

SASA Hisse Fiyatları Son Dönemde Neden Geriledi?

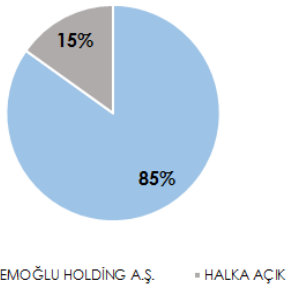
Analiz - Yorum

02 Ağustos 2018

ÖZET BİLGİLER

Sasa Polyester Sanayi A.Ş., faaliyet gösterdiği polyester elyaf, filament ve polimer sektörlerinde yaklaşık 350.000 ton/yıl kurulu polimerizasyon kapasitesi ile Türkiye'nin bu alandaki üretim kapasitesinin önemli bir kısmını teşkil etmektedir. Şirket, araştırma ve geliştirme faaliyetleri sonucunda başta özel polimerler ve kimyasallar olmak üzere pazar dinamiklerinin takibiyle polyester pazarındaki tüm sektörlerle özelleştirilmiş çözümler sunan bir kuruluştur. Adana'da, entegre üretim tesislerinin yer aldığı, 1.000.000 m² alan üzerinde kurulu merkez işyeri ile İskenderun'da kendi hammadde depolama tesisi bulunmaktadır. Şirketin ana ürün grupları elyaf, tekstil, teknik tekstil, konfor ve dolgu elyaf, filament (iplik), özel polimerler ve kimyasallar, tekstil sektörü, endüstriyel sektörü, film ve ambalaj sektörü, mühendislik polimerleri ve plastikleştiricilerden oluşmaktadır. Sasa, 2017 yılında "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu" sıralamasında 78. sırada, Adana'da ise birinci sırada yer almıştır. Şirketin kayıtlı sermayesi 1,5 milyar TL ve ödenmiş sermayesi 605 milyon TL şeklindedir. Şirketin hisselerinin %15,18'i halka açık ve payların fiili dolaşımdaki tutarı nominal 92 milyon TL şeklindedir.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: SASA

*1 Mayıs 2015 tarihi itibarıyla, Sasa'nın %51 hissesi, Sabancı Holding tarafından Erdemoğlu Holding'e 102 milyon dolara satılmıştır. Mevcut durumda Erdemoğlu Holding'in SASA'daki hisse oranı zorunlu pay alım teklifi sonrası yüzde %85'e ulaşmıştır ve pay tutarı 513 milyon TL'dir.

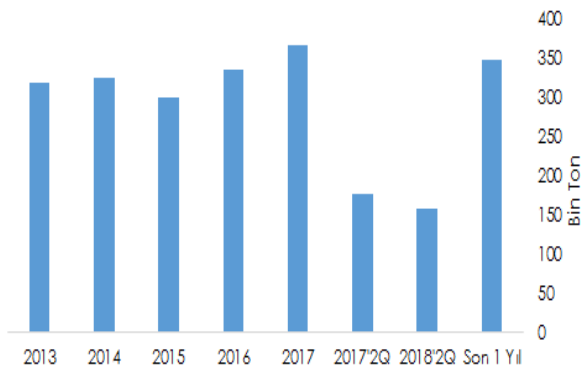
*Erdemoğlu Holding'in ana faaliyet konusu halı, mobilya, ev tekstili ve iplik üretimidir. Merinos, Dinarsu, Padişah, Efsane ve İmparator adlı parça halı markaları bulunmaktadır. Holdingin ciro su 1 milyar \$ seviyelerinde bulunmaktadır.

Üretim

Şirketin satılan ürün miktarı 2018 Ocak – Haziran döneminde, geçen yılın aynı dönemine göre %10 azalmakla beraber, son 4 yılda %15 artmıştır. 2017 Haziran ayından 2018 Haziran ayına kadar olan dönemdeki satış miktarı 346.000 ton şeklindedir. Elyaf-Tops-İplik-Poy satışlarının %86'sı iç piyasada, %14'ü dış piyasada gerçekleşmiştir. Polyester Cips ve DMT satışlarının ise %34'ü iç piyasada, %66'sı dış piyasada gerçekleşmiştir.

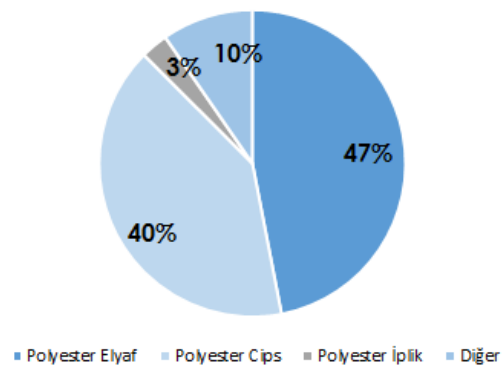
Şirket Avrupa'nın ilk pet şişe geri dönüşüm tesisini kurmuştur ve dünyanın ilk direkt pet şişe dönüşüm patentine sahiptir. Aynı zamanda Türkiye'nin ilk PET şişe ve biberon üreticisidir. Ürün portföyünde bulunan Dimetil Tereftalat'ın (DMT) büyük bir kısmı ham madde olarak kullanılmakta ve kalan kısmı da katı halde doğrudan satılmaktadır. Bunun yanı sıra fitalat içermeyen plastifiyanlar, ağır metal içermeyen polimerler, farklı parlaklıklarda dolgu, dokusuz yüzey ve tekstil tipi polyester elyaf, renkli ve siyah elyaf, renkli tekstürize ve düz iplik üretilmektedir.

Satılan Ürün Miktarı



Kaynak: SASA

Satılan Ürünlerin Dağılımı (Ton Bazında)



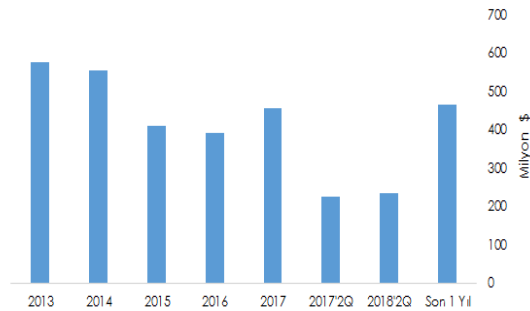
Kaynak: SASA

SASA Satış Hacmi ve Satışların Dağılımı

Şirketin satış hacminin gelişmesine katkı sağlayan en önemli etken Orta ve Batı Avrupa'da ambalaj, sağlık ve kişisel bakım ürünlerinde, Doğu Avrupa'da ise otomotiv, ambalaj, mühendislik ve endüstriyel alanlarda müşteri portföyünün bulunmasıdır.

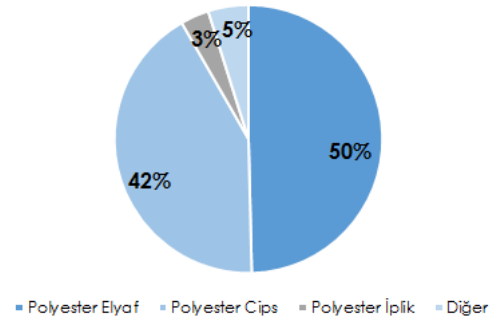
Satışların gelirleri 2018 Haziran ayında 234 milyon \$ şeklinde gerçekleşerek bir önceki yılın aynı dönemine göre %4 artmıştır. 2017 Haziran ayından 2018 Haziran ayına kadar olan dönemdeki yıllık satış geliri 464 milyon \$ şeklindedir. Satış gelirleri son 4 yılda %26 azalmıştır. 2017 yıl sonundaki satış gelirlerinin %58'ini dolar, %39'unu euro ve %3'ünü TL oluşturmaktadır.

SASA Toplam Satış Hacmi



Kaynak: SASA

Ürün Bazında Satış Miktarları Dağılımı (2017- Değer Bazında)



Kaynak: SASA

Türkiye ve Yakın Coğrafyada Polyester Sektörü

2017 yılında Avrupa, Kuzey Afrika, Ortadoğu ve Türkiye'nin içinde bulunduğu bölgedeki polyester elyaf pazarının toplam büyüklüğü 2,2 milyon ton olup her yıl yaklaşık %5 büyümektedir. 2017 itibarıyla dünya genelinde polyester üretim kapasitesi 47,4 milyon metrik ton ve üretim 32,8 milyon metrik ton şeklindedir.

Sasa Türkiye ve yakın bölgede orta vadede %20 pazar payına ulaşmayı hedeflemektedir. Türkiye polyester elyaf pazarı 350 bin ton seviyelerinde olup, Sasa'nın %30'lardaki yurtiçi pazar payı seviyesinin yeni yatırımlarla birlikte %80'li seviyelere ulaşabileceği görülmektedir.

SASA Yatırım Teşvikleriyle Büyüme Planlıyor

Şirketin %85 hissedarı olan Erdemoğlu Holding'in yönetim kurulu başkanı, açıklamalarında en hızlı büyümenin polisterde yaşanacağını, 8 yılda dünya polyester üretiminin %3'ünü gerçekleştirmeyi hedeflediklerini, bu alana 3,6 milyar dolar yatırım yapacaklarını ve Türkiye'yi yüksek polyester ithalatçısı olmaktan kurtaracaklarını ifade etti. Söz konusu yatırımın hammadde olarak polyester kullanan birçok sektörü olumlu yönde etkileyeceği bekleniyor.

Şirket Bakanlar Kurulu kararıyla yürürlüğe konulan Yatırımlara Proje Bazlı Devlet Yardımı verilmesi kapsamında, ana hammaddeleri olan PTA, MEG ve Polimer üretim tesisi kurulması amacıyla 3.66 milyar dolar tutarındaki teşvik başvurusuna ek olarak, Polipropilen (PP), Polietilen (PE), Polivinil Klorid (PVC), Süper Emici Polimer (SAP), Polyester Çips ve Liman yapımı ilave yatırımlarını içeren 4.8 milyar dolarlık yatırımları için de şirket tarafından teşvik başvurusunda bulunmuştu. Bununla birlikte Sasa'nın, yatırım teşvikleri ile ilgili bu zamana kadar başvurduğu toplam yatırım tutarı 8.46 milyar dolara yükselmişti. Ayrıca Hatay-Dörtyol'daki arazisinin de içinde bulunduğu yaklaşık 5.5 milyon metrekare arsaya alternatif olarak Adana'nın Yumurtalık bölgesinde yaklaşık 6 milyon metrekare arsanın da yatırımlarda değerlendirilmesi amacıyla satınalma, tahsis veya kiralanması için yönelik görüşmelerin devam ettiğini açıklamıştı. Söz konusu yatırım için proje bazlı devlet yardımı vermesine ilişkin Resmi Gazete'de yayınlanan karara göre, desteklenecek polimer/çips yatırımının tutarı 1 milyar 509 milyon TL olup, Yatırım süresi sonunda 1.102.500 (Ton/Yıl) kapasiteli Polimer/Çips üretilmesi planlanmıştır.

Şirket 2018 Haziran ayında yaptığı açıklamada yatırım bedeli yaklaşık 220 milyon euro olan Parlak Çips, FDY İplik ve Parlak Poy yatırım kararı aldığını ve yatırımın ciroya katkısının yıllık 510 milyon dolar şeklinde olacağı tahmin edildiğini belirtmiştir. Söz konusu yatırımın 2018 yılında başlanıp 2020 yılında bitirilmesi planlanmaktadır.

DEĞERLEMELER

Satışlara Göre Değerleme

Sasa Polyester Sanayi A.Ş., 2018 Haziran sonu itibarıyla 234 milyon \$ ciro yapmış olup, 2018 sonu ciro beklentimiz yaklaşık 493 milyon \$ olarak hesaplanmıştır. Şirketin 1,533 milyon \$'lık firma değeri baz alındığında Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 2.45x hesaplamaktayız ve yurtiçi benzer şirketler* ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %282 primli ve tahmini hisse değerini ise 0.66 \$ (3.21 TL) bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	SASA	Yurtiçi Benzer Şirketler	Prim/İskonto	Tahmini Piyasa Değeri(\$)	Tahmini Hisse Başı Değer(\$)	Tahmini Hisse Başı Değer(TL)
Firma Değeri/Satışlar	2.45	0.64	282%	401	0.66	3.21

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2018 Haziran döneminde 43 milyon \$ FAVÖK açıklamış olup, yıl sonu beklentimiz 91 milyon \$ olarak hesaplanmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK 16.84x ve yurtiçi benzer şirketler ortalaması 6.96x olarak hesaplanmıştır. Buna göre BIST Sınai şirketlerinin ortalamasına göre 142% primli olmakla beraber tahmini piyasa değerini 633 milyon \$ ve tahmini hisse değerinin ise 1.05 \$ (5.15 TL) ve tahmini piyasa değerinin 633 milyon \$ olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	SASA	BIST Sınai Ortalama	Prim/İskonto	Tahmini Piyasa Değeri(\$)	Tahmini Hisse Başı Değer(\$)	Tahmini Hisse Başı Değer(TL)
Firma Değeri/FAVÖK	16.84	6.96	142%	633	1.05	5.15

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Sasa Polyester Sanayi A.Ş., 2018 Haziran dönemi sonunda 66 milyon \$ net kar açıklamıştır. Buna göre şirket için yıl sonu beklentilerimiz 86 milyon \$ net kar açıklaması yönündedir. Fiyat kazanç oranını göz önüne aldığımızda yurtiçi benzer şirketlere* göre Sasa, %61 primli işlem görmektedir. Tahmini hisse başı değerini 1.24 \$ (6.08 TL) ve tahmini piyasa değerini 748 milyon \$ olması gerektiği hesaplanmıştır.

Fiyat/Kazanç	SASA	Yurtiçi Benzer Şirketler	Prim/İskonto	Tahmini Piyasa Değeri(\$)	Tahmini Hisse Başı Değer(\$)	Tahmini Hisse Başı Değer(TL)
Fiyat/Kazanç	14.04	8.70	61%	748	1.24	6.08

Kapasiteye göre değerlendirme

Şirketin mevcut üretim kapasitesi yaklaşık 350 bin ton olup, yurtiçi benzer şirketlere göre kapasite rasyosu göz önüne alındığında Sasa, yüzde %280 primli olması ile beraber tahmini hisse başı değeri 0.67 \$ (3.24 TL) hesaplanmaktadır.

Firma Değeri/Kapasite	SASA	Yurtiçi Benzer Şirketler	Prim/İskonto	Tahmini Piyasa Değeri(\$)	Tahmini Hisse Başı Değer(\$)	Tahmini Hisse Başı Değer(TL)
Firma Değeri/Kapasite (US\$/ton)	3451	909	280%	404	0.67	3.24

*Yurtiçi benzer şirketler: Aksu, Petkim

Sonuç ve Olası Riskler

Sasa için yaptığımız Firma Değeri/Satışlar, Firma değeri/FAVÖK, Fiyat/Kazanç ve Firma Değeri/Kapasite değerlendirme yöntemlerinin olması gereken ortalama fiyatı söz konusu yüksek kapasite artışı sağlayacak beklenen yatırımları içermeyen senaryoda 4.42 TL olarak hesaplamaktayız. Şirket 01/08/2018 kapanışına göre 9.69 TL den işlem görmekte olup, şirket ile ilgili uzun vadeli fiyatların büyük ölçüde fiyatlandığını düşünmekteyiz. Şirketin hedeflerine baktığımız zaman önümüzdeki 7 yılda dünya polyester üretiminin %3 ünü ve gerçekleştirilmeyi planlıyorlar. Ayrıca Haziran 2018 döneminde açıklanan yaklaşık 1,5 milyar TL'lik teşvik ile beraber yatırımlarına hız vermek istemektedirler. Ancak mevcut yatırım ve bu yatırımların bitiş sürelerini göz önünde bulundurduğumuzda bu yatırım sürecinin son 2 yıl içinde fiyatlandığını düşünmekteyiz. Uzun vadeli teşviğin fiyatlandığını düşündüğümüz bu süreç içerisinde yurtiçi ve yurtdışı bazlı risklerde değişim gözlemlemekteyiz. Global ekonomik riskler ile birlikte dünya ticaretinin ve ülke ekonomilerinin yavaşlaması sonucunda yurtiçinde TL'de değer kayıpları ile birlikte enflasyon ve faizde yükseliş eğilimi şirketin finansal riskini ve yatırım sürecinin daha uzun sürede tamamlanmasına neden olabilecektir. Ayrıca şirketin satış performansında büyüme gözlenmesi karşın satışların artış hızının geçen yıla göre ivme kaybetmiş olması ve finansal giderlerindeki artış gözlemlenmesi hisse fiyatlarında 2018 2. Çeyrek bilançolarının 30 Temmuz'da açıklanması sonrasında %15,8 düşüş ile 12.05 TL'den 9.87 TL'li fiyatlara gerilemesine neden olmuştur.

Değerleme Yöntemleri

Değerleme Yöntemleri	Tahmini Piyasa Değeri (\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)	Prim/İskonto Durumu	Durum
Satışlara Göre Değerleme	401	0.66	3.21	202%	Primli
FAVÖK'e göre değerlendirme	633	1.05	5.15	88%	Primli
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	748	1.24	6.08	59%	Primli
Kapasiteye Göre	404	0.67	3.24	200%	Primli
Ortalama	547	0.90	4.42	119%	Primli

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon \$	2016	2017	2018 Yılı Sonu Tahmini	2017 2Q	2018 2Q
Totam Gelirler	392	454	493	224	234
Toplam Giderler	-351	-388	-406	-191	-193
Operasyonel Gelirler	40	66	87	33	41
FAVÖK	44	70	91	35	43
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	22	19	46	9	23
Net Finansal Gelirler	-10	-17	-65	-6	-32
Vergi Öncesi Net Kar	52	69	68	37	32
Vergi	7	13	-18	6	-34
Net Kar/Zarar	45	56	86	30	66

Marjlar	2016	2017	2018 Yılı Sonu Tahmini	2017 2Q	2018 2Q
Faaliyet Kar Marjı	10.3%	14.6%	17.6%	14.8%	17.6%
FAVÖK Marjı	11.3%	15.3%	18.5%	15.7%	18.5%
Net Kar Marjı	11.6%	12.3%	17.4%	13.5%	28.1%

Bilanço Büyüklükleri	2016	2017	2018 Yılı Sonu Tahmini	2017 2Q	2018 2Q
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	41	-34	-131	-29	-114
Net Borç	-95	-218	-342	-133	-325
Özsermaye	150	299	325	309	305
Ödenmiş Sermaye	104	108	151	118	131



Genel Müdürlük

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL
+90 212 370 22 22
www.alandforex.com

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

forex@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 dayanılarak 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.