

Kordsa

Güçlenen kâr marjı öngörümüze rağmen getiri beklentimizi 'NÖTR'e indiriyoruz

Kordsa için hisse getiri beklentimizi "Endeksin Üzerinde Getiri"den "NÖTR"e indiriyoruz. Hisse için 12 aylık hedef fiyatımızı ise 5,45 TL'den yüzde 28 artışla 7,00 TL seviyesine çıkardık. Hedef fiyattaki artış FAVÖK marjındaki kuvvetlenme beklentimizi ve bunun ileride de sürdürülebilir olacağına yönelik inancımızı yansıtıyor. Buna karşın, getiri beklentisine ilişkin aşağı yönlü güncelleme Kordsa'nın hisse fiyatının şirket'in temel dinamiklerini büyük ölçüde yansıttığı ve hızlı çıkışın ardından yukarı potansiyelin artık sınırlı kaldığı şeklindeki düşüncemizden kaynaklanıyor.

2016 ve 2017 FAVÖK marjı tahminlerimizi sırasıyla %15 (önceki: %14,7) ve %14,8 (önceki: %14,1) seviyesine yükseltiyoruz. Kordsa 2014 yılında %11,6 seviyesinde bulunan FAVÖK marjını 2015 yılında %13,8'e, 1Ç16'da ise %15,6'ya yükseltmeyi başardı. Şirket yönetimi 2016 için %10-%20 aralığında ciro artışı ve %15-%20 aralığında FAVÖK büyümesi öngörürken, biz bu öngörülerin 1Ç16'da olduğu gibi aşılabileceğini düşünüyoruz.

Kordsa, 2015 yılında FAVÖK marjında genişleme sağladı: (i) Ürün gamındaki naylon iplik payının azalarak, bitmiş ürün olan kord bezi üretiminin artması, (ii) modernizasyon ve üretim süreçlerindeki iyileşme paralelinde maliyetlerde yaşanan düşüş, (iii) düşük hammadde fiyatları, 2015 yılında Kordsa'nın FAVÖK marjının genişlemesine katkıda bulundu.

Yönetimin 2016 öngörülerinin daha yüksek sürdürülebilir FAVÖK marjına işaret ettiğine inanıyoruz. Endonezya'daki üretim tesisinin tam kapasiteyle faaliyete geçmesinin, ölçek ekonomisine bağlı olarak sürdürülebilir FAVÖK marjını destekleyeceğini düşünüyoruz. Bu gelişme tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü potansiyel sağlayabilecektir. Diğer taraftan sektörde artan rekabet unsurunun dengeleyici olabileceğini ve marjlarda bir miktar baskı yaratabileceğini kabul ediyoruz. Bu varsayımlar ışığında, 2015-2025 dönemi için şirketin ortalama FAVÖK marjının daha yüksek bir düzeyde, %14,9 olacağını tahmin ediyoruz (önceki tahmin: %13,0).

Olası satın alma ve iştirak satışları hissenin hikâyesini güçlendirebilir. Kordsa'nın inşası süren kompozit malzeme üretim merkezinin 2016'da faaliyete geçmesi beklenmektedir. Şirket, ayrıca bu yatırımını 2016'da kompozit malzeme sektöründe stratejiye uygun satın almalarla desteklemeyi planlamaktadır. Ek olarak, olası satın alma / satış fırsatlarını değerlendirme amacıyla tutulan Mısır ve Almanya'daki iki iştirakin satışı da yıl içerisinde gündeme gelebilir. Tüm bu kurumsal yapılandırma faaliyetlerinin, gerçekleşmesi halinde, hisse fiyatı için katalizör işlevi göreceğini düşünüyoruz.

Kordsa yüksek temettü ödemeye devam edecek. Kordsa 4 Nisan tarihinde hisse başına 0,31 TL (%6,2 temettü verimi) temettü ödemesi gerçekleştirdi. Şirketin önümüzdeki yıllarda da yüksek temettü ödemesini bekliyoruz.

NÖTR

Hisse Fiyatı: 6,14 TL
12 Aylık Hedef: 7,00 TL

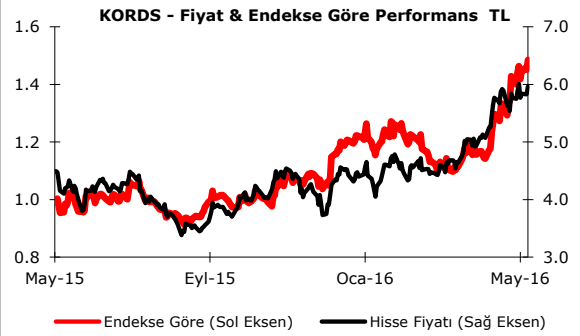
Bora Tezgüler

bora.tezguler@akyatirim.com.tr

Hisse Verileri

Hisse Kodu (Reuters, B.berg)	KORDS.IS, KORDS.TI
Piyasa Değ. (milyon TL)	1.194
Hisse Adedi (milyon)	194
Halka Açıklık Oranı	%28,0
İşlem Hacmi (3ay ort., milyon TL)	14,85
Net Borç (2016/03, milyon TL)	482
BIST-100 Endeksi (TL)	79.435

Hisse verileri 24 Mayıs 2016 itibarıyladır.



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%5,3	%6,4	%35,0	%47,8
Göreceli*	%2,3	%14,6	%25,2	%55,6

* BIST Getiri Endeksi'ne göre

Tahminler (milyon TL)

	2013	2014	2016T	2017T
Net Satış	1.569	1.735	1.948	2.280
VAFÖK	182	240	293	338
VAFÖK marjı	%11,6	%13,8	%15,0	%14,8
Net Kâr	73	99	168	180
FD/Satışlar	0,8	0,8	0,8	0,6
FD/VAFÖK	6,9	6,1	5,4	4,1
F/K	9,8	9,3	7,1	6,6

Ortaklık Yapısı

Sabancı Holding	%71,11
Halka Açık	%28,89

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.