

SODA SANAYİİ

6,45 TL - ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

%11,4 Getiri Potansiyeli...

Beklentilerimizi koruyoruz...

1 **Açıklanan yıl sonu rakamları sonrası Soda Sanayii için beklentilerimizi korurken 12 aylık hedef fiyatımız olan 6,45 TL ile Endeksin Üzerinde Getiri potansiyeli görüşümüzü sürdürmekteyiz.** Şirket net satış ve EBITDA rakamlarında yılın son çeyreğinde beklentilerimize paralel rakamlar açıklarken net karda beklentilerimizi aştı. Yükselen kur ortamının sürmesi, şirketin yeni yatırım planlaması olan cam elyaf ile hikayesini güçlendirmesi, yüksek döviz nakit pozisyonu ve temettü verimine ile Soda mevcut konjonktürde yatırım fırsatı sunmaya devam ediyor.

2 **Beklentilere paralel veriler.** 2016 yılında Şirket 1.983 mn TL net satış ve 514 mn TL EBITDA ile beklentilerimiz olan 1.990 mn TL net satış ve 516 mn TL EBITDA rakamlarına oldukça yakın veriler açıkladı. Net dönem karında ise Şirket, 577 mn TL ile beklentilerimizi aştı. 4Ç'de kaydedilen 13,5 milyon TL'lik yeniden değerlendirme kazancı net kara olumlu katkı sağladı. FAVÖK marjı Şirket'in bugüne kadar açıkladığı en yüksek marj seviyesi olarak göze çarpmaktadır. 4Ç16'dan geçerli olmak üzere doğalgaz fiyatlarında yapılmış olan indirim ve Şirket'in devreye aldığı yeni buhar üretim ünitesinden kaynaklanacak maliyet tasarrufları bu olumlu operasyonel görünümün ileri doğru devam edeceğine yönelik beklentileri beslemektedir.

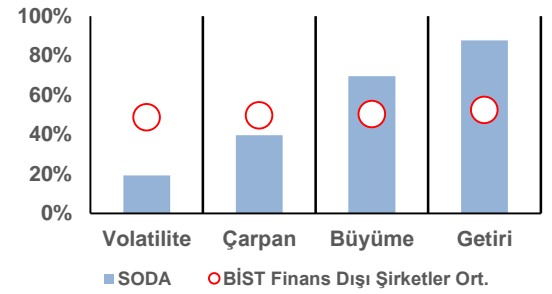
3 Şirket son 1 yılda %24,9'luk göreceli getiri ile endeksin üzerinde getiri elde etmesine rağmen son 3 ayda önemli bir yorgunluk sürecine girdi. Son 3 ay ve son 1 ayda endekse göre göreceli getirinin negatif döndüğü hissede yıl başından bu yana getiri %9,5 ile BIST100 ve sınav endeksi getirisinin oldukça altında. Yüksek döviz pozisyonu ve gelirlerindeki döviz endekslili satışa ek maliyetlerde TL'nin yoğunluğu, cam elyaf yatırımı ile hikayesini güçlendirmesi, 2016 yılında net satış ve EBITDA'da gözlemlenen büyümenin 2017 yılına da taşınacak olması, döviz riskini hedge etmesiyle portföylerde bulunmasının portföy getirilerinde oynaklığı azaltması ve düzenli temettü getirisine ek olarak güncel hedef fiyatımızın %11'in üzerinde getiriye işaret etmesi Soda'yı portföyde tutmamızın sebepleri arasında yer almaktadır.

4 **%3,8 temettü verimi.** Şirket genel kurulda onaylanmak üzere hisse başına 0,22 TL net temettü ve %10,2 bedelsiz dağıtma kararı aldı. Onaylanırsa dağıtım 30.05.2017'de gerçekleşecek. Bu durumda net temettü verimi 2017 yılı için %3,8 olacak. Bu rakam beklentimizin bir hayli altında.

5 **Riskler.** Ciner Grubunu'nun 2017-19 döneminde devreye alınması planlanan 3 mn ton soda külü kapasitesi soda külü fiyatları için önemli bir risk unsuru. Döviz kurlarındaki aşağı yönlü şoklar modeli ciddi oranda tehdit ederken enerji maliyetlerinde (özellikle kömür fiyatları) beklentinin üzerinde fiyat artışları önemli risk unsurları olarak görülmekte.

Özet Mali Veriler (mTL)	2015	2016	2017T
Net Satışlar	1.772	1.983	2.238
EBITDA	449	514	616
EBITDA Marjı	25,3%	25,9%	27,5%
Net Kar	434	577	565

Yatırım Profili

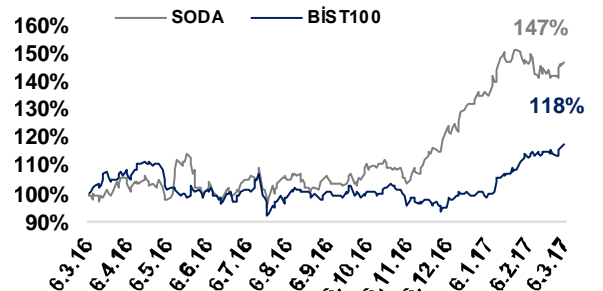
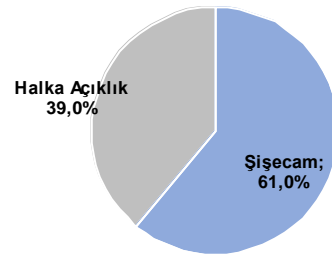


Hisse Verileri (TL)	6.3.17
Bloomberg/Reuters Kodu	SODA.TI / SODA.IS
Mevcut Fiyat (Kapanış)	5,79
Halka Açıklık Oranı	39%
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn)	18,92
Önceki Hedef Fiyat (20.12.2016)	5,95
YBB TL Getiri	9,5%
Temettü Verimi (2017T)	3,8%
Piyasa Değeri (mn)	4.343
Net Fin. Borç (2016/12) (mn)	-686,5
Firma Değeri (mn)	3.656
Net Döviz Pozisyonu	849

Piyasa Çarpanları	2015	2016	2017T
EV/EBITDA	8,1	7,1	5,9
F/K	10,0	7,5	7,7
EV/Satışlar	2,1	1,8	1,6

Hisse Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
SODA Performans	-0,2%	18,6%	47,3%
Relatif Getiri	-3,1%	-0,7%	24,9%

Ortaklık Yapısı



Phdc. Halil Arslan
halil.arslan@bmd.com.trBizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma Bölümü
Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr
Telefon : 0216-547-13-52**Şirketlerin Finansal Gücü: Z Skor**

Edward Altman'ın Amerikan şirketleri için 1969 yılında ortaya attığı ve 1983 yılında geliştirdiği finansal güçlülük ve iflas riskini ölçen **Z skor modeli bankalar, yatırımcılar ve kredi derecelendirme kuruluşları** tarafından yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Firmaların **likidite, elde ettikleri tecrübe ve birikim, operasyonel karlılık, piyasanın firmanın borçlarına göre fiyatlaması ve aktif verimliliği** ana bileşenler olan modelin Türk şirketlerine özgü olmaması dezavantaj olarak görülebilir. Altman modelini 66 şirket üzerinden geliştirdi. Söz konusu **66 şirketin 33'ü iflas etmiş şirketlerden oluşurken diğer 33 şirket iflas etmemiş şirketlerden** oluştu. Altman **22 finansal rasyo** belirledi ve bu iki grubun hangi rasyolarda keskin bir ayrışma yaşadığını **Discriminant Analiz** ile belirledi. Çalışma sonrasında **5 rasyo her iki grubu da önemli oranda ayırıyordu**. Rasyoların ayırıştırma gücüne göre rasyolara ağırlık verildi ve her iki grup için bu rasyoların kombinasyonundan bir skorlama yapıldı. İteratif çalışmalarda hangi skor seviyesinde en iyi ayrışmanın sağlandığı gözlemlendi ve bu ayrışma seviyelerine göre rasyolara ağırlık verildi. Böylece Z skor için katsayılar oluşturulmuş oldu. Sonraki yıllarda yeni verilerle Altman farklı segmentteki şirket profilleri için Z Skor'un farklı varyasyonlarını geliştirdi. Biz Borsa İstanbul şirketlerinin Z skorlarını belirlemek için Altman'ın halka açık üretici şirketler için belirlediği Z skor modelini uyguladık. **Altman modelinde 1,23x Z skor seviyesinin altında 2 yıl boyunca kalan şirketlerin iflas riskini %72 olarak tanımladı. 2,9x seviyesinin üzeri ise Finansal Güçlülük olarak tanımlandı.**

Altman'a göre satış verimliliği düşen şirketlerde faaliyet karlılığı zarar görecektir, borçluluk riskli seviyeyi aşacak ve bu durum ilk olarak piyasa değerinde sinyal olarak gözlemlenecektir. Sonraki süreçte şirketler likidite problemi yaşayacak ve borçlarını ödeyemez duruma geleceklerdir. Şirketlerin yaşları da birikmiş karda şirketlerin iflas riskini azaltacaktır.

$$Z \text{ Skor}_{it} = 1,2 * \frac{\text{İşletme Sermayesi}}{\text{Aktifler}} + 1,4 * \frac{\text{Birikmiş Kar}}{\text{Aktifler}} + 3,3 * \frac{\text{Faaliyet Karı}}{\text{Aktifler}} + 0,6 * \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Toplam Borçlar}} + 1,0 * \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktifler}}$$

Karma Değerleme Metodolojisi-Regresyon Modellerimiz

Şirketlerin kendi dinamiklerini daha doğru yansıtmaları ve benzer şirketlerden farklılığını daha iyi ortaya koymasını nedeniyle tarihi FD/FAVÖK çarpanları ile değerlendirme metodolojisinin makul olduğunu düşünmekteyiz. Şirketin FD/FAVÖK çarpanının geçmişteki hareketleri piyasanın hisseye olan bakışı ve piyasa davranışı hakkında önemli bir işaret vermektedir. Ayrıca tarihi FD/FAVÖK çarpanları genelde ortalamaya yakınsamaktadır. (mean-reverting). Bu durum piyasanın hisseyi fiyatlarırken bir döngü oluşturduğuna işaret etmektedir. Önemli olan döngüdeki ortalamanın hangi seviyeye kayabileceğinin tespiti olarak görülmektedir. Yaptığımız testler tarihi FD/FAVÖK'ün belirlenmesinde ileriye dönük çarpanın daha makul olduğunu ortaya koymaktadır. Hisse senetleri fiyatlanırken mevcut FAVÖK'lerinden ziyade beklenti FAVÖK'leri ile fiyatlanmaktadır. Ancak piyasadaki hareketlere baktığımızda beklentinin 2018 ve sonrası için oldukça düşük olduğunu görmekteyiz. Bu nedenle 2017 FAVÖK'ünün değerlendirilmesinde kullanılması makul bulmaktayız. Yine de belirlediğimiz hedef çarpan sonraki yıllardaki beklentiye de bünyesinde kısmen barındıracaktır. 12 aylık hedef fiyat verebilmemiz için 2016 bilançoları açıklandığında şirketlerin ileriye dönük FD/FAVÖK çarpanının piyasa tarafından nasıl belirlendiği önem arz etmektedir. Başka bir deyişle hisselerin 1 yıl sonraki FAVÖK'üne göre piyasa tarafından nasıl bir çarpan ile fiyatlandığı hesaplanmalıdır. Bu durum için benzer şirketler çarpanı ve hisselerin kendi ileriye dönük FD/FAVÖK tarihi ortalaması bir baz oluşturmaktadır. Ancak mevcut durum itibarıyla şirketin mali verileri tarihi ortalamasından farklılaşabilmektedir. Ayrıca benzer şirketlerin dinamiği ile değerlemeye konu şirketin dinamiği önemli oranda değişebilmektedir. Hem şirketin kendi tarihi ortalaması ile mevcut durumu arasındaki farklılıkların hem de benzer şirketlerden farklılaşan yanlarının hedef çarpana yedirilmesi gerekmektedir. Başka bir deyişle şirketin tarihi ileriye dönük FD/FAVÖK ortalamasının yeni seviyesi belirlenmelidir. Aşağıdaki 3 regresyon modeli bu durumu sağlamak için kullanılmaktadır.

$$FD/FAVÖK_{it} = 1,45 - 0,5 \text{Karlılık Oynaklığı}_{it} - 0,21 \text{Nakit Akışı Oynaklığı}_{it} + 0,06 \ln(\text{Aktif}_{it}) - 1,39 \text{Kaldıraç}_{it} + 0,20 \text{Karlılık}_{it} + 1,37 \text{Yatırım}_{it} + 0,22 \ln(\text{Satış Büyümesi}_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{Regresyon Modeli-1})$$

Karma Değerleme Metodolojisi-Regresyon Modellerimiz

İlk regresyon modelimizde Ronnie Barnes tarafından yazılan “**Earning Volatility and Market Valuation**” makalesinde geliştirilen model ile şirketlerin çarpanlarını oluşturan dinamikler belirlenmiştir. Makalede Tobin q bağımlı değişken olarak kullanılsa da Tobin q ile FD/FAVÖK arasındaki korelasyon 0,7x olduğu için model, çalışmamızda geçerliliğini korumaktadır. Şirketlerin **kaldıraç, yatırım, kar ve nakit akışı oynaklığı, aktif büyüklük, satış büyümesi ve mevcut karlılıkları farklı ağırlıklarda çarpanların oluşmasında** etkilidir. Şirketin tarihi çarpan ortalamasının hangi seviyeye kaydığını hesaplamak adına söz konusu değişkenlerde şirketlerin son 5 yıllık ortalama verileri ile son 2 yıllık ortalama verilerini ilk regresyonda çalıştırıp gerçekleşen farklılıklara göre tarihi FD/FAVÖK ortalamasının hangi seviyeye kaydığını tespit etmeye çalışmaktayız. İkinci regresyon modelimiz ise genelde şirket çarpanları ile gerçekleştirilen işletme sermayesi ve sabit sermaye yatırımları arasında bir ilişki olması nedeniyle tercih edilmiştir. Son regresyon modelimiz ise FD/FAVÖK çarpanının bir zaman serisi olması ve her zaman serisinin kendinden önceki değerinden etkilenmesi nedeniyle modelde yer almaktadır. **Her 3 regresyon modelinden elde edilen hedef çarpan simülasyonları hedef çarpanın tespit edilmesinde kullanılmaktadır. Son 2 regresyon modeli her bir şirket için farklı katsayılara sahip olabilir. İlk model ise panel data modelidir ve tüm piyasanın ortalama verisine göre katsayıları belirlenmiştir.**

Yatırım Profili

BİST'te işlem gören holding, finans, GYO, yatırım ortaklıkları ve belirli bir hacmin altında işlem gören volatilitesi yüksek hisseler hariç sanayi ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren 187 şirket genel örneklem olarak belirlenmiştir. **Getiri** değişkeni şirketlerin yılbaşından rapor tarihine kadarki sürede hisse getirileri olarak tanımlanmıştır. Örneklemin ortalama getirisi ise şirketlerin firma değerlerine göre ağırlıklandırılmış getiridir. **Büyüme** değişkeni şirketlerin son 1 yıldaki FAVÖK büyümesi olarak tanımlanırken genel örneklem **Büyüme** değişkeni şirketlerin medyanı olarak belirlenmiştir. **Çarpan** değişkeni şirketlerin son bir yılda elde ettikleri FAVÖK rakamına göre oluşan FD/FAVÖK çarpanı olarak tanımlanırken genel ortalamanın **Çarpan** değişkeni şirketlerin medyanıdır. **Volatilite** değişkeni hisse senedinin yılbaşından rapor tarihine kadarki getirilerinin standart sapması olarak tanımlanırken genel ortalama **Volatilite** değişkeni hisselerin medyanıdır. Tüm veriler %20'lik dilimlere bölünmüş ve ortalama ve şirket verisinin yüzdelik dilimi hesaplanmıştır.

Endekse Göre Getiri Tanımlamaları

Endeksin Üzerinde Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
Endekse Paralel Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
Endeksin Altında Getiri	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BİST100* endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.

*BİST100 için önümüzdeki 12 aylık getiri beklentimiz mevcut finansal koşullarda %14 seviyesindedir.

Önemli Uyarı

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.

Burada yer alan bilgiler Bizim Menkul Değerler A.Ş. (BMD) tarafından okuyucuyu bilgilendirme amacı ile BMD'nin güvenilir olduğunu düşündüğü yayımlanmış bilgilerden ve veri kaynaklarından derlenerek hazırlanmıştır. Kullanılan bilgilerin hatasızlığı ve/veya eksiksizliği konusunda BMD hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. BMD Araştırma raporları şirket içi ve dışı dağıtım kanalları aracılığıyla tüm BMD müşterilerine eşzamanlı olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca, Burada yer alan tahmin, yorum ve tavsiyeler dokümanın yayınlandığı tarih itibarıyla geçerlidir. BMD Araştırma Bölümü daha önce hazırladığı ya da daha sonra hazırlayacağı raporlarda bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerden farklı ya da bu raporda sunulan görüş ve tavsiyelerle çelişen başka raporlar yayımlayabilir. Çelişen fikir ve tavsiyeler bu raporu hazırlayan kişilerden farklı zaman dilimlerine işaret ediyor, farklı analiz yöntemlerini içeriyor ya da farklı varsayımlarda bulunuyor olabilir. Böyle durumlarda, BMD'nin bu raporlardaki tavsiye ve görüşlerle çelişen diğer BMD Araştırma Bölümü raporlarını okuyucunun dikkatine sunma zorunluluğu yoktur. BMD ve ilişkili olduğu firmalar bu raporda adı geçen pay senetlerinde pozisyon sahibi olabilir ve/veya raporun yayınlanma tarihinden sonra işlem yapabilir. Ayrıca yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle BMD ve/veya diğer ilişkili firmalarının iş ilişkisi içerisinde olabileceğini kabul ederler.

Bu çalışma kesinlikle tekrar çıkarılmak, çoğaltılmak, kopyalanmak ve/veya okuyucudan başkasına dağıtılmak üzere hazırlanmamıştır ve BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan kopyalanamaz ve çoğaltılıp dağıtılamaz. Okuyucuların bu raporun içeriğini oluşturan yatırım tavsiyeleri, tahmin ve hedef fiyat değerlemeleri de dahil olmak üzere tüm yorum ve çıkarımların, BMD Araştırma Bölümü'nün izni olmadan başkalarıyla paylaşmaları gerekmektedir. BMD bu araştırma raporunu yayımlamaya, düzenlemeye ve gerekli yatırım profesyonellerine dağıtmaya yetkilidir. BMD Araştırma Bölümü gerekli olduğunu düşündüğünde düzenli olarak yatırım tavsiyelerini güncellemekte ve temel analize dayalı araştırma raporları hazırlamaktadır. Bununla birlikte, bu çalışma herhangi bir hisse senedinin veya finansal yatırım enstrümanlarının alımı ya da satımı için BMD ve/veya BMD tarafından direk veya dolaylı olarak kontrol edilen herhangi bir şirket tarafından gönderilmiş bir teklif ya da öneri oluşturmamaktadır. Herhangi bir alım-satım ya da herhangi bir enstrümanın halka arzına talepte bulunma kararı bu çalışmaya değil, arz edilen yatırım aracı ile ilgili kamuya duyurulmuş ve yayınlanmış izahname ve sirkülere dayanmalıdır. BMD ya da herhangi bir BMD çalışanı bu raporun içeriğindeki görüş ve tavsiyelere uyulması sebebiyle doğabilecek doğrudan ya da dolaylı herhangi bir zarar ya da kayıpla ilgili olarak sorumlu tutulamaz.