

SODA

6,60 TL - ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ

%17,0 Getiri Potansiyeli...

Pandemi Engeli: Daralan Arz ve Talep...

Soda Sanayii, soda ve krom kimyasalları, endüstriyel hammaddeler, cam elyafı, Vitamin K3 türevleri ve sodyum metabisülfid alanlarında faaliyet göstermekte olup, üretimini 5 ülkede ve 20'nin üzerinde tesiste sürdürmektedir. Ana faaliyet konusu olan Soda üretiminde Avrupa'nın 4'üncü, dünyanın 8'inci büyük üreticisi olan Soda Sanayii A.Ş. krom kimyasallarında dünyada lider üretici konumundadır. 75'ten fazla ülkeye ihracat yapan şirketin ürünleri cam, deterjan, kimyasal maddeler, deri, metal ve ahşap kaplama sektörlerinde kullanılmakta olup otomotiv, inşaat ve tekstil sektöründeki gelişmelerden etkilenmektedir.

2020 ilk çeyrek itibarıyla konsolide net satışlar önceki yılın aynı dönemine göre %24,1 artışla 1.176 mTL, brüt kar ise %42,3 artışla 424,5 mTL olarak gerçekleşmiştir. 2020 ilk çeyrekte 574 bin ton soda külü, 35 bin ton krom kimyasalları, 15,5 bin ton da cam elyaf satışı gerçekleştirmiştir. Soda ürünlerinin kapasite kullanım oranı %97 olarak gerçekleşmiş olup, cam elyaf ürünlerinde ise kapasite kullanımı %65'ten %100'e yükselmiştir.

Soda, 2020 yılının birinci çeyreğinde, geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %54,7 artışla 309,4 mn TL FAVÖK, %41,5 artışla 403,1 mn TL net kar elde etmiştir. Şirket 1Ç19'a kıyasla brüt kar marjını 4,6, FAVÖK marjını 5,2 ve net kar marjını ise 4,2 puan artırmıştır. Şirketin vergi öncesi karı 1Ç19'a kıyasla %76 artmasına karşın vergi giderlerindeki yaşanan 120 mTL'lik artışın etkisiyle dönem net karındaki artış %41,5 ile sınırlı kalmıştır. Finansman gelirlerindeki net artış ve bu artışın büyük bölümünün kambiyo karlarındaki artıştan elde edilmesi, dövizin operasyonel olmayan faaliyetler üzerinde de etkisinin fazla olduğunu göstermektedir. Uzun net döviz pozisyonuna sahip olan şirket, gelirlerinin ve maliyetlerinin büyük bölümünü döviz cinsinden takip etmektedir. Marjdaki iyileşmede kurdaki artışlar, soda külü satış hacmi ve fiyatlamasındaki artış, ton başına maliyetlerde avantajlı seviyeler ve cam elyaf yatırımdaki artan kapasite kullanım oranı etkili olmuştur. Ayrıca yeni tip koronavirüs nedeniyle vitamin K3 üretiminde Çinli rakip üreticilerin bir süre üretim ve sevkiyat yapamaması nedeniyle şubat ayı itibarıyla fiyatların yükseldiği gözlemlenmektedir.

Sodanın finansal varlıkları dahil net nakit pozisyonu, 153 m\$'dan 158 m\$'a yükseldi. 2020 Mart sonu itibarıyla, 1Ç19'a göre %68,9 düşüşle 29,3 mTL toplam yatırım harcaması yapılmıştır.

Şirket için pozitif katalizörler net nakit pozisyonu, yüksek Z skor (Finansal Derece), yüksek nakit üretme kabiliyeti, TL'de yaşanan değer kaybı uzun döviz pozisyonu ve ihracat oranı, zengin hammadde kaynaklarına yakınlık, limana yakınlık nedeniyle sağlanan maliyet avantajı, enerji ve petrol fiyatlarındaki düşüş, ABD'de devam eden soda külü yatırımı ve ilerleyen dönemde Şişe Grubu şirketlerinin birleşme durumundan kaynaklanacak sinerji olarak sıralanabilir. Temel riskler ise şirket değeri için değişken sayısının oldukça fazla olmasının (kur, emtia, iştirak vb.) doğal bir sonucu olarak kısmi karmaşa iskontosu ve koronavirüs nedeni ile azalan küresel arz ve talep, en büyük müşterilerden biri olan Avrupa'nın ekonomik durumuna dair kaygılar olarak gösterilebilir. Tahmini Ağustos ayı gibi tamamlanması beklenen birleşmede ayrılma hakkı fiyatı 6,39 TL olarak belirlenirken 29 Mayıs'ta yapılacak pay başı 0,245 TL temettü sonrası 6,14 TL olacaktır. Soda Sanayii için 2020 beklentilerine göre yaptığımız çarpan değerlemesi sonucunda ulaştığımız 6,60 TL hedef fiyatla endeks üzerinde getiri tavsiyesi ile model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Ayrılma hakkı fiyatının da yatırımcılar için kısa vadeli bir getiri garantisi sunduğunu düşünmekteyiz.

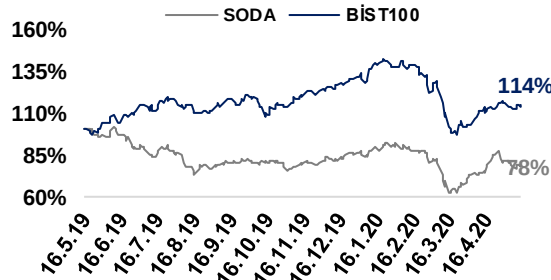
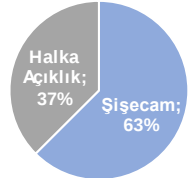
Özet Mali Veriler (mTL)	2018	2019	2020T	2021T
Net Satışlar	3.430	4.182	4.262	4.233
FAVÖK	958	1.018	952	931
FAVÖK Marjı	27,9%	24,3%	22,3%	22,0%
Net Kar	1.557	1.109	859	724

Hisse Verileri (TL)	15.5.20
Bloomberg/Reuters Kodu	SODA.TI / SODA.IS
Mevcut Fiyat (Kapanış)	5,64
Halka Açıklık Oranı	39,00
Hedef Fiyat	6,60
Getiri Potansiyeli	17,0%
YBB TL Getiri	-8,7%
Temettü Verimi, 2020	4,3%
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mTL)	60,88
Piyasa Değeri (mTL)	5.640
Net Borç (2020/03) (mTL)	-688
Firma Değeri (mTL)	4.952
Net Döviz Pozisyonu (mTL)	3.665

Piyasa Çarpanları	2018	2019	2020T
FD/FAVÖK	6,67	5,41	5,2
F/K	4,56	5,57	6,6
PD/DD	1,46	1,08	0,9

Hisse Performansı (%)	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
SODA Performans	3,3%	-10,7%	-22,2%
Relatif Getiri	-2,7%	7,8%	-31,7%

Ortaklık Yapısı



SODA

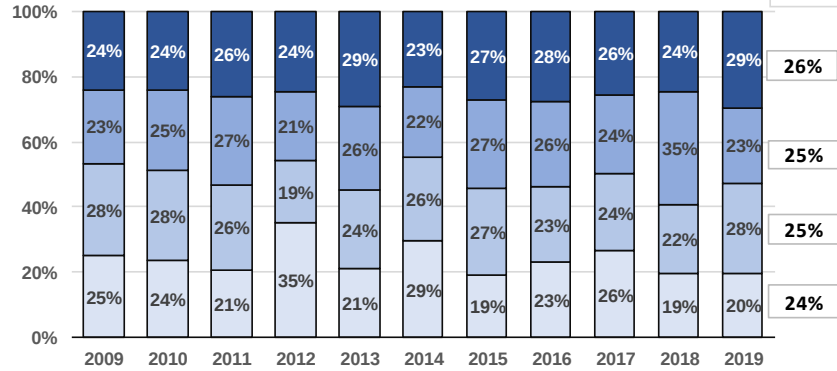
SODA Özet Mali Veriler							Değişim
(mTL)	4Ç18	1Ç19	2Ç19	3Ç19	4Ç19	1Ç20	1Ç20/1Ç19
Net Satışlar	987,5	948,0	1.082,1	1.034,6	1.117,8	1.176,1	24,1%
Brüt Kar	330,9	298,3	403,7	343,9	386,3	424,5	42,3%
Brüt Marj	33,5%	31,5%	37,3%	33,2%	34,6%	36,1%	4,6%
Faaliyet Giderleri	-136,7	-147,7	-172,4	-155,8	-142,7	-169,2	14,6%
Faaliyet Gid./Ciro	13,8%	15,6%	15,9%	15,1%	12,8%	14,4%	-1,2%
Esas Faaliyet Karı	194,2	150,6	231,2	188,1	243,7	255,3	69,6%
Esas Faaliyet Kar Marjı	19,7%	15,9%	21,4%	18,2%	21,8%	21,7%	5,8%
Amortisman	39,0	49,4	49,9	49,3	55,9	54,1	9,4%
FAVÖK	233,2	200,0	281,1	237,4	299,5	309,4	54,7%
FAVÖK Marjı	23,6%	21,1%	26,0%	22,9%	26,8%	26,3%	5,2%
Diğer Gelir/Gider	-38,7	24,7	15,8	-4,4	18,8	46,1	86,6%
Finansman Gel./Gid.	-108,4	52,1	6,8	-96,5	24,8	135,2	159,2%
Net Kar	81,4	284,9	376,1	151,3	296,6	403,1	41,5%
Net Kar Marjı	8,2%	30,1%	34,8%	14,6%	26,5%	34,3%	4,2%
Özkaynak	4.862,9	4.852,5	5.268,1	5.358,7	5.741,9	6.019,4	24,0%
Aktif Büyüklük	6.369,1	7.186,3	7.963,4	8.297,7	8.627,4	9.439,6	31,4%
Yatırım	293,7	94,1	61,1	58,3	70,0	29,3	-68,9%
Yatırım/Ciro	29,7%	9,9%	5,6%	5,6%	6,3%	2,5%	-7,4%
İşletme Sermayesi	743,7	862,6	1.242,1	1.147,3	1.034,2	1.128,1	30,8%
İşletme Sermayesi/Ciro	21,7%	23,5%	31,2%	28,3%	24,7%	25,6%	2,1%
Net Borç	-717,6	-860,0	-68,6	-411,6	-673,7	-688,4	-20,0%
Net Borç/FAVÖK	-0,75	-0,88	-0,07	-0,43	-0,66	-0,61	-30,9%

SODA Satışlar	4Ç18	1Ç19	2Ç19	3Ç19	4Ç19	1Ç20	1Ç20/1Ç19
Brüt Satışlar, mTL	1.014.067	970.838	1.109.579	1.057.862	1.139.570	1.196.099	23,2%
Soda, bin ton	575	547	578	570	612	574	5,0%
Krom Kim., bin ton	41	34	34	34	35	35	2,9%
Elyaf, bin ton	0	6	9	8	9	16	181,8%
Toplam Miktar, bin ton	616	587	621	612	656	625	6,5%
Ortalama Birim Fiyat, TL	1.469	1.434	1.562	1.487	1.528	1.622	13,1%
Ortalama Birim Fiyat, \$	266	267	266	262	264	266	-0,5%

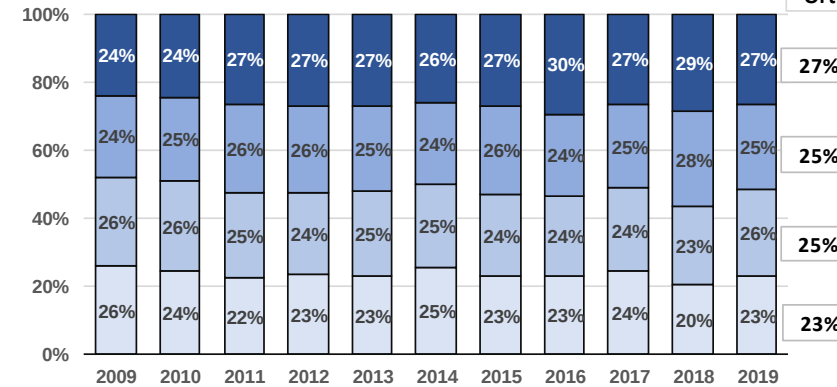
Covid-19 virüsü küresel çapta yaşanan pandemi durumu, Türkiye ve dünya ticaretini vurmuş durumda. Otomotiv sektöründeki duraksamalara paralel olarak Şişe Grubu'nun otocam tesislerindeki üretim faaliyetlerinde gerekli önlemler alınacağı; perakende ve turizm endüstrisine girdi sağlayan cam ev eşyası iş kolunda kapasite kullanım planları değişen talep durumuna göre belirleneceği; gıda, içecek ve ilaç endüstrileri için tedarikçi olarak hizmet veren cam ambalaj iş kolu, nispeten sınırlı bir düşüş ile karşı karşıya kalacağı bildirilmiştir.

Öte yandan, tüketim endüstrisine dayalı olarak yapılan analizlerle ortaya konulduğu üzere, cam ambalaj, kimyasallar ve deterjan üreticilerinden soda külü için artan bir talep var. Krom kimyasallarına gelince, birçok Asya, Güney Amerika ve Avrupa ülkesinde uygulanan karantinalar nedeniyle deri ve metal kaplama sektörlerinde düşüş gözlenmektedir. Şirketin 2019 yılında, Türkiye'den en fazla ihracat yaptığı ülke %17'lik pay ile günümüze kadar Covid-19 virüsünden en çok etkilenen Avrupa ülkesi İtalya olmuştur. Virüs etkisinin 2. Çeyrek verilerine çok net yansıtacağı kaçınılmaz. Genel itibariyle 2020 yılında hacimlerde ve birim fiyatlarda bir miktar düşüşler tahmin edilmekle birlikte 2021'den itibaren toparlanmanın başlaması öngörülmüştür.

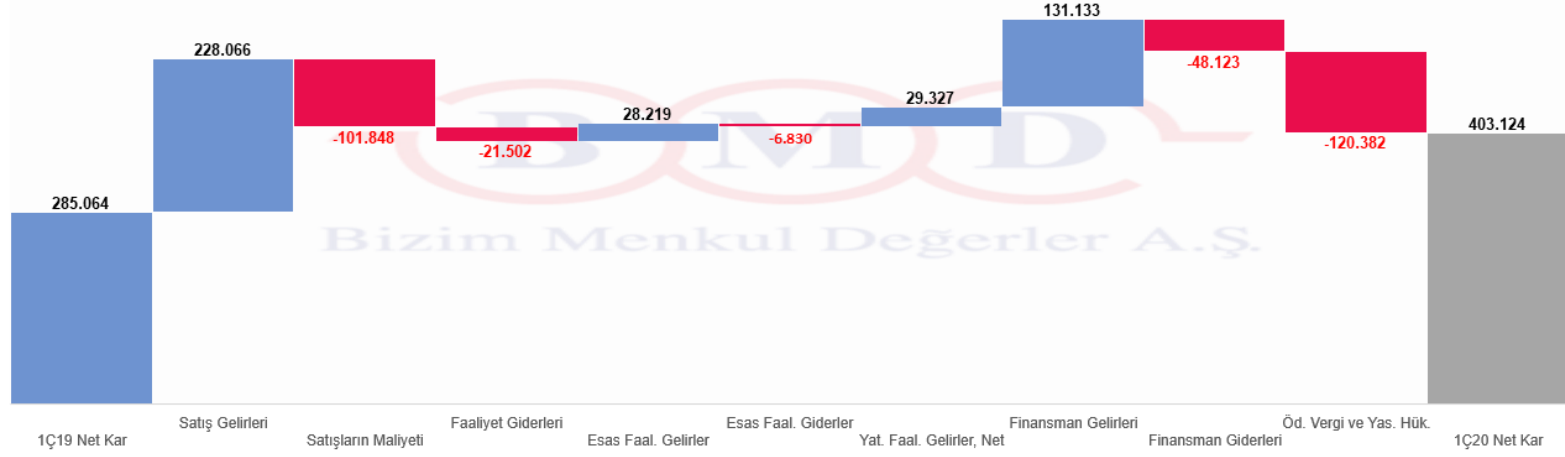
SODA Çeyrekse FAVÖK



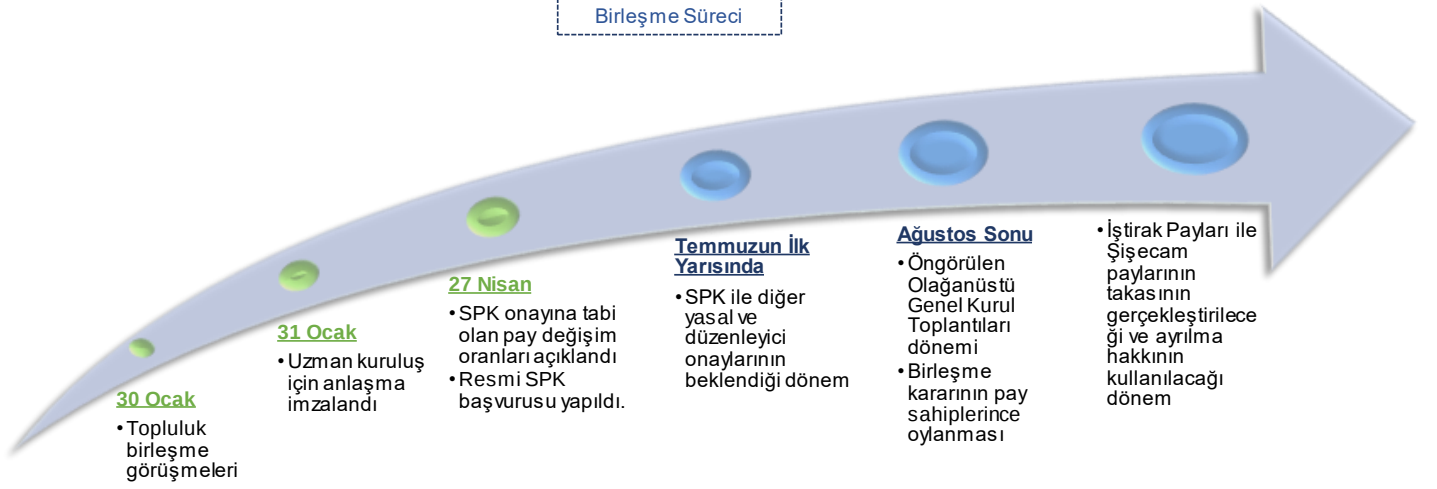
SODA Çeyrekse Ciro



SODA 1Ç20 Net Kar Köprüsü, Bin TL



Birleşme Süreci



Toplam Hisse Değeri, mn TL	9.328
Birleşmeye Konu Hisselerin Değeri, mn TL	3.450
Değişim Oranı	1,15997
Ayrılma Hakkı Kullanım Fiyatı	6,39 TL
2019 Temettü Ödemesi	0,245
Temettü Ödemesi Sonrası Net Ayrılma Hakkı Kullanım Fiyatı	6,14 TL

Hisse Değeri Hesaplamalarında Kullanılan Yöntemler

Gelir Yaklaşımı (%30)	12.074
Piyasa Yaklaşımı (%30)	11.158
Varlık Yaklaşımı (%20)	5.497
Borsa Değeri (%20)	6.294

Birleşme Sonrası Beklenen Yapı

Sermaye Artışı	814 mn TL
Ulaşılabilecek Sermaye	3.064 mn TL
İş Bankası'nın Serm. Payı	~ 51%
Halka Açıklık Oranındaki Artış	~ 21% puanı
Halka Açıklık Oranı	~ 43%
FAVÖK Marjında Beklenen Artış (2-3 yılın ardından)	200-300 baz puan artış

Kaynak: Şişecam

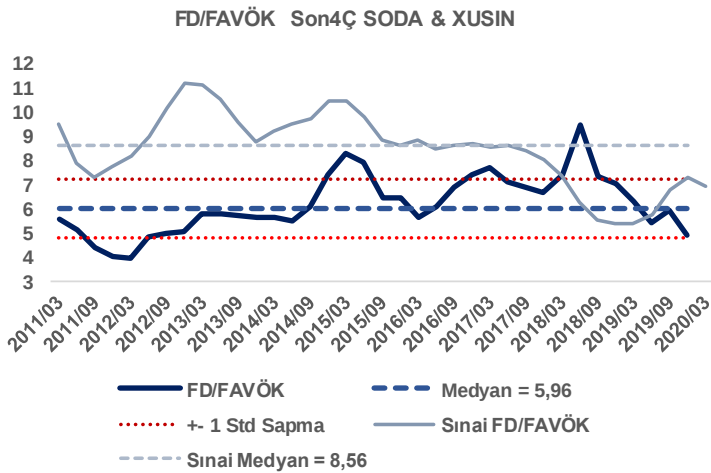
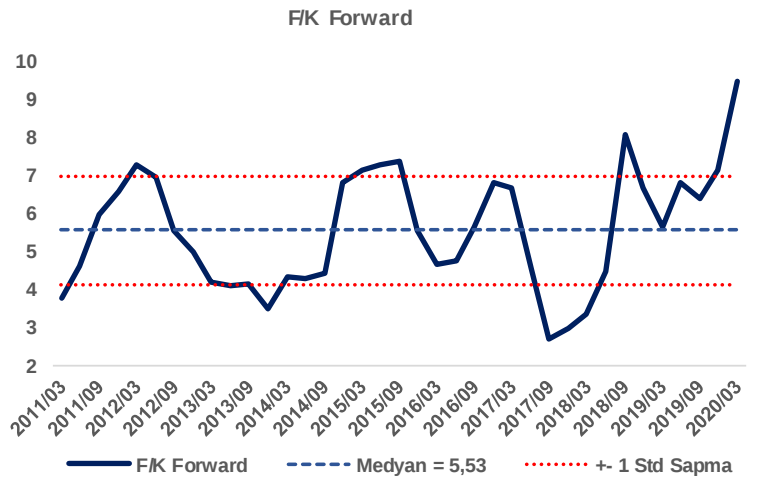
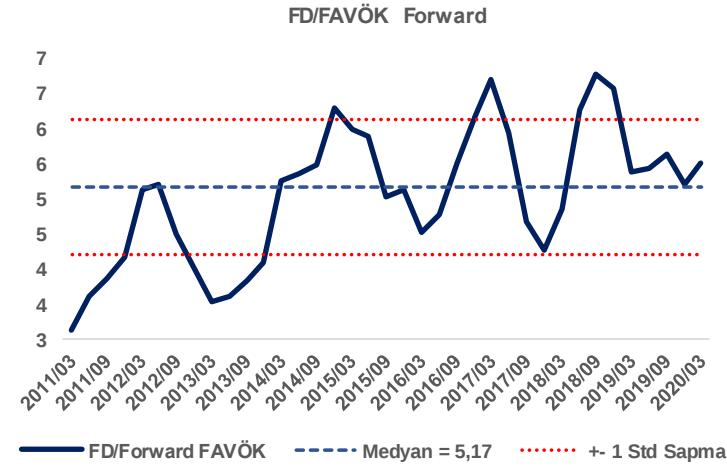
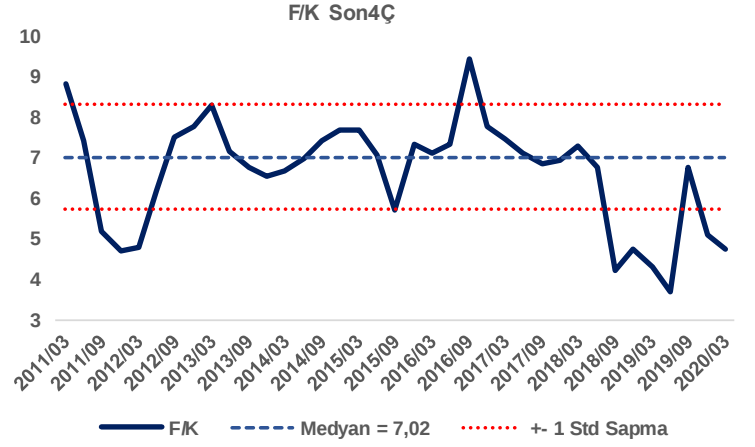
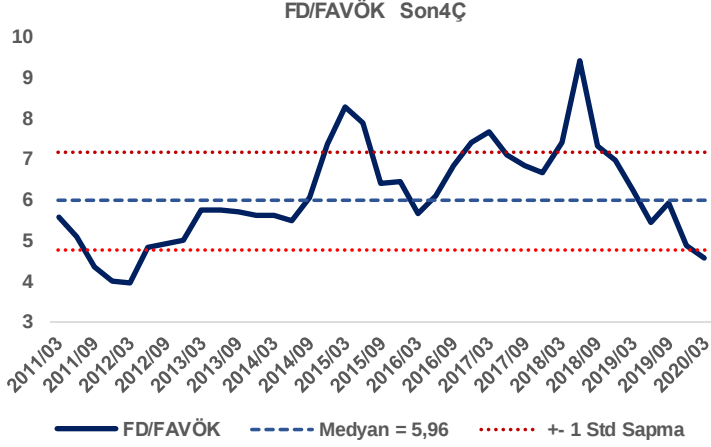
Şişecam, 30 Ocak'ta KAP'ta yaptığı duyuru ile faaliyetlerini tek bir çatı altında toplamak amacıyla SODA'nın da içinde bulunduğu 5 şirket ile devralma yoluyla birleşeceğini bildirmiş olup 27 Nisan'da SPK başvurusu yapılmıştır.

Birleşme raporunda açıklanan değişim oranı **1,15997x**, ayrılma hakkı kullanım fiyatı pay başına **6,39 TL** olarak belirlenmiştir. Ayrılma hakkı kullanım fiyatı, işlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalamasından elde edilmiştir. Uzman kuruluş raporunda, değişim oranlarının belirlenmesinde Taraf Şirketler'in nitelikleri dikkate alınarak Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı, Net Varlık Yaklaşımı ve Borsa Değeri olmak üzere 4 yöntem sırasıyla %30, %30, %20 ve %20 ağırlıkla kullanılmıştır.

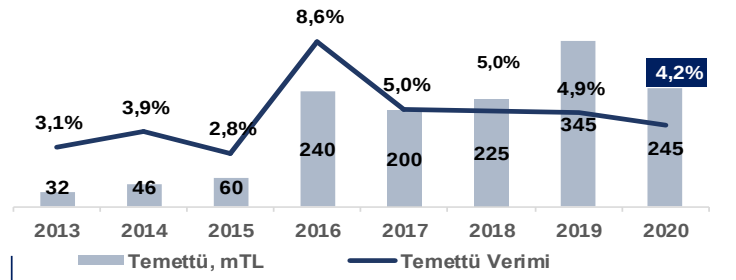
Bu süreçte 2-3 yılın sonunda FAVÖK marjında, birleşme kaynaklı 2-3 puan aralığında artışlar olacağı tahmin edilmektedir.

Birleşme işlemi 2019 yılı mali tabloları temel alınarak gerçekleştirilecektir. Birleşme genel kurullarının en geç Ağustos 2020 sonunda yapılmış olması gerekmektedir. Birleşme işleminin sona ereceği/hukuken geçerlilik kazanacağı tescil tarihinin Eylül 2020 içinde bir tarih olacağı tahmin edilmektedir.

SODA



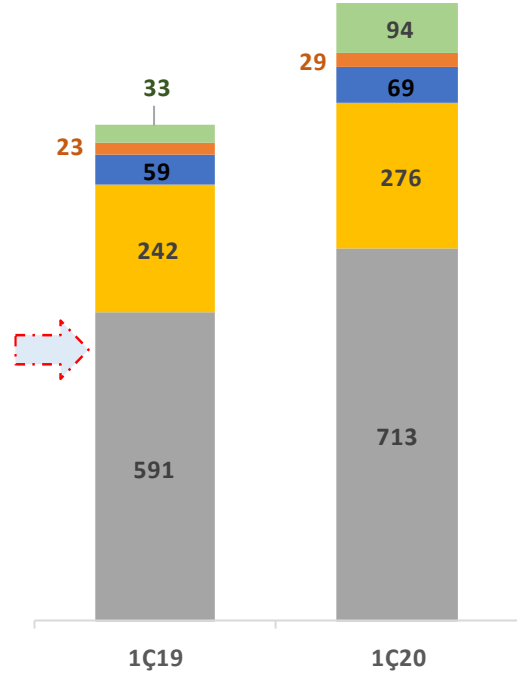
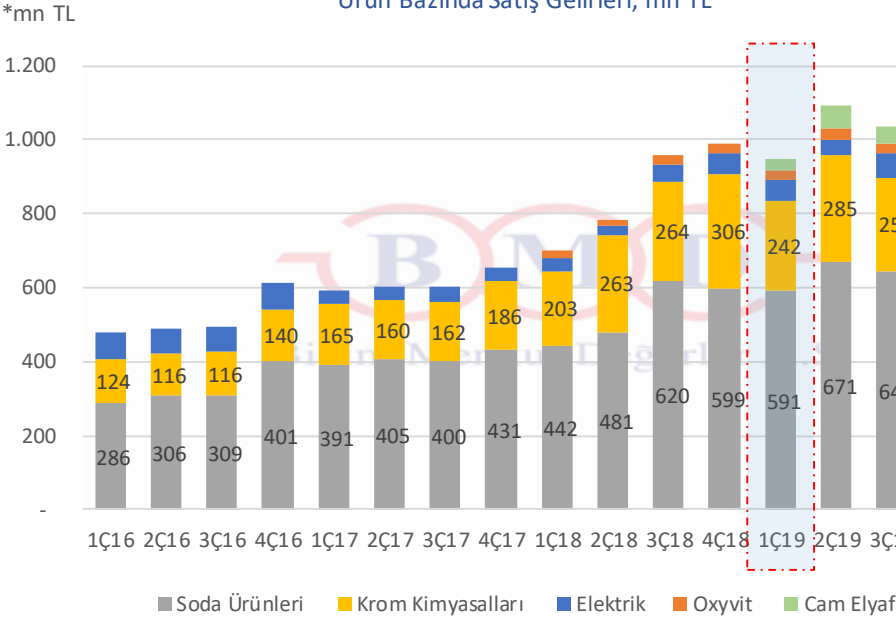
Dalgali seyreden temettü verimi 2019 yılında %4,9 olurken 2020 yılında dağıtılacak olan 245 mTL temettü ile %4,2 hesaplanmaktadır.



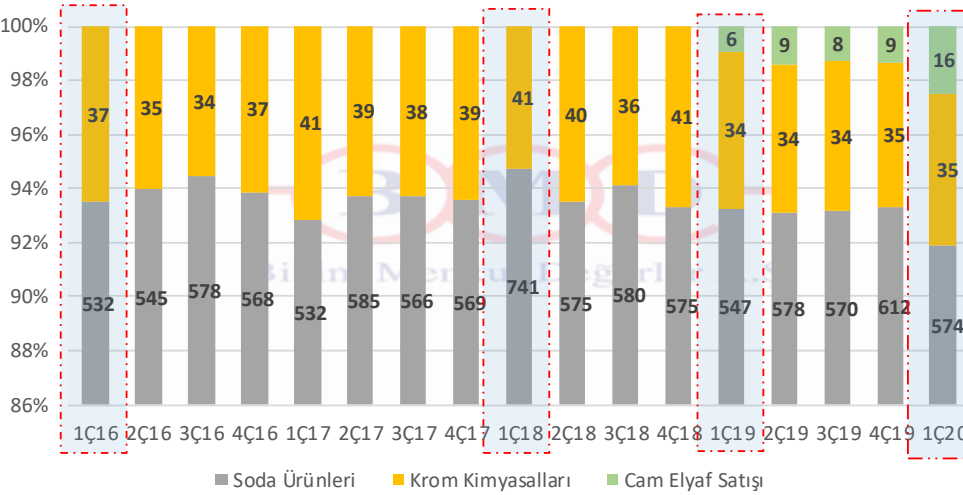
Kaynak: BMD & Finnet

SODA

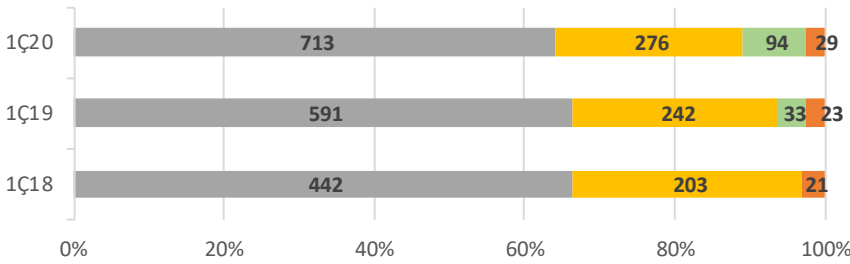
Ürün Bazında Satış Gelirleri, mn TL



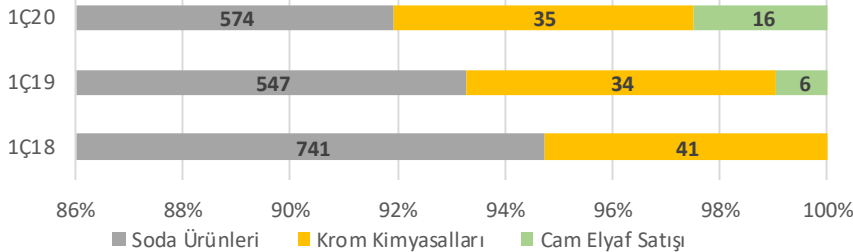
Ürün Bazında Satış Miktarları, bin Ton



Ürünlerin Satış Gelirleri Bazında Kırılımı, mn TL



Ürünlerin Satış Miktarları Bazında Kırılımı, bin Ton



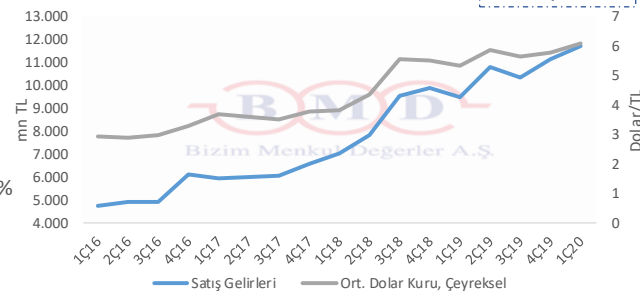
Şirket çeyrek bazda, 1Ç20'de en yüksek satış hasılatına ulaşmıştır. Şirketin satış hasılatı, yıllar itibarıyla yükseliş eğilimindedir. 3Ç18 ve 4Ç19'da yaşanan kur artışları nedeniyle şirketin satış gelirlerinde nominal artış yaşanmıştır.

Ürün bazında satış miktarları ve kırılımına baktığımızda şirketin esas faaliyet grubu soda külü ve krom kimyasalları olmuştur. 2016'dan bu yana veriler incelendiğinde soda ürünlerinde satış gelirlerinde artış trendi gözlemlenirken satış miktarında düzensiz bir seyir izlendiği görülmektedir. Son 4 çeyrekte ise soda ürünlerinde sabit bir seyir izlenmektedir.

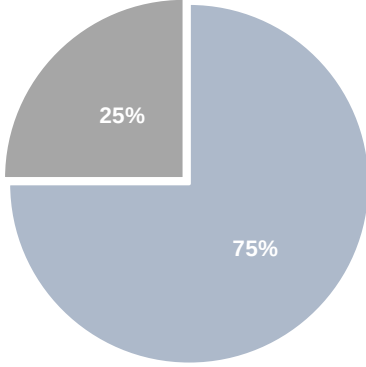
Cam elyafı satış miktarı 1Ç2019'a göre %182 artış göstermiştir. Soda külü üretiminde %3, krom kimyasalları üretiminde %16 artış kaydedildi. 1Ç19'a kıyasla soda kimyasallarında, dolar bazında ortalama birim fiyatında %1, satış hacminde %5 artış; krom kimyasallarında birim fiyatında %7, satış hacminde %5 artış; elektrik birim fiyatında %19 artış, satış hacminde ise %2 düşüş gerçekleşmiştir. Bunlara ek olarak oxyvit ürünleri satış gelirlerinde %19, cam elyaf ürünlerinde %171 artış gerçekleşmiştir.

Şirketin net satışları ve çeyrek bazda ortalama döviz kuru arasındaki korelasyon katsayısı **0,71** olarak hesaplanmış olup **pozitif** ve **güçlü** bir doğrusal ilişki vardır.

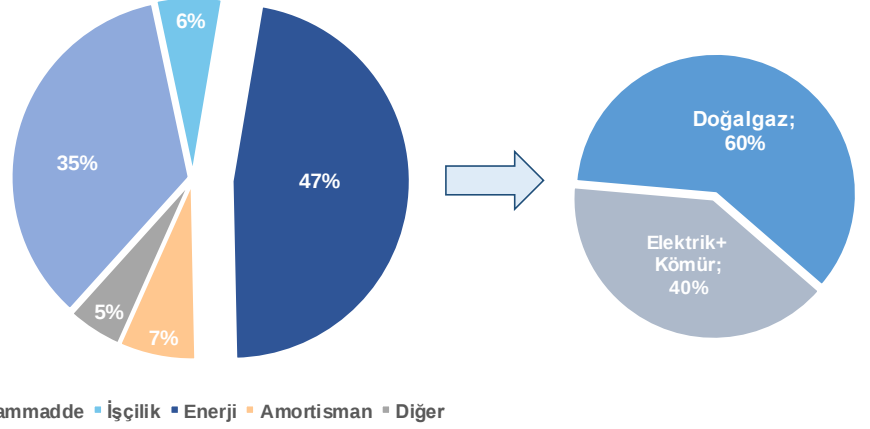
Satış Gelirleri & Dolar Kuru



Ürün Bazında SMM Kırılımı



Tür Bazında SMM Kırılımı

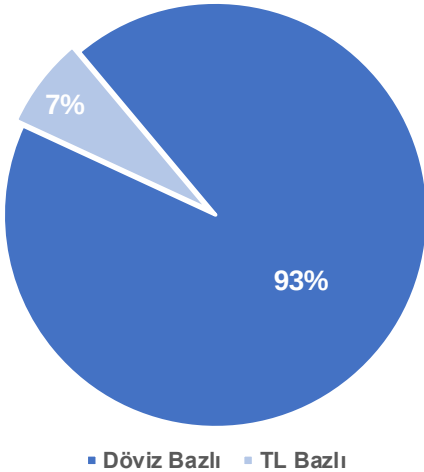


■ SODA ■ Krom Kimyasalları

■ Hammadde ■ İşçilik ■ Enerji ■ Amortisman ■ Diğer

Kaynak: Soda, BMD

Gelirlerde Döviz Kırılımı



■ Döviz Bazlı ■ TL Bazlı

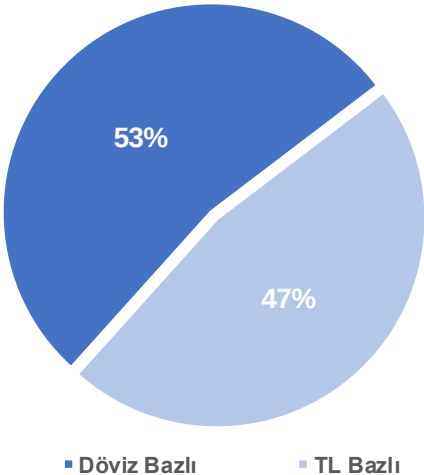
Soda ve Krom ürünleri bazında satılan mamul maliyetlerinin yaklaşık %25'i Krom Kimyasalları, %75'i Soda ürünleri ile ilişkilidir.

Toplam satılan mamul maliyetinin %47'si enerji, %35'i hammadde, %6'sı işçilik ve %22'si diğer giderlerden oluşmaktadır. Enerji giderlerinin ise %60'ı doğalgaz, %40'ı elektrik ve kömür ile ilişkilidir.

Cam elyaf segmenti hariç Soda ürünlerinin segmente özgü SMM'si 1Ç19'a göre %9,2 artarak 491 milyon TL'den 595 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artışın başlıca nedenleri doğalgaz tarifelerindeki artış, yüksek ambalajlama maliyetleri ve yerel para biriminde yaşanan değer kaybıdır.

Oxyvit segmenti hariç Krom Kimyasalları ürünlerinin segmente özgü SMM'si 1Ç19'a göre %3 artarak 151 milyon TL'den 157 milyon TL'ye yükselmiştir.

SMM'de Döviz Kırılımı



■ Döviz Bazlı

■ TL Bazlı

Enerji maliyetleri ve doğalgazın bu maliyetler içerisindeki payında yıllar bazında kayda değer düşüş gerçekleşmiştir. 2017 öncesi doğalgazın enerji maliyetleri içerisindeki payı %85 civarındayken günümüzde %60'a kadar gerilemiştir. Bu durum, 2017 yılında Mersin Soda üretim tesisinde devreye alınan kömürlü kazan yatırımının bir sonudur. Bu yatırım soda üretiminde ihtiyaç duyulan buharın 50%'ye kadarlık bölümünün kömürlü kazan ile üretilmesini mümkün kılmış, doğalgaza olan bağımlılığı azaltmıştır.

Şirketin konsolide gelirlerinin %93'ü döviz, %7'si TL bazlı olarak; SMM'nin %53'ü döviz, %47'si TL bazlı olarak gerçekleşmiştir.

SODA

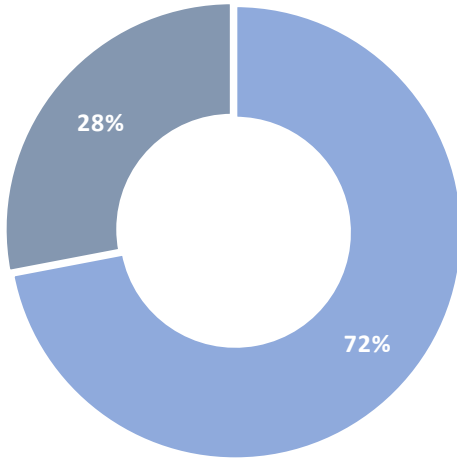
Üretim Kapasitesi (Bin Ton)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Soda Külü	1.965	2.007	2.100	2.180	2.325	2.335	2.360	2.360
Mersin Soda Fabr.(Türkiye)	1.250	1.280	1.320	1.320	1.400	1.400	1.400	1.400
Lukavac (Bosna)	365	377	420	500	550	560	585	585
Solvay Sodi (Bulgaristan)	350	350	360	360	375	375	375	375

Üretim Kapasitesi (Bin Ton)	2016	2017	2018	2019
Krom Kimyasalları	257	257	257	257
Cromital (İtalya) (BCS)	8,8	8,8	8,8	8,8
Kromsan (Türkiye)	248	248	248	248
Oxyvit	816	816	816	825
Cam Elyaf	-	-	-	70

Mersin'de yer alan soda üretim tesisinde 100 bin ton kapasite artışı planı vardır.

Yeni kapasitenin 2021 yılında devreye girmesi beklenmektedir.

Ürün Bazında Brüt Kar Kırılımı



■ Soda Kim, Enerji ve Diğer ■ Krom Kimyasalları

Soda kimyasalları, elektrik ve diğer bölümlerden 306 mın TL, krom kimyasallarından ise 119 mın TL brüt kar elde edilmiştir. Böylelikle konsolide brüt kârın %72'si soda kimyasalları, elektrik ve diğer bölümlerden elde edilirken %31'lik bölümü krom kimyasalları elde edilmektedir.

Soda kimyasalları, enerji ve diğer bölümlerden elde edilen brüt kârın konsolide brüt kârdaki payı, 1Ç19'a göre %2,9 artarken krom kimyasallarının payı aynı oranda düşüş gösterdi.

SODA

Likidite Rasyoları	2020/03	2019/03	2018/03	Referans
Cari Oran	2,37	1,87	2,90	1,0-1,5
Likidite Oranı	2,09	1,63	2,47	0,8-1,0
Alacak Gün Süresi (Gün)	84	78	75	Sektör
Stok Gün Süresi (Gün)	69	65	67	Sektör
Ticari Borç Gün Süresi (Gün)	54	61	65	Sektör
Etkinlik Süresi (Gün)	100	83	77	Sektör
İşletme Sermayesi (TL)	1.138	820	536	Sektör
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	25,8%	22,3%	21,0%	Sektör

Borçluluk Oranları	2020/03	2019/03	2018/03	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	36,2%	32,4%	27,1%	Sektör
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	14,4%	5,6%	1,7%	<100%
FAVÖK/Finansal Giderler	-16,0	-4,1	-7,1	>3
Net Borç/FAVÖK	-0,6	-0,9	-1,0	<4
Net Borç/Özkaynak	-0,1	-0,2	-0,2	Sektör
Net Borç/Piyasa Değeri	-0,1	-0,3	-0,2	Sektör

Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2020/03	2019/03	2018/03	Referans
Brüt Marj	35,3%	36,8%	34,9%	Sektör
Esas Faliyet Marjı	20,8%	22,0%	19,6%	Sektör
FAVÖK Marjı	25,6%	26,5%	24,9%	Sektör
Net Kar Marjı	27,8%	43,6%	28,6%	Sektör
Aktif Karlılık	13,0%	22,3%	16,3%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	-1,6%	-6,5%	-3,5%	<%3

Karlılık Oranları (Çeyreklik)	2020/03	2018/03	Referans
Brüt Marj	36,1%	37,0%	Sektör
FAVÖK Marjı	26,3%	26,4%	Sektör
Net Kar Marjı	34,3%	34,0%	Sektör
Satış Büyümesi	67,8%		Sektör
FAVÖK Büyümesi	67,4%		Sektör
Net Kar Büyümesi	69,0%		Sektör
Brüt Kar Büyümesi	63,5%		Sektör

Yatırım Rasyoları	2020/03	2019/03	2018/03	Referans
EVA-mTL	291	257	154	>0
ROIC (Yatırımın Getirisi)	21,5%	21,6%	21,1%	>AOSM
CRR	77,3%	81,5%	74,1%	Sektör

DUPONT	2020/03	2019/03	2018/03	Referans
Aktif / Özkaynak	1,57	1,48	1,37	
Net Satış/ Aktif	46,7%	51,2%	57,0%	
Net Kar / Satış	27,8%	43,6%	28,6%	
Özsermaye Karlılığı	20,4%	33,0%	22,4%	7,4%

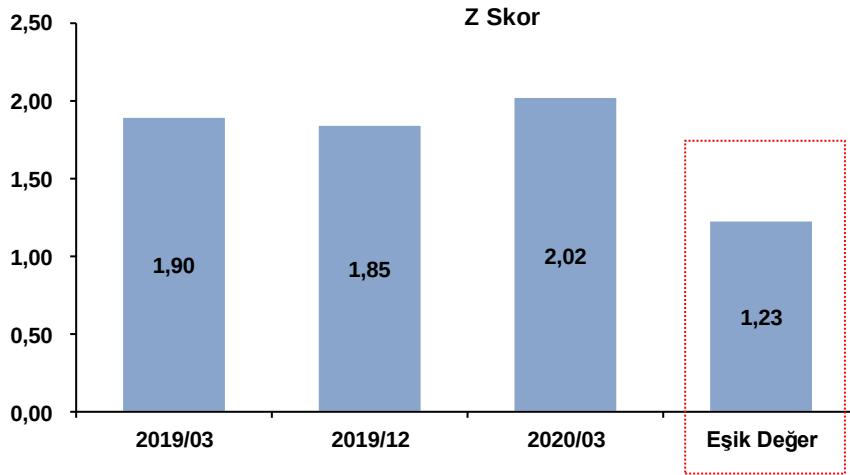
SODA

Pacific Soda LLC - Wyoming U.S.A, Natural Soda Invesment	
Yatırım Tutarı	1.000.000.000 \$
Ortaklık Payı	50%
Kapasite (Ton)	
Doğal Soda	1.250.000
Sodyum Bikarbonat	100.000
KKO	2029'a kadar %90 sonrası için %95
Beklenen Satış Tonajı	1.215.000
Beklenen Satış Fiyatı	200 \$
Beklenen Ciro	300.000.000 \$
Beklenen FAVÖK Marjı	50%
Yatırım Süresi	5 yıl
	2 yıl izin ve tesler
	3 yıl planlanan inşaat
Faaliyete Geçiş Yılı	2024
İşletme Sermayesi Varsayımları	
NİS/Satışlar	~%14
Beklenen Finansman Maliyeti	~Libor %3
İç Verimlilik Oranı	%13-%15
Geri Ödeme Süresi	6-7 yıl

Kapasiteyi arttırmak, maliyetleri düşürmek, yoğun rekabetin söz konusu olduğu küresel soda pazarında avantajı ve gücü arttırmak amacıyla, ortak üretim ile yeni bir yatırım kararı alınmıştır. Ciner Grubu şirketlerinden Imperial Natural Resources Trona Mining Inc. şirketi ile ABD'nin Wyoming eyaleti, Green River bölgesinde çözelti madenciliği metoduyla yıllık 2,5 milyon ton soda ve 200 bin ton sodium bikarbonat olmak üzere toplamda 2,7 milyon ton kapasiteli doğal soda yatırımı yapmak üzere eşit hissedarlık yapısı ile bir üretim ortaklığı hususunda sözleşme imzalanmıştır.

Sentetik Soda külü üretiminde ton başına, FOB satışlar üzerinden brüt kar yaklaşık 50-60 USD, doğal soda külü üretimi ton başına, FOB satışlar üzerinden beklenen brüt kar yaklaşık 110 USD olarak beklenmektedir. Yatırım tutarının %20'si sermaye ile %80'i kredi ile finanse edilmesi kararlaştırılmıştır. Şirket payına düşen yatırım harcamalarının ağırlıklı 2021-2023 döneminde yıllık olarak 200-250 milyon USD seviyelerinde gerçekleşeceği planlanmaktadır. 2019-2021 dönemindeki yatırım tutarı ise son derece düşük olup, yatırımın yasal izin süreçleri ile ilgili olacağından, sermaye ile finanse edilmesi planlanmaktadır. Muhtemel kredinin koşullarının bu yatırım döneminde geri ödemesiz, ancak üretime geçtikten sonra 10+ yılda geri ödemeli olacak şekilde oluşturulması hedeflenmektedir.

Yaşanan Covid-19 pandemi durumu nedeniyle ABD'deki doğal soda yatırımının ön şartı olarak çevre izni için başvurular yapılmakta ve süreç kesintisiz olarak yürütülmektedir.



Emirhan BIYIKCI
emirhan.biyikci@bmd.com.tr

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Araştırma Bölümü
Email : arastirma@bizimmenkul.com.tr
Telefon : 0216-547-13-52

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. Örneklem 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 dayanarak 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 yayınlatabilir. 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 yayınlamaya, müşterilerine 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.