

# Bagfaş

## Olumlu beklentiler fiyata yansdı

• **AN (Amonyum Nitrat) / CAN (Kalsiyum Amonyum Nitrat) tesisiyle gelirler 3'e katlanacak.** Bagfaş'ın 600 bin tonluk yeni gübre tesisinin sonbaharda faaliyete geçmesi bekleniyor. Bagfaş, yeni yatırımla kapasitesini iki katına çıkararak, yıllık 1,2 milyon ton kapasiteye ulaşacak. Bölgesel düzenlemelere bağlı olarak Avrupa'da Amonyum Nitrat tabanlı gübre kullanımına olan güçlü taleple, Bagfaş'ın cirosunun 2015 yılında 544 milyon TL'ye ulaşmasını bekliyoruz. Tam kapasiteye ulaşılması sonrasında da gelirlerin 2016'da 940 milyon TL'ye, 2018'e kadar ise (%36 yıllık ortalama bileşik büyüme ile) 1,13 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz.

• **Marjlar artıyor.** Daha katma değerli ürün olan AN/CAN üretimiyle, daha yüksek ciro Bagfaş'ın operasyonel marjlarını artıracak. Biz daha ihtiyatlı bir tahminle Bagfaş'ın FAVÖK marjının ilk aşamada %1,5 gelişme sağlayacağını düşünüyoruz (şirket yöneticilerinin tahmini %2-%3). 2015 için %12,4, 2016'ya kadar ise %13,3'lük FAVÖK marjı tahminimiz bulunuyor. Buradaki yukarı potansiyel, kapasite kullanımına bağlı durumdadır.

• **Yarı entegre tesis olarak Bagfaş, çeşitlendirilmiş ürün yelpazesiyle istikrarını devam ettirecek.** Bagfaş, kendi sülfür ve fosforik asitini üretebilen yarı entegre tesis durumundadır. Şirket, gübrenin yanı sıra piyasa koşulları ve kârlılık düzeyine bağlı olarak bu ürünlerde de satış yapabilmektedir. Bagfaş, bu esneklik sayesinde benzer şirketlere göre avantaj sağlayabilmekte ve marjlarını koruyabilmektedir.

• **Değerleme Çarpanları...** Bagfaş'ın 7,4x seviyesindeki 2016T FD/FAVÖK çarpanı (benzer şirketlerde 6,0x) %23, 11,4x seviyesindeki 2016T F/K çarpanı ise (benzer şirketlerde 9,8x) %16 primli işlem gördüğüne işaret ediyor.

• **Emtia fiyatlarında yaşanacak sert düşüşler en büyük risk kaynağı.** Petrol fiyatlarındaki gerilemenin biyolojik yakıt üretimine olumsuz etkisi ve gıda fiyatlarındaki düşüklük küresel gübre talebini, dolayısıyla gübre fiyatlarını baskılıyor. Mevcut konjonktür, şirketin finansal performansını ve hisse fiyatını olumsuz etkileyebilir.

• **Bagfaş'ı "Endeksin Altında" performans beklentisi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.** Hisse için 12 aylık hedef fiyatımız 12,60 TL; %9 aşağı potansiyele işaret ediyor. Yeni AN/CAN tesisinin ciro ve marj katkısıyla şirkete değer katacağına inanıyoruz. Bununla birlikte olumlu beklentilerin büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyor ve bu nedenle "Endeksin Altında" performans beklentisi öngörüyoruz.

## Endeksin Altında

Hisse Fiyatı: 13,90 TL  
12 Aylık Hedef: 12,60 TL

Can Özçelik

[can.ozcelik@akyatirim.com.tr](mailto:can.ozcelik@akyatirim.com.tr)

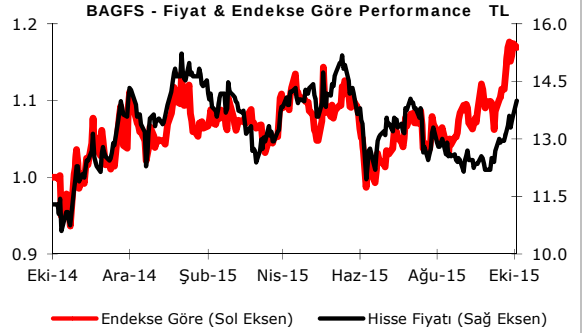
Göksel Şişmanlar

[goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr](mailto:goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr)

### Hisse Verileri

|                                    |                    |
|------------------------------------|--------------------|
| Hisse Kodu (Reuters, B.berg)       | BAGFS.IS, BAGFS TI |
| Piyasa Değ. (milyon TL)            | 626                |
| Hisse Adedi (milyon)               | 45                 |
| Halka Açıklık Oranı                | %59,6              |
| İşlem Hacmi (3 aylık ort., mln.TL) | 6,77               |
| Net Borç (2015/06, milyon TL)      | 302                |
| BIST-100 Endeksi (TL)              | 78.698             |

Hisse verileri 7 Ekim 2015 itibarıyladır.



### Hisse Performansı

|           | 1 Hafta | 1 Ay  | 3 Ay | 1 Yıl |
|-----------|---------|-------|------|-------|
| TL        | %4,5    | %10,8 | %5,7 | %23,1 |
| Göreceli* | -%1,5   | %1,1  | %7,9 | %13,4 |

\* BIST Getiri Endeksi'ne göre

### Tahminler (milyon TL)

|             | 2013  | 2014  | 2015T | 2016T |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| Net Satış   | 330   | 330   | 544   | 940   |
| VAFÖK       | 13    | 36    | 68    | 125   |
| VAFÖK marjı | %3,9  | %10,9 | %12,4 | %13,3 |
| Net Kâr     | 2     | 22    | 30    | 55    |
| FD/Satışlar | 2,8   | 2,8   | 1,7   | 1,0   |
| FD/VAFÖK    | 71,3  | 25,8  | 13,7  | 7,4   |
| F/K         | 301,3 | 28,7  | 20,6  | 11,4  |

### Ortaklık Yapısı

|              |       |
|--------------|-------|
| Recep Gencer | %40,4 |
| Halka Açık   | %59,6 |

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.