



Finansal Görünüm – BANDIRMA GÜBRE (BAGFS)

İhracat gelirleri beklentinin altında...

25 Mayıs 2016 Çarşamba

Satış gelirleri bir önceki yılın aynı dönemine göre %72 arttı.

Yeni gübre tesisinin faaliyete geçmesi ve yurtiçi gübre talebine olan artışın etkisiyle 2016 yılı birinci çeyreğinde şirketin üretim miktarı bir önceki yılın aynı dönemine göre %51, satış miktarı ise %81 artış göstermiştir. Satış miktarındaki artışın etkisiyle satış gelirleri de dönem içinde 2015/03 dönemine göre %72 yükselmiştir. Satış gelirlerinin yaklaşık %96'sı yurtiçi satışlardan oluşmuştur. Ancak belirtmek gerekir ki, yurtiçi satışlar içinde yer alan 60.000 tonluk NPSZn ürünü satışı (27 milyon dolar değerinde) ihraç kayıtlı satıştır.

Amortisman'ın katkısıyla FAVÖK %113 arttı.

Satış gelirlerindeki artış ve faaliyet giderlerinin net satışlara oranındaki iyileşme ile net esas faaliyet kârı 20.7 milyon TL'den 31.9 milyon TL'ye yükselirken, amortisman giderlerinin de katkısıyla FAVÖK %113 artışla 47.8 milyon TL olmuştur. Ayrıca, faaliyet giderleri oranındaki düşüşle FAVÖK marjı da %15.1'den %18.7'ye yükselmiştir.

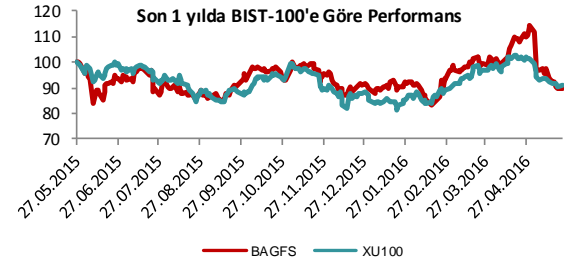
2016 yılının ilk çeyreğinde satış geliri ve faaliyet kârlılığı güçlü bir artış gösteren şirketin net kârı, kredi faizleri ve kur farkı giderlerindeki artış nedeniyle 14.7 milyon TL'ye (2015/03: 16.1 milyon TL) gerilemiştir.

Sonuç: 2016/03 döneminde yurtiçi satışlarındaki desteğin katkısıyla satış geliri ve faaliyet kârlılığını artırmasına rağmen, özellikle şirketin yeni AN/CAN fabrikasındaki satışların beklentinin altında kalması dikkat çekmektedir. Yeni fabrikadaki deneme testlerinin devam ediyor olması ve yurtdışı merkezli firmalar ile yapılan antlaşmaya göre yıllık 370 bin ton AN/CAN ürün satışının henüz beklentilerin altında kalması olumsuz bir izlenim oluşturmaktadır. Ayrıca, gübre fiyatlarında 2015 yılından itibaren görülen düşüşlerin devam ediyor olması da gübre sektörünü negatif etkileyen bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Yeni AN/CAN üretim tesisinin kurucusu olan TKIS firmasının garanti testlerini mukavele şartları çerçevesinde yerine getirmemesi nedeniyle son taksit ödemesi yapılmamış ve bu nedenle TKIS firması konu ile ilgili olarak uluslararası tahkim mahkemesine başvurmuştur. AN/CAN tesisin henüz istenilen kapasiteye ulaşmaması nedeniyle finansal görünüm tahminlerimizde aşağı yönlü revizyon yapıyoruz. Böylece BAGFS için Endeks Üzerinde Getiri kararımızı korurken, hedef fiyatımızı 16.60 TL'den 15.33 TL'ye revize ediyoruz. Yüksek döviz (Euro) yükümlüğü nedeniyle Euro/TL kurundaki yükselişler, gübre fiyatlarındaki düşüşün devam ediyor olması ve ihracat talebinin beklenen düzeyde olmamasını şirketin 2016 yılının ikinci çeyrek finansal sonuçları üzerinde risk oluşturacağını düşünüyoruz.

BAGFS

Endeks Üzeri

Cari Fiyat	13.21		
Hedef Fiyat	15.33		
Potansiyel Getiri	16.04%		
52 Haftalık En Düşük/Yüksek	11.5 / 16.49		
Beta (S1Y)	0.94		
BİST-100	76,765.85		
BAGFS	TL		
Piyasa Değeri	594,450,000		
Hisse Adedi	45,000,000		
Halka Açıklık Oranı	58.00%		
Ortalama İşlem Hacmi (3 Ay)	12,732,020		
Fiyat Performansı (%)	S1A	S3A	S1Y
BAGFS	-15.05	2.96	-11.51
BİST-100	-10.56	1.68	-10.53
BİST-100 RELATİF	-4.49	1.28	-0.97



Tahmin Tablosu	2016/06(T)	2016/12(T)	2017/12(T)
Net Satışlar (Mİn TL)	381	615	738
FAVÖK (Mİn TL)	64	105	114
FAVÖK Marjı (%)	16.76%	17.11%	15.46%
Net Kar (Mİn TL)	-2	20	40
Net Kar Marjı (%)	-0.4%	3.2%	5.4%
Prospektif Piyasa Çarpanları	2016/06(T)	2016/12(T)	2017/12(T)
F/K	2.83	30.21	15.03
PD/DD	1.14	1.10	1.02
FD/FAVÖK	10.12	9.00	8.31
PD/FAVÖK	6.35	5.65	5.21
F/NS	1.03	0.97	0.81
Tarihsel Piyasa Çarpanları (Ort.)	S1Y	S2Y	S3Y
F/K	17.76	19.47	42.64
PD/DD	1.66	1.86	1.76
FD/FAVÖK	16.72	20.78	23.54
PD/FAVÖK	10.67	14.10	16.97
F/NS	1.43	1.53	1.38

İbrahim Bayraktar

Araştırma Uzmanı

ibayraktar@gedik.com / (+90) 212 356 16 52

AÇIKLANAN SON MALİ TABLOLAR

Özet Tablolara (Kümülatif / Mln TL)

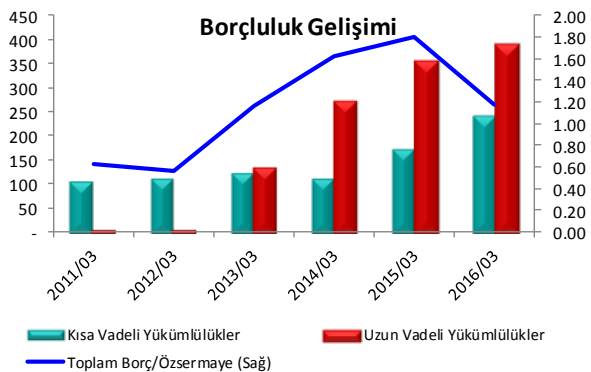
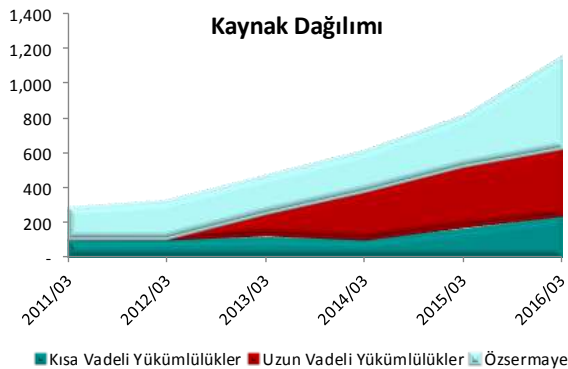
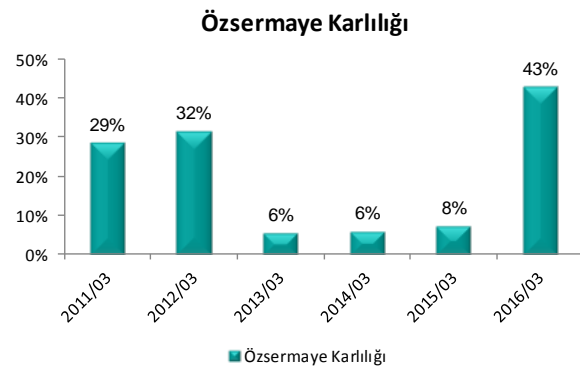
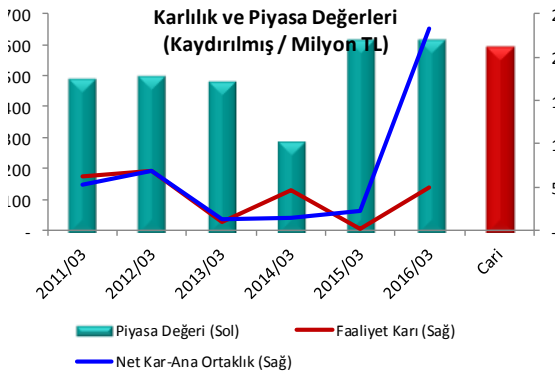
Gelir Tablosu (Mln TL)	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03	2015/03	2016/03	% Değişim
Satış Gelirleri	87	161	113	136	148	256	72.4%
Satışların Maliyeti (-)	56	131	101	108	117	211	80.0%
Brüt Kar	31	30	12	28	31	45	44.0%
Faaliyet Giderleri (-)	8	12	10	12	11	13	23.9%
Faaliyetlerle ilg. Diğ. Gel-Gid (net)	0	0	2	-2	-10	-4	-54.2%
Faaliyet Karı	23	19	5	14	11	27	151.1%
Finans Gelir-Gider (net)	0	-3	-2	-0	-1	-8	1227.9%
Vergi Öncesi Kar	23	16	2	16	18	18	4.7%
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	5	3	0	1	2	4	144.7%
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık)	18	13	2	15	16	15	-8.7%

Bilanço (Mln TL)

Dönen Varlıklar	206	251	226	212	267	305	14.2%
Duran Varlıklar	87	81	254	412	555	864	55.8%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	108	114	126	115	175	243	38.8%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5	5	131	271	353	388	10.0%
Özsermaye	180	213	223	238	293	537	83.1%
Sermaye	3	3	9	9	45	45	0.0%
Toplam Aktif/Pasif	293	332	481	624	821	1,169	42.3%

Rasyolar

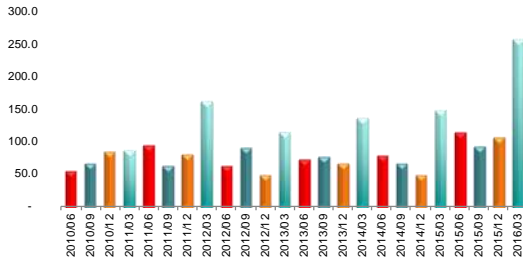
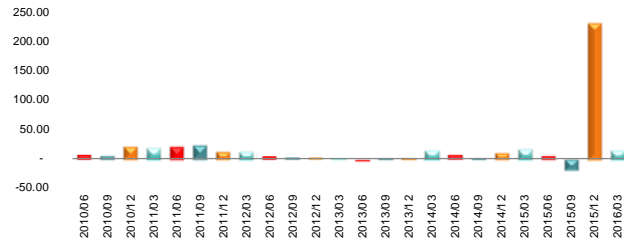
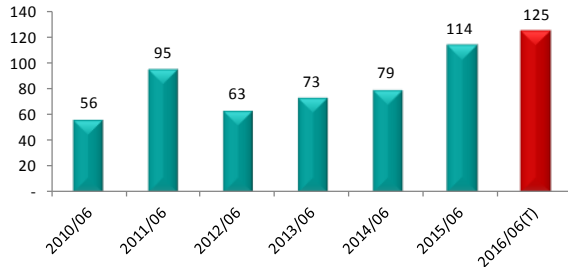
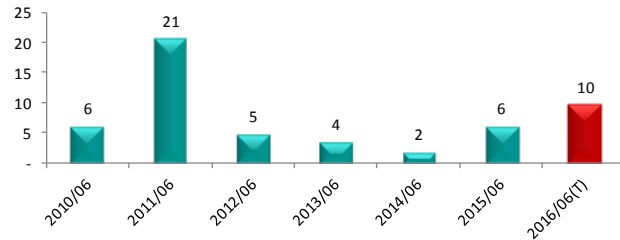
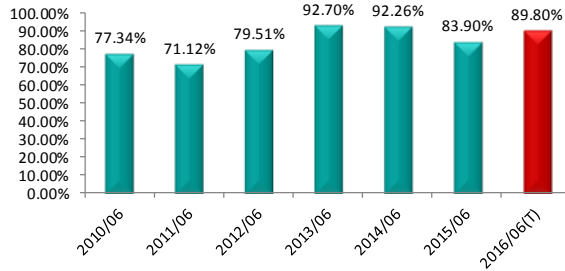
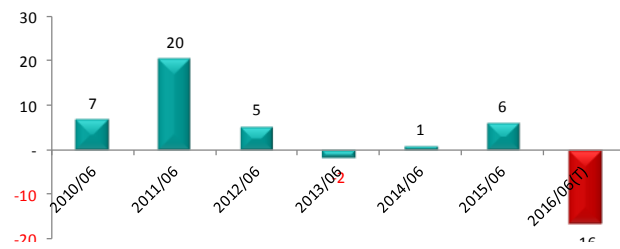
Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.90	2.20	1.79	1.84	1.52	1.25
Duran Varlıklar/Uzun Vadeli Yükümlülükler	18.70	17.02	1.94	1.52	1.57	2.22
Toplam Borç/Özsermaye	0.63	0.56	1.16	1.62	1.80	1.17
Toplam Borç/FAVÖK	1.59	1.38	12.36	14.58	13.31	7.05
Borçluluk Oranı	39%	36%	54%	62%	64%	54%
Özsermaye Karlılığı	29%	32%	6%	6%	8%	43%
Favök Marjı	55.0%	29.7%	42.2%	35.2%	32.2%	18.7%
Faaliyet Kar Marjı	25.9%	11.6%	4.1%	10.4%	7.4%	10.7%
Net Kar Marjı	21.1%	7.9%	1.7%	11.1%	10.9%	5.8%



NET ÇEYREK DÖNEM GERÇEKLEŞMELER VE GELECEK DÖNEM TAHMİNİ

Özet Tablolar (Net Çeyrek Dönem / Mln TL)

Gelir Tablosu (Mln TL)	2010/06	2011/06	2012/06	2013/06	2014/06	2015/06	2016/06(T)	% Değişim
Satış Gelirleri	56	95	63	73	79	114	125	9.7%
Satışların Maliyeti (-)	43	67	50	67	73	96	112	17.5%
Brüt Kar	13	27	13	5	6	18	13	-30.5%
Faaliyet Giderleri (-)	7	6	7	4	5	8	7	-9.2%
Faaliyetlerle ilg. Diğ. Gel-Gid(net)	0	-1	-1	3	1	-4	15	264.0%
Faaliyet Karı	6	21	5	4	2	6	10	58.8%
Finans Gelir-Gider (net)	2	5	2	-8	-0	-1	11	1386.0%
Vergi Öncesi Kar	9	26	7	-2	1	7	20	-401.6%
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	2	5	1	-0	0	0	4	-908.2%
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık)	7	20	5	-2	1	6	16	-363.4%

Çeyrek dönemlerdeki Satışlar (Mln TL)
(Aynı Renkler Aynı Dönemi Gösterir)Çeyrek Dönemlerdeki Kar (Mln TL)
(Aynı Renkler Aynı Dönemi Gösterir)Satış Gelirleri
(Çeyrek Dönem / Milyon TL)Faaliyet Karı
(Çeyrek Dönem / Milyon TL)Satışların Maliyeti Oranı
(Çeyrek Dönem)Net Kar
(Çeyrek Dönem / Milyon TL)

18 Eylül 2015 tarihli kapsamlı raporumuz da verdiğimiz 685 milyon TL olan 2016 yılı satış geliri tahminimizi 615 milyon TL'ye revize ediyoruz. 2016 yılı için 77 milyon TL olan FAVÖK tahminimizi, amortisman katkısının beklentilerin üzerinde olması nedeniyle 105 milyon TL'ye yükseltirken, net kâr tahminimizi son dönemde döviz kurlarında görülen hareketler nedeniyle 56 milyon TL'den 20 milyon TL'ye düşürüyoruz.

Mevcut güncellemeler sonucunda daha önce 16.60 TL olan hedef fiyatımızı 15.33 TL olarak aşağı yönlü revize ediyoruz. Hisse için Endeks Üzerinde Getiri kararımızı koruyoruz.

Öneriler ve Anlamları

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri

Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler

Endeks Üzeri Getiri

Eğer hisse için bu karar verilmişse, Bu karar, orta ve uzun vadede endekse göre daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Eğer hisse hakkında “Endeks Üzeri Getiri” kararı verilmişse, kararın altında teknik ya da temel olarak bir baz senaryomuz vardır. Bu kararlar hissenin yükseleceğini garanti etmez. Raporun hangi tarih ve saatte hazırlandığı raporun ön sayfasında yer almaktadır. Bu tarih ve saatten sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir. Bu gibi beklenmedik gelişmeler, şirket hakkında oluşturulan baz senaryoyu değiştirecek boyutta olursa, “Endeks Üzeri Getiri” kararı değiştirilebilir ve “Endeks Altı Getiri” kararı dahi verilebilir.

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri

Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler

Endekse Paralel Getiri

Tut, Nötr

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Bunlar; 1) Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Yani şirket faaliyetlerinin var olan patikada devam edeceğini düşünüyorsak “endekse paralel getiri” bekliyor olabiliriz.

2) Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı yada yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Raporlarımızda Kullandığımız Öneri

Diğer Aracı Kurumların Kullandığı Denk İfadeler

Endeks Altı Getiri

Sat, Ağırlığını Azalt, Azalt

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede “Endeks Altı Getiri” beklendiğini gösterir “Endeks Altı Getiri” kararı verilmesinin sebepleri şunlar olabilir;

- Kriter 1)** Hisse senedinin fiyatı, yapmış olduğumuz ileriye dönük satış ve kâr tahminlerini baz aldığımızda dahi yüksek piyasa çarpanlarına veya İndirgenmiş Nakit Akımlarına (İNA) göre daha düşük bir değere işaret ediyor olabilir. Diğer bir deyişle mali durumu, sektör içindeki durumu çok iyi olsa bile, piyasa fiyatı olması gereken fiyatın en az yüzde 10-20 üzerine çıkmış olabilir.
- Kriter 2)** Gelecekte, makro ekonomideki veya bulunduğu sektördeki durum nedeniyle şirketin faaliyetlerinin zayıflayacağı ve beklentilerden daha düşük performans göstereceği tahmin edilmişse ve henüz fiyatlanmadığı düşünülüyorsa ya da Gelen bir haber üzerine, şirketin geleceğe dönük performansında radikal olumsuz değişim olacağı düşünülüyorsa.
- Kriter 3)** Hisse fiyatlarının aşırı dalgalanma yapmaya başlaması ve bu dalgalanmanın tarihsel verilerle karşılaştırıldığında çok yüksek olması veya olağan dışı miktar ve fiyat hareketleri karakteri sergilemesi, karakterler taşımaya başlaması söz konusu olduğunda “Endeks Altı Getiri” kararı verilebilir.
- Kriter 4)** Şirket yönetimi değişiyor veya şirket el değiştiriyor olabilir ve bu durum geleceğe dönük belirsizlikler yaratmışsa ve geleceğe ilişkin tahmin yapmak zor hale gelmişse ya da Şirketin faaliyet Raporunda, SPK’nın ilgili yönetmeliği çerçevesinde yeterli açıklayıcı ve yatırımcıyı bilgilendirici yeterli bilgi verilmemişse, şirketin yatırımcı ilişkileri birimiyle iletişime geçilmesine rağmen, şirket hakkında geleceğe dönük tahminler yapılabilecek yeterli düzeyde bilgilere ulaşılamamışsa bu karar verilebilir.

“Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da, önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

Gedik Yatırım Menkul Değerler

Murat Tanrıöver
Genel Müdür Yardımcısı

Üzeyir Doğan
Araştırma Müdürü

Araştırma

Ceren Bakçay	Gıda&İçecek, Kimyasallar, Cam, Holdingler	cbakcay@gedik.com
Ali Erkan Tanacioğlu	FX Piyasaları, Lastik, Boya, Çimento	atanacioglu@gedik.com
Erol Gürçan	Bankalar, Bilişim & Teknoloji, İletişim, Turizm, Ambalaj	egurcan@gedik.com
İbrahim Bayraktar	Enerji, Gyo	ibayraktar@gedik.com
Hakan Çal	Metal Ana Sanayi	hcal@gedik.com
Yılmaz Altun	Gıda, Teknoloji Perakendeciliği, Otomotiv, Holdingler	yaltun@gedik.com

Ünvan : Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Adres : Necatibey Cad. Alipaşa Degirmen Sok. No: 24 80040 Tophane/Karaköy/
İSTANBUL
(Yatırım Danışmanlığı Araştırma Birimi)

Tel : (90) 0212 356 16 52

E-mail : gyd@gedik.com

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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 görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı

İSTANBUL**Genel Müdürlük**

Cumhuriyet Mah. E-5 Yanyol No: 29 34876
Yakacık/Kartal/İSTANBUL
Tel: (216) 453 00 00 pbx
Faks: (216) 377 11 36

Bakırköy

Cevizlik Mah. Muhasebeci Sok. Neşe Han No: 1 Kat:3
Bakırköy/İSTANBUL
Tel:(212) 660 85 25
Faks: (212) 570 03 03

Erenköy

Bağdat Cad. Kantarcı Rıza Sok. Sarıca Apt. No: 3 Kat: 1 Daire: 4 Erenköy/
Kadıköy/İSTANBUL
Tel: (216) 360 46 66
Faks: (216) 360 63 83

Etiler

Aydar Cad. Metro İşhanı No: 10, D: 6, K: 2 Levent /Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: (212) 270 41 00
Faks: (212) 270 61 10

Kapalıçarşı

Kürkçüler Sk. No: 25 Eminönü/Kapalıçarşı/İSTANBUL
Tel: (212) 513 40 01
Faks: (212) 527 16 86

Şişli

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Loft Residence A BLOK
No: 201 K: 6 D: 106 Şişli/İSTANBUL
Tel: (212) 281 78 84
Faks: (212) 283 92 80

Ümraniye

Atatürk Mah. Alemdağ Cad. No: 122/1 Ümraniye/İSTANBUL
Tel: (216) 461 33 90
Faks: (216) 461 33 92

Altiyol (Fenerbahçe Şubesi)

Hacı Mehmet Sok. 24 E Dalıyan Konut Sitesi D: 6 34726
Fenerbahçe/Kadıköy/İSTANBUL
Tel: (216) 360 59 60 (pbx)
Faks: (216) 368 66 10

Gedik Private Zorlu Center Şubesi

Levazım mah. Kuru sok. No:2 Zorlu Center Teras Evler K:2 D:207
Beşiktaş/İstanbul
Tel: (212) 356 16 52
Faks: (212) 356 16 55

Tophane

Necatibey Cad. Alipaşa Degirmen Sok. No: 24 80040 Tophane/Karaköy/
İSTANBUL
Tel: (212) 251 60 06
Faks: (212) 293 49 03

Maltepe

Bağlarbaşı Mah. Bağdat Caddesi. Gedik İş Merkezi
A Blok No: 414
Kat: 2 Daire: 22 İSTANBUL
Tel: (216) 399 00 42
Faks: (216) 399 18 17

Şaşkınbakkal

Bağdat Cad. Esen Apt. No: 351/5 Şaşkınbakkal/İSTANBUL
Tel: (216) 411 23 53
Faks: (216) 411 23 54

İzmit Şubesi

Yenişehir mah. Demokrasi cad. no:54/C Daire:201 Kocaeli/İzmit
(262) 311 36 79

ANKARA**Kızılay**

Sümer Birinci Sok. No: 13/3 Demirtepe/ANKARA
Tel: (312) 232 09 49
Faks: (312) 231 46 27

Çankaya

Simon Bolivar Cad. No: 8/6 Çankaya/ANKARA
Tel: (312) 438 27 00
Faks: (312) 438 27 47

Ulus

Ulus Şehir Çarşısı 4. Kat No: 170 Ulus/ANKARA
Tel: (312) 311 49 59
Faks: (312) 311 35 34

ANTALYA

Tahıl Pazarı Mah.404 Sok. Hafız Ahmet Bedesteni No: 5/29-30 ANTALYA
Tel: (242) 248 35 20 (pbx)
Faks: (242) 244 29 10

BURSA

Fethiye Mah. Sanayi Cad. Corner Plus İş Merkezi No:263 Kat:2 D:22/26 Nilüfer/BURSA
Tel: (224) 220 51 50
Faks: (224) 220 50 99

DÜZCE

Cedidiye Mah. Hafız Hasan Efendi Cad. No: 17/1 Merkez/DÜZCE
Tel: (380) 524 08 00
Faks: (380) 524 08 07

DENİZLİ

Saraylar Mah. İkinci Ticari Yol Sok. No: 32 Kat: 4 DENİZLİ
Tel: (258) 263 80 15
Faks: (258) 241 91 01

ELAZIĞ

Yeni Mah. Gazi Cd. No: 28/3 ELAZIĞ
Tel: (424) 233 28 01/237 09 98
Faks: (424) 233 27 35

ESKİŞEHİR

Sakarya Cad. Köprübaşı Şen Sok. Onur İşhanı No: 1 Kat: 4 ESKİŞEHİR
Tel: (222) 230 09 08
Faks: (222) 220 37 02

GEBZE

Hacı Halil Mah. Hükümet Cad. No: 95 Gebze/KOCAELİ
Tel: (262) 642 34 00
Faks: (262) 641 82 01

İZMİR

Cumhuriyet Bulvarı No:131 Cevher Apt. Kat: 2 D: 3/4
Alsancak/İZMİR
Tel: (232) 465 10 20
Faks: (232) 220 37 02

KONYA

Beyazıt Mahallesi, Hüsnü Aşk Sok. Bezirci İş Merkezi Kat:4 D:403
Selçuklu / KONYA
Tel: (332) 238 59 60
Faks: (332) 238 59 75

MALATYA

Büyük Hüseyin Bey Mah. Atatürk Cad. Anadolu İş Merkezi K: 3
No: 23 D: 9-10-11 Battalgazi / MALATYA
Tel: (422) 325 62 67
Faks: (422) 322 23 72

MANİSA

Anafartalar Mah. Mustafa Kemal Paşa Cad. Kamil Mentеш Apt.
No: 34/1 MANİSA
Tel: (236) 239 42 98
Faks: (236) 239 43 02

MERSİN

Mahmudiye Mah. Atatürk Cad. Adil Kanun İş Hanı Kat: 2
Akdeniz / Mersin
Tel: (324) 238 18 18
Faks: (324) 231 22 52 / 238 18 24

UŞAK

İsmetpaşa Cad. No: 63 K: 2 Mavi Plaza UŞAK
Tel: (276) 227 27 44
Faks: (276) 227 27 37