

Kompozit işinde yerini sağlamlaştırıyor

20 Haziran 2019

Hedef fiyatımızı 17.05 TL'ye yükseltiyoruz, tavsiyemiz AL

Axiom'un satın alınmasını dahil edip şirketin yönlendirmesine paralel yatırım harcamaları varsayımlarımızı indirdikten sonra Kordsa hisseleri için hedef fiyatımızı 14.84 TL'den 17.05 TL'ye yükseltiyoruz. Yeni hedef fiyatımız %39 yükselme potansiyeli sunduğundan dolayı AL tavsiyemizi sürdürüyoruz. Şirket hisseleri 2019 tahminlerimize göre 5.3x FD/FAVÖK ve 6.0x F/K çarpanlarıyla global rakiplerine göre sırasıyla %34 ve %44 iskontolu işlem görmektedir.

Sadece büyüme değil, aynı zamanda temettü getirisi

Küresel lastik kord bezi piyasasındaki liderlik pozisyonunun yanısıra Kordsa'nın kompozit işinde de Kuzey Amerika'daki son üç satın alım gibi uluslararası pazarlarda uzun vadeli büyüme hedefleri bulunmaktadır. Bu doğrultuda şirket Avrupa ve ABD'de satın alma fırsatları kollamakta ve önümüzdeki 5-10 yıl içinde ikinci bir Kordsa yaratmayı hedeflemektedir. Ayrıca, Kordsa 2011'den bu yana ortalama %63 kar dağıtma oranı ile toplam 463mn TL temettü dağıtmış olan düzenli temettü ödeyen bir şirkettir.

Yüksek coğrafi çeşitlilik ile defansif iş yapısı

Kordsa 4 kıtada toplam 11 tesisiyle faaliyet göstermektedir. Bu yapısıyla da herhangi bir bölgedeki daralmayı diğer bölgelerle telafi edebilme özelliğine sahiptir. Türkiye satışlarının toplam gelirlerdeki payı sadece %5-6 olduğundan, Kordsa coğrafi çeşitlendirme açısından BIST'te işlem gören ender şirketlerden biridir.

Doğal hedge ile volatiliteden korunma

2019'un ilk çeyrek sonu itibarı ile Kordsa'nın satış gelirlerinin %80'i ABD doları, %20'si de Euro bazlıdır. Öte yandan, satışlarının maliyetinin %82'si ABD doları, %7'si Hint Rupisi, %6'sı TL, %4'ü Brezilya Reali ve %1'i Tayland Bahtı cinsindedir. Ayrıca, şirketin bilançosunda kısa döviz pozisyonu bulunmamaktadır.

Piyasanın kar beklentilerini muhafazakar buluyoruz

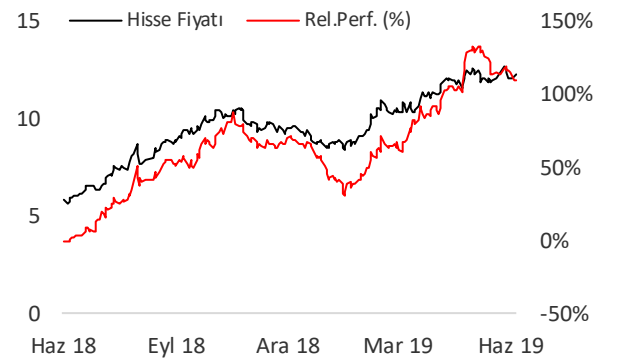
Bloomberg ortalama beklentilerine göre FAVÖK ve net karın 2019'da 749mn TL ve 299mn TL olması öngörülüyor ki bu rakamlar bizim beklentilerimizin sırasıyla %12 ve %25 altındadır. 2020 yılı için de aynı tahminler yine bizim beklentilerimizin sırasıyla %10 ve %35 aşağısındadır. Muhtemelen 2. çeyrek sonuçlarının ardından ortalama tahminlerin yukarı revize edilebileceğini düşünüyoruz.

Bloomberg/Reuters Kodu	KORDS TI / KORDS.IS
Fiyat (TL)	12.24
Hedef Fiyat (TL)	17.05
Yükseliş potansiyeli	39%
Temettü verimi	4.0%
<hr/>	
Piyasa Değeri (TLmn)	408
Halka açıklık	28%
12A Yüksek/ Düşük (TL)	12.83 / 5.8
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	1.7
Net Borç (TLmn)	245
FD (TLmn)	653

TLmn	2017	2018	2019T	2020T
Net Gelirler	2,485	3,964	5,394	6,002
% büyüme	43%	60%	36%	11%
Faaliyet Karı	339	621	852	946
% marj	13.7	15.7	15.8	15.8
Net Kar	165	281	397	459
% marj	6.6	7.1	7.4	7.6
Özsermaye K. (%)	10%	12%	14%	14%
Temettü	67	68	96	111
% ödeme oranı	41	24	24	24
% temettü verimi	4.6%	3.4%	4.0%	4.7%

Çarpanlar				
F/K	9.0	5.7	6.0	5.2
FD/FAVÖK	8.8	6.1	5.3	5.0
F/DD	1.6	1.4	1.0	0.8

	1A	3A	YB
Relatif performans	-10%	25%	25%
Absolut	0%	18%	29%



Oyak Yatırım Araştırma
research@oyakyatirim.com.tr

Gelir Tablosu (TLmn)	2015	2016	2017	2018	2019T	2020T
Satışlar	1,735	1,908	2,485	3,964	5,394	6,002
Satışların Maliyeti	1,420	1,512	2,036	3,167	4,291	4,763
Brüt Kar	315	397	449	797	1,102	1,239
Faaliyet Giderleri	156	176	213	313	437	486
Net Faaliyet Karı	159	221	236	484	665	752
Net Faaliyet Dışı Gelirler	12	20	41	44	115	120
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	171	240	278	528	780	872
Net Finansal Giderler	44	27	50	127	184	191
Vergi Öncesi Kar	141	224	245	401	597	681
Vergiler	16	36	36	73	124	141
Net Kar	116	178	212	327	473	540
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	17	35	47	46	76	81
Ana Ortaklık Payları	99	143	165	281	397	459
Amortisman Gideri	81	79	103	137	186	194
FAVÖK	240	300	339	621	852	946
Kar marjları						
Brüt Marj	18.2%	20.8%	18.1%	20.1%	20.4%	20.6%
Faaliyet Giderleri/Satışlar	9.0%	9.2%	8.6%	7.9%	8.1%	8.1%
Faaliyet Kar Marjı	9.2%	11.6%	9.5%	12.2%	12.3%	12.5%
FAVÖK Marjı	13.8%	15.7%	13.7%	15.7%	15.8%	15.8%
Net Marj	5.7%	7.5%	6.6%	7.1%	7.4%	7.6%

Kaynak: Şirket, Oyak Yatırım tahminleri

Bilanço (TLmn)	2015	2016	2017	2018	2019T	2020T
Dönen Varlıklar	945	1,045	1,197	2,149	2,804	3,131
Hazır Değerler	18	39	16	131	116	146
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	297	372	483	830	1,129	1,257
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	15	11	5	15	17	18
Stoklar	425	537	585	1,048	1,420	1,576
Türev Araçlar	12	1	6	3	3	3
Peşin Ödenmiş Giderler	16	19	20	15	45	50
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	2	0	5	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	46	43	65	93	65	72
Satış Amaçlı Dönen Varlıklar	114	22	11	14	8	9
Duran Varlıklar	1,229	1,499	1,669	2,682	3,692	4,205
Diğer Alacaklar	13	20	31	32	35	38
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28	40	47	115	127	139
Maddi Duran Varlıklar	1,045	1,286	1,427	1,940	2,835	3,260
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	77	76	83	465	512	563
Ertelenmiş Vergi Varlığı	29	35	38	73	99	111
Peşin Ödenmiş Giderler	9	7	2	2	0	0
Diğer Duran Varlıklar	27	34	42	55	85	94
TOPLAM VARLIKLAR	2,174	2,544	2,867	4,830	6,496	7,336
Kısa Vadeli Yükümlülükler	628	741	929	1,684	2,313	2,569
Kısa Vadeli Borçlanmalar	326	352	512	953	1,297	1,443
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	34	22	19	42	57	64
Türev Araçlar	0	0	0	0	0	0
Ticari Borçlar	172	284	314	572	775	860
Diğer Borçlar	13	13	12	23	52	58
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	4	0	3	15	15
Kısa Vadeli Karşılıklar	15	23	24	31	42	47
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4	5	11	11	15	16
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler	46	12	5	4	6	6
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	18	18	25	45	54	60
Uzun Vadeli Yükümlülükler	330	331	289	807	1,265	1,377
Uzun Vadeli Borçlanmalar	194	161	101	525	929	975
Diğer Borçlar	9	14	17	20	22	24
Uzun Vadeli Karşılıklar	43	52	61	72	86	104
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	83	104	110	190	228	274
Toplam Özkaynaklar	1,216	1,472	1,648	2,339	2,918	3,391
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	250	318	371	504	642	746
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	966	1,154	1,277	1,835	2,276	2,645
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	2,174	2,544	2,867	4,830	6,496	7,336

Kaynak: Şirket, Oyak Yatırım tahminleri

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 Yatırım 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 Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

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

Oyak Yatırım 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 değiştiremeyebilir.

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 Yatırım 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 Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım 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 Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.