

## Şirket Güncelleme Raporu

### Trakya Cam

## Hedef Fiyatımızı 3,46TL olarak güncelliyoruz

## ENDEKS ÜZERİ (korunuyor)

06 Eylül 2019

### Yurtiçi pazardaki zayıflığa rağmen gelirler ihracatla desteklenecek

TRKCM'in yılın ikinci yarısında (2H19), 1H19'da toplam gelirlerinin %64'ünü oluşturan ihracat ve yurtdışı satışlarının desteğiyle gelirlerini artırmaya devam edeceğini düşünmekteyiz. Şirketin yurtiçi satışlarını ihracata yöneltme stratejisi ile şirketin yurtiçi inşaat sektöründe yaşanan olumsuz etkiyi azaltabileceği görülmektedir. Bulgaristan'daki soğuk tamirin de tamamlanmasının ardından TRKCM'in 2019'da toplam 7mlr TL gelir elde edeceğini bekliyoruz (yıllık %19,8 büyüme, önceki rapor: %18,2). Öte yandan nakliye ve taşımaya ilişkin özellikle Türkiye kaynaklı maliyetler ve yüksek üretim giderleri şirketin faaliyet marjlarını azaltmaktadır. Bu sebeple TRKCM'in 2019T'da %17,9 ile 2018 yılına (%20,3) göre daha düşük bir FAVÖK marjı yaratmasını bekliyoruz. 2019E FAVÖK beklentimiz önceki raporumuzla paraleldir.

### Şirket için hedef fiyat beklentimiz: 3,46TL/hisse, %31 getiri potansiyeli

TRKCM'in faaliyet gösterdiği ülkelerin büyüme hızlarında yaşanan yavaşlamanın etkisiyle şirket için hedef fiyatımızı 4,00TL/hs'den 3,46TL/hs'ye revize ediyoruz. Modelimizde yaptığımız diğer önemli değişiklikler ise risksiz getiri oranında %18'den %16'ya düşüş, 2019-2023 ortalama capex/satış tahmininin %8'den %9,5'e yükseltilmesi ve 2020E FAVÖK beklentimizde TL1,5mlr'dan TL1,4mlr'a düşüş olmuştur. İNA modelimizde risksiz getiri oranı %16, sermaye risk primi %5,0, TRKCM'in beta'sı 0,87x'tir. Şirketin borçlanma maliyeti %20, sonsuz büyüme oranı %6 seviyesindedir. Değerleme sonucunda 3,46TL olarak güncellenen HF, getiri potansiyeli önceki hedef değerimize göre daha zayıftır (%31 vs %52). Hisse için tavsiyemizi "Endeks Üzeri" olarak sürdürmekteyiz. Şirket rakiplerinde göre iskontolu işlem görmeye devam etmektedir: 2019T FD/FAVÖK 3,3x (%51 iskonto), F/K 4,2x (%55) seviyesindedir.

### FAVÖK marjı 2019T ve sonrasında gerileyecek

TRKCM'in 2019T FAVÖK marjında 2,4 yüzde puanlık düşüş bekliyoruz (17.9% vs 2018: 20.3%). 2020'de de trendin devam edeceğini öngörüyoruz (YfT: %17,6). Öte yandan karlılığa odaklanan otomotiv camları segmentinin marjlarında yükselme ve şirketin konsolide FAVÖK'üne olumlu katkı göstereceğini tahmin etmekteyiz. Ayrıca TRKCM mimari camlarda yurtiçindeki fiyatlama gücü ile uluslararası pazarda rakiplerine göre güçlü konumlanması konsolide marjlarını desteklemeye devam edecektir.

### Yurtiçi pazarda ılımlı toparlanma ve küresel ekonomideki yavaşlama

Yurtiçi inşaat sektöründe normalleşme sürecinin zaman almasını beklemekteyiz. İhracatın, karlılığının görece yüksek nakliye ve taşıma maliyetleri sebebiyle marjlar üzerinde baskı yaratabileceğini öngörmekteyiz. Öte yandan, küresel ekonomide yavaşlama geleceğe yönelik yaptığımız büyüme tahminlerini düşürmemize sebep olmuştur. TRKCM'in konsolide gelirlerinin 2020-2023 döneminde büyüme ortalaması %15,4 olarak hesaplamaktayız (önceki: %15,8).

**Değerlememiz açısından gördüğümüz ana riskler:** i) fiyatlamaya yansıtılmayan üretim maliyetiyle doğrudan ilişkisi olan enerji fiyatlarındaki artışlar, ii) makroekonomik koşullarda bozulmanın üretim ve satışlara etkisi, ve iii) kurlarda yaşanabilecek beklenmedik dalgalanmanın üretim, nakliye ve taşıma ile birim satış fiyatlarına etkisi.

### Rating

|           |                    |
|-----------|--------------------|
| Sektör    | İnşaat Malzemeleri |
| Bloomberg | TRKCM TI           |
| Reuters   | TRKCM IS           |

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| Piyasa Değeri (TLmn)               | 3,300 |
| Dolaşımdaki pay                    | 28%   |
| Hisse sayısı (mn)                  | 1,250 |
| Günlük Ortalama İşlem Hacmi (TLmn) | 20.34 |

**Hisse Fiyatı** TL2.64

**Hedef Fiyat** TL3.46

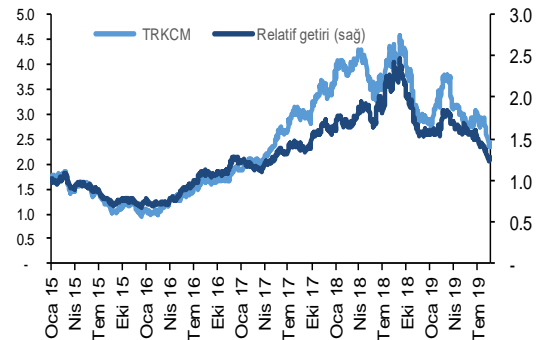
**Beklenen getiri** 31%

| Hisse Performansı  | 1AY    | 3AY    | 12AY   |
|--------------------|--------|--------|--------|
| BIST100            | 99,584 | 93,809 | 92,791 |
| Hisse Fiyatı (TL)  | 2.6    | 2.9    | 4.4    |
| Mutlak Getiri (%)  | 1.5    | -8.7   | -40.1  |
| Relatif Getiri (%) | 0.8    | -14.5  | -44.5  |

| Tahminler       | 2017  | 2018T | 2019T |
|-----------------|-------|-------|-------|
| Satış Gelirleri | 5,875 | 7,049 | 8,185 |
| FAVÖK           | 1,192 | 1,265 | 1,440 |
| Net Kar         | 958   | 781   | 834   |

| Değerleme            | 2018 | 2019T | 2020T |
|----------------------|------|-------|-------|
| F/K                  | 3.4  | 4.2   | 4.0   |
| FD/FAVÖK             | 3.1  | 3.3   | 2.9   |
| F/DD                 | 0.6  | 0.5   | 0.4   |
| Temettü Getirisi (%) | 4.7% | 5.2%  | 5.2%  |

### Fiyat Grafiği



### Alp Nasır

Tel: +90 (212) 334 98 64

E-mail: alp.nasir@yf.com.tr

## Ana faaliyet göstergeleri

|                               | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Gelir kırılımı</b>         |       |       |       |       |
| Toplam Gelirler               | 4,331 | 5,875 | 7,049 | 8,185 |
| Türkiye                       | 2,562 | 3,072 | 3,748 | 4,312 |
| Avrupa                        | 1,910 | 2,769 | 3,332 | 3,894 |
| Diğer                         | 347   | 641   | 809   | 956   |
| Konsolidasyon Eliminasyonları | -488  | -606  | -841  | -976  |

## Gelir Tablosu

| (TL mn)                                 | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Gelirler</b>                         | <b>4,331</b> | <b>5,875</b> | <b>7,049</b> | <b>8,185</b> |
| SMM                                     | 3,440        | 4,683        | 5,783        | 6,745        |
| <b>FAVÖK</b>                            | <b>891</b>   | <b>1,192</b> | <b>1,265</b> | <b>1,440</b> |
| FAVÖK Marjı                             | 20.6%        | 20.3%        | 17.9%        | 17.6%        |
| Amortisman                              | 307          | 376          | 532          | 622          |
| <b>FVÖK (Diğer Gelir/Gider Hariç)</b>   | <b>584</b>   | <b>816</b>   | <b>733</b>   | <b>818</b>   |
| <b>Faaliyet Karı</b>                    | <b>697</b>   | <b>1,062</b> | <b>948</b>   | <b>976</b>   |
| Faaliyet Karı Marjı                     | 16.1%        | 18.1%        | 13.4%        | 11.9%        |
| Diğer Gelir (net)                       | 50           | 182          | 196          | 217          |
| Yatırım faaliyetlerinden gelirler (net) | 93           | 241          | 166          | 138          |
| Finansman geliri (net)                  | -67          | -307         | -352         | -351         |
| <b>VÖK (Diğer Gelir/Gider Hariç)</b>    | <b>773</b>   | <b>1,178</b> | <b>957</b>   | <b>980</b>   |
| Vergi                                   | -129         | -179         | -140         | -110         |
| Azınlık Hakları                         | 27           | 40           | 36           | 36           |
| <b>Net kar</b>                          | <b>616</b>   | <b>958</b>   | <b>781</b>   | <b>834</b>   |
| Net kar marjı                           | 14.2%        | 16.3%        | 11.1%        | 10.2%        |

## Bilanço

| (TL mn)                          | 2017         | 2018          | 2019E         | 2020E         |
|----------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Toplam Varlıklar</b>          | <b>8,021</b> | <b>10,354</b> | <b>13,050</b> | <b>14,817</b> |
| <b>Dönen Varlıklar</b>           | <b>3,106</b> | <b>3,770</b>  | <b>5,349</b>  | <b>6,178</b>  |
| Nakit ve Nakit Benzerleri        | 1,394        | 1,340         | 2,363         | 2,678         |
| Ticari Alacaklar                 | 705          | 980           | 1,064         | 1,252         |
| Stoklar                          | 682          | 1,090         | 1,325         | 1,539         |
| Diğer dönen varlıklar            | 325          | 361           | 597           | 710           |
| <b>Duran Varlıklar</b>           | <b>4,916</b> | <b>6,584</b>  | <b>7,701</b>  | <b>8,639</b>  |
| Maddi Duran Varlıklar            | 3,577        | 4,896         | 5,730         | 6,317         |
| Diğer duran varlıklar            | 1,338        | 1,688         | 1,971         | 2,322         |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b> | <b>1,526</b> | <b>2,152</b>  | <b>3,901</b>  | <b>4,640</b>  |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar         | 314          | 1,205         | 2,802         | 3,246         |
| Ticari Borçlar                   | 484          | 598           | 690           | 810           |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler  | 728          | 349           | 409           | 585           |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b> | <b>2,139</b> | <b>2,432</b>  | <b>2,361</b>  | <b>2,725</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar         | 1,959        | 2,117         | 2,148         | 2,478         |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler  | 180          | 315           | 213           | 247           |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>        | <b>4,356</b> | <b>5,770</b>  | <b>6,789</b>  | <b>7,452</b>  |
| Net borç (nakit)                 | 462          | 929           | 1,342         | 1,600         |
| Brüt temettü ödemesi             | 106          | 170           | 170           | 172           |
| ROE                              | 16%          | 19%           | 12%           | 12%           |
| ROA                              | 8%           | 10%           | 7%            | 6%            |
| ROCE                             | 11%          | 13%           | 10%           | 10%           |
| ROIC                             | 12%          | 13%           | 9%            | 9%            |

Kaynak: Rasyonet, YF Araştırma

| TRY m   | 2018         | 2019T        | 2020T        | 2021T        | 2022T         | 2023T         | 2024T         | 2025T         | 2026T         | 2027T         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Gelir</b>                                  | <b>5,875</b> | <b>7,049</b> | <b>8,185</b> | <b>9,451</b> | <b>10,873</b> | <b>12,483</b> | <b>14,305</b> | <b>16,186</b> | <b>18,282</b> | <b>20,647</b> |
| Büyüme  | 35.6%        | 20.0%        | 16.1%        | 15.5%        | 15.0%         | 14.8%         | 14.6%         | 13.2%         | 12.9%         | 12.9%         |
| <b>Faaliyet Karı</b>                          | <b>816</b>   | <b>733</b>   | <b>818</b>   | <b>931</b>   | <b>1,060</b>  | <b>1,232</b>  | <b>1,424</b>  | <b>1,621</b>  | <b>1,842</b>  | <b>2,093</b>  |
| Faaliyet Kar Marjı                            | 13.9%        | 10.4%        | 10.0%        | 9.8%         | 9.7%          | 9.9%          | 10.0%         | 10.0%         | 10.1%         | 10.1%         |
| <b>FAVÖK</b>                                  | <b>1,192</b> | <b>1,265</b> | <b>1,440</b> | <b>1,596</b> | <b>1,851</b>  | <b>2,018</b>  | <b>2,251</b>  | <b>2,573</b>  | <b>2,828</b>  | <b>3,111</b>  |
| FAVÖK Marjı                                   | 20.3%        | 17.9%        | 17.6%        | 16.9%        | 17.0%         | 16.2%         | 15.7%         | 15.9%         | 15.5%         | 15.1%         |
| <b>Vergi (-)</b>                              | <b>180</b>   | <b>161</b>   | <b>180</b>   | <b>205</b>   | <b>233</b>    | <b>271</b>    | <b>313</b>    | <b>357</b>    | <b>405</b>    | <b>460</b>    |
| Amortisman                                    | 376          | 532          | 622          | 665          | 791           | 787           | 827           | 952           | 986           | 1,019         |
| <b>Net İşletme Sermayesindeki Değişim (-)</b> | <b>568</b>   | <b>228</b>   | <b>282</b>   | <b>316</b>   | <b>356</b>    | <b>405</b>    | <b>461</b>    | <b>479</b>    | <b>536</b>    | <b>607</b>    |
| <b>Sermaye Harcamaları (-)</b>                | <b>353</b>   | <b>1,020</b> | <b>756</b>   | <b>1,372</b> | <b>536</b>    | <b>569</b>    | <b>1,186</b>  | <b>583</b>    | <b>586</b>    | <b>592</b>    |
| <b>Serbest Nakit Akım</b>                     | <b>92</b>    | <b>-144</b>  | <b>222</b>   | <b>-297</b>  | <b>725</b>    | <b>773</b>    | <b>292</b>    | <b>1,155</b>  | <b>1,301</b>  | <b>1,452</b>  |

#### Gelirlerin %'si

|                                    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FAVÖK                              | 20.3% | 17.9% | 17.6% | 16.9% | 17.0% | 16.2% | 15.7% | 15.9% | 15.5% | 15.1% |
| Net İşletme Sermayesindeki Değişim | 9.7%  | 3.2%  | 3.4%  | 3.3%  | 3.3%  | 3.2%  | 3.2%  | 3.0%  | 2.9%  | 2.9%  |
| Sermaye Harcamaları                | 6.0%  | 14.5% | 9.2%  | 14.5% | 4.9%  | 4.6%  | 8.3%  | 3.6%  | 3.2%  | 2.9%  |
| Serbest Nakit Akım                 | 1.6%  | -2.0% | 2.7%  | -3.1% | 6.7%  | 6.2%  | 2.0%  | 7.1%  | 7.1%  | 7.0%  |

#### Borçlanma Maliyeti

|  |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Borçlanma Maliyeti                         | 20.0%        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Vergi sonrası                              | 15.6%        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Risksiz getiri oranı                       | 16.0%        |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Sermaye risk primi                         | 5.0%         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Hisse betası                               | 0.87         |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| <b>Sermaye Maliyeti</b>                    | <b>20.3%</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Borçların ağırlığı (4Ç18)                  | 44%          | 48%          | 50%          | 51%          | 52%          | 53%          | 54%          | 54%          | 54%          | 55%          |
| Sermaye ağırlığı (4Ç18)                    | 56%          | 52%          | 50%          | 49%          | 48%          | 47%          | 46%          | 46%          | 46%          | 45%          |
| <b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b> | <b>18.2%</b> | <b>18.1%</b> | <b>18.0%</b> | <b>17.9%</b> | <b>17.9%</b> | <b>17.8%</b> | <b>17.8%</b> | <b>17.8%</b> | <b>17.8%</b> | <b>17.7%</b> |

#### TRY m

|                                  |              |             |            |             |            |            |            |              |              |              |
|----------------------------------|--------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Serbest Nakit Akım</b>        | <b>92</b>    | <b>-144</b> | <b>222</b> | <b>-297</b> | <b>725</b> | <b>773</b> | <b>292</b> | <b>1,155</b> | <b>1,301</b> | <b>1,452</b> |
| <b>Hesaplanan Sermaye değeri</b> | <b>4,325</b> |             |            |             |            |            |            |              |              |              |

\* Adjusted for cash dividend

Kaynak: Rasyonet, YF Araştırma

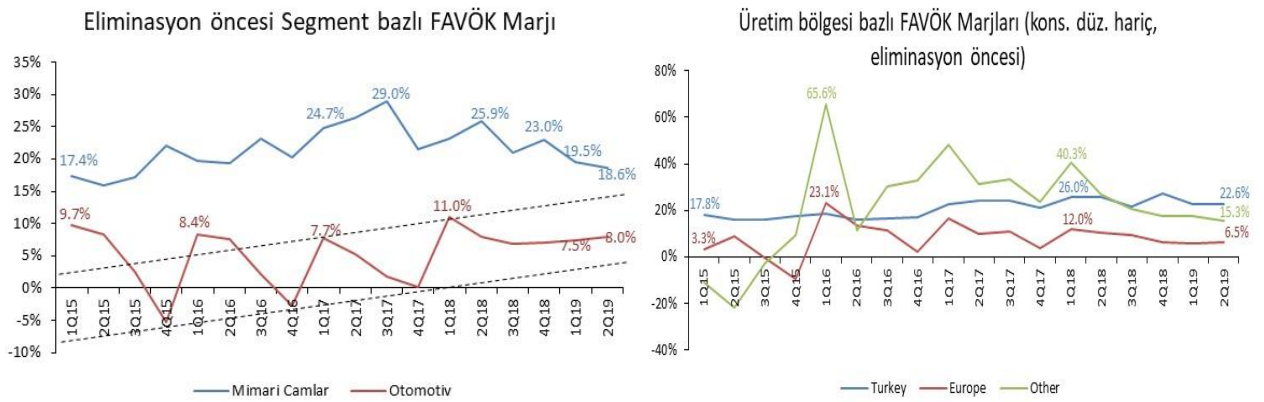
|                                   | Piyasa Değeri | F/K        |            | FD/FAVÖK   |            | FD/Satışlar |            |
|-----------------------------------|---------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|
|                                   |               | US\$ mn    | 2019T      | 2020T      | 2019T      | 2020T       | 2019T      |
| Cie de Saint-Gobain               | 20,323        | 9.8        | 9.2        | 6.4        | 6.3        | 0.7         | 0.7        |
| NIPPON SHEET GLASS CO LTD         | 540           | 6.4        | 5.2        | 7.4        | 7.0        | 0.8         | 0.8        |
| AGC INC                           | 6,769         | 10.7       | 9.1        | 5.4        | 5.0        | 0.9         | 0.9        |
| XINYI GLASS HOLDINGS LTD          | 4,182         | 8.1        | 7.4        | 7.3        | 6.7        | 2.4         | 2.1        |
| CENTRAL GLASS CO LTD              | 909           | 12.2       | 11.2       | 6.5        | 6.0        | 0.7         | 0.7        |
| <b>Average</b>                    |               | <b>9.4</b> | <b>8.4</b> | <b>6.6</b> | <b>6.2</b> | <b>1.1</b>  | <b>1.0</b> |
| TRKCM                             | 582           | 4.2        | 4.0        | 3.3        | 2.9        | 0.6         | 0.5        |
| Premium/discount to grand average |               | -55%       | -53%       | -51%       | -53%       | -47%        | -50%       |

Kaynak: Bloomberg, YF Araştırma

## Yatırım Tezi

- Küresel otomotiv pazarındaki aşağı yönlü seyrin uzun dönemli proje ve anlaşmalar sayesinde otomotiv camları segmentine daha ılımlı bir şekilde yansımaları beklemekteyiz. Şirketin etkinlik ve kapasite kullanımına odaklanması segmentin marjlarını destekleyecektir. Öte yandan, şirketin gelir büyüme hızındaki yavaşlama büyük oranda inşaat sektörüne bağlı olan mimari camlardaki seyirden (özellikle yurtiçi kaynaklı) kaynaklanmaktadır. Buna rağmen TRKCM yurtiçi inşaat sektöründe talep kaynaklı gerilemeye rağmen fiyatlandırma politikasını sürdürerek ve uluslararası piyasada rekabete göre kendini güçlü konumlandırarak mimari cam segmentindeki marjlarını destekleyecektir. Genel olarak, şirketin 2019T konsolide gelirlerinin yıllık %20 oranında artmasını beklemekteyiz (2018: yıllık %35,6 artış). Bunun yanında, üretim yerlerine göre incelendiğinde Türkiye'nin 1Ç15-2Ç19 döneminde FAVÖK marjlarında (grup içi faaliyetlerin finansal etkisinin eliminasyonu öncesi) güçlü bir seyir gösterdiği görülmektedir. Ayrıca, Avrupa'nın marjlarının ilgili dönemde otomotiv ve enkapsülasyon işkollarının düşük karlılıklarının etkisiyle Türkiye'nin altında kaldığı, diğer bölge marjlarının ise istikrar göstermediği izlenmektedir.

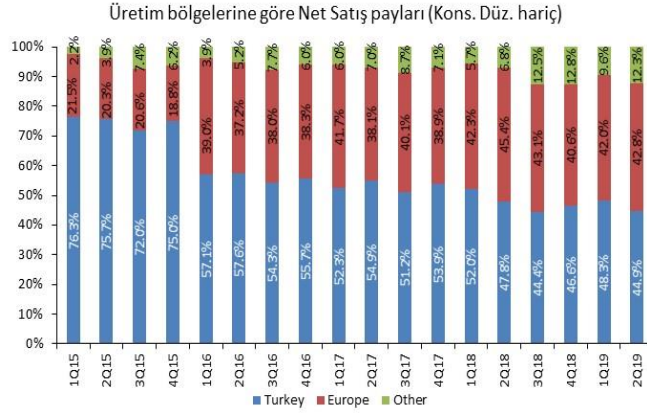
### TRKCM: Segment ve Üretim Bölgesi Bazlı FAVÖK Marjları



Kaynak: Rasyonet, YF Araştırma, Şirket Verileri

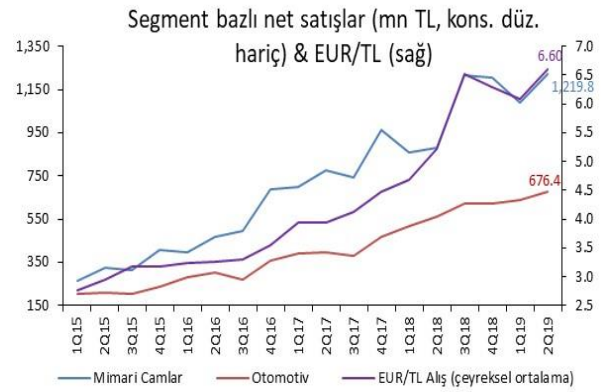
- Küresel düzcamlar pazarındaki payını artırmayı hedefleyen TRKCM, organik ve inorganik büyümelerle gelirlerini çeşitlendirmeyi başarmıştır. Sadece 2Ç19'da şirket yıllık %31 büyüme göstermiştir. HNG'nin (Hindistan) tam konsolidasyonu sonrası 2Ç19'da inorganik büyümenin katkısı yıllık %8 olmuştur. Öte yandan, yıllık %23 oranındaki organik büyümenin %4'ü ortalama birim satış fiyatı ve ürün portföyünün katkısından, %22'si kur kaynaklı pozitif etkiden kaynaklanırken, hacimde yıllık %3'lük düşüş yaşanmıştır. Ayrıca, Manfredonya (İtalya) ve HNG'nin %50 hissesinin (Hindistan) satın alınması şirketin global oyuncu olma hedefini gerçekleştirmesine yardımcı olmaktadır. Buna ek olarak Türkiye'den gerçekleşen satışların (ihracat ve yurtiçi) önümüzdeki dönemde önemini korumasını da beklemekteyiz. Şirketin Türkiye'deki taleplerde yaşanan geri çekilme ile yurtiçi satışlarını ihracata yöneltme stratejisi meyvelerini vermektedir. TRKCM'in stratejisine göre, TL'nin diğer para birimleri karşısında değer kaybediyor olması şirketin konsolide gelirleri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olacaktır. Hem mimari hem otomotiv camları segmentlerinin eliminasyon öncesi gelirleri, EUR/TL'nin seyrine yüksek korelasyona sahiptir (1Ç15-2Ç19 dönemi: sırasıyla %96,0 ve %97,5 korelasyon).

## TRKCM: Üretim bölgelerine göre gelir dağılımı



Source: Finansal Rapor, YF Araştırma

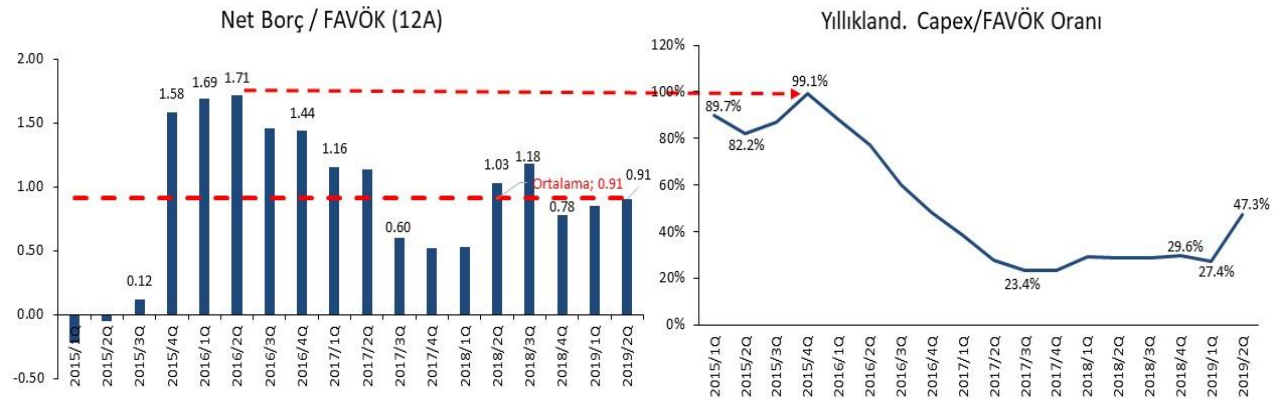
## TRKCM: Gelir ve EUR/TL ilişkisi



Source: Finansal Rapor, YF Araştırma

- Halihazırda yatırım döneminde olmasına rağmen TRKCM'in net borç/FAVÖK oranı 2Ç18'de 1,0x iken 2Ç19'da 0,9x olmuştur (1Ç15-2Ç19 ort.: 1,1x). Şirket ilgili dönemde güçlü faaliyet performansı sergilemiş ve net borcunu 1,1mlr TL ile sınırlandırmayı başarmıştır. 2019T için TRKCM'in FAVÖK marjının 2018'in daha altında (%17,9 seviyesinde) gerçekleşmesi beklerken, bu seviyenin yurtiçi inşaat sektörünün performansının etkisinde kalacağını öngörmekteyiz. Hatırlatmak gerekirse, Şişecam grup'un tanımladığı güven aralığı 1,25x'tir. (Şirketin borç tanımlamasına diğer ticari borç ve alacaklar da dahildir.) TRKCM'in önümüzdeki dönemde bu seviyenin altında kalacağını düşünüyoruz.

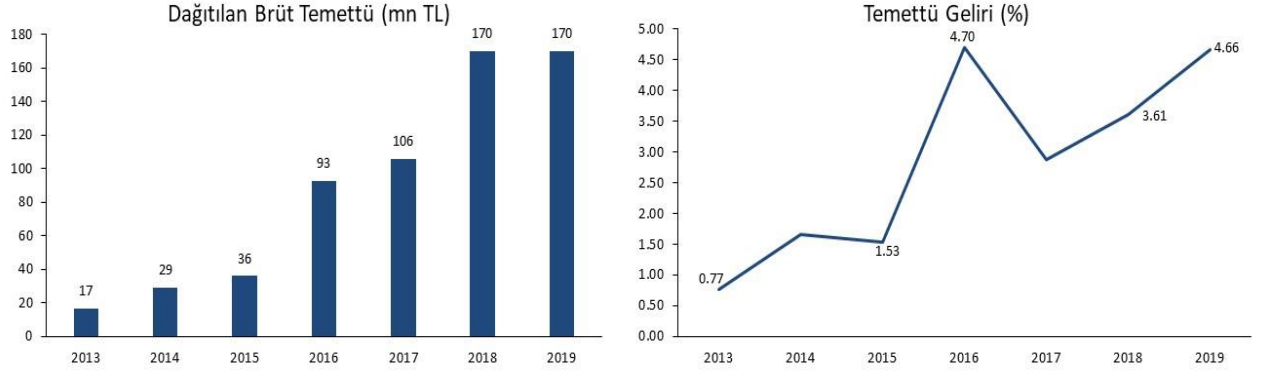
## TRKCM: Net Borç / FAVÖK (12A) & Yıllıklandırılmış Capex/FAVÖK



Kaynak: Rasyonet, YF Araştırma

- Yoğun capex döneminde olmasına rağmen TRKCM 2019 yılında da 170mn TL brüt temettü dağıtmıştır. Bu yaklaşım şirketin sürdürmekte olduğu temettü dağıtım politikasıyla da uyumludur. Şirket son 7 yıldır temettü dağıtmıştır. Beklentimiz TRKCM'in 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 172mn TL ve 185mn TL temettü dağıtması (kardan dağıtılan pay: %22 ve %22,2%) yönündedir.

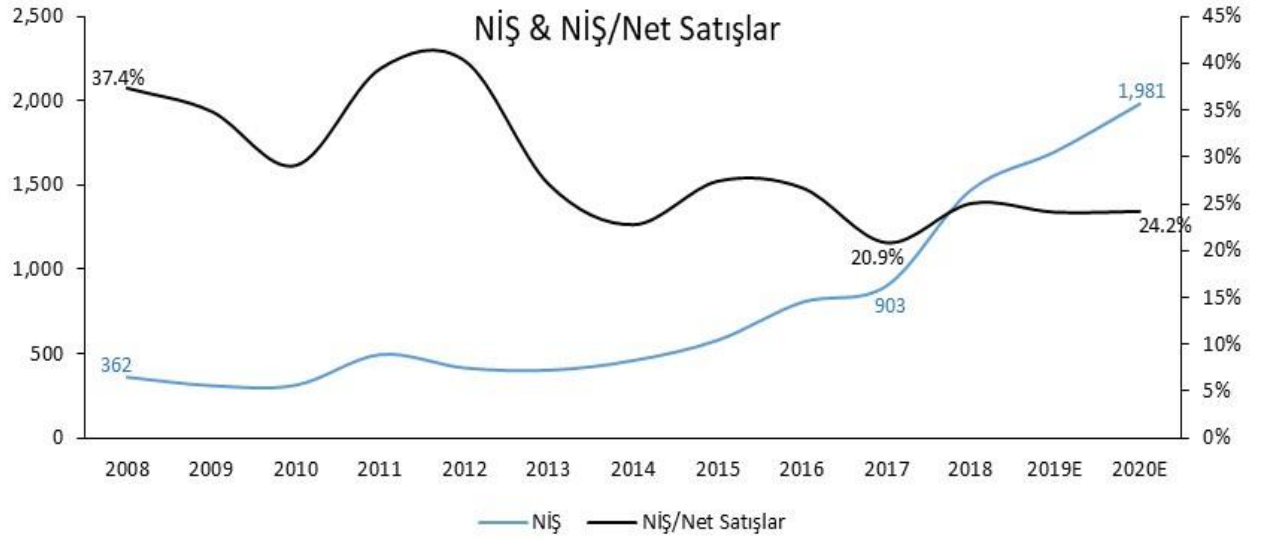
## TRKCM: Brüt Temettü & Getiri Oranları



Kaynak: Rasyonet, YF Araştırma

- Efektif nakit yönetimine devam eden şirketin, nakit döngüsünü 100-110 gün aralığında tutmasını bekliyoruz. Bu sebeple şirketin stok gün sayısını 100 gün seviyesinde hedeflemesini, alacak gün sayısı ve borç gün sayısını ise 2 ay seviyesinde tutmasını bekliyoruz. Ayrıca şirketin Net İşletme Sermayesi (NİŞ) / net satış oranının 2019-2027 döneminde %24-25 seviyesinde devam edeceğini beklemekteyiz.

## TRKCM: NİŞ & NİŞ/Net Satışlar



Kaynak: Rasyonet, YF Araştırma

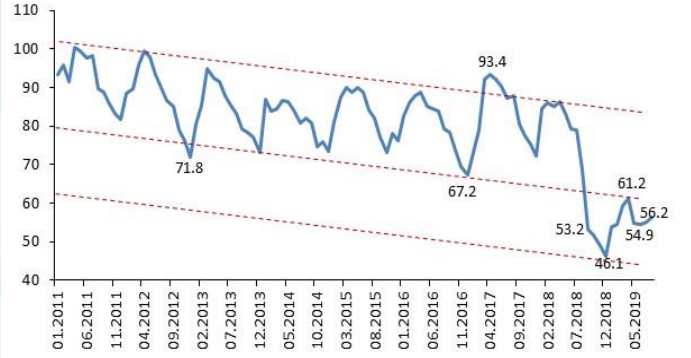
- TRKCM'in verilerine göre Hindistan düzcam pazarında önemli bir büyüme potansiyeli bulunmaktadır. Hindistan düzcam pazarı için yapılan 5 yıllık tahmine göre büyümenin YBBO %10 olacağı, bunu sırasıyla Türkiye (4%), Avrupa (3%) ve Rusya (3%) takip edeceği öngörülmüştür. Görüşümüz bu tahminlerin küresel büyüme beklentilerindeki endişeler sebebiyle baskı altında kalabileceği yönündedir. IMF, Nisan 2019'da yayınladığı Küresel Ekonomik Görünüm raporunda konusu geçen ülke ve bölgelerin GSYH büyüme tahminlerini aşağı çekerken sadece Rusya'ya yönelik beklentisini yukarı yönlü revize etti ve bu oranları Temmuz 2019 raporunda aynı tuttu. Öte yandan Türkiye için inşaat güven endeksi ve yapı izin (2Ç17-2Ç19 ort.: 46,0k m<sup>2</sup>) ve oturma izin (2Ç17-2Ç19 ort.: 41,4k m<sup>2</sup>) ruhsatları seyirlerini takip etmek önemli olacaktır.

## TRKCM: Düzcam Pazarı Görünümü ve Türkiye İnşaat Sektörü Güven Endeksi

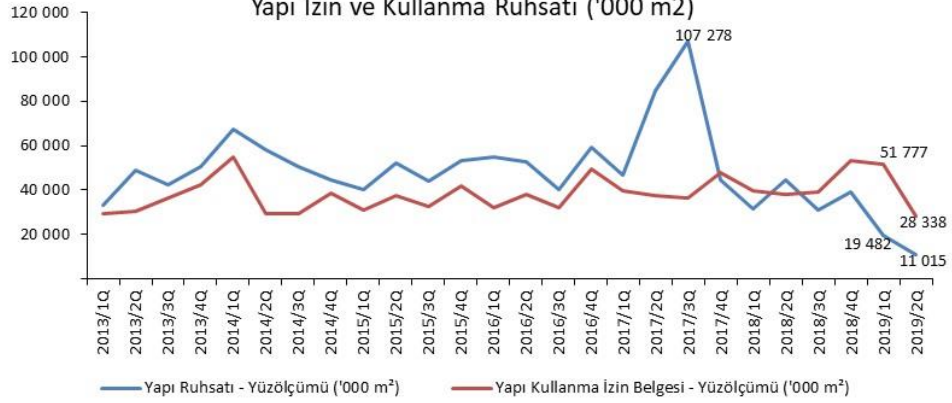
### Düzcam Pazar Görünümü



### İnşaat Sektörü Güven Endeksi



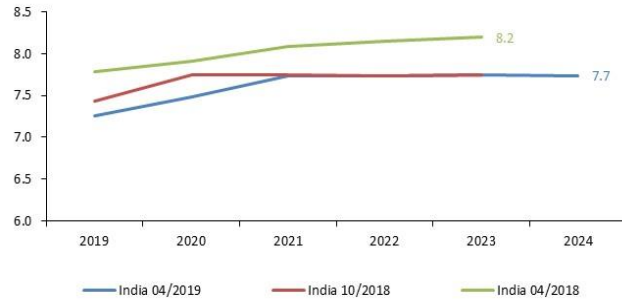
### Yapı İzin ve Kullanma Ruhsatı ('000 m2)



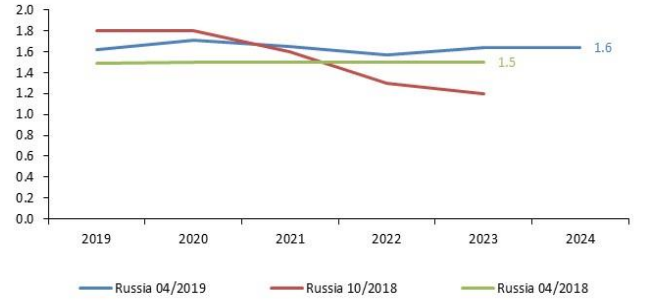
Kaynak: Şirket, YF Araştırma, Turkstat

## TRKCM: IMF – TRKCM'in faaliyet gösterdiği bölgelerin büyüme beklentileri

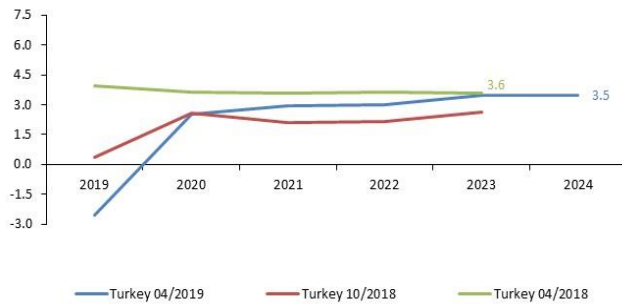
### Hindistan - IMF KEG GSYH Büyüme Verisi (%)



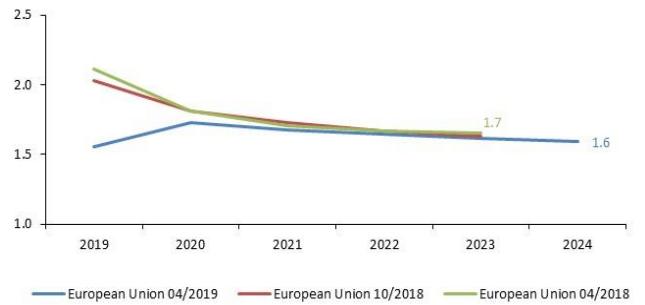
### Rusya - IMF KEG GSYH Büyüme Verisi (%)



### Türkiye - IMF KEG GSYH Büyüme Verisi (%)



### EU - IMF KEG GSYH Büyüme Verisi (%)



Kaynak: YF Araştırma, IMF

## Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul  
Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51  
research@yf.com.tr

Bu rapor gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu raporun herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya raporda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer raporun alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen raporu sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu raporun içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu raporda yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada 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. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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 raporun içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Raporun içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu raporun içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

- Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., Ana ortağı veya İştiraki raporda yer alan şirketlerle iş ilişkisi içinde bulunabilir veya bulunmaktadır. Bu nedenle yatırımcılar bu raporu yatırım kararı verilirken bakılacak faktörlerden sadece biri olarak düşünmelidir ve sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

- Ek olarak, Yatırım Finansman (YF) Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü, Şirketin ortaklık yapısı gereği TSKB ve Türkiye İş Bankası için yatırım tavsiyesi yapmaktan sakınmaktadır.

- Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin takibi altında bulunan Şirketler BİST100 endeksine görece beklenen performanslarına göre notlandırılmıştır. Raporda geçen hisse senedi hedef fiyatları 12 aylık dönemi kapsamaktadır.

- Aşağıdaki notlandırma analistlerin takipleri altındaki hisseler için araştırmalarını ve düşüncelerini tam olarak yansıtmak için kullanılmıştır:

**Endeks Üzeri Getiri:** Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.

**Endekse Paralel Getiri:** Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.

**Endeks Altı Getiri:** Hisse senedinin önümüzdeki 12 aylık dönemde getirisinin, BİST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

## Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

### UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasadır olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. 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 e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy Genel Müdür Yardımcısı [levent.durusoy@yf.com.tr](mailto:levent.durusoy@yf.com.tr) +90 (212) 334 98 33

### Araştırma Bölümü

Serhan Gök Müdür [serhan.gok@yf.com.tr](mailto:serhan.gok@yf.com.tr) +90 (212) 334 98 39

### Yatırım Danışmanlığı Birimi

Göksel Tekiner Müdür Yrd. [goksel.tekiner@yf.com.tr](mailto:goksel.tekiner@yf.com.tr) +90 (212) 334 98 44  
Vahap Taştan Yönetmen Yardımcısı [vahap.tastan@yf.com.tr](mailto:vahap.tastan@yf.com.tr) +90 (212) 334 98 47  
Onur Alkan Uzman [onur.alkan@yf.com.tr](mailto:onur.alkan@yf.com.tr) +90 (212) 334 98 70

### Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş Müdür [pervin.bakankus@yf.com.tr](mailto:pervin.bakankus@yf.com.tr) +90 (212) 334 98 61

### Hizmet Noktalarımız

|                |                     |             |                     |
|----------------|---------------------|-------------|---------------------|
| Genel Müdürlük | +90 (212) 317 69 00 | Merkez      | +90 (212) 334 98 00 |
| Antalya        | +90 (242) 243 02 01 | Ankara      | +90 (312) 417 30 46 |
| Bursa          | +90 (224) 224 47 47 | Caddebostan | +90 (216) 302 88 00 |
| Ulus           | +90 (212) 263 00 24 | İzmir       | +90 (232) 441 80 72 |
| Samsun         | +90 (362) 431 46 71 |             |                     |