

Zayıf TL ortamı,  
kur farkı geliri  
yaratarak,  
karlılığa katkı  
sağlıyor.

Enerji verimliliği  
ve doğalgaz  
fiyatları  
rekabette  
belirleyici faktör.

Katma değeri  
yüksek krom  
ürünlerinde  
büyüme hedefi,  
dikkat çekici.

Küresel arz  
fazlası, ürün  
fiyatlarını  
baskılıyor.

Küresel  
ekonomik  
görünüm en  
büyük tehdit.

Doğal Soda  
rezervlerindeki  
kapasite artışları  
orta vadede  
rekabeti  
artırabilir.

## Soda Sanayii (SODA)

Halka Açılma Tarihi: 20.04.2000

### Hedef Fiyat

### 3.15

#### Önerimiz

Güçlü Al

Al

Nötr

Sat

Uzak Dur

#### Öneri Tablosu

07.11.2013	Son Fiyat (TL)	Uygun Alım Aralığı (TL)	Hedef Fiyat Aralığı (TL)	Beklen. Getiri	Zarar Stop	Olası zarar riski	En fazla lot
<b>Uzun Vade</b>	2.69	2.40 2.55	3.00 3.30	27%	2.00	-19.2%	25,000

Kısa Vade : 1 gün - 1 ay

Orta Vade: 1 ay - 1 yıl

Uzun Vade: 1 yıldan Uzun

Yukarıdaki tabloda önerilerimiz verilmiştir. Beklenmedik gelişmelerde "Zarar Stop" kolonunda bu öneriyi uyguladığınız takdirde, ne kadar zarar edebileceğiniz verilmiştir.

**Eğer bu zararı göze alabiliyorsanız, önerimizi dikkate alınız.**

Kategorik Puanlama	10	Üzerinden
Sektör İçinde, üstlerde mi, altlarda mı?	9.00	★★★★★
Son mali durumu inişte mi çıkışta mı?	5.50	★★★☆☆
Uzun Vadeli Yatırım Yapılmalı mı?	8.00	★★★★☆
Fa.al. Rap.Kalitesi, şeffaflık ve hesap verilebilir	7.00	★★★★☆
Değerleme puanı (Ucuz mu Pahalı mı?)	8.00	★★★★☆
<b>Genel Puan</b>	<b>7.65</b>	★★★★☆
Puanlama "10" üzerindedir. Ekler bölümünde geniş açıklama vardır.		

Soda Sanayii	2013/06	Piyasa Çarpanları	07.11.2013
Özsermayesi (Bin TL)	1,057,313	Son Kapanış Fiyatı (TL)	2.69
Sermayesi (Bin TL)	457,000	Piyasa Değeri /Defter Değeri	1.16
Satışlar(Yıllıklandırılmış-Bin TL)	1,292,818	Piyasa Değeri / FAVÖK	5.8
Net K/Z.(Yıllıklandırılmış-Bin TL)	153,837	Firma Değeri / FAVÖK	6.2
Beta (son iki yıl)	0.43	Fiyat/Kazanç Oranı	8.0
Dolaşımdaki Pay Sayısı Oranı (%)	10.00	Fiyat/Net Satış	0.95
Piyasa Değeri (Bin TL)	1,229,330	Temettü Verimi (%)	2.60%

Tahmin Tablosu	Dönemsel Tahminler		Yıllık Bazda Tahminler			
SODA	2012/09	2013/09(T)	2011/12	2012/12	2013/12(T)	2014/12(T)
Satış Gelirleri	862	1,116	872	1,182	1,504	1,655
Esas Faal.Kârı	106	124	164	137	176	183
Net Kar	83	134	185	131	194	204
FAVÖK	164	224	232	225	294	297
ÖZVARLIK	937	1,123	790	989	1,183	1,387
PD/DD	1.17	1.09	1.03	1.03	1.04	0.89
F/K	7.98	6.76	4.40	7.76	6.35	6.01
F/NS	1.00	0.86	0.93	0.86	0.82	0.74
FD/FAVÖK	5.49	5.87	3.94	5.20	4.47	4.41
PD/FAVÖK	5.16	4.44	3.73	4.93	3.99	3.84
Net Kar Marjı(%)	9.7	12.0	21.2	11.1	12.9	12.4
Favök Marjı (%)	19.04	20.03	26.60	19.01	19.54	17.97

Ceren Bakçay  
cbakcay@gedik.com  
Yatırım Danışmanı  
Gedik Yatırım Menkul Değerler  
A.Ş.  
0212 356 16 52 (117)  
www.paramineyapayim.com

**Önemli Açıklama:** Bu rapor yayınlanmadan önce, rapora konu olan şirket yetkilileri haricinde, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. de dahil olmak üzere, hiçbir kurum ve kişi ile paylaşılmamıştır. Bu raporun yayınladığı tarih öncesinde Gedik Yatırım Menkul Değerler'in takasında bulunan rapora konu şirket hisselerinin seyri ekler bölümünde verilmiştir.



## İçindekiler Tablosu (ilgili başlığı tıklayınız)

1. Özetle Diyoruz ki...	3
2. Satış ve Kâr Tahminlerimiz	4
2.1 2013/09(T) Dönemi Tahminleri ve Varsayımları:	4
2.2. 2013/12(T) Dönemi Tahminleri:	5
3. Puanladık...	6
3.1 Sektör İçindeki Puanı	6
3.2 Son Finansal Tablolardaki Mali Durumu ve Önceki Üç yıl	6
3.3 Uzun Vadeli Yatırıma Uygunluk Analizi ve Puanlama	7
3.4 Faaliyet raporunun kalitesi, şeffaflık, hesap verilebilirlik, ortaklara karşı sorumluluk izlenimlerimiz	8
4. Değerleme (Ucuz mu, Pahalı mı?)	9
4.1 Piyasa Çarpanlarına Göre Değerleme	9
4.2 İndirgenmiş Nakit Akımlarına göre Değerleme	10
5. Sektör'deki Gelişmeler ve Soda Sanayii	11
5.1 Güçlü Yönleri: Maliyet Etkinliğini Artıracı Adımlar ve İlave Kapasiteler Olumlu	14
5.2 Zayıf Yönleri: Küresel Ekonomik Görünümün Zayıflığı ve Talep Yetersizliği	15
6. Sürmekte Olan ve Önemli Olduğunu Düşündüğümüz Davalar	16
7. Grafiklerle Soda Sanayii	17
8.1 BIST100'e Göre Performans ve Aylık Fiyat Grafiği	17
8.2 Piyasa Çarpanları	17
8.3 Dönemsel Satışlar ve Karlılık	18
EKLER:	19
Ek-1: Şirket Hisselerinin, Gedik Yatırım Menkul Değerler nezdindeki Takas Dökümü ve Gelişimi	19
Ek-2: Vade'lere İlişkin Açıklamalar	19
Ek-3 : Öneriler ve Anlamları	20
Ek-4: PUANLAMALAR	21
Ek-4-1: Genel Puanlama :	21
Ek-4-2: Sektörle Karşılaştırma (Ağırlık % 10):	21
Ek-4-3: "Son Mali Durumu İnişte mi, Çıkışta mı?" Puanı (Ağırlık % 10)	22
Ek-4-4: "Uzun Vadeli Yatırıma Uygunluk" Puanı (Ağırlık % 25)	22
Ek-4-5: "Kurumsal Yönetime İlişkin İzlenimlerimiz" (Ağırlık % 20)	22
Ek-4-6: "Değerleme Puanı" (Ağırlık % 35)	23
Ek-5 : Disclosure – Feragatname	23



## 1. Özetle Diyoruz ki...

### Kısaca Soda Sanayii

"1969 yılında kurulan, 1986 yılında Kromsan Krom Bileşikler fabrikasını bünyesine katan Soda San. A.Ş., Şişecam Topluluğu'nun 'Kimyasallar' grubunda faaliyet göstermektedir. %90 hissesi T. Şişecam ve grup firmalarına ait olan şirketin nihai ana ortağı T. İş Bankası olup, 2000 yılından buyana Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

Türkiye/Mersin (1.250.000 ton/yıl), Bulgaristan (360.000 ton/yıl) ve Bosna-Hersek'te (370.000 ton/yıl) yer alan tesisleri ile toplam kapasitesi 1.98 milyon ton/yıl olan SODA, dünyanın en büyük 10., Avrupa'nın ise 4. büyük sentetik soda üreticisidir. Yine Mersin'de bulunan krom fabrikası Türkiye'deki tek krom tedarikçisi olup, sodyum bikromat (105.000 ton/yıl) ve krom sülfat ürünlerinde dünyada 1.sırada yer almaktadır. Şirketin pazar payı sırasıyla yurtiçi %71, Avrupa %15 ve global %3 şeklindedir. Soda kimyasalları ağırlıklı cam olmak üzere, detarjan, kimya, kağıt ve maden gibi sektörlerde, Krom kimyasalları ise deri, ahşap koruma ve metal kaplama sektörlerinde kullanılmaktadır.

Soda fabrikası, soda üretiminin ana hammaddeleri olan kireçtaşı, tuz ve buharı kendi işletmelerinden sağlamakta, krom bileşiklerinin hammaddesi olan 'kromit' ise G. Afrika'dan ithal edilmektedir. 2012 yılında Camiş Elektrik AŞ'den devir alınan 252 MW kapasiteli elektrik santrali grubun elektrik ve buhar ihtiyacını karşılamasının yanı sıra, satış geliri yaratmaktadır.

2013 ilk yarı sonuçları itibarıyla USD bazında konsolide satış gelirleri %44 yurtiçi - %56 ihracat şeklinde dağılım göstermekte olup, satış gelirlerinin %52.6'sı soda grubundan, %27'si krom grubundan ve kalan %20 elektrik satışlarından oluşmaktadır. Yurtiçi soda satışlarının çok önemli bir bölümü "Şişe Cam topluluğu" dahilindeki grup firmalarına yapılırken, krom bileşiklerinin %86'sı ihraç edilmektedir."

### Öne Çıkan Noktalar

#### Sektör Görünümü

"Bir çok ülkede kronikleşen zayıf pazar koşullarına rağmen, dünya soda talebindeki büyümeyi, Çin ve Hindistan dahil, gelişen ekonomiler sağlamaktadır. 2012 yılında %3 civarında büyüme gösteren dünya soda pazarında 52.9 milyon ton'luk üretime karşın, 54 milyon ton (T) tüketim yapıldığı tahmin edilmektedir. **Küresel arz fazlası, yoğun rekabet ortamında soda fiyatlarının düşük seyretmesine neden olmaktadır.**

Dünya soda tüketiminin 2022 yılına kadar %40 oranında artışla 75 milyon ton seviyesine ulaşması, 2013 yılı talebinin ise 2012 yılının üzerinde olması beklenmektedir. Şirket yönetimi, 2013 yılında küresel soda pazarındaki ılımlı toparlanmanın bölgesel talep farklılıkları eşliğinde devam edeceğini, iç piyasa talebinin 2012 yılına paralel şekilde yatay seyrizlemesini öngörmektedir."

#### Artılar

- **Zayıf TL ortamı** kur farkı geliri yaratarak karlılığı artırıyor.
- Ekim ayında devreye alınan 35.000 ton/yıl **sodyum bikarbonat kapasite artışı** son çeyrek satış ve karlılığına katkı sağlayabilir.
- **Temmuz ayında** devreye alınan Buhar Tribününün, doğal gaz fiyatlarına bağlı olarak, yılda 2 ile 4 milyon USD tasarruf sağlaması bekleniyor.
- Şirketin **'katma değeri yüksek krom ürünlerinde büyüme vizyonu'** dahilinde sürdürdüğü yatırım ve ar-ge faaliyetlerini orta vade büyüme potansiyeli açısından önemli buluyoruz.
- Enerji **verimliliğini artırma projesinin etüt çalışmaları devam ediyor.** Söz konusu proje maliyet etkinliğini artırarak orta/uzun vadede karlılığı destekleyecektir.
- **İç piyasada talebin stabil** olması şirketin iş hacmi için bir avantaj. Şişecam Topluluğu'nda devreye alınacak yeni kapasiteler, ağırlıklı grup satışı yapan şirket için orta vade büyümeyi destekleyen diğer bir unsur.
- Küresel maliyet **farklılıkları, sektörün** gündemindeki en kritik konu. Soda AŞ, soda hammaddesi olan kireçtaşı, **tuz ve buharı** kendi kaynaklarından sağlıyor.
- **Düzenli kar dağıtım** politikası

#### Eksiler

- **Ekonomik görünüm ve istikrar** sektörel büyümede belirleyici unsur.
- Krom kimyasalları girdi olarak kullanan sanayilerdeki küçülmeye ve talebin daraldığı bölgelerdeki krom üreticilerinin yeni pazar arayışları ile artan rekabete paralel olarak, ilk yarı itibarıyla, krom ürünleri cirosunda ise %7 düşüş bulunuyor.
- Konsolide ciro elektrik satışlarının katkısı ile artmış olmakla birlikte, elektrik satışlarındaki karlılığın zayıf olduğu biliniyor.
- İlk yarı itibarıyla, brüt karlılıkta %3.5 daralma var, FAVÖK marjı kambiyo kurları sayesinde dengede bulunuyor.
- İhracatın önemli bir bölümünü oluşturan **Avrupa'da zayıf talep koşulları** devam ediyor.
- **Doğal soda üretimi** görece maliyet avantajı ile küresel soda sektöründe önemli bir gündem.
- Karlılık doğal gaz fiyatlarındaki değişime çok duyarlı.

#### Satış ve Kâr Tahminleri

SODA	2011/12	2012/12	2013/12(T)	2014/12(T)
Satış Gelirleri	872	1,182	1,504	1,655
Esas Faal.Kârı	164	137	176	183
Net Kar	185	131	194	204
FAVÖK	232	225	294	297

#### Değerleme (Ucuz-Pahalı Analizi) – Son Fiyat : 2.69 TL

	INA (TL)	2013/12(T)	2014/12(T)	Ortalamalar
pahalı	4.31	3.27	3.54	3.84
normal	3.65	2.65	2.87	3.19
ucuz	3.20	1.85	2.01	2.56
Ağırlıklar	50%	30%	20%	Fiyat: 2.69

İNA: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

2013/12(T): 2013 Sonu tahminlerine göre Piyasa çarpanları yoluyla bulunan değerler

2014/12(T): 2014 Sonu tahminlerine göre Piyasa çarpanları yoluyla bulunan değerler

#### Hedef Fiyatı Riske Düşürebilecek Gelişmeler

Ulusal veya uluslararası çapta beklenmedik ekonomik ve siyasi gelişmeler, Avrupa'daki resesyonun derinleşmesi, doğalgaz fiyatlarının yükselmesi, ürün fiyatlarının düşmesi ve greve gidilmesi durumunda hedef fiyatlar radikal biçimde değişebilir. Bu tür durumlarda SMS ve rapor güncellemesiyle yatırımcılar bilgilendirilecektir.



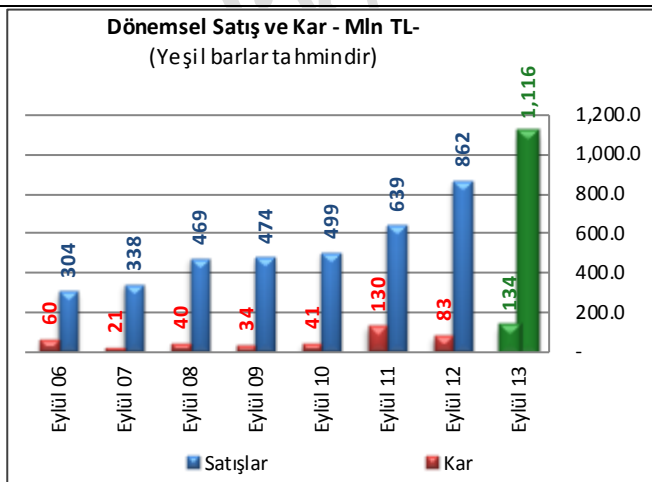
## 2. Satış ve Kâr Tahminlerimiz

Satış ve Kar Tahminleri (Mln TL)						
SODA	Tahmin			Tahmin		
	2012/09	2013/09(T)	2011/12	2012/12	2013/12(T)	2014/12(T)
Satış Gelirleri	862	1,116	872	1,182	1,504	1,655
Satışların Maliyeti	679	901	621	940	1,203	1,329
Brüt Kar	183	215	250	243	301	326
Faaliyet Giderleri	77	92	87	106	125	143
Esas Faaliyet Kârı	106	124	164	137	176	183
Faaliyet Dışı Gel-Gid(net)	1.69	26.79	6.76	3.18	45.12	41.36
Finans Gelir-Gider (net)	- 13.32	11.16	38.47	- 14.38	15.04	24.82
VÖK	99.81	161.84	216.42	141.26	236.15	249.29
Vergi	15.69	27.51	32.47	9.35	42.51	44.87
Net Kar	83.44	134.33	184.55	131.02	193.64	204.42
FAVÖK	164.1	223.5	231.9	224.8	294.0	297.3
ÖZVARLIK	936.59	1123.38	790.37	989.05	1182.69	1387.11
PD/DD	1.17	1.09	1.03	1.03	1.04	0.89
F/K	8.0	6.8	4.4	7.8	6.3	6.0
F/NS	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
FD/FAVÖK	5.5	5.9	3.9	5.2	4.5	4.4
PD/FAVÖK	5.2	4.4	3.7	4.9	4.0	3.8
Net Kâr Marjı (%)	9.68	12.04	21.17	11.08	12.87	12.36
FAVÖK Marjı	19.04	20.03	26.60	19.01	19.54	17.97

Satış ve Kâr tahminlerine baz oluşturan varsayımlarımız:

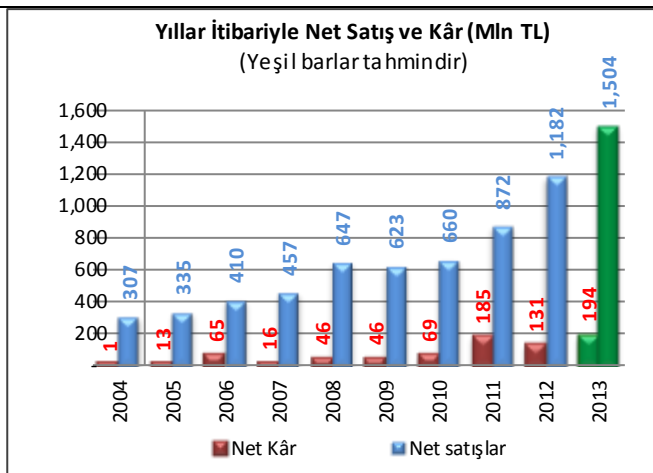
Makro Varsayımlar	2013/ 12(T)	2014 /12(T)	Mikro Varsayımlar	2013/ 09(T)	2013/ 12(T)	2014/ 12(T)
				Satışların Büyüme Hızı (%)		
GSYİH Büyüme (%)	3.40	3.50	Satışların Maliyeti (%)	29.46	27.20	10.00
USD/TL Kuru Ort.	1.94	1.99	Faaliyet Dışı Gel-Gid(net)(satışların %'si)	80.7	80.0	80.3
EUR/TL Kuru Ort.	2.55	2.60	Finans Gelir-Gider (net)(satışların %'si)	2.40	3.00	2.50
Sektördeki reel büyüme	4.00	5.00	Faaliyet Giderleri (satışların %'si)	1.00	1.00	1.50
ÜFE Enflasyonu	6.50	6.90	Vergi Giderleri (VÖK %'si)	8.20	8.30	8.63
				17.0	18.0	18.0

### 2.1 2013/09(T) Dönemi Tahminleri ve Varsayımları:



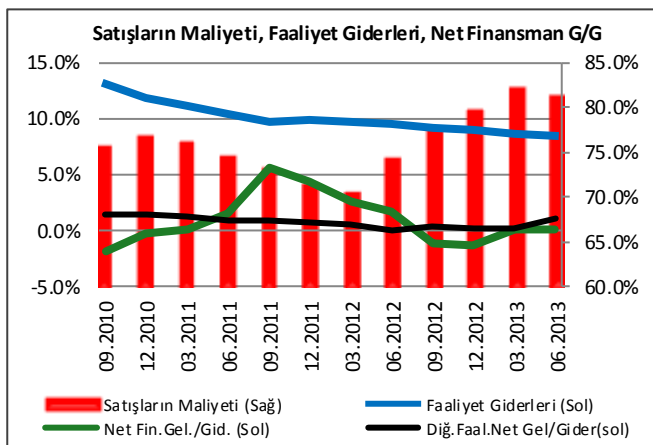
Eylül.2012 döneminde toplam 862.1 milyon TL satış yapan Soda Sanayii'nin 2013/09(T) döneminde satışlarının geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 29.5% büyümesini bekliyoruz. Satışların maliyetinin %80.7 olmasını yüksek olasılık olarak görüyoruz. Diğer varsayımlarımız ise bilanço dipnotlarının ayrıntılı olarak incelenmesiyle belirlendi. Tablodaki faaliyet giderleri, faaliyet dışı gelir-gider, net finansman gelir veya gideri geçmiş dönemlerdeki trendler ve finansal dipnot incelemesi sonucu analist tarafından belirlenmiştir. Bu bağlamda 2013/09(T) döneminde toplam satışların 1116.2 mln TL ve net dönem kar/zarar kaleminin de 134.3 mln TL olmasını bekliyoruz. 2012/09 döneminde toplam cirosu 862.1 mln TL seviyesinde iken net dönem K/Z rakamı ise 83.4 mln TL olmuştur.

## 2.2. 2013/12(T) Dönemi Tahminleri:

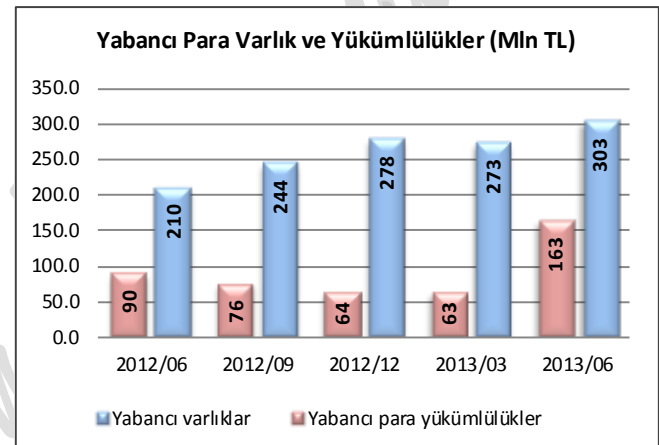


Bu dönem için satışlarında yıllık bazda 27.2% artış bekliyoruz. Satışların son üç bilanço döneminde nasıl değişim gösterdiğine baktığımızda ise; 2013/06 döneminde bir yıl öncesine göre % 19.69 artış görüyoruz. Satışlardaki değişim, 2013/03 ve 2012/12 dönemlerinde bir yıl öncesinin aynı dönemlerine göre, sırasıyla % 17.24 ve % 35.63 olmuştur.

Satışların maliyetinin 2013/12(T) döneminde 80.0% olması beklenmektedir. Yapmış olduğumuz tahminler, 2013 yılı sonunda Soda Sanayii'nin 1504 mln TL satış ve 194 mln TL de net kar elde edeceğini göstermektedir. Geçen yıla baktığımızda ise toplam 1182 mln TL ciroya karşılık 131 mln TL kâr elde etmişti. Vergiden önceki kar, 141 mln TL seviyesindeydi.



Yukarıdaki grafikte satışların maliyetinin net satışlara oranı (kırmızı bar) sağ ekseninde gösterilirken, sol ekseninde faaliyet giderlerinin net satışlara oranı, net finansman gelir veya giderinin net satışlara oranı ve diğer faaliyetlerden gelir ve giderlerin net satışlara oranı gösterilmiştir.



Yukarıdaki grafikte şirketin yabancı para varlık ve yükümlülükleri TL bazında gösterilmiştir. Son açıklanan finansal tablolara göre, 303.0 mln TL yabancı para varlığı, 163.4 mln TL yabancı para yükümlülüğü vardır. Aradaki fark ise 139.6 mln TL'dir. Bu miktar yıllık satışların yüzde 10.8 oranına karşılık gelmektedir. Döviz kurlarının (Dolar/TL ve Euro/TL) bu raporun hazırlandığı günkü seviyelerinde kalması durumunda kaba bir hesapla 6.815 mln TL kambiyo kârı oluşması beklenebilir.

### 3. Puanladık...

Kategorik Puanlama	10	Üzerinden
Sektör İçinde, üstlerde mi, altlarda mı?	9.00	★★★★★
Son mali durumu inişte mi çıkışta mı?	5.50	★★★☆☆
Uzun Vadeli Yatırım Yapılmalı mı?	8.00	★★★★☆
Faai. Rap. Kalitesi, şeffaflık ve hesap verilebilir	7.00	★★★★☆
Değerleme puanı (Ucuz mu Pahalı mı?)	8.00	★★★★☆
<b>Genel Puan</b>	<b>7.65</b>	★★★★★
Puanlama "10" üzerindendir. Ekler bölümünde geniş açıklama vardır.		

Bu tabloda beş kategoride "10" üzerinden puan verilmiştir. Burada "5" rakamı referans noktamızdır. Genel puanı 5'in altına indikçe şirket cazibesini yitirirken, 5'nin üzerine çıktıkça yatırımcı açısından cazip duruma gelmektedir.

Sektör içindeki diğer şirketlerle karşılaştırıldığında dupont rasyolarına göre sıralama yapılarak sektör içindeki başarısı ölçülmeye çalışılmıştır ve puanı "10" üzerinden "9.00" dir.

Son finansal tablolarını, son üç yıllık ortalamaları karşılaştırdığımız "son mali durum" puanı "10" üzerinden "5.50" dur. "Uzun vadeli yatırım için uygun mudur?" puanı "8.00" ve "Faaliyet raporu kalitesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik" puanı "7.00" seviyesindedir. "Değerleme Puanı" hem piyasa çarpanları hem de indirgenmiş Nakit Akımları (İNA)'na göre bulunan değer ucuz mu pahalı mı olduğunu ölçmekte olup, "8.00" seviyesindedir.

#### 3.1 Sektör İçindeki Puanı

Sektör İçinde, üstlerde mi, altlarda mı?	9.00	★★★★★
--	------	-------

	Net Kar Marjı	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı	Borç Oranı	Özvarlık Karlılığı	PUAN
ORTALAMA	6.61%	0.97	6.41%	41.21%	11.10%	
ACSEL	-1.33%	0.81	-1.07%	56.9%	-2.49%	5.10
AKSA	7.30%	0.96	7.03%	41.6%	12.15%	6.70
ALKIM	8.17%	0.82	6.74%	31.3%	10.99%	7.00
BRKSN	-3.72%	0.76	-2.82%	48.4%	-5.47%	4.85
HEKTS	14.22%	0.78	11.02%	30.1%	15.76%	7.80
CLKHO	11.40%	0.52	5.90%	56.7%	16.97%	6.90
SASA	-2.22%	1.50	-3.32%	64.7%	-9.39%	5.25
SODA	11.90%	0.82	9.78%	32.1%	14.55%	7.45

Bir şirketin sektöre göre performansı değerlendirilirken, dupont tablosunu baz alıyoruz. Bu tabloda Net Kâr Marjı şirketin maliyet etkinliğini sağlayıp sağlayamadığını gösterirken, Aktif devir hızı da faaliyetlerindeki etkinliği sağlayıp sağlayamadığını göstermektedir. Bu bağlamda, sektöre ilişkin gelecek öngörüler ve diğer koşullar da göz önünde bulundurularak, Soda Sanayii "10" üzerinden 9.00 puan almıştır. Mali performans açısından sektörün lider konumundaki şirketlerinden biridir. **DİKKAT!** : Sektör içinde puanlama yapılırken, aslında sektördeki her şirketin faaliyet alanının birbirine yakın olması arzu edilir. Fakat bu durum her zaman mümkün olmamaktadır.

#### 3.2 Son Finansal Tablolardaki Mali Durumu ve Önceki Üç yıl

Son mali durumu inişte mi çıkışta mı?	5.50	★★★☆☆
---------------------------------------	------	-------

Dönemler	Net kar marjı (%)	Aktif Devir Hızı	Aktif Karlılığı (%)	Borç Oranı (%)	Özvarlık Karlılığı
Son 3 yıl ort.	%14.34	0.75	%10.64	%32.57	%15.95
Std. Sapma	%4.19	0.06	%2.66	%2.62	%4.19
SonBilanço	%11.90	0.82	%9.78	%32.11	%14.55
Son üç yıllık ortalamalara göre aldığı puan					<b>5.50</b>

Dupont oranlarının son üç yıllık ortalamaları ve bu ortalamaların standart sapmaları (dalga boyları da) göz önünde bulundurularak puan verilmiştir. Soda Sanayii "10" üzerinden 5.50 puan almıştır. Sonuç olarak, geçmiş üç yıldaki performansı ile şu anki mali durumu arasında büyük farklılıklar yoktur.





### 3.3 Uzun Vadeli Yatırıma Uygunluk Analizi ve Puanlama

#### Uzun Vadeli Yatırım Yapılmalı mı?

8.00



Önemli karlılık oranları ve satış performansı istikrarlı mı?	Son beş yıllık ort. (%)	Son beş yıl Std. Sapma (%)	Sharp Oranı
Özvarlık kârlılığı?	13.42	7.92	1.70
Net Kâr Marjı?	7.76	5.72	1.36
Satışların Büyüme Hızı?	20.23	14.6	1.38
Esas Faaliyet Kârı?	10.07	5.35	1.88
FAVÖK?	19.12	4.16	4.59
Bu kategoride aldığı puan (10 üzerinden)	8.4		

#### Bilanço açıklama dönemleri, karlılık ve kar dağıtım performansı

Kâr'lı çeyrek bilanço sayısı (2001'den sonra)	45
Aynı dönemde kaç defa zarar var?	6
Kârlı bilançoların toplama oranı (%)	% 88
Kârının ortalama % kaçını dağıttı? (%)	% 55.4
2000'den beri kaç tane bilanço açıkladı?	13
Kaç bilançoda kâr dağıttı	7
Kâr dağıtılan yıl/toplam bilanço sayısı(%)	% 53.8
Bu kategoride aldığı puan (10 üzerinden)	6.79

	Şubat 05	Kasım 13	% Değişim
BİST-100 performans	27330	74487	% 172.5
SODA	0.47 TL	2.44 TL	% 420.6
	BİST-100	SODA	Katsayı
10,000 TL Ne oldu?	27,254 TL	52,062 TL	1.91
Yaklaşık Süre?	8.7 YIL		
Yıllık Getiri	% 12.2	% 20.9	

Uzun vadeli yatırım için, kârlılıktaki istikrar, şeffaflık, kurumsal yönetim ilkelerine uyum, yatırımcı ile kar paylaşımı ve şu ana kadar uzun sayılabilecek vadede nasıl bir getiri sağladığı ve bu getirinin endeks getirisi ile karşılaştırması önemli faktörlerdir.

Soda Sanayii yukarıda sayılan faktörlerin tümü birlikte değerlendirildiğinde uzun vadeli yatırım açısından "10" üzerinden "8.00" puan almıştır.

İlk tabloda kârlılık oranları ve satışların büyüme hızındaki istikrara bakılmıştır. Sharp rasyoları ne kadar yüksek olursa, geçmişteki istikrarın o kadar yüksek olduğunu anlıyoruz. Satışları son üç yılda ortalama olarak yıllık bazda yüzde 20.23 büyümüş ve satışlardaki değişimin standart sapması yüzde 14.6 olmuştur. Bu bağlamda Soda Sanayii'nin özvarlık karlılığı ile net kâr marjının istikrarı istatistiksel modellerle incelendiğinde "10" üzerinden 8.4 puan almıştır.

İkinci tabloda kar açıklama ve kâr dağıtım performansı verilmiştir. Şirket son 13 yılda 7 defa kâr dağıtmış ve yıllık kârının ortalama olarak % 55.4 oranındaki kısmını brüt kâr payı (temettü) olarak dağıtmıştır. Bu tablodaki puanı 6.79 olmuştur.

Son tabloda BİST ile karşılaştırmalı olarak getiriler verilmiştir. Ele alınan getiri dönemi, uzun vadede BİST ile göreceli performansını ölçmek için, datanın elverdiği ölçüde uzun tutulmaya çalışılmıştır.

SODA hissesi, Şubat 2005 döneminde aylık ortalama 0.47 TL fiyatından Kasım 2013 döneminde aylık ortalama 2.44 TL seviyesine yükselmiştir. Bu dönemde Soda Sanayii % 420.6 prim yaparken, BİST100 endeksi % 172.5 prim yapmıştır. Son 8.7 yıllık dönem için yıllık bazda getirileri hesapladığımızda, BİST'in getirisi % 12.2 olurken, SODA'nın yıllık getirisi % 20.9 olmuştur.



### 3.4 Faaliyet raporunun kalitesi, şeffaflık, hesap verilebilirlik, ortaklara karşı sorumluluk izlenimlerimiz<sup>1</sup>

Faaliyet Raporu kalitesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik 7.00 ★★★★★

Faaliyet Raporu kalitesi, şeffaflık, hesap verilebilirlik, ortaklara karşı sorumluluk	Açıklamalar ve görüşler	PUAN
Kurumsal Yönetim puanı var mı?	Yok	
Faaliyet raporunun kalitesi	Yeterli ama öngörü için eksik	40.4
- Sektöre ilişkin bilgi verilmiş mi?	Çok az bilgi var	40
- Firmanın sektör içindeki yeri?	Çok az bilgi var	40
- İşletme üretim birimlerinin nitelikleri?	Çok az bilgi var	40
- Satışlar reel olarak (miktar) verilmiş mi?	Hiç bilgi yok	0
- Ürünlerin ayrımı ve fiyat gelişmeleri?	Çok az bilgi var	40
- Firmanın satış koşulları açıklanmış mı?	Yeterli bilgi var	70
- Satışların performansının nedenleri?	Çok az bilgi var	40
- Verimlilik oranları verilmiş mi?	Hiç bilgi yok	0
- Yukarıdaki gelişmelerin nedenleri?	Çok az bilgi var	50
Yatırımlardaki gelişmeler ve firmaya katkısı?	Yeterli ama öngörü için eksik	60
Olası Risk ve Belirsizlikler anlatılmış mı?	Hiç bilgi yok	0
Finansal tablo dipnotları yeterli mi?	Yeterli bilgi var	70
Web sitesindeki bilgi kalitesi	Yeterli bilgi var	70
1 yıldaki yatırımcı faaliyetleri	Çok doyurucu	90
Firma yetkilileri randevu verdi mi?	Evet	80
Sorularımıza tatmin edici cevaplar aldık mı?	Evet	80

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin **web sitesinde şirketin kurumsal yönetim puanına ulaşamadık.**

Faaliyet raporları, tabloda belirtilen kriterler açısından değerlendirildiğinde, analiz ve öngörü için yeterli düzeyde bilgi içermemektedir. Kurumsal İnternet sitesinin "yatırımcı ilişkileri" sayfasında periyodik olarak yayınlanmakta olan yatırımcı sunumları, firmanın reel gelişimi ve temel sektör göstergeleri açısından daha fazla bilgilendirici olmakla birlikte, yalnızca "İngilizce" versiyonda hazırlandığı için daha ziyade yabancı yatırımcının bilgilendirilmesine olanak sağlamaktadır. 2012 yılı içinde üçü yurtdışı, beşi yurtiçi olmak üzere toplamda sekiz adet konferansa iştirak edilmiş olup, konferans ve şirket içi görüşmeler dahil otuz fon ve yatırımcı ile toplantı yapılmıştır. Ayrıca, şirket internet sitesinde "Yatırımcı İlişkileri-Size Nasıl Yardımcı Olabiliriz?" başlığı altında bulunan "Yatırımcı İlişkileri İletişim Formu" aracılığıyla e-mail ortamında gelen yatırımcı soruları da cevaplandırılmaktadır.

<sup>1</sup> Dikkat! 13/6/2013 tarihli ve 28676 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Sermaye piyasasında finansal raporlamaya ilişkin esasla tebliği"nin 8. Maddesi 2. fıkra **b bendi gereğince**; İşletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve bu sektör içerisindeki yeri hakkında bilgi, işletmenin üretim birimlerinin nitelikleri, satış miktar ve fiyatlarına ilişkin genel açıklamalar, satış koşulları ve bunlarda yıl içinde görülen gelişmeler, verimlilik oranları ve geçmiş yıllara göre bunlardaki önemli değişikliklerin nedenleri, **c bendi gereğince**; Yatırımlardaki gelişmeler, teşviklerden yararlanma durumu, yararlanılmışsa ne ölçüde gerçekleştirildiği, **g bendi gereğince**; Finansal tablolarda yer almayan ancak kullanıcılar için faydalı olacak diğer hususlar. **3. fıkrası gereğince**; Ara dönem Faaliyet raporlarında, bu madde kapsamında yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesi gereken hususlardan, ara dönemi ilgilendiren önemli olaylar ile bunların finansal tablolara etkilerine ve hesap döneminin geri kalan kısmı için bu hususlardaki önemli risk ve belirsizliklere yer verilir. **4. fıkrası gereğince**; Faaliyet raporlarında açıklanacak bilgilerden ticari sır niteliğinde olanlara, ticari sır niteliğini korudukları süre boyunca Faaliyet raporlarında yer verilmeyebilir; söz konusu bilgiler ticari sır niteliğini kaybettikleri tarihten sonraki ilk Faaliyet raporlarında açıklanır. Yukarıda puanlar verilirken, bu kriterler baz alınmış ve yatırımcının ne kadar aydınlatıldığı göz önünde bulundurulmuştur. Eğer analiz edilen şirketin resmi bir kurumsal yönetim derecelendirme puanı varsa, yukarıdaki tabloda belirtilmiştir. Yatırımcı bu puanı esas almalıdır. Eğer resmi bir derecelendirme puanı yoksa, Bu tablo, yatırımcının, yatırım kararları aşamasında daha sağlıklı değerlendirme yapmasını sağlamak amacıyla, ilgili analist tarafından, rapor hazırlanması aşamasındaki izlenimlerini yansıtmaktadır.





Faaliyet raporları SPK mevzuatınca belirtilen bir kısım bilgiler bakımından eksik olmakla birlikte, araştırma birimimiz şirketin bir yıl içinde gerçekleştirdiği yatırımcı ilişkilerinin doyurucu düzeyde olmasına, **ekibimiz tarafından yöneltilen sorulara, yatırımcıları aydınlatmak ve en doğru bilgiyi aktarmak adına tatmin edici düzeyde bilgi verilmesine ve randevu vb. taleplerimiz için iş birliği yaklaşımında bulunulmasına istinaden, şirketin 100 puan üzerinde "49" olarak hesaplanan "Faaliyet Raporunun Kalitesi, Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik" puanını "70" puan olarak revize etmiştir.** Faaliyet raporlarında belirtilen eksikliklerin giderilmesinin ve sunumların "Türkçe" olarak da hazırlanmasının özellikle yerli yatırımcının bilgilendirilmesi için faydalı olacağı düşünülmektedir.

#### 4. Değerleme (Ucuz mu, Pahalı mı?)

##### 4.1 Piyasa Çarpanlarına Göre Değerleme

Piyasa Çarpanları	Ortalamalar	Son değer	2013/12 (T)	2014/12 (T)
PD/DD (EY)	1.25			
PD/DD (ORT)	0.99	1.16	1.04	0.89
PD/DD (ED)	0.70			
F/K (EY)	9.43			
F/K (ORT)	7.14	7.99	6.35	6.01
F/K (ED)	4.03			
F/NS (EY)	1.12			
F/NS (ORT)	0.88	0.95	0.82	0.74
F/NS (ED)	0.61			
FD/FAVÖK (EY)	6.29			
FD/FAVÖK (ORT)	4.68	6.17	4.47	4.41
FD/FAVÖK (ED)	3.46			
PD/FAVÖK (EY)	6.16			
PD/FAVÖK (ORT)	4.33	5.78	3.99	3.84
PD/FAVÖK (ED)	3.22			

Değerler, son üç yıldaki en yüksek, en düşük ve ortalama verileri göstermektedir. Burada; EY: En yüksek; ED:En düşük; ORT:Ortalama

Piyasa çarpanları yukarıdaki tabloda verilmiştir. Birinci kolonda piyasa çarpanları yer almaktadır.

Tabloda Piyasa Değer/Defter Değeri (PD/DD), fiyat/kazanç oranı (F/K), Fiyat/Net Satış (F/NS), Firma değeri/Faiz ve vergiden Önceki Kâr (FD/FAVÖK) ve son olarak Piyasa Değeri/FAVÖK (PD/FAVÖK) oranlarının son üç yıldaki, en yüksek, en düşük ve ortalama değerleri verilmiştir.

"Son Değer" kolonundaki rakamlar, bu raporun hazırlandığı günkü fiyata göre, piyasa çarpanlarının hangi değerleri aldığını göstermektedir.

Tahmin ettiğimiz, özvarlık, net kar, net Satış ve FAVÖK değerlerine göre hisse fiyatı şu anki seviyesinde kalırsa, piyasa çarpanlarının ne olacağı **son kolonda** verilmiştir.

Örneğin, şu an SODA'nın son kapanış fiyatına göre F/K değeri "son değer" kolonunda verilmiş olup, 7.99 seviyesindedir. Eğer 2013/12(T) dönemi için tahmin ettiğimiz Kar doğru çıkarsa, F/K 6.35'ye düşmüş olacaktır. Diğer oranlar için de benzer yorum yapabilirsiniz.

Birim: Mln TL	2013/12(T)	2014/12(T)
PD/DD (EY)	1,477	1,732
PD/DD (ORT)	1,176	1,380
PD/DD (ED)	824	967
F/K (EY)	1,826	1,928
F/K (ORT)	1,382	1,459
F/K (ED)	781	825
F/NS (EY)	1,685	1,853
F/NS (ORT)	1,321	1,453
F/NS (ED)	920	1,012
PD/FAVÖK (EY)	1,811	1,832
PD/FAVÖK (ORT)	1,274	1,289
PD/FAVÖK (ED)	946	957
Ağırlıklı Piyasa Değeri	1,211	1,311
Hisse Fiyatı(TL)	2.65	2.87

Bu tabloda değişik piyasa çarpanlarına göre farklı senaryolar verilmiştir. Örneğin PD/DD(EY) satırında 2013/12(T) dönemi için 1,477 (milyon TL) rakamı görülmektedir. Bunun anlamı; eğer hisse senedi geçmiş üç yılda gördüğü en yüksek PD/DD oranına ulaşırsa (ki bu değer 1.25'dir) ve aynı zamanda 2013/12(T) dönemi için tahmin ettiğimiz özvarlık değeri doğru çıkarsa, hissenin piyasa değerinin 1,477 mln TL olacağı tahmin edilmiştir.

Şu an SODA'nın piyasa değeri 1,229 Mln TL'dir. Ama unutulmamalıdır ki, bir şirketin gelecek dönemlerde Kârının, kar marjlarının artması beklenmiyorsa PD/DD oranının artması da beklenmez. Bu yüzden, tablonun alt kısmında "Ağırlıklı Piyasa Değeri", bu tablodaki değerlere farklı ağırlıklar verilerek hesaplanmış ve buna tekabül eden hisse fiyatı da verilmiştir.

Tablonun bazı hücreleri boştur. Bazı piyasa çarpanlarının geçmiş değerleri çok yüksek veya düşükse ve anlamsız derecede düşük veya yüksek piyasa değerleri söz konusu oluyorsa, ilgili hücreler boş bırakılmıştır.

SODA için 2013/12(T)'de 194 mln TL ve 2014/12(T)'de 204 Mln TL Net kar beklerken aynı dönemde FAVÖK beklentimiz sırasıyla 294 ve 297 Mln TL'dir.

**Piyasa Çarpanları Değerleme Özet Tablosu**

	2013/12(T)		2014/12(T)	
Ucuz mu Pahalı mı?	Piyasa Değeri (mİn TL)	Hisse Fiyatı	Piyasa Değeri (mİn TL)	Hisse Fiyatı
Pahalı Sınırı	1496	3.27	1616	3.54
Normal	1211	2.65	1311	2.87
Ucuz Sınırı	847	1.85	917	2.01

SODA için 2013/12(T)'de 194 mİn TL ve 2014/12(T)'de 204 Mİn TL Net kar beklerken aynı dönemde FAVÖK beklentimiz sırasıyla 294 ve 297 Mİn TL'dir. Bu tahminlerimizin doğru çıkması durumunda hissenin piyasa çarpanlarına göre pahalı, normal ve ucuz sınırları yandaki tabloda verilmiştir.

**4.2 İndirgenmiş Nakit Akımlarına göre Değerleme**

İNA YÖNTEMİ VARSAYIMLARI	
Satışların yıllık büyüme hızı	% 18.0
Satışların maliyeti	% 80.2
Amortisman (M.Duran varlıklara oranı)	% 10.1
Vergi Oranı	% 26.3
Net işletme sermayesi/Net Satış Oranı	% 9.0
Yatırımların Oranı (Toplam varlıklara oran)	% 6.4
Yatırımların Oranı (Toplam ciroya oran)	% 8.8
Faaliyet Giderlerinin satışlara Oranı	% 12.1
Beta Değeri	0.42
Risksiz faiz oranı	% 8.0
Ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti (WACC)	% 12.18
İskonto oranı-1 (Olumsuz senaryo)	% 13.38
İskonto oranı-2 (Olumlu senaryo)	% 10.18
İçsel verim oranı	% 15.39
10 yıl sonraki büyüme oranı	% 5.00
Son Piyasa Değeri (Mİn TL)	1,229
İNA - Olumsuz senaryo Piy. Değ. (Mİn TL)	1,500
İNA - Olumlu Senaryo Piy. Değ. (Mİn TL)	2,237
Piyasa değeri (WACC'a Göre)	1,720

İndirgenmiş nakit akımlarında 10 yıllık nakit akışı kullanılmıştır. 10 yıldan sonra şirketin satışlarının yıllık ortalama % 5.00 büyüyeceği varsayılmıştır. Geçmiş yıllara baktığımızda Soda Sanayii'nin satışları yıllık bazda ortalama olarak % 17.90 büyümüştür. Araştırma birimi olarak, raporun ilgili bölümlerinde açıklanan nedenlerle gelecek 10 yılda satışların % 18.0 büyüyeceğini varsaydık. Diğer varsayımlarımız yandaki tabloda verilmiştir.

Burada önemli olan nokta, gelecekteki nakit akımlarını bugüne indirgerken kullandığımız ağırlıklandırılmış sermaye maliyetidir. Bu rakamı, hissenin beta değeri, risksiz faiz oranı ve BIST100'ün geçmiş 10 yıldaki ortalama yıllık getirisini baz alarak hesaplıyoruz. SODA'nın beta değeri 0.42 olup, riski çok düşüktür. Ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti % 12.18 olarak bulunmuştur. Yani gelecekteki nakit akımlarını bu iskonto oranıyla indirdiğimizde, şirketin piyasa değeri 1,720 mİn TL olarak bulunmuştur. Fakat hem olumsuz senaryo hem de olumlu senaryoyu da hesaba kattığımızda olması gereken piyasa değeri 1,720 mİn TL olup, bu da 3.65 TL hisse fiyatına denk gelmektedir. Son kapanış fiyatı 2.69 TL olduğundan, İNA yöntemine göre hisse fiyatının % 35.8 yukarı potansiyeli bulunmaktadır.

**Değerleme Sonuçları**

	2013/12(T)	2014/12(T)	
	İNA (TL)	Piy. Çarp. (TL)	Piy. Çarp. (TL)
pahalı	4.31	3.27	3.54
normal	3.65	2.65	2.87
ucuz	3.20	1.85	2.01
Ağırlıklar	% 50.0	% 30.0	% 20.0
			<b>Son kapanış : 2.69</b>

İNA ve Piyasa çarpanlarına göre yapılan değerlendirme sonuçları yukarıdaki tabloda verilmiştir. Burada ortalama fiyatların hesaplanmasında, İNA yönteminin ağırlığı %50 olarak alınırken, 2013/12(T) dönemi için yapmış olduğumuz tahminlere göre bulunan fiyatların ağırlığı % 30.0 ve 2014/12(T) dönemi tahminleriyle bulunan fiyatların ağırlığı da % 20.0 olarak alınmıştır. **Bu sonuçlar her an değişebilir.** Gelen bir şirket haberi, ulusal veya uluslararası finansal veya ekonomik gelişmeler, faiz oranlarındaki değişimler her an bu fiyat aralıklarını değiştirebilir. Bu yüzden yatırımcılar bu değerleri kesin ve değişmeyecek değerler olarak algılamamalıdır.

**Hedef Fiyatı Riske Düşürebilecek Gelişmeler**

Ulusal veya uluslararası çapta beklenmedik ekonomik ve siyasi gelişmeler, Avrupa'daki resesyonun derinleşmesi, doğalgaz fiyatlarının yükselmesi, ürün fiyatlarının düşmesi, greve gidilmesi, durumunda hedef fiyatlar radikal biçimde değişebilir. Bu tür durumlarda SMS ve rapor güncellemesiyle yatırımcılar bilgilendirilecektir.

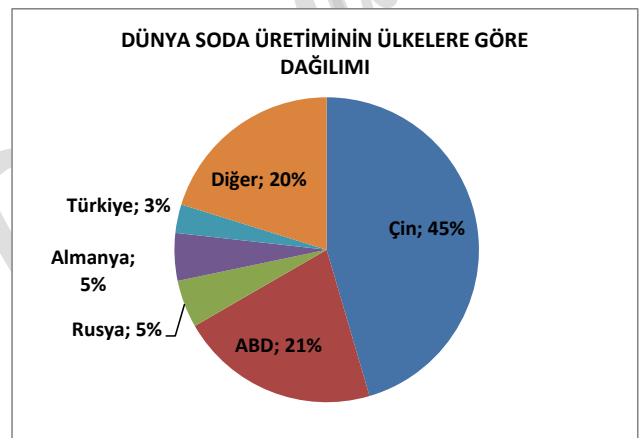
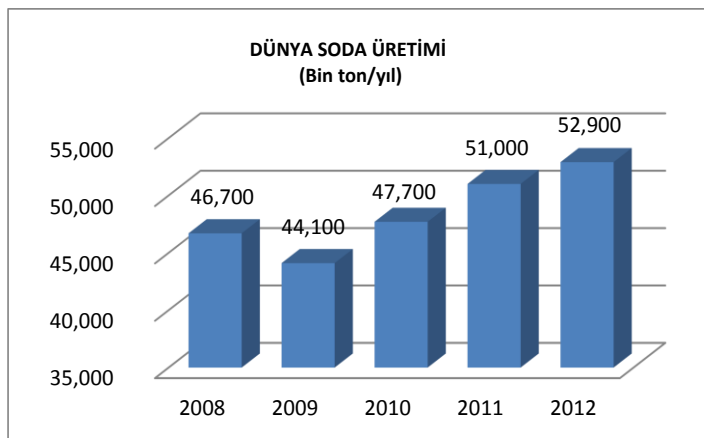


## 5. Sektör'deki Gelişmeler ve Soda Sanayii

Başta cam sanayii olmak üzere deterjan, kimya, kağıt, pigment, tekstil, gıda ve hayvan yemi gibi pek çok sektör için ara malı niteliğinde olan "Soda Külü"nü talep, tedarik sağladığı sektörlerin GSYİ ile yakın korelasyonu nedeniyle, **refah seviyesinin öncü göstergesidir**. Küresel soda endüstrisinin önündeki en büyük tehdit kırılganlığı devam eden dünya ekonomisinin genel gidişatıdır.

2009 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin etkisiyle pek çok ülkede kalıcı olarak küçülen sektör, Çin ve Hindistan dahil olmak üzere, gelişmekte olan ülkelerin talebi öncülüğünde büyümesini sürdürmektedir. **2012 yılında %3 civarında büyüme gösteren pazarda 52.9 milyon/ton soda külü üretilmiş olup, tüketimin 54 milyon ton/yıl civarında olması tahmin edilmektedir**. IHS tarafından yapılan soda külü analizlerine göre, küresel çaptaki **arz fazlasına** rağmen dünya talebinin 2022 yılına kadar yaklaşık %40 oranında artarak 75 milyon ton/yıl seviyesine ulaşması beklenmektedir.

**Atlı kapasite**nin büyük bölümünü taşıyan Çin'in, yüksek maliyet yapısı nedeniyle, ihracatta önemli bir sıçrama yapması ve rekabet baskısı yaratması beklenmemektedir. Global soda tüketiminin %52'ni gerçekleştiren 'Cam' sanayisinin özellikle **'düz cam' segmentinin talebinde**, gelişmekte olan ülkeler öncülüğünde, hızlı bir artış olması beklenmektedir. Bu durum 2014'te ürün fiyatları açısından daha iyi bir ortam yaratabilir.



[http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/soda\\_ash/myb1-2012-soda.pdf](http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/soda_ash/myb1-2012-soda.pdf)

<http://press.ihs.com/press-release/country-industry-forecasting/market-volatility-key-industrial-chemical-drive-discussion>

### Sentetik Soda Üretimi, yerini Doğal Soda Üretimine Bırakıyor

**"Küresel maliyetlerdeki farklılık"** sektör için en kritik gündem olup **"Doğal Soda Üretimi"** hem maliyet hem de çevreye uyumu bakımından daha avantajlı olduğu için önümüzdeki yıllarda soda külüne olan yeni taleplerin sentetik sodadan doğal sodaya kayacağı tahmin edilmektedir.

Dünyada üretilen sodanın % 70'i sentetik yollarla, % 30'u ise doğal sodadan (trona) üretilmektedir.

**Sentetik Soda Üretimi** yoğun enerji kullanımına dayanan bir süreç olup, üretim maliyetlerinin yaklaşık %60'ı kullanılan **enerjidir**. Soda Sanayi A.Ş. enerji maliyetlerini düşürmek için üretiminde 2005 yılında fuel oil yerine doğal gaz kullanmaya başlamıştır. Ancak dünya doğal gaz piyasalarıyla uyumsuzluk gösteren yurtiçi doğal gaz fiyatları karlılıkta dalgalanma yaratmaktadır. Diğer tarafta enerji-yoğun bir prosesi gerektirmeyen Doğal soda üretiminde, enerji maliyetleri çok daha düşüktür.

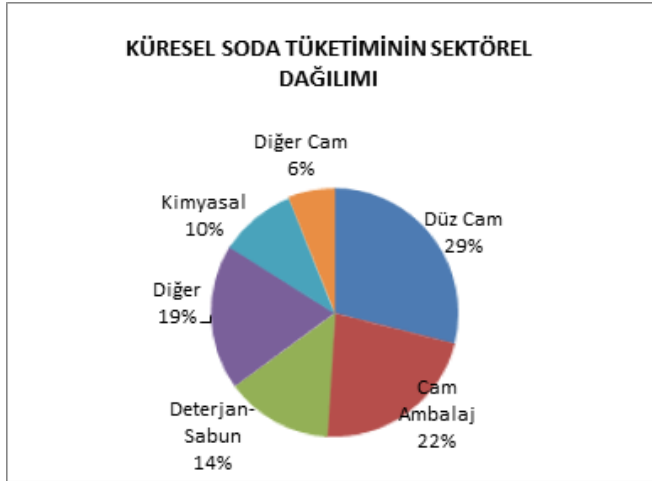
[http://petrol-is.org.tr/sites/default/files/soda-kromsan-ocak\\_2010.pdf](http://petrol-is.org.tr/sites/default/files/soda-kromsan-ocak_2010.pdf)

Ek olarak, sentetik yöntemlerle yapılan soda külü üretimi sırasında ortaya çıkan sıvı ve katı atıklar nedeniyle dünya kamuoyu **çevre korumacı tedbirleri** beraberinde getirmektedir. Bu durum sentetik yolla yapılan soda külü üretim maliyetlerini olumsuz yönde etkilemektedir.

[http://www.metalurji.org.tr/dergi/dergi129/d129\\_2835.pdf](http://www.metalurji.org.tr/dergi/dergi129/d129_2835.pdf)



## “Cam” en büyük tüketici segmenti



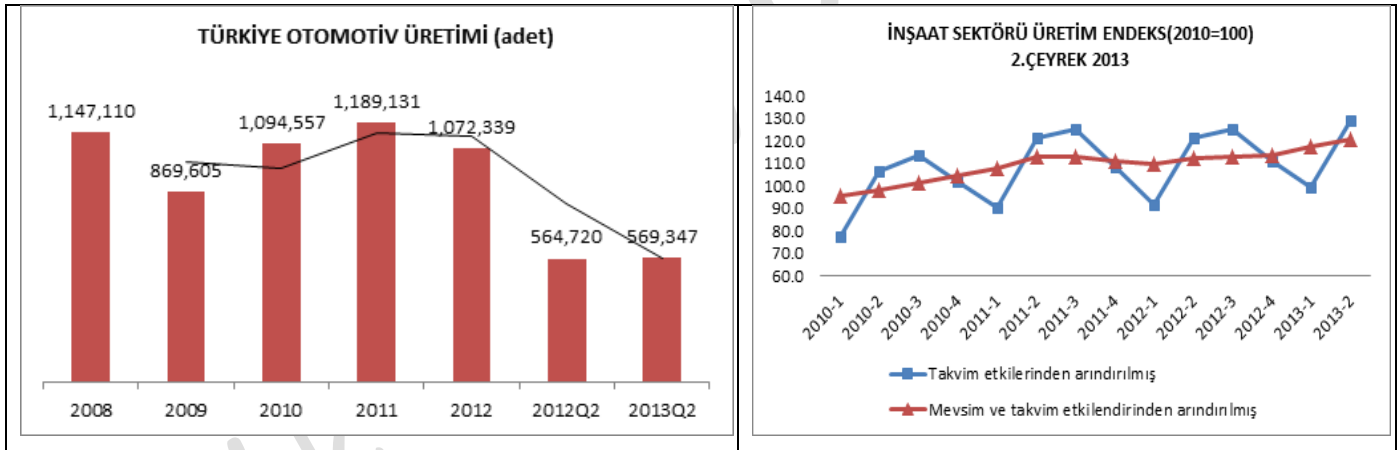
Sodanın kullanıldığı sektörlerdeki talep soda tüketimini doğrudan etkilemektedir. Soda tüketiminin sektörel dağılımına baktığımızda, en büyük payı %29'la düz cam almakta olup, %22 oranla cam ambalaj 2.sırada, deterjan ve sabun sektörü ise %14 payla 3. sırada yer almaktadır.

**Türkiye iç pazarında talep yatay bir seyir izlemektedir.** Deterjan sektörünün talebi yüksek seviyesini korurken, cam sektörünün talebinde yavaşlama görünmekte, tekstil sektörü ise durağan seyretilmektedir. **Şirket yönetimi, 2013 yılında “iç piyasa” talep seviyesinin 2012 yılına paralel seviyelerde oluşmasını beklemektedir.**

Kaynak: Firma

## Türkiye düz cam talebinde yatay seyir öngörülüyor

2013 yılı 1. ve 2. çeyrek verilerine göre, otomotiv üretiminde yatay bir seyir hakim iken, inşaat sektörü üretim endeksi hafif yükseliş trendi göstermektedir. Yükseliş trendi mevcut ekonomik görünümde aynı hızla devam etmeyebilir veya etse bile bunun düz cam sektörüne olası yansımaları önümüzdeki yıl görülebilecektir. Aşağıdaki grafikler firma yönetimin 2013 yılı için öngördüğü yatay talebi desteklemektedir.



Kaynak: ODD

Kaynak: TÜİK

## 2013 Sektör Görünümü

2012 yılı itibarıyla toparlanma sürecine giren **dünya soda pazarında** 2013 yılında da bu olumlu süreç devam etmektedir. 2013 yılı ilk yarısında talep bölgesel farklılıklar göstermekte olup, Hindistan, Ortadoğu pazarlarında güçlü, ABD ve Avrupa pazarlarında ise zayıf talep koşulları hakimdir. Ancak genel olarak 2013 yılı dünya soda talebinin 2012 yılının üzerinde olması ve sektörün ortalama %3 ile %4 oranında bir yıllık büyüme göstermesi beklenmektedir.

**Küresel talep** sektörel olarak değerlendirildiğinde; deterjan sektöründe yüksek, düzcam sektöründe yatay, cam ambalaj talebinde ise düşük olarak göze çarpmaktadır. Tekstil sektörünün talebi yatay seyrini sürdürmektedir. Soda AŞ.'nin içinde bulunduğu **EMA bölgesinde talep** değerlendirildiğinde; Avrupa pazarlarında soda kullanan en önemli sektör olan cam üreticilerinin yüksek maliyetler ile baş edemeyip üretim tesislerini kapatmaları ardından talebin düşük olduğu, buna karşılık Ortadoğu'da politik belirsizliklere rağmen yeniden yapılanma süreci ile talebin yükseldiği göze çarpmaktadır. Kuzey Afrika'da talep yatay seyrini sürdürmektedir.

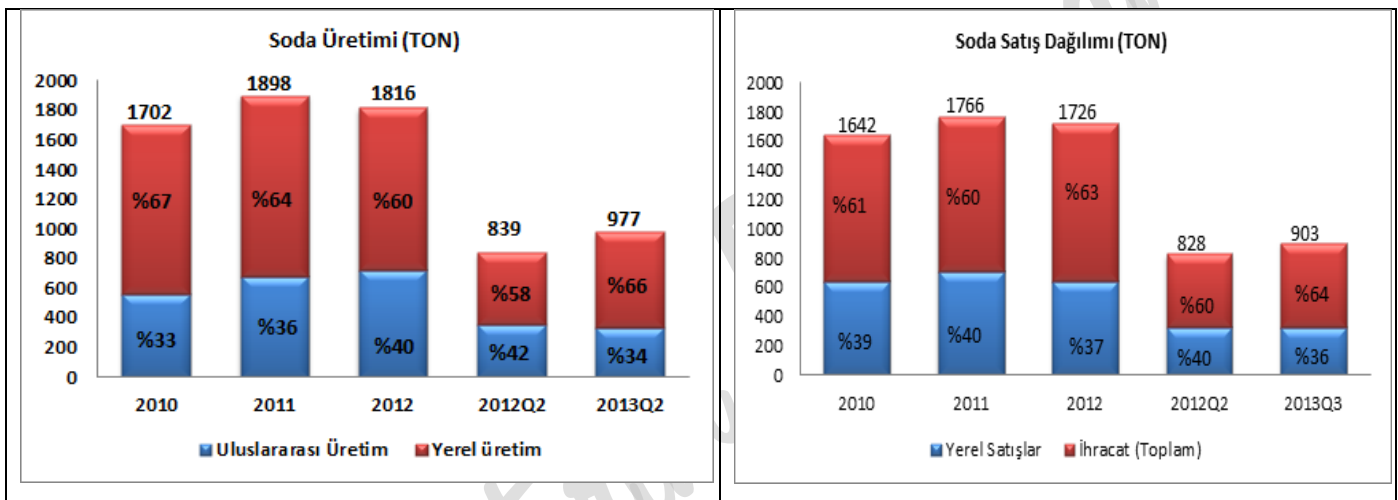


**Türkiye iç pazarında** talep yatay bir seyir izlemektedir. Cam sektörünün talebinde yavaşlama gözükürken, tekstil durağan, deterjan ise yüksek talep seviyesini korumaktadır. 2013 yılında Türkiye iç piyasa talep seviyesinin 2012 yılına paralel seviyelerde oluşması beklenmektedir.

### Krom Ürünlerini Tüketen Sektörlerde Küçülme Var

Krom kimyasalları, deri sanayi, ahşap kaplama ve metal kaplama sektörlerine girdi sağlamaktadır. Bazı krom sülfat üretiminin %100'ü deri sanayi, kromik asit üretiminin %80'i ise metal kaplama endüstrisi tarafından tüketilmektedir. 2012 yılının ilk yarısında, dünya genelinde **krom kimyasallarını girdi olarak kullanan sanayilerde ve ilişkili sektörlerde küçülme** yaşanmıştır. Daralan pazarlarda, tüketicilerin kapasite kullanım oranlarının düşmesine bağlı talep düşmesinin yanı sıra, bu bölgelerdeki krom üreticileri yeni pazar arayışlarına girmekte ve pazarda rekabeti artırmaktadır. Son çeyrekte Avrupa'da özellikle otomotiv ve inşaat sektörlerinde yaşanan daralma, girdi verilen deri ve metal kaplama sektörlerini de olumsuz etkilemiştir. Soda Sanayi pazar çeşitliliği sayesinde daralan pazarlardaki tonajı diğer pazarlara kaydırma imkanına sahiptir.

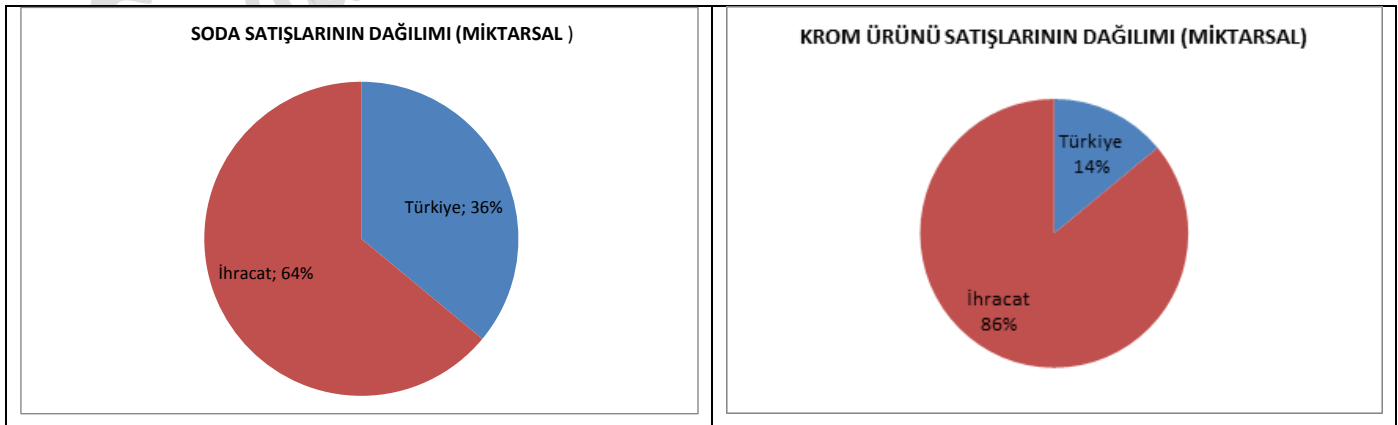
### Soda Sanayi Üretim ve Reel Satış Artışına Rağmen...



Kaynak: Şirket Sunumu

18 Mayıs 2012- 04 Temmuz 2012 tarihleri arasında yaşanan 48 günlük grev nedeniyle 2012 yılı soda üretimi %4.32, satış tonajı %2.26 oranında azalan şirket, bu yıl ilk yarı itibarıyla soda üretimini %16, satış miktarını ise %9 oranında artırmıştır. Krom ürünlerinde üretim miktarı 156.135 ton olarak gerçekleşmiş olup (geçen yıl 111.443 ton), ara dönem krom satışı gelirlerinde, zayıf talep ve yoğun rekabet nedeniyle, %7 daralma bulunmaktadır. Sonuç olarak, şirket, 30.06.2013 itibarıyla, 670.8 milyon TL ciro kaydetmiş olup satış gelirlerini önceki yarı yıla göre %19 oranında artırmış bulunmaktadır.

Soda ürünlerinin %64'nü, krom ürünlerinin %86'sını ihraç etmekte olan şirket, 30.06.2013 itibarıyla, 256.6 milyon TL'lik ihracat geliri elde etmiş olup, ihracatın konsolide ciro içindeki payı %38'dir. Bu durum yurtdışındaki pazar koşullarının ne kadar rekabetçi olduğunun bir göstergesidir.







## 5.1 Güçlü Yönleri: Maliyet Etkinliğini Artırıcı Adımlar ve İlave Kapasiteler Olumlu

### Zayıf TL ortamı kur farkı geliri yaratarak karlılığı artırıyor

Satış gelirleri ağırlıklı döviz ve dövizde endeksli oluşan ve ayrıca döviz cinsinden varlıkları, borçlarından yüksek olduğu için açık pozisyon taşımayan şirket, TL'nin yabancı para birimlerin karşısında değer kaybetmesi durumunda "kur farkı" geliri kaydetmektedir. Nitekim 2013 İlk yarı finansalları bu etkiyi yansıtmaktadır. Enerji maliyetlerindeki artışın brüt kar marjında yarattığı daralma kur farkı gelirleri ile kompanse edilmiş, faaliyet kar marjı aynı seviyede kalabilmiştir.

### Sodyum Bikarbonat kapasitesinde 35.000 ton/yıl artış

Rafine Sodyum Bikarbonat ürününde artan talep ve yeni kullanım alanları ile pazar potansiyellerinden faydalanmak amacıyla Mersin Soda Fabrikasında geçen yıl 35 bin ton/yıl kapasite artış yatırımına başlanmıştı. Söz konusu yatırımın (Ekim/2013) devreye alınmış olması şirketin son çeyrekte satış ve karlılığına katkı sağlayacaktır.

### Elektrik satışlarının altı aylık konsolide ciroya katkısı %20 oranında

Camış Elektrik AŞ.'ye ait 252 MW kapasiteli Kojenerasyon Santrali Mart /2012'de devir alınmıştı. Böylece hem soda üretiminin buhar ihtiyacı karşılanmakta hem de elektrik satış geliri elde edilmektedir. Elektrik satışlarının altı aylık ciroya katkısı %20 (135.6 milyon TL) oranındadır. Ancak, brüt karlılığı düşük olan elektrik satışlarının konsolide karlılık üzerinde bir miktar azaltıcı etki yaratması beklenmektedir.

### Yeni Buhar Tribünü

Ekim ayında devreye alınan Buhar Tribünü'nün, doğal gaz fiyatlarına bağlı olarak, yılda 2 ile 4 milyon USD tasarruf sağlaması beklenmektedir.

### Katma değeri yüksek krom ürünlerinde büyüme vizyonu

Kromsan Krom Bileşikleri Fabrikası, 2011 yılında başlayan ve 2012 yılında tamamlanan yatırımlar ile dünyadaki en büyük Sodyum Bikromat, Bazik Krom Sülfat ve üçüncü en büyük Kromik Asit üreticisi konumuna gelmiştir. Grup şirketi Cromital S.p.A. ile İtalya BCS pazarının büyük bir kısmının kontrolünü elde etmenin yanı sıra, diğer krom kimyasallarında da Avrupa pazarının likit ürün talebini karşılayan bir merkez konumuna gelinmiştir.

2012 yılında **üç değerlikli krom (Cr+3) bileşiklerinin** metal kaplama sanayisinde artan önemi ve gelecekte özellikle Avrupa pazarındaki talebinin artacağı tahmin edilmektedir. Katma değerli yüksek olan bu ürün grubunun özellikle gelişmekte olan hedef pazarlarda penetrasyonun artırılması hedeflenmektedir.

Yeni **'Deri Tabaklama'** ürününün verimliliğinin artırılmasına yönelik sınai uygulamaları ile ilgili çalışmalar devam etmekte olup, orta ve uzun vade de katkısı olacak bir üründür.

### Enerji verimliliği projeleri

Mevcut talep koşullarında, sektördeki rekabette öne çıkan konu **enerji verimliliği**dir. Soda sanayi, enerji yoğun bir sektör olup şirket 2005 yılından buyana üretimde **doğal gaz** kullanmaktadır. Sektörün en çok duyarlı olduğu faktörler enerji ve navlun fiyatlarıdır. Şirket yetkililerinden alınan bilgilere göre; enerji verimliliğini saptama açısından iki ayrı firmaya bütün enerji kaynakları etüd ettirilmekte olup, verimliliği artırıcı projeler oluşturularak üç tanesi seçilerek bakanlıktan bu projelere teşvik alınması planlanmaktadır.

### Küresel maliyet farklılıkları sektörün gündemindeki en kritik konu

Soda AŞ, soda hammaddesi olan kireçtaşı, tuzu ve buharı kendi kaynaklarından sağlıyor. Devreye alınacak yeni buhar tribünü ile sülfirik asit tesisine ilaveten, enerji verimliliği projelerinin hayata geçirilecek olmasını **orta vadede maliyet etkinliği** bakımından çok olumlu buluyoruz.

### İç piyasa talebi istikrarlı yapıda

Soda sektörü esas itibarıyla ara malı niteliğinde olduğu için müşteri sektörlerdeki büyüme trendi ile yakından ilgilidir. Soda ve krom kimyasallarını tüketen sektörlerdeki talebin, dinamik değil stabil yapıda olması üretim ve satışların büyümesine olanak sağlamaktadır. Türkiye'de iç pazarın, az ancak istikrarlı bir şekilde büyümesi şirket için önemli bir avantajdır. Ayrıca, 30.06.2013 itibarıyla 371 milyon USD'lik cirosu ile Şişecam Topluluğu'nun konsolide satışları içinde %24.3 paya sahip olan Soda San AŞ.'nin yurtiçi satışlarının büyük bölümünü topluluk firmalarına gerçekleştirmesi talep istikrarını sağlayan bir diğer etkidir.





## 5.2 Zayıf Yönleri: Küresel Ekonomik Görünümün Zayıflığı ve Talep Yetersizliği

### Ekonomik görünüm ve istikrar büyümede belirleyici bir unsur.

Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) 7 Ekim 2013 tarihinde "Dünya Ekonomik Görünüm" raporunda, gelişmiş ekonomilerin tekrar büyümeye başladığına, ancak, finansal rehabilitasyon, mali konsolidasyon ve istihdamın artırılmasına yönelik çalışmalara devam edilmesi gerektiğine vurguda bulunulurken, gelişmekte olan ekonomilerin zayıf büyüme ve küresel likidite imkanlarının azalması ile karşı karşıya olduklarına değinildi. 2012 yılı Ekim ayında dünya büyümesini 2013 ve 2014 yılları için sırasıyla yüzde 3,6 ve yüzde 4,1 olarak tahmin eden IMF, 2013 yılı Ekim ayında bu tahminlerini 2013 yılı için yüzde 2,9 ve 2014 yılı için yüzde 3,6 seviyesine indirmiştir.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/c1.pdf>

8 Ekim 2013 tarihinde açıklanan 2014-2016 yıllarını kapsayan Orta Vadeli Plan'a göre, Türkiye için 2013 yılında %3.6, 2014 yılında %4, 2015 ve 2016 yılları %5 oranında büyüme öngörülmektedir.

### Küresel talep koşullarının zayıf olması sonucu ortaya çıkan atıl kapasite rekabeti artırırken, ürün fiyatlarını baskılamaktadır.

Küresel arz fazlasının en büyük bölümü Çin'de bulunmaktadır. Çin'in yeni Pazar arayışları ile ihracatını artırması durumunda rekabet koşulları ağırlaşabilir. Bu durumda, küresel maliyet farklılıklarının rekabette belirleyici olması beklenmelidir.

### Avrupa'da zayıf talep koşulları devam ediyor.

30.06.2013 itibariyle şirket soda satışlarının %64'ünü ihracat oluşturmakta olup, aynı dönemde Avrupa'ya yapılan ihracatın toplamdaki payı %45 düzeyindedir. Geçen yıl bölgede yüksek maliyetlerle baş edemeyerek kapanan düzcam tesisleri soda talebini önemli ölçüde düşürmüştür. Son dönemde açıklanan makro veriler ekonomide toparlanmayı işaret etmekle birlikte, birlik ekonomisindeki kırılganlık devam etmektedir.

### Doğal soda üretimi görece maliyet avantajı ile küresel soda sektöründe önemli bir gündem

### Beypazarı ve Kazan'da yeni kapasitelerin işletmeye alınacak olması orta vadede, özellikle ihracat pazarı için rekabet baskısını artıran bir unsur.

Ülkemiz biri Ankara-Beypazarı'nda (235 milyon ton), diğeri Ankara-Kazan'da (607 milyon ton) olmak üzere toplam 842 milyon ton trona (doğal soda) rezervi ile ABD-Wyoming'den sonra dünyanın en büyük trona yataklarına sahip ikinci ülkesi konumuna gelmiştir.

<http://www.mta.gov.tr/v2.0/daire-baskanliklari/metut/index.php?id=trona>

**Beypazarı Trona Yatağı**, 1979 yılında MTA tarafından yapılan kömür arama sondajları sırasında bulunmuş olup, madenin çıkartılıp işletilmesi ve ekonomiye kazandırılması amacıyla 1998 yılında kurulan ETİ SODA A.Ş. daha sonra özelleştirilmiş ve işletmenin yeni sahibi %74 ortaklık payı ile Ciner grubu olmuştur.

2009 yılı mart ayında 375 milyon dolarlık yatırımla hizmete açılan tesiste, yılda 1 milyon ton soda külü ve ayrıca gıda sektöründe kullanılmak üzere 100.000 ton "Sodyum Bikarbonat" üretilmekte olup, üretimin %90'ı ihraç edilmektedir. Ciner Grubu'nun, Dünya madencilik devi Rio Tinto şirketinin Ankara Kazan bölgesinde 19 bin 500 hektar büyüklüğündeki saha içerisinde yer alan 1 milyar 650 milyon tonluk doğal trona rezervinin işletme ruhsatını devir almasıyla birlikte işletmedeki rezerv büyüklüğü 1 milyar 897 milyon ton'a ulaşmış bulunmaktadır.

Sahada pilot çalışmalara başlandığını belirten Ciner Grubu yetkilileri, yatırımlarının ardından bölgeden önce yılda 1 milyon ton, ardından 2 ve 3 milyon ton soda külü üretimi yapmayı planladıklarını, tesisler tamamlandığında Türkiye'nin soda külü üretiminde Avrupa'nın en büyük üreticisi olacağını belirtmektedirler.

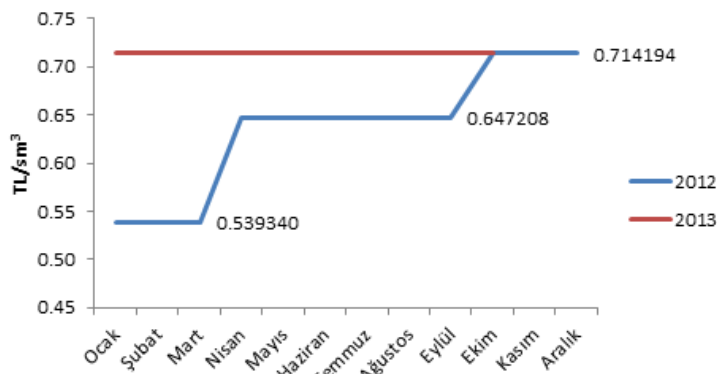
<http://www.cinergroup.com.tr/news/159>

### Bu yıl yatay giden enerji fiyatlarının 2014'ün ikinci yarısında artması kuvvetle muhtemel.

Konsolide ciro elektrik satışlarının katkısı ile artmış olmakla birlikte, elektrik satışlarındaki karlılığın zayıf olduğu biliniyor. Karlılık doğal gaz fiyatlarındaki değişime oldukça duyarlıdır. Enerji maliyetleri toplam maliyetlerin sodada %47'ni, krom kimyasallarında ise %22'ni oluşturmaktadır.



DOĞALGAZ SATIŞ FİYAT TARİFESİ (Organize Sanayi Bölgesi)



Grafikte 2012-2013 yıllarında Botaş ile doğal gaz satış sözleşmesi imzalamış serbest tüketicilere uygulanan doğal gaz satış fiyatlarının aylık seyri görülmektedir.

Geçen yıl, Mart ve Eylül aylarında yapılan fiyat düzenlemeleri ile %32.4 oranında artan doğal gaz fiyatları 2013 yılında yatay seyir izlemektedir.

Enerji Bakanlığının son açıklamasına göre yıl sonuna kadar tarifeler değişmeyecektir. Fiyat artışlarının, yerel seçimlerden sonra, 2014 yılının ikinci bölümünde gerçekleşmesinin kuvvetle muhtemel görmekteyiz.

Kaynak: BOTAS

### Krom kimyasallarını kullanan sektörlerde küçülme var

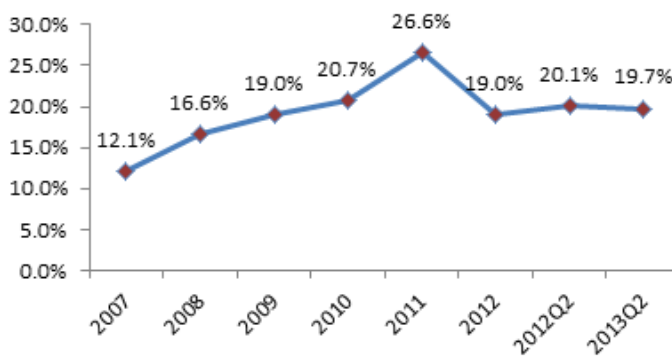
Krom kimyasallarını girdi olarak kullanan sanayilerde belli oranda küçülmeler yaşanmakta ve kapasite kullanım oranları azalmaktadır. Daralan pazarlarda yeni pazar arayışlarına giren üreticiler rekabeti artırmaktadır. Soda Sanayii yetkilileri şirketin pazar çeşitliliği sayesinde küçülen pazarlardaki tonajı diğer pazarlara kaydırma imkanına sahip olduğunu ifade etmektedirler.

### Konsolide ciro elektrik satışlarının katkısı ile artmış olmakla birlikte, elektrik satışlarının karlılığa katkısı zayıf

Soda San. AŞ. 2012/Mart itibarıyla Camış Elektrik AŞ aktifinde yer alan 252 MW kapasiteli doğal gaz yakıtlı Co-generation tesisini birleşme yolu ile devir aldı. Mersin'de yer alan santralde elektrik üretimi sırasında açığa çıkan buhar soda üretiminde kullanılmakta olup, elektrik TETAŞ'a , ve TETAŞ üzerinden de Şişecam grubu ile üçüncü taraflara satış yapılmaktadır. 2013 il yarı itibarıyla, 866 milyon kwh (135.6 milyon TL) elektrik satışı gerçekleştirilmiş olup, toplam ciro içindeki payı %20'dir. Ancak, TETAŞ'a yapılan elektrik satışlarında kar marjı ihmal edilebilecek düzeyde olduğu bilinmekte olup, bu grup satışların konsolide karlılığa katkısının olmadığını düşünmekteyiz.

### Brüt karlılıkta %3.5 daralma var, FAVÖK marjı kambiyo karları sayesinde dengede

FAVÖK MARJI



Ürün fiyatlarındaki düşüşün, hammadde fiyatlarındaki düşüşten daha hızlı olması neticesinde birim maliyetleri artan ve 30.06.2013 dönemi finansallarına göre brüt kar marjı %3.5 daralarak 2012/6'da 23.3'ten 2013/6'da 19.7'ye düşen şirket, Mayıs 2013'ten sonra TL'nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybına paralel olarak, yabancı para varlıklarındaki (yabancı para ticari alacak ve borçları) değer artışı sayesinde faaliyet kar marjını arttırabilmiş ve FAVÖK marjını (%0.4 gerileme olsa da) dengede tutabilmiştir.

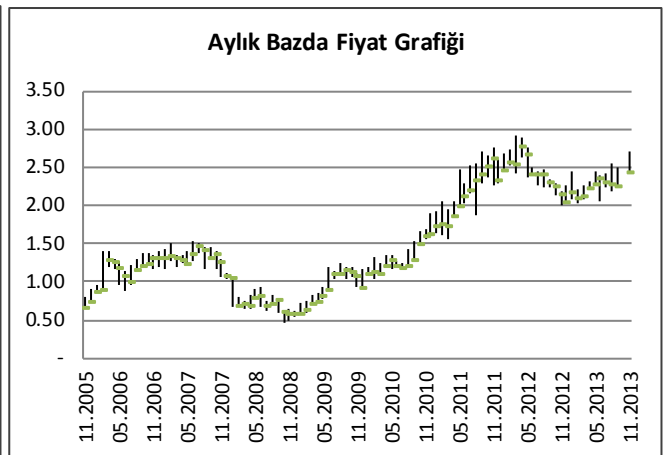
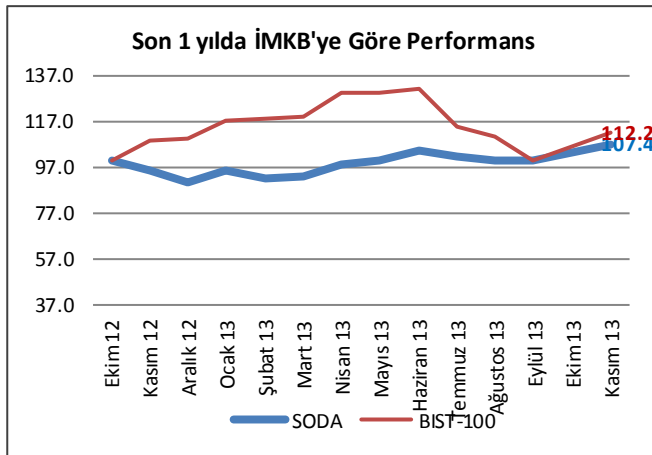
## 6. Sürmekte Olan ve Önemli Olduğunu Düşündüğümüz Davalar

30 Haziran 2013 tarihi itibarıyla Grup aleyhine açılan davalar için Grup yönetimi hukuk danışmanlarının da görüşünü alarak ileriki dönemde muhtemel nakit çıkışını 2,578,155 TL olarak hesaplamış ve ilgili tutar için karşılık ayırmıştır (31 Aralık 2012 : 1,993,039 TL).

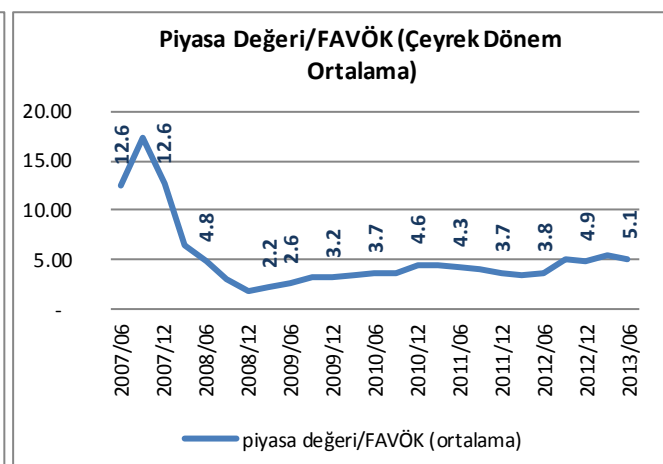
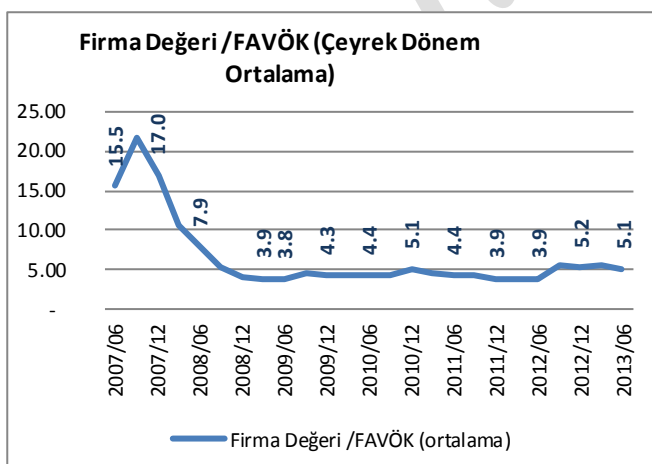
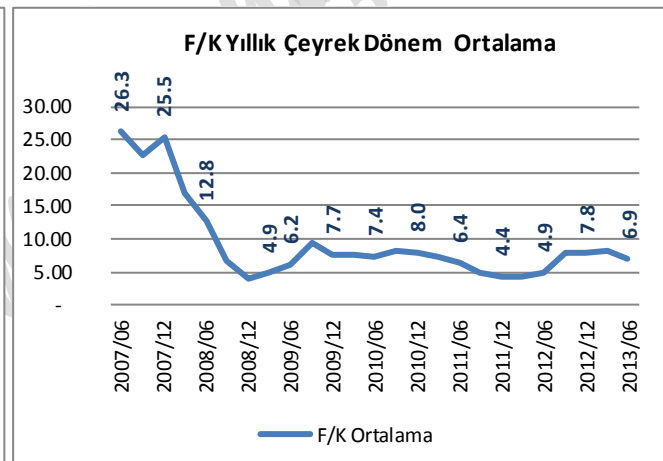
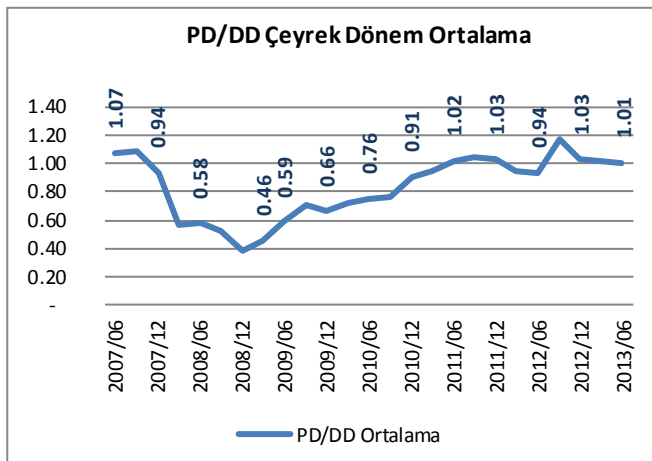


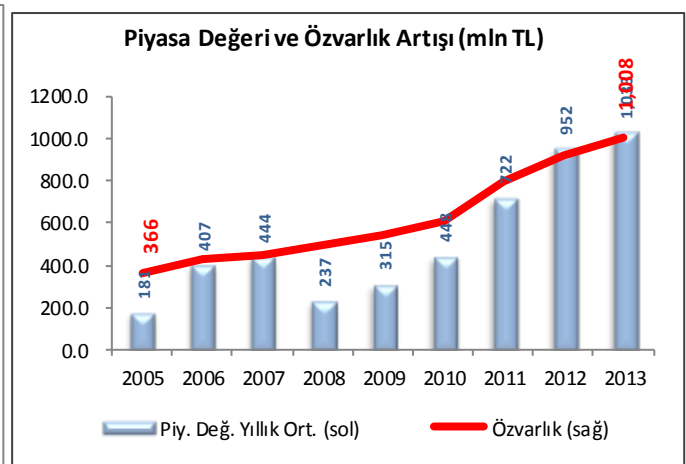
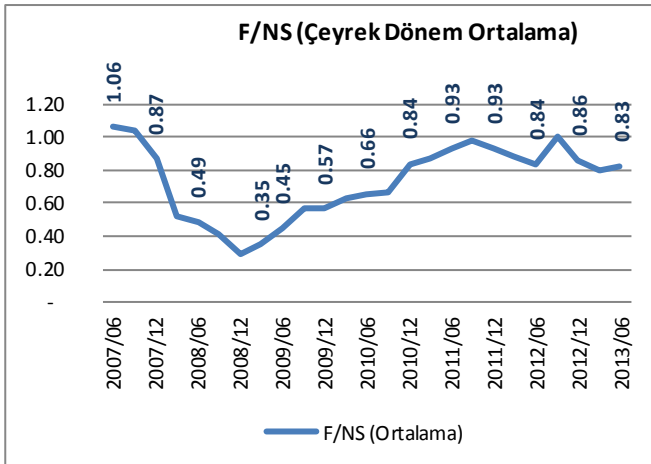
## 7. Grafiklerle Soda Sanayii

### 8.1 BIST100'e Göre Performans ve Aylık Fiyat Grafiği



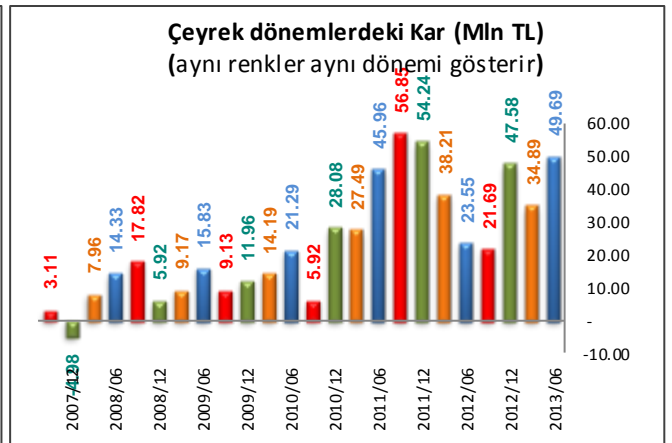
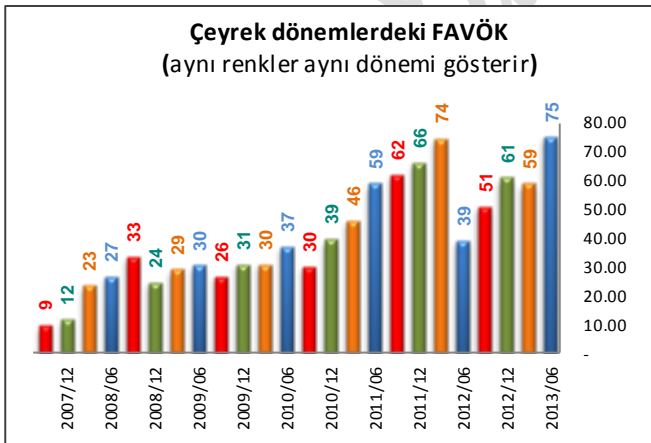
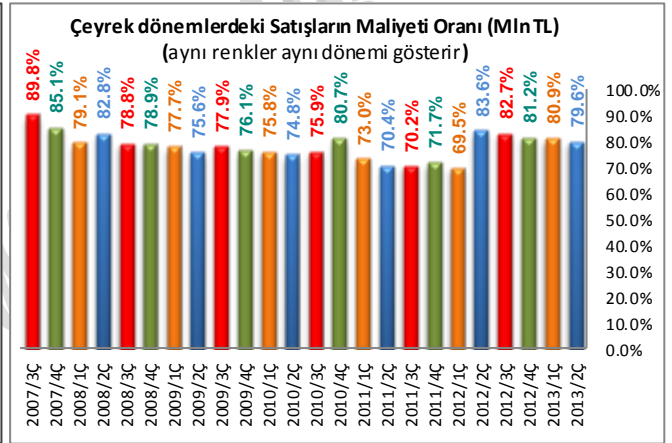
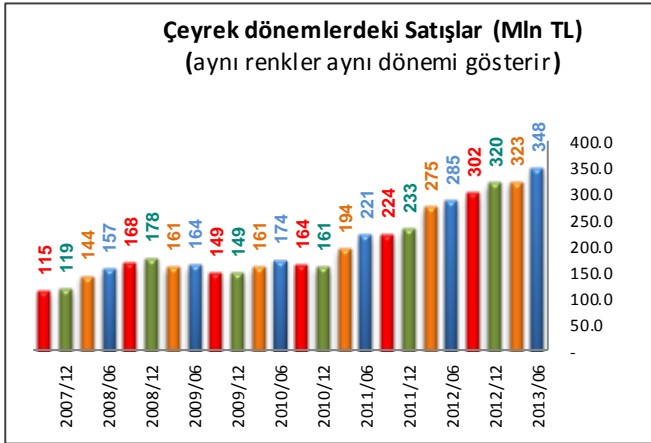
### 8.2 Piyasa Çarpanları





Sağdaki grafik özvarlık artışı ile piyasa değeri artışı arasındaki ilişkiyi veriyor. **Burada özvarlıklar, bedelli artırım ve temettü dağıtımlarından arındırılmıştır.** Diğer bir deyişle, **eğer hiç bedelli artırım ve temettü dağıtımı olmasaydı, şu an özvarlıklar ne olurdu?** Sorusuna cevap bulunmuştur

### 8.3 Dönemsel Satışlar ve Karlılık



**Mavi barlar:** Nisan-Mayıs-Haziran aylarındaki toplam ciro ve kâr (sağdaki grafik)

**Turuncu barlar:** Ocak-Şubat-Mart dönemi toplam satış ve kârı

**Yeşil Barlar:** Ekim-Kasım-Aralık dönemi toplam satış ve Kârı

**Kırmızı Barlar:** Temmuz-Ağustos-Eylül dönemi satış ve kârları

**Kullanılan Kaynaklar**

Kaynak: Matrix veri dağıtım hizmetleri A.Ş.

Kaynak: Finnet Veri Yayıncılık ve Dağıtım Hizmetleri A.Ş.

Kaynak: Finnet Fast Web Mali Analiz Programı – <http://www.borfin.com.tr>

Kaynak: [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr)

Kaynak: borsaistanbul.com

Kaynak: [www.sodakrom.com](http://www.sodakrom.com)

Kaynak: Şirket yatırımcı sunumu

Kaynak: indexmundi.com

Kaynak: TÜİK, ODD, BOTAS

Kaynak: <http://www.cinergroup.com.tr/news/159>

Kaynak: <http://www.mta.gov.tr/v2.0/daire-baskanliklari/metut/index.php?id=trona>

Kaynak: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/pdf/c1.pdf>

Kaynak: [http://www.metalurji.org.tr/dergi/dergi129/d129\\_2835.pdf](http://www.metalurji.org.tr/dergi/dergi129/d129_2835.pdf)

Kaynak: [http://petrol-is.org.tr/sites/default/files/soda-kromsan-ocak\\_2010.pdf](http://petrol-is.org.tr/sites/default/files/soda-kromsan-ocak_2010.pdf)

Kaynak: [http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/soda\\_ash/myb1-2012-sodaa.pdf](http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/soda_ash/myb1-2012-sodaa.pdf)

<http://press.ihs.com/press-release/country-industry-forecasting/market-volatility-key-industrial-chemical-drive-discussion>

**EKLER:****Ek-1: Şirket Hisselerinin, Gedik Yatırım Menkul Değerler nezdindeki Takas Dökümü ve Gelişimi**

Tarih	Takas (Lot)
16.09.2013	150,241
23.09.2013	146,949
30.09.2013	150,450
07.10.2013	190,182
14.10.2013	229,650
21.10.2013	216,105
28.10.2013	145,821
04.11.2013	148,217

**Ek-2: Vade'lere İlişkin Açıklamalar**

**KISA VADE:** 1 gün ile 1 ay arasını kapsar. Eğer bir hisse için kısa vadeli bir karar verilmişse, ağırlıklı olarak teknik analiz (yüzde 75) kullanılmıştır. Temel analizin ağırlığı yüzde 25'dir.

**ORTA VADE:** 1 ile 12 ay arasını kapsar. Orta vadede verilen kararlarda hissenin yüzde 70 temel analiz sonuçları, yüzde 30 teknik analizi baz alınmıştır.

**UZUN VADE:** 1 yıldan uzun süreyi kapsar. Bu vade için verilen kararlarda yüzde 90 temel analiz, yüzde 10 uzun vaxdeli teknik analiz kriterleri kullanılmıştır.



### Ek-3 : Öneriler ve Anlamları

Öneriler beş kategoriye ayrılmıştır. Bunlar;

**“Güçlü Al” , “Al” , “Nötr” , “Sat” , “Uzak Dur”**

şeklinde. Hangi öneri verilirse verilsin, “Uzak Dur” önerisi hariç, tablolarda mutlaka VADE de belirtilmiştir.

**“GÜÇLÜ AL” Kararı :** Bu öneri verildiğinde mutlaka vade belirtilmiştir. Kısa, orta ya da uzun vade için “Güçlü Al” önerisi verildiğinde, uygun alım aralıkları da verilmiştir, aktif fiyattan veya bu fiyata yakın fiyattan alım önerilmiş anlamına gelir. Belirtilen vadede endeks üzerinde getiri beklenmektedir. Bazı durumlarda Puanlama tablomuzda göre hisse senedi olumsuz puan almış ve zayıf görünümde olsa bile, eğer şirket ile ilgili bütün olumsuz beklentilerin fiyatın içinde olduğu düşünülüyorsa, yapılan araştırmalar sonrasında şirketin bu olumsuz görünümünü gelecek dönemlerde düzeltilebileceğine ilişkin analist kanaati oluşmuşsa, “Güçlü Al” kararı verilmiş olabilir. **“Güçlü Al” kararı asla hisse senedi fiyatının yükseleceğini garanti etmez.** Bu 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. “Güçlü Al” kararımızı bozacak veya değiştirecek gelişmeler olduğunda yatırımcılar SMS yoluyla bilgilendirilecek ve karar değişikliğine ilişkin gerekçe, özet bir rapor olarak sunulacaktır.

**“AL” Kararı :** Eğer hisse için bu karar verilmişse, uygun alım aralıkları ve vade (kısa, orta, uzun) analist tarafından belirtilmiştir. Bu karar “Güçlü Al” kararına göre daha zayıf bir karar olsa da, endekse göre daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Eğer hisse hakkında “Al” kararı verilmişse, yatırımcı uygun alım aralığı olarak belirlenen fiyatları izleyebilir ve bu fiyat aralığına gerileme olursa alım yapabilir. Kararın altında teknik ya da temel olarak bir baz senaryomuz vardır. **Bu kararlar hissenin yükseleceğini garanti etmez.** Yukarıda “Güçlü Al” kararı için anlattığımız önemli konjonktür değişimlerinde, makro ekonomiye, dış ekonomilere veya şirkete ait her türlü beklenmedik gelişmeler, şirket hakkında oluşturulan baz senaryoyu değiştirecek boyutta olursa, “Al” kararı değiştirilebilir ve “Sat” kararı dahi verilebilir. Bu gibi durumlarda yatırımcılar SMS yoluyla bilgilendirilecekler ve gerekçeye ilişkin özet analiz web sayfasında yayımlanacaktır.

(Giriş sayfasına dönmek için tıklayınız)

**NÖTR:** Eğer ilgili hisse için “Nötr” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Bunlar;

- 1) Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin karar oluşturmaya zorlaştırıyor ve geleceğe ilişkin tahminler için çok fazla belirsizlik barındırıyor olabilir.
- 2) Şirketin temel yapısındaki (karlılık, yatırımlar, faaliyet dışı gelir ve giderlerin önemli tutarlarda olması vs) gelişmeler zikzaklı bir görünüm sergiliyor olabilir. Dolayısıyla ileriye tahmin etmek zorlaşabilir.
- 3) Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir.
- 4) Hisseler üzerinde manipülatif hareketlerin olduğuna dair analist şüphesi olabilir.
- 5) Hisseye ilişkin olarak yönetim kurulu ya da genel kurulun herkesçe bilinen ve devam eden bir konuda önemli bir karar vermesi, bir mahkemenin sonuçlanması vs. bekleniyor olabilir.

Bir hisse için “Nötr” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle Nötr kararı verilen hisselerde endekse paralel getiri beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir. Bu tür bir durum olduğunda “Nötr” kararı verilmiş hisseye ilişkin olarak, yatırımcılara SMS mesajı ile bilgilendirme yapılır.

(Giriş sayfasına dönmek için tıklayınız).

**SAT:** Bir hisse için bu karar verilmişse, hangi vade için negatif olduğu da belirtilmiştir. Aslında orta ve uzun vadede “Al” denilmiş olsa dahi, kısa vade için “Sat” kararı verilebilir. “SAT” kararı verilmesinin sebepleri şunlar olabilir;

- 1) Hisse senedinin fiyatı, yapmış olduğumuz ileriye dönük satış ve kâr tahminlerini baz aldığımızda dahi yüksek piyasa çarpanlarına veya indirgenmiş 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.





- 2) Gelecekte, makro ekonomideki veya bulunduğu sektördeki durum nedeniyle şirketin faaliyetlerinin zayıflayacağı ve beklentilerden daha düşük performans göstereceği tahmin edilmiş olabilir.
- 3) Gelen bir haber üzerine, şirketin geleceğe dönük performansında radikal olumsuz değişim olacağı düşünülmüş olabilir.
- 4) Hisse fiyatlarının aşırı dalgalanma yapmaya başlaması ve bu dalgalanmanın tarihsel verilerle karşılaştırıldığında çok yüksek olması veya spekülasyon ya da manipülatif karakterler taşımaya başlaması söz konusu olduğunda "Sat" kararı verilebilir.
- 5) Şirket yönetimi değişiyor veya şirket el değiştiriyor olabilir ve bu durum geleceğe dönük belirsizlikler yaratmış olabilir.
- 6) Yukarıda sayılanların dışında, çok farklı (sağlık, hukuki, sosyal, kültürel vs) gelişmelerin şirketin faaliyetlerine zarar vereceği düşünüldüğünde "Sat" kararı verilebilir.

Kısa vade için "Güçlü Al" kararı verilmiş olsa bile, orta ve uzun vade için "Sat" kararı verilmiş olabilir. Bu durumda 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 "AL" kararının yanı sıra orta ve uzun vade için "Sat" Kararı verilmiş olabilir.

SAT kararına rağmen, öneri tablosunda "**Uygun Alım aralıkları**" verilebilir mi? Evet verilebilir. Çünkü bir hisse için fiyatın pahalı olduğunu düşünüyorsak, SAT kararı verebiliriz, ama öyle bir fiyat seviyesi vardır ki bu seviyeye gerilediğinde "ucuz" kabul edebileceğimiz fiyat seviyesidir. Bu nedenle SAT kararı verilmiş hissenin fiyatı örneğin 2.50 TL ile iken biz 2.00-2.10 TL arasını uygun alım aralığı olarak belirleyebiliriz.

**UZAK DUR:** Bu karar verildiğinde hisse için alım veya satım önerisi verilmemiştir. Vade belirtilmemiştir. Şu durumlarda bu kararı verebiliriz;

- 1) SPK'nın yapmış olduğu sınıflandırmaya göre, hisse B veya C grubundaydı veya A grubunda olsa bile B veya C grubuna alınma riski ortaya çıkmışsa
- 2) Likiditesi düşük, özvarlıkları negatif ve geleceğe ilişkin performans beklentileri olumsuz gidiyorsa,
- 3) İflas riski bulunan, ya da çok uzun yıllardır, yatırımcısına kazandırmamış, sürekli bedelli sermaye artırımını yapmış ama hiç Kâr dağıtmamışsa
- 4) Hisse fiyatları temel verilerden çok bağımsız hareket ediyor, temel değerlendirme modellerinde ortaya çıkan olması gereken fiyat ile alakasız fiyat oluşumları gerçekleşiyorsa ve sürekli tavan veya taban fiyatlardan işlem görüyorsa,
- 5) Şirket gözetli pazarındaysa (ki eğer gözetli pazarından çıkma olasılığı doğarsa karar değiştirilebilir)
- 6) Gün içi veya haftalık bazda hisse fiyatlarının volatilitesi son 2-3 ayda İMKB volatilitésinin 2-3 katını aşarsa,

"Uzak Dur" kararı verilebilir. **Fakat bu karar verilmiş olsa dahi, hissenin fiyatının kesin olarak düşeceği anlamı çıkarmamalıdır.** İlgili hisse çok yüksek artışlar yapabilir ve yatırımcısına kısa vadede yüksek getiri sağlayabilir. Ama riskin çok yüksek olduğunu düşünmekteyiz.

## Ek-4: PUANLAMALAR

### Ek-4-1: Genel Puanlama :

Raporlarımızda bir şirket için geçmişteki performansını bakıyoruz ve aynı zamanda geleceğe ilişkin öngörülerde bulunuyoruz. Genel puanlama yapılırken hem geçmiş hem de geleceğe ilişkin öngörüler dikkate alınarak bir puan veriliyor. Beş ayrı kategoride puanlama yapıyoruz. Örneğin bu raporda puanlamanın tüm gruplarına göre, SODA hissesi "10" üzerinden 7.65 puan almıştır. Her bir kategori için puanlamanın nasıl yapıldığı aşağıda ayrıntılı biçimde anlatılmıştır.

### Ek-4-2: Sektörle Karşılaştırma (Ağırlık % 10):

Açıklanan son bilançolar baz alınarak, sektördeki şirketlerin dupont oranları baz alınmıştır. Bu oranlar; "net kar marjı", "aktif devir hızı", "aktif karlılığı", "kaldıraç (Borç) oranı" ve "özvarlık karlılığı" rasyolarıdır.



**DİKKAT!** : Sektör içinde puanlama yapılırken, aslında sektördeki her şirketin faaliyet alanının birbirine yakın olması arzu edilir. Fakat bu durum her zaman mümkün olmamaktadır. Bazı sektörler homojen olabilir. Örneğin çimento sektöründeki şirketlerin birbirleriyle karşılaştırılması çok kolay olabilirken, Ulaştırma sektörü heterojen bir yapıya sahiptir. Bir başka deyişle, ulaştırma sektöründe hava alanlarında yer hizmetleri veren şirketler veya lojistik şirketlerinin rasyolarıyla Türk Hava Yollarının rasyolarını karşılaştırmak çok fazla anlam ifade etmeyebilir. Sektör ayırmalarına baktığımızda, birçok sektör heterojen bir yapı göstermektedir. Bu yüzden genel puan bulunurken, **sektör içindeki karşılaştırma puanına sadece % 10 ağırlık verilmiştir.**

#### **Ek-4-3: “Son Mali Durumu İnişte mi, Çıkışta mı?” Puanı (Ağırlık % 10)**

Bu kategori, geçmiş ile şimdinin karşılaştırıldığı bir analizdir. Şirketin son üç yıldaki ortalama finansal performansı ile son açıkladığı bilançosundaki mali performansı karşılaştırılmaktadır. Böylelikle, yatırımcıya şirketin iyiye mi kötüye mi doğru gittiğine ilişkin bir fikir verilmek istenmiştir. Geçmişe bakılırken, dupont rasyolarının son üç yıldaki ortalama değerleri baz alınır. Eğer şirketin örneğin net kar marjı ve aktif devir hızı, geçmiş üç yıllık ortalamaların üzerine çıkıyorsa, borç oranı azalıyorsa yüksek puan alacaktır. Tersi oluyorsa, bu kategoride aldığı puan düşecektir. Örneğin 10 üzerinden 7 veya daha fazla puan almış bir şirketin mali yapısında ciddi bir düzelme olduğunu söyleyebiliriz. Fakat eğer şirket 10 üzerinden 4 veya daha az puan almışsa belirgin bir mali bozulmanın başladığını anlarız. Bu rapordaki örnekte, SODA için **“Son mali durumu inişte mi çıkışta mı?”** sorusuna karşılık, aldığı puanın 5.50 olduğunu görüyoruz. Geçmiş üç yıldaki performansı ile şu anki mali durumu arasında büyük farklılıklar yoktur.

Eğer bir şirket **“son mali durum”** kategorisinde örneğin 9 puan almış olsa bile, eğer bütün bu olumlu gidişat piyasaya değerine yansımışsa, hisse alım için uygun olmayabilir. Yani mali yapısı çok güçlü olabilir ama pahalı olabilir. Bu durumda **“Değerleme”** kategorisinden aldığı puan düşük olacaktır.

Tam tersi de olabilir. Şirket son üç yıl ile karşılaştırıldığında olumsuz bir performans gösteriyor olabilir. Fakat, bu olumsuzluk fiyatlara yansımıştır ve geleceğe dönük olarak yeniden olumluya dönüş olacağını ya da piyasa değerinin çok düşük kaldığını düşünüyorsak, **“değerleme”** kategorisinde verdiğimiz puan yükselecektir.

Şirketin tüm kategorilerden aldığı genel puana ulaşılırken, bu kategori geçmişe daha fazla ağırlık verdiği için toplam **puan içindeki ağırlığı % 10 olarak belirlenmiştir.**

#### **Ek-4-4: “Uzun Vadeli Yatırıma Uygunluk” Puanı (Ağırlık % 25)**

Bir şirketin son birkaç yıldaki performansından ziyade, çok daha uzun bir geçmişine bakılarak uzun vadeli yatırıma uygun olup olmadığına dair puan verilmiştir. Eğer bir yatırımcı, uzun vadeli yatırım yapmayı düşünüyorsa, seçtiği şirketin genel olarak her yıl özvarlıklarını artıran (yani çok istisnai durumlar hariç) sürekli kâr eden, yüksek kâr marjına ve özvarlık karlılığına sahip şirketler olması gerekir. Aynı zamanda, çok güvenilir bir yönetime sahip olması, kâr dağıtımı konusunda hassas olması ve geçmişte yapmış olduğu yatırımların kârlılığının yüksek olması beklenir.

Önemle vurgulanması gereken bir nokta da şudur; bir şirketin ciddi bir analiz için yeteri kadar geçmişe ait verisi olmayabilir veya şirket borsaya yeni kote olmuş olabilir. Bu tür durumlarda analistler en son finansal verileri, faaliyet raporlarını ve finansal tablo dipnotlarını ayrıntılı inceleyerek, gelecek vaad edip etmediği konusunda kendi kararlarını puanlara yansıtacaklardır. Fakat, bu raporlar sadece analistin hazırlamasıyla sizlerin eline ulaşmamakta, en az üç ayrı göz daha bu puanları ayrıntılı olarak değerlendirmekte ve yatırım danışma komitesinin kararı yansıtılmaktadır.

#### **Ek-4-5: “Kurumsal Yönetime İlişkin İzlenimlerimiz” (Ağırlık % 20)**

Analistlerimiz bir şirketi incelemeye alarak rapor hazırlamaya başladıklarında, sadece finansal tablolarda sunulan verilerle yetinmemekte, olabildiğince çok veriye ulaşarak yatırımcıya en doğru raporu hazırlamaya çalışmaktadırlar.

Bazı şirketlerin faaliyet raporlarında sektördeki genel gidişat ve şirketin sektör içindeki yeri ve önemi çok ayrıntılı olarak raporlanırken, birçok şirket bu konuya önem vermemekte ve adeta adet yerini bulsun şeklinde faaliyet raporu hazırlamaktadırlar. Şeffaflık ve yatırımcı ile ticari sır haricindeki bilgilerin paylaşılması konusunda ciddi eksikliklerle karşılaşmaktayız. Analistlerimiz şirketlere soru gönderdiklerinde, bazı şirketler bu soruları çok ciddi biçimde ele alarak cevaplandırırken, birçok şirketten cevap almak mümkün olmamaktadır. Halbuki yatırımcı açısından **“bilgi”** en değerli karar faktörüdür.



Bir şirketin kurumsal yönetim ilkeleri ne kadar güçlüyse, şeffaflığı ve hesap verebilirliği de o derece yüksek olmakta, yatırımcılar bu tür şirketlere daha yüksek fiyat ödeyebilmektedirler. İşte bu kategoride **"kurumsal yönetim izlenimlerimizi"** sizlerle paylaşıyoruz.

Eğer bir şirket, kendi isteğiyle Kurumsal Yönetim Derecelendirme şirketlerinden resmi bir puan almışsa, bu puanı sizlerle paylaşıyoruz ve şirkete yeni bir puan vermiyoruz. Fakat analistlerimiz şirketlerle yaptıkları görüşmelerde edindikleri izlenimleri sizlere aktarıyorlar. Bunun temel amacı yatırımcının olabildiğince fazla bilgilendirilmesini sağlamaktır.

Eğer şirketin kurumsal Yönetim derecelendirme şirketlerinde resmi bir puanı yoksa, analistimiz kendi izlenimlerini puanlara yansıtıyor. Bu konu sübjektif bir değerlendirme olup, tartışmaya açıktır. Fakat bilgi toplamak konusunda ne kadar fazla zorlanırsak, puan o kadar düşüyor.

#### Ek-4-6: "Değerleme Puanı" (Ağırlık % 35)

Puanlama kategorileri içerisinde en fazla ağırlığa sahiptir. Hisse fiyatının ucuz mu, pahalı mı olduğu iki ayrı yöntem kullanılarak değerlendiriliyor. Birincisi, Prospektif Piyasa Çarpanları, ikincisi de "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemidir.

**Prospektif piyasa çarpanları yöntemi**'nde. Şirketin, sektörün ve ekonominin genel gidişatı göz önünde bulundurularak ileriye dönük satış, net kar, esas faaliyet karı, özvarlık ve FAVÖK tahminleri yaptıktan sonra, piyasa çarpanları (PD/DD, F/K, F/NS, PD/FAVÖK, FD/FAVÖK) kullanılarak, hisse fiyatının ucuz mu pahalı mı olduğuna ilişkin puan veriliyor. Elbette ki; ileriye dönük satış ve kâr tahminleri, ekonomide, sektörde veya şirketin mevcut durumunda önemli bir değişiklik olduğunda radikal biçimde değişebilir. Bu yüzden analistlerimiz bütün haberleri yakından izleyerek, tahminlerimizi değiştirecek bir gelişme olduğunda, raporlarını güncelleyerek, yatırımcıları en kısa zamanda bilgilendirirler.

**İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde** ise şirketin gelecekte elde edeceği nakit akımları baz alınarak hisseye değer biçilir. Bu yöntem ile hesaplama yapılırken, birçok varsayım yapılmaktadır. Şirketin gelecek 10 yılda ve daha sonrasında, satışlarının yıllık bazda hangi oranda büyüyeceği, ne zaman ve ne miktarda yatırım yapacağı, karlılığının ne olacağı, ne kadar işletme sermayesine ihtiyaç duyacağı ve sonunda da şirkete her yıl ne miktarda nakit kalacağı hesaplanarak, bu değerler belirli bir ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti ile iskonto edilir. Ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti, CAPM olarak bilinen Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli baz alınarak hesaplanır.

Elbette ki, bir şirketin bırakınız gelecek 10 yılını, bir yıl içinde yapacağı satış ve kârı tahmin etmek bile çok zordur. Çünkü bu parametreler birçok faktöre bağlıdır. Döviz kurlarındaki sert bir hareket bütün tahminleri değiştirmeye yeter. Fakat yine de şirketin ortaya koymuş olduğu vizyon, büyüme politikası, geleceğe dönük planları analistlerimiz tarafından ciddi şekilde değerlendirilerek, normal koşullar altında satışlardaki yıllık büyüme baz alınarak, diğer parametreler hesaplanır.

Üç ayrı İNA değeri bulunur. Bunlar olumsuz, olumlu ve normal senaryolardır. Bu senaryolara göre hisse fiyatı için alt, üst ve normal fiyat aralıkları bulunarak tabloda verilir.

#### Ek-5 : Disclosure – Feragatname

Bu rapor Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş., yatırım danışmanlığı, araştırma birimi tarafından hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bu raporda bir yatırım aracının alım-satım önerisi sunulsa da, karar konusunda bu hizmeti alan kişi veya kurumlar kendi kararlarında serbesttirler. Rapordaki görüş, yorum ve analizler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan fiyatlar, veriler ve bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Raporu hazırlayan ekip, "yatırım danışmanlığı" sözleşmesinde de ayrıntılı biçimde anlatıldığı üzere, bu bilgilerin en tarafsız ve doğru biçimde yansıtılması için yoğun çaba sarf etmiştir. Yine de raporda yer alan bilgilerin tam ve doğru olduğu konusunda Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. garanti veremez. Raporun içeriği her an yeni bir şirket haberi veya küresel, bölgesel veya ülke içindeki ekonomik veya siyasi bir değişimle, radikal biçimde farklılaşabilir. Bu gibi durumlarda Yatırım Danışmanlığı birimimiz içeriği değiştirebilir ve olası en kısa zamanda yatırım danışmanlığı hizmeti alanlara duyurur. Tüm çabaya rağmen, ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.



Gedik Yatırım Danışmanlığı