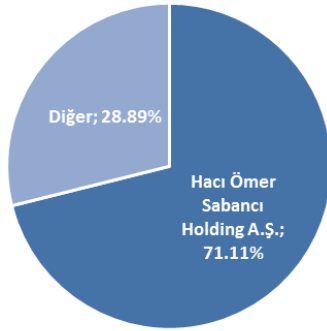
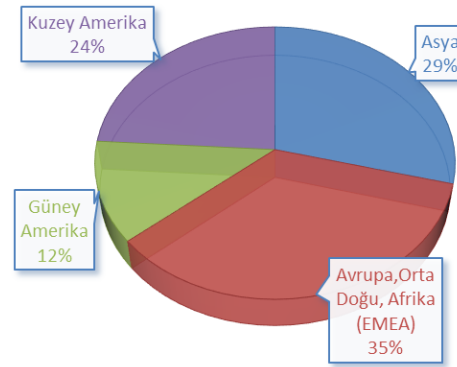


ÖZET BİLGİLER

Lastik güçlendirme, kompozit teknolojileri, inşaat güçlendirme gibi alanlarda sınai tür bezlerin imalatı, pazarlama, satış, ithalat ve ihracat, ticari, sınai, ulaştırma hizmetleri, madencilik, turistik, inşaat konuları faaliyetleri kapsamında bulunan Kordsa, Sabancı Holding iştirakidir. 4 kıtada 11 tesisi bulunan şirket, Dünyada her 3 otomobil lastiğinden 1'ini ve her 3 uçak lastiğinden 2'sini güçlendiriyor. Geliştirdiği teknolojiler ile lastik sektörüne önemli katkılar sağlarken, havacılık sektöründe kompozit teknolojiler ile dünya çapındaki yerini güçlendirmeyi hedeflemekte. 2018 senesinde alınan üç kompozit firmasının ardından şirket, uçak parçaları ve uzay araçlarında uzun onay süreçlerini aşmak için tedarik zincirinde onaylı bir firma olan Axiom Materials'ın yaklaşık %96 hissesini satın almak için sözleşme imzaladı. Kordsa, bu satın alma ile uzay ve havacılık endüstrisinin yanı sıra gelecek nesil ulaşım araçları için ileri kompozit malzeme teknolojilerine yön vermeyi hedeflemektedir. 2018 yılında hedeflediği büyüme rakamlarına ulaşan şirket, toplam cirosu bir önceki yıla göre %58.8 artış göstererek 3.95 milyar TL'ye, dönem karı %59.5 artışla 339 milyon TL'ye yükseldi. Kordsa'nın %28.89 oranında hissesi Borsa İstanbul'da işlem görmektedir olup, şirketin piyasa değeri 2.4 milyar TL'dir.

Grafik 1: Ortaklık Yapısı

Kaynak: Kordsa

Grafik 2: Satışlara Göre Coğrafi Dağılım

Kaynak: Kordsa

Şirket Faaliyetleri**Lastik Güçlendirme, Kompozit Teknolojileri ve İnşaat Güçlendirme**

Türkiye, Kuzey Amerika, Brezilya, Tayland, Endonezya gibi ülkelerde lastik güçlendirme tesisleri bulunan şirket, en büyük 6 lastik üreticisinin ve gelişen Asya pazarında yüksek büyüme potansiyeline sahip lastik üreticilerinin stratejik tedarikçisi konumundadır. Yaklaşık 40 bileşenden oluşan bir lastikte NY66 (nylon) iplik ve PET (polyester) iplik kullanılmaktadır. NY66 genellikle lastiğin üst kuşak şeritlerinde kullanılırken, PET ise genellikle radyal katlarda kullanılmaktadır. Yüksek performansda öne çıkan radyal lastiklerde üst kuşak şeridinde kullanılan naylon kord bezi satış gelirlerinde dünyada 1. Sırada kapasitede 2. Sırada yer alırken, polyester kord bezi satış gelirlerinde dünyada 2. Sırada kapasite de 3. sırada yer almaktadır.

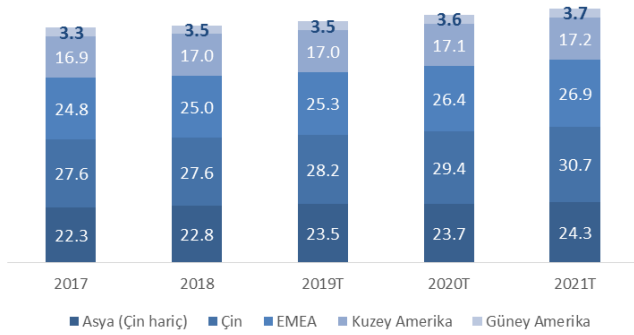
Dünya genelinde %60'ı uzay teknolojileri, %13'ü otomotiv sektöründe kullanılan ve endüstriyel uygulamalar, denizcilik gibi alanlarda da yararlanan Kompozit teknolojilerinde ise şirket, Textile Products, Fabric Development ve Advanced Honeycomb Technologies şirketlerini satın almasıyla Boeingsi sivil havacılık sektörünün stratejik tedarikçileri arasında yer almaktadır. ABD'deki bu satın almalarla uçak lastiklerinden sonra, uçak kanatlarını, motorlarını, gövdelerini ve içini de güçlendirmektedir.

Lastik güçlendirme ve kompozit teknolojilerinde sektöre yön veren lider bir şirket olan Kordsa, yüksek taşıma kapasitesi, uzun süreli dayanıklılık gibi avantajlar sağlayan beton güçlendirme teknolojileriyle tünel, raylı sistemler, köprü gişeleri ve elektronik geçiş bölgelerindeki projelerde de bulunmaktadır.

Global Pazar

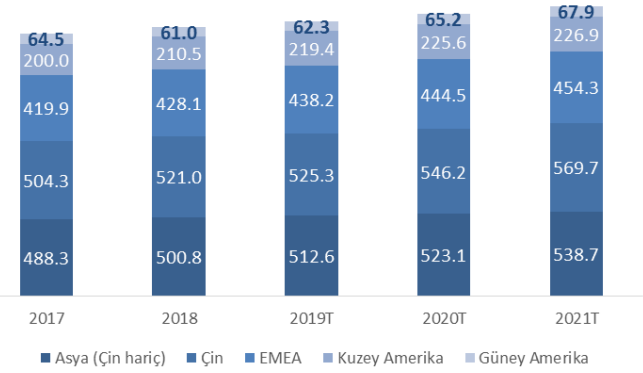
Global otomotiv pazarında ABD-Çin arasındaki ticaret savaşları Çin ve ABD otomotiv sektöründe durağanlığa sebep olurken, 2018'de ekonomik durumunun 2019'da devam edeceği ve 2020 yılı itibariyle toparlanma gösterebileceği öngörülmüştür. Global lastik pazarında ise, otomotiv pazarına göre global ekonomideki yavaşlamanın etkileri daha hafif yansımış olup gelecek beklentilerinde sektörün büyüme eğiliminde artış öngörülmektedir. Kordsa'nın otomotiv ve lastik güçlendirme faaliyetleri kapsamında sektörlerdeki büyüme beklentilerinin şirket karlılığına olumlu yansıtacağını düşünmekteyiz.

Grafik 3: Global Otomotiv Pazarı (Milyon Adet)



Kaynak: Kordsa

Grafik 4: Global Lastik Pazarı (Milyon Adet)



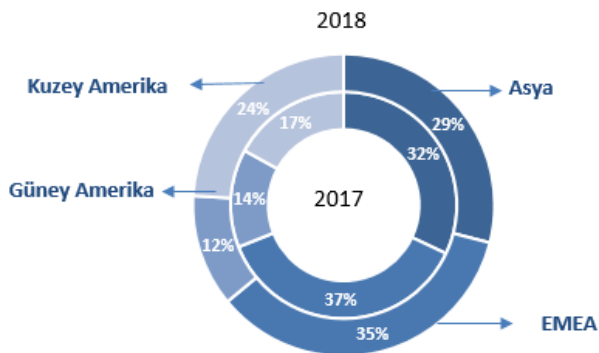
Kaynak: Kordsa

Kordsa Gelir Dağılımı

2018 yılında toplam cirosu 2017 yılına göre %58.8 artış göstererek 3.95 milyar TL'ye ulaşan Kordsa, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika (EMEA) ülkelerinden yıllık 1.366 milyon TL ciro ile toplam cironun %35'ini sağlarken, 1.133 milyon TL Asya'dan, 958 milyon TL'sini Kuzey Amerika'dan ve 491 milyon TL'sini Güney Amerika'da sağlamıştır.

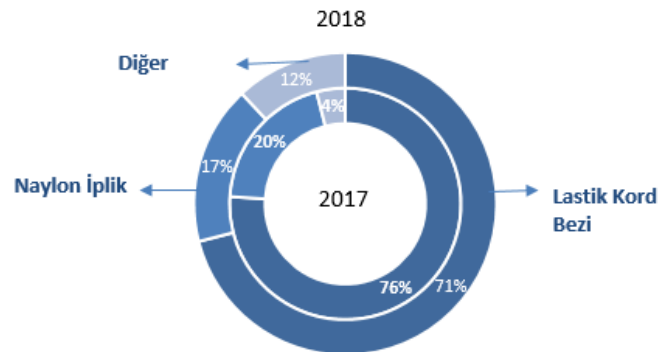
2018 yılında ürünlere göre gelir dağılımının %71 gibi büyük bir bölümünü şirket, lastik kord bezinden sağlarken, kompozitte kullanılan naylon iplikten %17'sini sağlamıştır.

Grafik 5: Bölgesel Gelir Dağılımı



*EMEA: Avrupa, Ortadoğu, Afrika
Kaynak: Kordsa

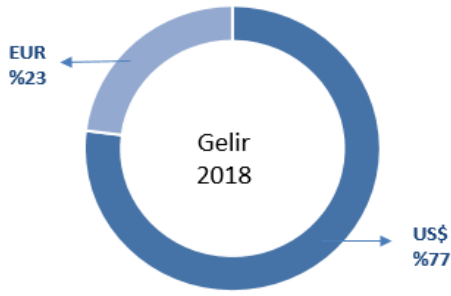
Grafik 6: Ürünlere Göre Gelir Dağılımı



Kaynak: Kordsa

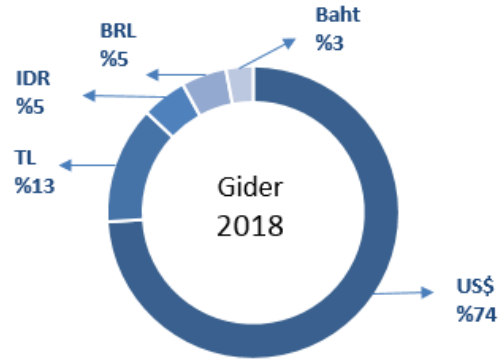
Şirketin gelir ve hammadde maliyetlerin büyük bir kısmını oluşturan ABD Doları'nın değer kazanması gelirlerini artırırken maliyetlerini de artırmakta. Ancak aynı zamanda ABD Doları'nın TL, IDR (Endonezya Rupisi) ve BRL (Brezilya Reali) para birimlerine karşı değer kazanmasından şirket pozitif etkilenecektir.

Grafik 7: Gelirlerin Döviz Bazlı Dağılımı



Kaynak: Kordsa

Grafik 8: Giderlerin Döviz Bazlı Dağılımı



Kaynak: Kordsa

DEĞERLEME

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Kordsa, 2019 Mart dönemi sonunda 17 milyon US\$ ve yıllık bazda 62 milyon US\$ net kar açıklamıştır. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasını yurtdışı ve yurtiçindeki benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda %37 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 19.46 TL olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2019 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	KORDS	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	413	59	7.03	11.12	653	3.35	19.46

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2019 ilk çeyrek dönemini 37 milyon US\$ FAVÖK açıklayarak kapatmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK rasyosu 5.27x ve global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalaması 5.97x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 12% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 501 milyon US\$ ve tahmini hisse değerini ise 14.95 TL olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	KORDS	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	662	126	5.27	5.97	501	2.58	14.95

Satışlara Göre Değerleme

2019 ilk çeyrek sonu itibariyle 236 milyon US\$ ciro yapmış olan şirket 2019 satışlarının pozitif seyir ile 825 milyon US\$ seviyelerinden tamamlamasını tahmin etmekteyiz. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 0.80x hesaplamaktayız ve global benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %35 iskontolu ve tahmini hisse değerini ise 22.98 TL olarak bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2019 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	KORDS	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	662	825	0.80	1.24	771	3.96	22.98

Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin özsermayesi yaklaşık 352 milyon US\$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %55 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 27.33 TL olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Defter Değeri	KORDS	Global Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	413	352	1.17	2.61	917	4.71	27.33

Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Piyasa Değeri milyon USD	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
Goodyear Lastikleri T.A.S	715	9.17	5.50	0.43	1.14	Türkiye
Brisa Bridgestone A.S	1,790	22.07	6.87	1.47	1.92	Türkiye
Victrix PLC	2,213	10.71	7.81	3.38	--	İngiltere
Phillips Carbon Black Limited	335	10.24	4.50	0.66	5.93	Hindistan
Omnicom Group INC	17,460	8.11	5.63	0.87	4.34	ABD
Ashland INC	4,880	11.52	7.18	1.16	0.87	ABD
Cabot Corp	2,630	6.01	4.31	0.68	1.43	ABD
Kordsa Teknik Tekstil A.S	2,450	7.03	5.27	0.80	1.17	Türkiye
Mean		11.12	5.97	1.24	2.61	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	7.03	11.12	653	3.35	19.46
Satışlara Göre Değerleme	5.27	5.97	501	2.58	14.95
FAVÖK'e göre değerlendirme	0.80	1.24	771	3.96	22.98
Defter Değerine Göre Değerleme	1.17	2.61	917	4.71	27.33
Ortalama					21.18
Hisse Kapanış Fiyatı					12.19
Potansiyel (Yön-%)				Yükseliş	74%

Varsayımlar

*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 25.06.2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 12.19 üzerinden alınmıştır.

*USD/TRY kuru 5.8 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019/03	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Toplam Satış Gelirleri	681	821	236	825	827	831	837	846	852	856	865	878	895
Operasyonel Kar	65	100	29	88	86	82	79	75	71	70	69	70	70
FAVÖK	93	129	37	126	115	111	108	105	102	100	100	101	101
Vergi			0	19	19	18	17	17	16	15	15	15	15
Çalışma Sermayesindeki Değişim			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)			0	40	40	41	41	42	42	42	43	43	44
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım			0	105	94	89	84	80	75	73	72	73	73
İskonto Faktörü			0.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7	1.9	2.1	2.4	2.7	3.0
İndirgenmiş Nakit Akım			0	94	75	64	54	46	39	34	30	27	25
Nihai Büyüme													2.0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri													263
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri													512
Şirket Değeri													775
Net Borç (-)													-249
Özsermaye Değeri													526
Piyasa Değeri													413
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli													27.5%
İşlem Fiyatı (TL) (25/05/2019)													12.19
Hedef Fiyat (TL)													15.54

Varsayımlar

*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %5.5 alınmıştır.

*Kapanış Fiyatı 25.06.2019 tarihinin kapanış fiyatı olan 12.19 üzerinden alınmıştır.

Sonuç

Kordsa için iki ayrı değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer rakip şirketlere göre piyasa çarpanı karşılaştırma yöntemidir. Mevcut benzer rakip şirketler Kordsa gibi çeşitli segmentlerde güçlendirme yada kompozit teknolojilerinden faydalanan yada üreten şirketler olup, şirket'in değerlemesini bu ölçüde kompozit teknolojileri zincirinde bulunan şirketler ile yapmaya çalıştık. Şirketin 0.8 beta oranı ve %55 yükseliş potansiyeli ile yukarı yönlü hareket etmesini bekliyoruz. Kordsa genel olarak üretiminin büyük bir bölümünü yurtdışında yapması sebebiyle beta oranının Türkiye ortalamalarından biraz daha yüksek olması gerektiğini ve aynı sebepten global benzer şirketlere göre karşılaştırmanın indirgenmiş nakit akım yöntemine göre daha fazla ağırlıklandırılması gerektiğini düşünüyoruz. Şirket kompozit teknolojilerinde ana operasyon olarak dokuma zincirinde faaliyet gösterse de son yıllardaki satın alımları ile bu zincirin daha fazla katma değer yaratan bölümlerinde de faaliyetlerine başladı, devam ettiriyor ve bu segmentlerdeki

Üretim ve karlılığı arttırarak şirketin vizyonunu daha katmadeger sağlayan ürünlere kaydırmaya çalışmakta olduklarını analist toplantısında belirtmişlerdir. Kompozit teknolojilerinde üst segment ürünlerin kar marjlarının daha fazla olduğu global benzer şirketler açısından görülmektedir. Kordsa yurtdışı şirket alımları ile özellikle ABD tarafındaki büyük şirketlere satışını arttırmasını beklemekteyiz. Şirketin ABD tarafındaki en büyük satıcı olduğu şirket Boeing olsa da uzun vadeli hedef olarak müşteri kompozisyonunu çeşitlendirmek niyetinde olduklarını belirtmişlerdir. Şu an kompozit parça yapımı için hammadde dışarıdan tedarik edilse de, şirket uzun vade de üretimin bu sürecinde de karlılık ve marj uygunluğuna göre bulunabilme ihtimalleri karlılıklarına olumlu yansıyabilecek bir faktör olarak görülebilir. Ayrıca şirket ticaret savaşından ve olası ekonomik konjonktürden kaynaklı riskleri ABD bazlı şirketlerin satın alınmasından kaynaklı Asya tarafında olabilecek olumsuzlukların Kordsa'yı fazla negatif etkilemeyeceğini düşünmekteyiz.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %	Ağırlık %
Global Benzer Şirketler Karşılatırması	21.18	74%	60%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	15.54	28%	40%
Ortalama Hedef Fiyat	18.92	55%	100%
Varsayımlar	*Kapanış Fiyatı 25.06.2018 tarihinin kapanış fiyatı olan 12.19 üzerinden alınmıştır.		

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon US\$	2017	2018	2019 Yılısonu Tahmini	2018 1Q	2019 1Q
Toplam Satış Gelirleri	681	821	825	187	236
Toplam Giderler	-616	-720	-737	-163	-207
Operasyonel Kar	65	100	88	24	29
FAVÖK	93	129	126	31	37
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	16	12	12	6	5
Net Finansal Gelirler	-14	-26	-12	-7	-8
Vergi Öncesi Net Kar	67	86	87	22	26
Vergi	10	15	19	4	5
Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)	45	61	59	16	17
Marjlar					
Brüt Kar Marjı	18.1%	20.1%	19.3%	21.1%	20.3%
FAVÖK Marjı	13.7%	15.7%	15.2%	16.8%	15.6%
Net Kar Marjı	6.6%	7.4%	7.1%	8.6%	7.4%
Bilanço Büyüklükleri					
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-2	2	-36	-17	6
Net Borç	-162	-264	-249	-178	-249
Özsermaye	335	349	352	331	352
Ödenmiş Sermaye	51	37	35	49	35

Kaynak : Kordsa, Alan Yatırım



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL

+90 212 370 22 22

www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA

+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR

+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler 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. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.