Isı Enerji Santrali Yatırımı'nı tamamlayıp devreye almıştır. Atık ısıdan elektrik üretimi sonucunda Bolu Çimento'nun maliyetlerinde yaklaşık 7.5 mn TL seviyesinde düşüş gerçekleşmesi beklenmektedir.

Merkez Fabrika Değirmen Yatırımı'nın 2015'in ilk yarısında devreye alınması planlanmaktadır. Mayıs 2015'te Ankara Fırın Yatırımı'nın devreye alınması planlanmaktadır. Yatırımın 130 mn TL'lik kısmı gerçekleştirilmiştir. Bu kapasite artışları Bolu Çimento'nun hem pazar payını artırmak için daha rekabetçi olmasına hem de Orta Anadolu satışlarındaki maliyetin azalmasına neden olacaktır.

2015T 5.1x FD/FVAÖK çarpanı ile işlem gören BOLUC, yurtiçi benzerlerine kıyasla iskontolu işlem görmektedir. F/K ve PD/DD oranlarına göre iskontosu %14 ve % 16 seviyesinde bulunmaktadır.

<b>BOLUC</b>	<b>2014 T</b>	<b>2015T</b>
Satis Gelirleri	348	500
EBITDA	121	156
Net Kar	95	109
EV/EBITDA	6,7	5,9
F/K	7,6	7,2
<b>MEVCUT DEĞER</b>	<b>5,23</b>	
<b>HEDEF DEĞER</b>		<b>6,10</b>
<b>YÜKSELİŞ POTANSİYELİ</b>	<b>16,63%</b>	

Turkish Yatırım A.Ş.'nin diğler raporlarına;

[www.turkishyatirim.com](http://www.turkishyatirim.com)

[www.turkborsa.net](http://www.turkborsa.net)

<https://twitter.com/turkishyatirim>

<https://twitter.com/turkborsanet>

<https://tr-tr.facebook.com/turkborsa>

<https://twitter.com/turkishfx>

<http://www.turkishfx.com/>

adreslerinden ulaşabilirsiniz.

#### **ÇEKİNCE :**

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır. Turkish Yatırım, bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.