

CEMAŞ DÖKÜM

Yükselen faaliyet performansı

Çemaş Döküm (CEMAS Tİ) Üst Yönetimiyle, şirketi daha yakından tanımak ve şirketin kısa, orta ve uzun vadeli görünümü hakkında bilgi edinmek üzere bir toplantı yaptık. 1976 yılında, kamu iştiraki olarak kurulan şirket, 1995 yılından beri Işıklar Holding bünyesinde yer almaktadır. Şirket otomotiv, beyaz eşya, makine başta olmak üzere birçok sektöre her türlü döküm ürünlerini sağlamaktadır. Şirket hakkında öne çıkan olumlu notlarımız, şirketin farklı sektörlerden geniş müşteri ağına sahip olması, devam eden yatırımlarının 2021 yılında tamamlanması sonrası kapasitenin yaklaşık %80 artması, satışlarının döviz cinsinden olması, oto prodüktör olarak 2021'de devreye girecek güneş paneli sayesinde maliyetlerde sağlanacak kısıntılar ve bu yıl içinde tamamlanan bedelli sermaye artışı sonrası borçluluktaki azalmadır. Öte yandan, olumsuz tarafta ise, şirketin inşaat taahhüt işleriyle uğraşan iştirakinin elinde devam eden anlamlı miktarda iş olmaması, bu iş kolunun konsolide VAFÖK'ü yılın ilk 9 ayında %20 aşığına çekmiştir.

- Kapasite ve verimlilik artışı yatırımları:** Çemaş yerli ve yabancı geniş müşteri ağının yarattığı artan iş hacmiyle yeni kapasite ve verimlilik yatırımı yapmaktadır. 2021 yılı içerisinde üretim hattına eklenecek olan iki yeni tezgahla birlikte toplam kapasitesinin %80 artması ve önümüzdeki yıldan, özellikle de 2022'den itibaren yüksek satış büyümesine zemin hazırlaması beklenmektedir.
- Sermaye artışı sonrası sağlıklı bilanço:** Şirketin 2020 başında tamamladığı 237 milyon TL bedelli sermaye artışı sonrası 2019 sonunda 103 milyon TL olan net borç Eylül 2020'de 115 milyon TL net nakit pozisyonuna ve aynı dönemde 71 milyon TL olan döviz açık pozisyonu da 142 milyon TL uzun pozisyonuna dönüşmüştür. Bu da, özellikle 2020 boyunca net finansal ve diğer gelir kalemlerine olumlu yansımıştır (9A19: 36 milyon TL iken 9A20: 83 milyon TL). Sermaye artışı yatırımların finansmanı, özellikle döviz borçlarının kapatılması ve işletme sermayesi için kullanılmıştır.
- Faaliyetlerde kur riski yok:** Şirketin hem ihracat hem yurtiçi döküm satışlarının tamamına yakını döviz bazlı iken, doğrudan döviz bazlı tek maliyet kalemi, toplam maliyetlerin 2019'da %4'üne isabet eden ham madde maliyetleridir. Bu durum, TL'nin değer kaybettiği dönemlerde şirketin operasyonel karlılığına olumlu yansımaktadır.

Konsolide Finansallar ve Çarpanlar

TLmn	2016	Δ	2017	Δ	2018	Δ	2019	Δ
Net satışlar	118	23%	147	24%	141	-4%	145	3%
VAFÖK	4	n.m.	3	-18%	10	204%	1	-89%
Net Kar	-25	n.m.	-36	n.m.	-26	n.m.	-18	n.m.
Hisse Başına Kar (TL)	-0.11		-0.15		-0.11		-0.08	
Temettü Verimi	-		-		-		-	

Kaynak: Şirket Finansallar, YKY Araştırma

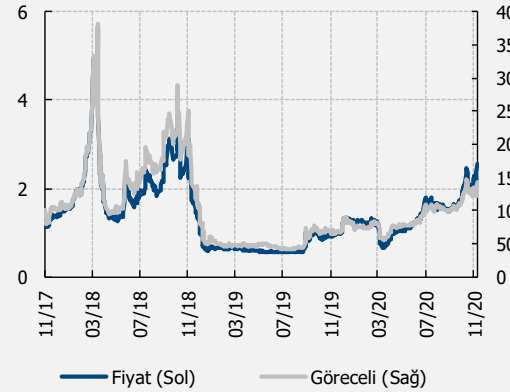
Fiyat Bilgileri

Kodu	CEMAS.TI / CEMAS.IS
Kapanış Fiyatı	TL2.55
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	1,209 / 157
Hisse Sayısı (mn)	474
Saklama Oranı	96%
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	171.95 / 22.23

Fiyat Aralığı (Yüksek / Düşük) (TL)

1 Aylık	2.55 / 1.93
1 Yıllık	2.55 / 0.65
Sene başından itibaren	2.55 / 0.65

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	20%	10%
3 Aylık	65%	38%
1 Yıllık	171%	118%
Sene başından itibaren	103%	78%



16 Kasım 2020 tarihi ile güncellenmiştir.

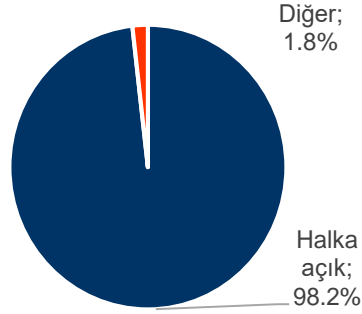
Göreceli performanslar BIST-100 Getiri Endeksine göre hesaplanmıştır

Behlül Katas, CFA
behlul.katas@ykyatirim.com.tr
+90 212 319 83 66

Genel Bilgi

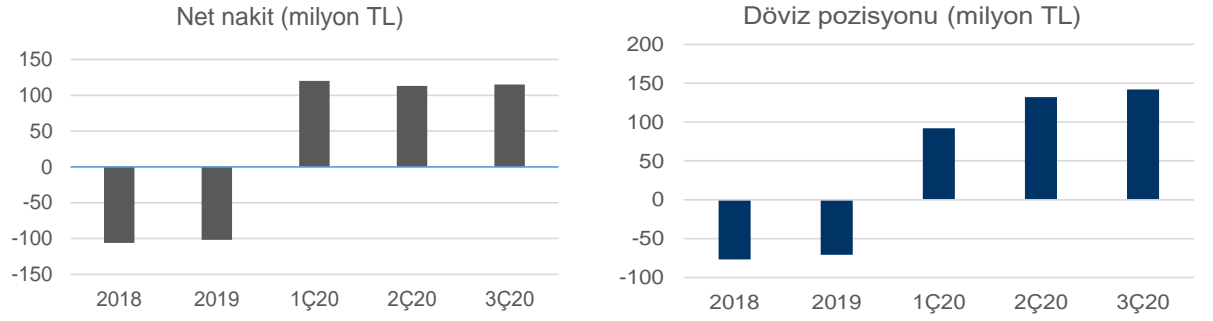
1976'da Kırşehir'de kamu iştiraki olarak kurulan şirket 1995'ten beri faaliyetlerine Işıklar Holding bünyesinde devam etmektedir. Çemaş yıllık 30 bin ton döküm kapasitesiyle sektöründe Türkiye'nin en büyük ölçekli şirketlerindedir. Ağırlıklı otomotiv, beyaz eşya, makine gibi çok çeşitli sektörlerde bilya, pik ve sfero başta olmak üzere döküm ürünleri sağlamaktadır. Hem yurt içinde hem de yurt dışında çok geniş bir müşteri ağına sahip olan şirket otomotiv sektöründe MAN, FORD ve Mercedes gibi şirketlerle, beyaz eşya sektöründe ise Türkiye'nin iki ana oyuncusu Arçelik ve Vestel ile çalışmaktadır. Şirketin ana iş kolu "döküm" dışında, tam konsolidasyona tabi iştirakleri vasıtasıyla enerji ve inşaat sektörlerinde de faaliyetleri bulunmaktadır. Enerji sektöründe, 13MW toplam kurulu güce sahip BND Elektrik, inşaat sektöründe de, genelde sulama işi inşaatları yapan bir taahhüt şirketi Özışık İnşaat bulunmaktadır. Bunların yanında, Çemaş'ın, Işıklar Holding'in halka açık iştiraki Niğbaş Beton'da da yaklaşık %10 payı bulunmaktadır.

Grafik 1: Ortaklık yapısı



Kaynak: Çemaş

Çemaş 2020 yılının başında %100 oranında bedelli sermaye artırımını yoluyla ödenmiş sermayesini 237 milyon TL arttırarak 474 milyon TL'ye yükseltmiştir. Sermaye artırımının amacı özellikle BND Elektrik'in döviz borcunun (13.6 milyon dolar) kapatılması, enerji maliyetlerini azaltmak üzere toplam enerji ihtiyacının yaklaşık dörtte birini karşılayacak olan 6 MW kurulu güce sahip güneş paneli kurulumu, üretim tesislerinde kapasite artışı, eski kalıplama hattının modernizasyonu ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının giderilmesi olarak planlanmıştır. Özellikle geçtiğimiz yıllarda işletme sermayesi ihtiyacı karlılığı olumsuz etkilerken sermaye artırımında işletme sermayesine ayrılan yaklaşık 60 milyon TL'lik fonun ihtiyacı önemli ölçüde karşılaması beklenmektedir. Sermaye artışı, hem net borç pozisyonunun net nakite dönmesini sağlamış (2019: 103 milyon TL net borç 9A20: 115 milyon TL net nakit) hem de döviz cinsi borçların kapatılmasıyla birlikte 2019 sonunda 71 milyon TL olan döviz açık pozisyonun Eylül 2020 sonunda 132 milyon TL döviz uzun pozisyona dönmesini sağlamıştır. Şirketin bilanço yapısının 2020 yılında 2019'a göre daha güçlü hale geldiği görülmektedir.

Grafik 2: Net nakit ve döviz pozisyonları

Kaynak: Çemaş

Çemaş'ın Faaliyetlerine Bakış

Son yıllarda döküm sanayiinin çevresel faktörler ve yüksek işçilik maliyetleri nedeniyle Avrupa'dan Türkiye'ye doğru kaydığı görülüyor. Türkiye, toplam işleme kapasitesi bakımından Avrupa'nın üçüncü; demirli işleme kapasitesi bakımından ise ikinci büyük oyuncusudur. Global ölçekte ise %2'lik toplam paya sahiptir.

Türkiye'nin büyük ölçekli döküm işletmelerinden biri olan Çemaş özellikle Avrupa'dan ülkemize kayan üretim trendlerinden faydalanmaktadır. Otomotiv sektörünün uluslararası düzeyde önemli oyuncularını Mercedes, MAN ve Ford gibi şirketlere ikili anlaşmalarla direk parça üretimi yapmaktadır. Bu şirketler kendi standartlarına uyum konusunda üst düzeyde hassas oldukları için döküm işinde ortaklık yaptıkları şirketlerde seçici davranmakta ve sürekli denetim mekanizmasıyla ilerlemektedir ve bu nedenle, özellikle de belli parçalar için üreticilerini sık değiştirmeyi tercih etmemektedirler. Çemaş'ın en güçlü yanlarından biri söz konusu şirketlerle yıllara dayanan kalite standardı ve güven çerçevesinde kurulmuş olan müşteri ilişkileridir ve şirketi rakiplerinden ayırmaktadır. Çemaş bu sayede birçok ihracat pazarına da erişim kazanmaktadır (Avrupa, Kuzey Afrika, Ortadoğu v.b.). Ağırlıklı otomotiv sektörüne hizmet veren şirket ayrıca beyaz eşya, makine, çimento, inşaat ve tarım makineleri gibi sektörlerde de çok çeşitli müşterilerle çalışmaktadır. Beyaz eşya sektöründe halka açık Arçelik ve Vestel, tarım makinelerinde de Türk Traktör tedarik sağladığı belli başlı firmalardır.

Geniş müşteri ağı, risk dağılımı sayesinde, şirketin krizlere karşı daha sağlam durmasını sağlamaktadır. Örneğin, hizmet verdiği bazı sektörlerin yaşadığı büyük sıkıntıların aksine, Çemaş, iş hacmi açısından pandemi döneminin yarattığı olumsuzluklardan çok fazla etkilenmemiştir. Şirketin yılın ilk 9 ayındaki üretim hacmi bir önceki yılın aynı dönemine göre %18 artarak 14,1 bin ton olmuştur. Önümüzdeki dönemde de geniş müşteri ağının şirket açısından önemli bir avantaj olarak kalmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Yatırımlar

Kapasite ve verimlilik: Çemaş halen yaptığı yatırımlarla üretim hattına iki adet CNC işleme makinesi ile birlikte iki adet taşlama makinesi, bir adet bilya yağda soğutma, iki adet mobil bilya ayıklama makinesi ve bir adet metal talaş sıkıştırma makinesi eklemektedir ve bu yatırımların bazıları tamamlanmış bazıları ise halen devam etmektedir. Bunlarla birlikte, halen düşük verimle çalışan eski yatay kalıplama hattı yenilenmekte ve bu sayede önemli verimlilik artışı beklenmektedir. Bu yatırımlarla birlikte dışarıya fason yaptırılan işlerde azalma amaçlanmakta ve karlılığı görece daha fazla olan yüksek ağırlıklı parçaları daha fazla üretebilme kabiliyetine erişecektir. Bu yatırımların toplam bedeli 6 milyon Euro civarındadır ve 2021 yılının ikinci yarısında tüm yatırımların tamamlanmasıyla birlikte kapasitenin yaklaşık %80 oranında artması beklenmektedir. Bu yatırımlar, daha ziyade otomotiv sanayiine yönelik üretim için yapılmaktadır ve bu sektörün toplam içerisindeki payı artacaktır. Yatırımlar neticesinde hem satış hacminde hem de faaliyet karlılığında (özellikle verim artışlarıyla birlikte) artış beklenmektedir. Öte yandan, yeni kapasitenin %100 verimliliğe ulaşması 8-9 ay sürebileceği için, yeni yatırımların faaliyet sonuçları üzerindeki etkisinin 2021 yılıyla birlikte görülmeye başlanması ancak asıl sıçramanın 2022 yılında yaşanması daha olası gözükmektedir.

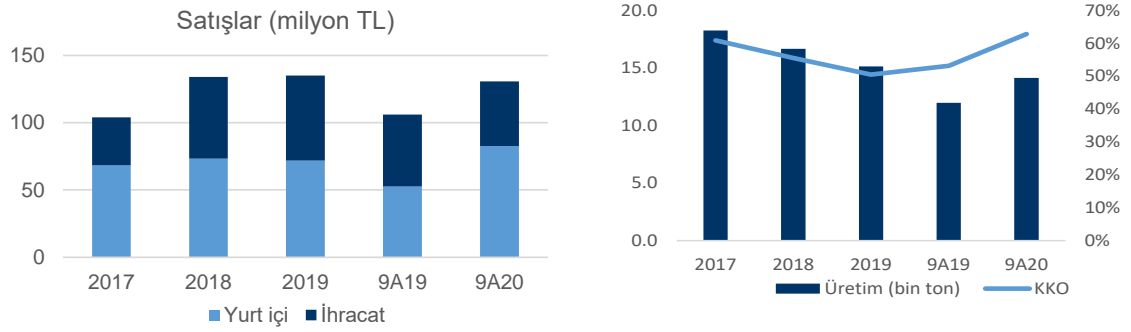
Güneş enerjisi santrali: Elektrik maliyeti, döküm işlemlerinde ham maddeden sonra işçilikle beraber en önemli maliyet kalemi olarak öne çıkmaktadır. Şirket yönetiminden edindiğimiz bilgiye göre, elektrik tüketimi toplam üretim maliyetlerinin yaklaşık %17'sini oluşturmaktadır. Şirket, elektrik maliyetlerini azaltmak amacıyla Kırşehir'deki fabrika arazisinde 80 dönümlük alanda yaklaşık 3 milyon dolar bedelle 6 MW kurulu güce sahip otoprodüktör lisanslı bir güneş enerjisi santrali kurmaktadır. Türkiye'de ilk defa kullanılacak yüksek verimli Bifacial Perc teknolojisine sahip söz konusu santralin şirketin toplam elektrik ihtiyacının yaklaşık dörtte birini karşılaması ve yıllık 800 bin dolar civarında bir maliyet tasarrufu sağlaması beklenmektedir.

Satışlar

Çemaş'ın döküm satışları bilya, pik ve sfero olmak üzere üç ana başlıkta toplanmaktadır. Döküm satışlarının 9A20 itibariyle yaklaşık %37'si ihracat (2019: yaklaşık %47) olup yurt içine yapılan satışların da hemen hemen hepsi döviz bazlı gerçekleşmektedir. Dolayısıyla faaliyetlerin kur riskine karşı göreceli olarak korunaklı bir yapısı bulunmaktadır. Özellikle otomotiv sektörü lokomotif konumda olup önümüzdeki yıllarda tamamlanan yatırımlar sonrası bu sektörün ağırlığının bir miktar daha artması beklenmektedir.

Yıllar itibariyle kapasite kullanım oranı (KKO) görece düşük seviyelerde kalmaktadır. Bunun ana sebeplerinden biri ise özellikle eski teknolojiyle çalışan kalıplama hattının neden olduğu üretim kayıpları gibi gözükmektedir. Yatırımlar tamamlandıktan sonra bu oranda da bir artış görülmesini bekliyoruz.

Grafik 3: Döküm satışları, üretim ve KKO*



Kaynak: Cemaş, YKY Araştırma

*30 bin ton üretim kapasitesi üzerinden yıllık toplam üretim baz alınarak hesaplanmıştır

Basında yer alan haberlere göre MAN, Almanya'daki ve Avusturya'daki üretim tesislerini başka ülkelere kaydırmayı planlamakta ve Türkiye de bu tesisler için aday ülkelerden biri konumundadır. MAN'ın, söz konusu yatırımı Türkiye'de yaptığı takdirde halihazırda yakın olarak çalıştığı Çemaş'ın iş hacminin bundan olumlu etkilenmesini bekleriz. Öte yandan, şirket Üst Yönetimi MAN'ın bu olası yatırımıyla ilgili kendilerinde resmi bir bilgi olmadığını belirtiyor.

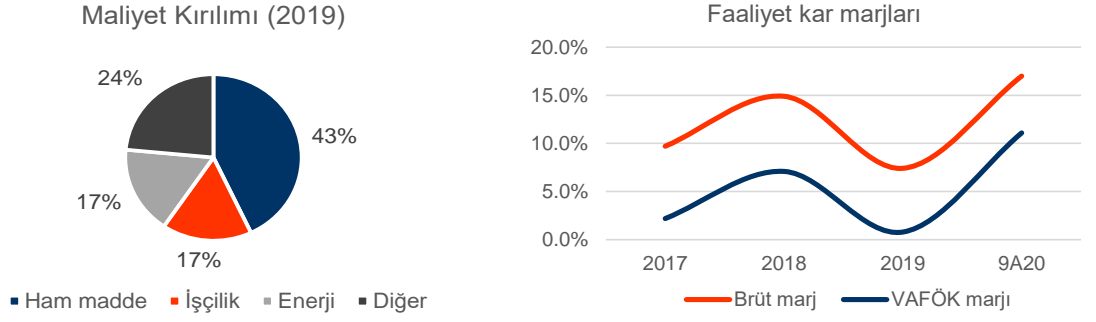
Maliyetler

2019 yıl sonu verilerine göre ham madde ve malzeme giderleri toplam üretim maliyetlerinin yaklaşık %43'ünü oluşturmaktadır. Ağırlıklı olarak hurda alımlarından oluşan bu kalem genelde döviz bazlı olup kur hareketlerinden direkt olarak etkilenmektedir. Örneğin kurun ciddi anlamda yukarı gittiği 2018 yılında Türkiye'deki dökümhanelerin ham madde maliyetleri döviz bazlı yaklaşık %3 artarken TL bazında %44 civarında yükselmiştir.

Raporun yatırımlar kısmında belirttiğimiz gibi ham madde maliyetlerinden sonra en önemli iki kalem işçilik ve enerji maliyetleridir. İşçilik maliyetleri enflasyona bağlı olarak TL bazlı iken enerji maliyetleri uygulanan elektrik tüketim tariflerinin belirlenme sürecine bağlı şekilde kısmi olarak dövizde endekslidir.

Faaliyet giderlerinin (genel yönetim ve satış pazarlama) toplam satışlara oranı ise son üç yılda %12,5-13% bandında seyretmektedir. Satış pazarlama giderlerindeki en büyük kalemi (toplamın %85'inden fazla) nakliye giderleri oluşturmaktadır ve bu gider kalemi TL'nin değer kaybından veya kazancından etkilenmektedir. Genel yönetim giderleri kalemi ise ağırlıklı olarak TL bazlıdır.

Grafik 4: Üretim maliyetleri ve kar marjları

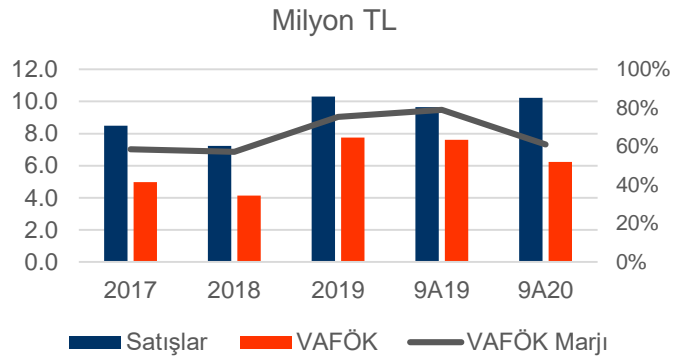


Kaynak: Çemaş, YKY Araştırma

İştiraklere bakış

BND Elektrik: Çemaş'ın %89,9 oranında direk pay sahibi olduğu şirket finansal tablolarında tam konsolidasyon yöntemine tabi tutulmaktadır. Toplam 13,7 MW (nehir tipi HES) kurulu güce sahip iki adet santrali bulunan şirket (biri Ordu/Giresun diğeri Kahramanmaraş/Osmaniye sınırlarında olmak üzere) bu santraller için DSİ'ye lisans anlaşmasının avantajlı bir maddesi olarak su kullanım katkı payı ödememektedir. BND'nin üretim tesisleri yenilenebilir enerjiyi teşvik kapsamında uygulanan YEKDEM alım garantisi kapsamında elektriği 7,3 dolar cent kWh fiyatından satmaktadır. 2018-9A20 dönemi içerisinde VAFÖK marjı %57-75 arasında olan şirket özellikle döviz borçları nedeniyle ilgili dönemlerde net zarar açıklarken Çemaş'ın yaptığı bedelli sermaye artışı sonrası bu borçların kapatılması sayesinde önümüzdeki dönemde net karda önemli bir sıçrama görülmesi beklenmektedir.

Grafik 5: BND Elektrik finansal veriler

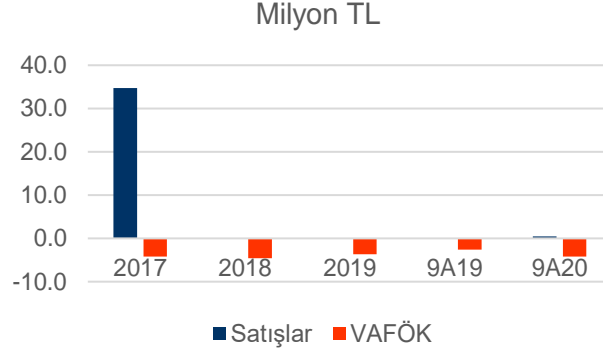


Kaynak: Çemaş

Özışık İnşaat: Çemaş'ın %99,9 oranında bağlı ortaklığı konumunda olan şirket genelde sulama işleri projeleri üstlenmektedir. Önümüzdeki dönemde Işıklar Holding'in arsalarında gayrimenkul geliştirme projelerinde de yer alması planlanmaktadır. Son yıllarda elinde devam eden proje olmayan şirket satış geliri elde edemezken belirli ölçüde faaliyet giderlerine

katlanmaktadır. Dolayısıyla, bu iş kolu, konsolide bazda faaliyet karlılığı üzerinde olumsuz bir etki yaratmaktadır. Orta vadede anlamlı büyüklükte bir proje alınmadığı takdirde şirketin bu görüntüsünde önemli bir değişiklik olmayacaktır.

Grafik 6: Özışık İnşaat finansal veriler



Kaynak: Çemaş

Finansallara özet bakış

Şirketin finansal performansına baktığımızda ise özellikle 2020 yılı itibariyle bedelli sermaye artışı sonrası belirgin bir iyileşme gözlemlenmektedir. 9A20 döneminde satışlar yıllık bazda %22 artışla 141 milyon TL'ye ulaşırken brüt marj 8 puanlık artışla %17'ye, VAFÖK marjı ise yaklaşık 9 puan artışla %11,1'e ulaşmıştır. Öte yandan en belirgin düzelme, bedelli sermaye artışı sonrası net borçtan net nakit pozisyonuna ve döviz kısa pozisyonundan da döviz uzun pozisyonuna geçilmesiyle birlikte, net karda yaşanmıştır. Şirket 9A19'da 33 milyon TL net kar elde etmişken 9A20'de net kar 90 milyon TL düzeyine çıkmıştır. Üst Yönetim ile yaptığımız görüşmede iyileşme sürecinin 4Ç20'de de kesintisiz şekilde devam etmesini öngördüklerini belirtmişlerdir. Öte yandan özellikle kapasite/verimlilik artırıcı ve maliyet düşürmeye yönelik yatırımların etkilerinin görülmeye başlanacağı 2021 yılı finansallarının ise 2020'ye göre daha da iyi olması beklenebilir. Faizlerdeki olası bir artıştan ise şirket geçmiş dönemlerin aksine net nakit pozisyonunda olması nedeniyle olumlu etkilenebilir. Faaliyetlerde asıl önemli sıçramanın ise yatırımlardan tam verim alınmaya başlanacağı dönem olan 2022 yılında gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Özetlemek gerekirse genel faaliyet performansı olarak orta-uzun vadede yükselen bir trende girildiği görüşünderiz. Şirketin finansal performansını etkileyen bir diğer unsur ise %9,9 oranında iştirak ettiği halka açık Niğbaş Beton (NIBAS) betonun hisse performansıdır. Çemaş her çeyrek NIBAS'ı ağırlıklı ortalama fiyatıyla değerleyerek bir önceki döneme göre aradaki farkı gelir ya da gider olarak kaydetmektedir. 2Ç20 ve 3Ç20 döneminde borsada ciddi değer kazanan NIBAS hisselerinin değer artışı gelir tablosuna 9 aylık dönemde yaklaşık 48 milyon TL vergi öncesi kar olarak yansımış durumdadır. Dolayısıyla Çemaş Niğbaş hisselerini elinde tutmaya devam ederse önümüzdeki dönemlerde de, Niğbaş'ın piyasa değerindeki değişimler, Çemaş'ın gelir tablosunu etkileyen önemli bir unsur olacaktır.

CEMAS TI - Çemaş Döküm - Açıklanan Finansallar (UFRS; TLmn)

Gelir Tablosu	3Ç20	3Ç19	Y/Y Δ	9A20	9A19	Y/Y Δ	2Ç20	Q/Q Δ
Net Satışlar	45	38	16%	141	116	22%	44	1%
Satışların Maliyeti	-37	-37	0%	-117	-105	11%	-36	2%
BRÜT KAR (ZARAR)	8	1	a.d.	24	10	132%	8	-8%
Faaliyet Giderleri	-7	-4	53%	-18	-13	37%	-6	15%
Operasyonel Kar	1	-3	a.d.	6	-3	a.d.	3	-56%
VAFÖK	4	-1	a.d.	16	3	a.d.	6	-33%
Net Diğer Gelirler	4	1	a.d.	6	0	a.d.	1	208%
Net Yatırım Gelirleri	8	8	7%	48	52	-8%	40	-79%
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kar / Zararlarındaki Paylar	-0	3	a.d.	-1	-6	-87%	-0	-15%
Net Finansal Gelirler / Giderler	22	-1	a.d.	29	-11	a.d.	7	230%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	0	-0	a.d.	1	-1	a.d.	0	-7%
Durdurulan Faaliyetler Vergi Son. Dönem Karı (Zarar)	0	0	a.d.	0	0	a.d.	0	a.d.
Azınlık Payları	0	0	a.d.	1	1	-30%	-0	a.d.
Net Kar	36	7	a.d.	90	33	171%	50	-29%
Marjlar								
Brüt	17.3%	3.5%	13.9 pp	17.0%	8.9%	8.0 pp	18.8%	-1.5 pp
VAFÖK	9.3%	-2.7%	12.0 pp	11.1%	2.3%	8.7 pp	14.0%	-4.7 pp
Operasyonel	2.6%	-7.7%	10.3 pp	4.0%	-2.6%	6.6 pp	6.0%	-3.4 pp
Efektif Vergi Oranı	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Net	80.0%	18.3%	61.6 pp	63.8%	28.7%	35.1 pp	112.7%	-32.7 pp
Bilanço	Eyl.20	Ara.19	Δ					
Nakit ve Benzerleri	117	2	a.d.					
Finansal Borçlar (*)	2	105	-98%					
Net Borç	-115	103	a.d.					
Ticari Alacaklar	55	37	48%					
Stoklar	30	21	38%					
Ticari Borçlar	24	26	-6%					
Duran Varlıklar	238	191	25%					
Uzun Vadeli Yükümlülükler	17	78	-78%					
Toplam Varlıklar	558	347	61%					
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	462	133	247%					
Nakit Akım Tablosu	Eyl.20	Ara.19	Δ					
Serbest Nakit Akım	3	7	-63%					
İşletme Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	9	6	54%					
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Net Nakit	-7	1	a.d.					
Finansal Rasyolar	Eyl.20	Ara.19	Δ					
Borç / Özkaynak	0.4%	78.7%	-78.3 pp					
Alacak Gün Sayısı	107	94	13					
Stok Gün Sayısı	69	58	11					
Ticari Borç Gün Sayısı	57	71	-14					
Net İşletme Sermayesi Gün Sayısı	119	81	37					

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP (*: UFRS 16 kapsamında operasyonel kira borçları dahil)

Değerleme ve YKY Genel Görüş

Son 12 aylık gerçekleşmiş sonuçlar üzerinden baktığımızda, CEMAS 28,9x F/K gibi yüksek bir çarpandan işlem görse de bu rakamın özellikle bedelli sermaye artışı öncesindeki (4Ç19 ve 1Ç20) düşük karlılık dönemlerini de içerdiğini belirtmekte fayda var. Bunun yanı sıra 2019 sonunda özsermaye yönetimiyle konsolide edilen ve sürekli zarar eden SİF İş makineleri ve HMF Makine ve Servis iştiraklerinin değer düşük karşılığı ayrılarak konsolidasyondan çıkarılması da bu dönemi olumsuz etkileyen bir diğer unsur olmuştur. Dolayısıyla hem faaliyet performansı hem de finansal ve diğer giderler/gelirler açısından önemli bir düzelme sürecine giren şirketin hisseleri açısından geriye yönelik rakamlar üzerinden bir değerlendirme yapmak adil olmayacaktır.

4Ç20'de 2Ç20 ve 3Ç20 satış performansı olan 44-45 milyon TL düzeyinin ve iki çeyreğin ortalama VAFÖK marjı olan %11,5 seviyesinin yakalandığı varsayımıyla ve NIBAS hissesinde devam eden yukarı yönlü hareketi dikkate aldığımızda, kurdaki gevşemeye rağmen, şirketin 4Ç20'de 3Q20'dekine benzer bir net kar yakalaması mümkün görünüyor. O nedenle bugünden bakışla Çemaş'ın 4Ç20 sonuçlarının yine yıllık bazda dikkat çekici bir gelişim göstermesi yüksek olasılık olarak göze çarpıyor. Böyle bir performans, 2020 net karını 120 milyon TL üzerine taşır ki F/K çarpanı da mevcut piyasa değeriyle 9,5-10,0x seviyesine gelir. Bu seviyenin de geçmişe yönelik çarpanlara göre çok daha cazip olduğu ortadadır. Öte yandan NIBAS hisselerinin hızlı değer artışı nedeniyle söz konusu net karın hepsinin Çemaş'ın kendi faaliyetlerinden kaynaklandığını söyleyemeyiz. Bu nedenle 2021 net karı NIBAS'ın hisse performansı ile da ilintili olacaktır. NIBAS'tan ayrıştırılarak baktığımızda ise 2021'de yeni kapasitenin devreye girmesi, güneş enerjisi santralının sağlayacağı maliyet avantajı ve operasyonel kaldiraçla birlikte maliyetlerde yaşanacak avantajlarla şirketin çeyreklik ortalama 15-20 milyon TL net kar yapması olası gözükmektedir. 2022 yılında ise bu rakam yatırımların tam devrede olmasıyla birlikte daha da yukarı gidebilir ve NIBAS etkisinden arındırılmış net kar çeyreklik olarak ortalama 20-25 milyon TL düzeyine ulaşabilir ki bu ciddi bir büyümeye işaret ediyor.

Özetle, Çemaş'ın yaşadığı temel dönüşüm sürecini olumlu karşıladığımızı belirtmek isteriz. Önümüzdeki yıllarda karlılığındaki gelişim ve faaliyet performansındaki büyüme dikkat çekecektir ve otomotiv ve beyaz eşya sektörlerinin önemli parça tedarikçisi olan şirketin hisseleri yatırımcıların radar içerisinde olacaktır. NIBAS hisselerinin performansı temel dinamiklerin yanında önümüzdeki dönemde de önemli bir faktör olmaya devam edecek. Dolayısıyla oradaki hisse hareketleri mali tablolara olumlu ya da olumsuz yansiyabilir. Bu hususa da sürekli olarak dikkat etmekte fayda var.

Finansal Özet (TLmn)	2015	2016	2017	2018	2019
Gelir Tablosu					
Net satışlar	96	118	147	141	145
Brüt Kar	6	12	14	21	11
Faaliyet giderleri	-14	-15	-18	-18	-18
VAFÖK	-2	4	3	10	1
Amortisman	6	7	7	7	8
Faaliyet gelirleri	-8	-3	-4	3	-7
Finansal gelir/gider	-13	-10	-4	-29	-19
Diğer gelir/gider	16	-4	2	19	14
İştirak Karı /Zararı	-8	-5	-32	-26	-9
Vergi öncesi kar	-14	-22	-38	-32	-21
Vergi	-1	-3	0	0	0
Azınlık hisseleri / diğer	1	0	-3	-7	-3
Net Kar	-16	-25	-36	-26	-18
Bilanço					
Nakit ve nakit benzerleri	26	19	3	1	2
Stoklar	15	18	24	24	21
Ticari alacaklar	20	29	46	35	37
Diğer alacaklar	65	82	65	132	95
Dönen Varlıklar	125	148	138	193	156
Maddi duran varlıklar	118	114	113	94	123
Finansal yatırımlar	7	0	0	21	60
Diğer duran varlıklar	91	82	46	27	8
Duran Varlıklar	216	196	159	142	191
Toplam Varlıklar	341	344	297	335	347
Kısa vadeli finansal borçlar	25	30	39	33	43
Ticari borçlar	29	34	49	49	26
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	18	22	42	48	72
Kısa Vadeli Yükümlülükler	73	86	130	130	141
Uzun vadeli finansal borçlar	53	59	59	75	62
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	8	10	10	10	16
Uzun Vadeli Yükümlülükler	61	68	69	84	78
Azınlık Payları	22	26	17	-6	-5
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	208	190	98	121	128
Toplam Kaynaklar	341	344	297	335	347
Nakit Akış Tablosu					
İşletme faaliyetlerinden nakit akışları	64	-25	27	-79	9
Yatırım faaliyetlerinden nakit akışları	-73	7	-7	6	-1
Finansman faaliyetlerinden nakit akışları	10	11	-36	71	-7
Serbest Nakit Akışı	-9	-18	21	-73	8
Net Borç	52	69	94	106	103
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Çarpanlar & Rasyolar					
Brüt kar marjı	6.2%	10.1%	9.7%	14.9%	7.4%
VAFÖK marjı	a.d.	3.4%	2.2%	7.1%	0.8%
Net Kar marjı	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Sermaye Karlılığı	-6.9%	-12.6%	-24.7%	-23.3%	-15.8%
Satış Büyümesi	-15%	23%	24%	-4%	-1%
VAFÖK Büyümesi	-255%	-304%	-18%	204%	-66%
Net Kar Büyümesi	-32%	55%	42%	-28%	-49%
Net Borç / Özkaynaklar (x)	0.3	0.4	1.0	0.9	0.8
Net Borç / VAFÖK (x)	-26.5	17.1	28.7	10.6	92.8

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.