

## KORDSA TEKNİK TEKSTİL 4Ç2023 Sonuçları

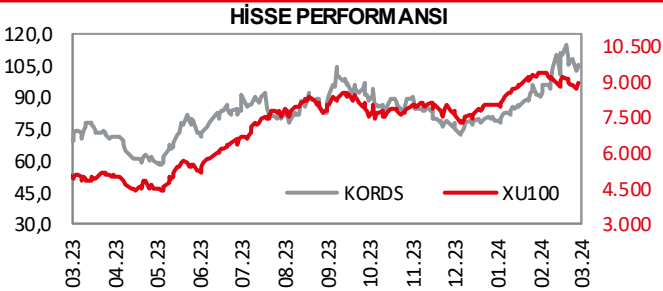
TURGUT USLU tuslu@ziraatyatirim.com.tr

## "Kordsa 4Ç2023'te Zayıf Bir Operasyonel Performans Sergiledi..."

## Öneri "EKLE"

Hedef Hisse Fiyatı : 119,70TL

Reuters/Bloomberg	KORDS.IS/KORDS.TI		
Sektör	Kimya		
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU100		
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar		
Fiyat	96,00 TL	2,97 USD	
BİST 100	9.141	283 USD	
TL/\$ (TCMB Alış)	32,3294		
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	57,65 TL	114,90 TL	
Hisse Adedi (mn)	195		
Piyasa Değeri (mn TL)	18.675		
Net Borç (mn TL)	10.812		
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	28,6%		
Halka Açıklık	28,0%		
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	9,8%		
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	90,2%		
	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
TL Getiri	6,3%	23,6%	37,6%
BİST-100	-1,8%	17,7%	86,3%
BİST-100 Göreceli	8,2%	5,0%	-26,1%
Günlük İşlem Hacmi (mn TL)	201,7		
(mn TL)	4Ç2022	4Ç2023	% Değ.
Net Satış	4.679	4.733	1,2%
Brüt Kar	676	726	7,4%
FAVÖK	315	388	23,4%
Ana Ort. Net Dön. Karı/Zararı	185	180	-2,8%
	F/K	FD/FAVÖK	
KORDS	101,87	15,11	
BİST-100	7,38	-	
BİST- Sanayi	12,74	10,30	
Ortaklık Yapısı	Pay Oranı		
Sabancı Holding A.Ş.	71,1%		
Diğer	28,9%		



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 21.03.2024 verileri kullanılmıştır.

Kordsa'nın 4Ç2023'teki ana ortaklık net dönem karı 179,5mn TL olarak gerçekleşmiştir. Bizim beklentimiz 70mn TL kar iken, piyasanın ortalama kar beklentisi 82mn TL idi. Bir önceki çeyrekte 53,2mn TL ana ortaklık net dönem karı yazan Kordsa'nın 4Ç2022'deki ana ortaklık net dönem karı 184,7mn TL idi. Operasyonel performans beklentimizin altında gerçekleşirken, vergi geliri tahminimizin üzerinde gelmiştir.

Dördüncü çeyrek karı sonrasında Şirket'in 2023 yılındaki ana ortaklık net dönem karı 183,3mn TL olmuştur. 2022 yılındaki ana ortaklık net dönem karı 1.289mn TL idi.

Şirket'in satış gelirleri 4Ç2023'te yıllık olarak sadece %1,2 oranında büyüme kaydederek 4.733mn TL'ye çıkmıştır. Endüstriyel iplik ve kord bezi gelirleri, lastik güçlendirme sektöründeki daralma ve Çinli üreticilerdeki stok fazlalığının getirdiği fiyat rekabeti ile birlikte %4 oranında düşerek 3,5 milyar TL'ye gerilemiştir. Kompozit gelirleri ise %39 oranında artmış ve 0,9 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, toplam maliyetler yatay kalmış ve 4.007mn TL olmuştur. Brüt kar ise %7,4 oranında artarak 725,8mn TL olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderleri %2,5 oranında artarak 551,3mn TL'ye çıkarken, FAVÖK yıllık %23,4 oranında yükselerek 388,4mn TL'ye (Beklenti: 602mn TL) çıkmıştır. FAVÖK marjı ise 1,5 puan artarak %8,2 oranında gerçekleşmiş; ancak görece düşük oranda kalmaya devam etmiştir. Arz ve talep koşulları dışında enflasyon - kur uyumsuzluğu ile marjlar baskı altında kalmaya devam etmiştir. Finansman tarafına bakıldığında; artan faiz giderlerinin önemli etkisiyle 316,2mn TL net finansman gideri kaydedilirken, 253,9mn TL'lik vergi geliri yazılmıştır.

Şirket'in net borcu çeyreksel bazda %17,5 oranında artarak 10,8 milyar TL'ye çıkarken, net borç/FAVÖK oranı 0,6 puan artarak 5,5x seviyesine çıkmıştır. Şirket'in toplam finansal borcun %63'ü kısa vadeli.

Kordsa'nın hedef hisse fiyatını, tahminlerde yapmış olduğumuz değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak 110,20TL'den **119,70TL**'ye yükseltiyoruz. Kordsa için daha önceki "EKLE" önerimizi ise koruyoruz.

**Marjlar istenilen noktada değil...**

Faaliyet gösterilen bölgelerde lastik güçlendirme sektöründeki daralma, Asya - Pasifik üreticilerinden gelen rekabet baskısı, kompozit segmentinin artan katkısına karşın halen bu kalemden elde edilen gelirin istenilen düzeyde olmaması ve kur - enflasyon dengesizliği Kordsa'da marj baskın ile sonuçlanmıştır. Şirket'in 2023 yılındaki satış gelirleri 1 milyar USD ile yıllık %13 azalırken, TL bazındaki artış sadece %27,5 olmuştur. FAVÖK ise %9,3'lük daralmış ve 1,95milyar TL'ye gerilemiştir. FAVÖK marjı 3,4 puan azalarak %8,3 ile düşük seviyelerde kalmıştır. Zayıf operasyonel performans, finansman tarafında artan maliyetler ile birlikte Kordsa 2023 yılını yalnızca 183mn TL ana ortaklık net dönem karı (2022: 1.292mn TL) ile kapatmıştır.

ÖZET GELİR TABLOSU (Mn TL)	4Ç2022	1Ç2023	2Ç23	3Ç23	4Ç23	4Ç23-4Ç22 Değ.	2022	2023	%Değ.
<b>SATIŞLAR</b>	<b>4.679</b>	<b>5.194</b>	<b>5.012</b>	<b>8.564</b>	<b>4.733</b>	<b>1,2%</b>	<b>18.439,7</b>	<b>23.503,1</b>	<b>27,5%</b>
Satışların Maliyeti (-)	4.003	4.426	4.288	7.265	4.007	0,1%	15.080,5	19.986,6	32,5%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>676,1</b>	<b>768,1</b>	<b>724,0</b>	<b>1.298,6</b>	<b>725,8</b>	<b>7,4%</b>	<b>3.359,3</b>	<b>3.516,5</b>	<b>4,7%</b>
Faaliyet Giderleri (-)	537,8	529,4	541,5	896,0	551,3	2,5%	1.818,2	2.518,1	38,5%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	138,2	238,7	182,6	402,6	174,6	26,3%	1.541,1	998,4	-35,2%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	113,2	26,3	29,7	87,3	87,0	-23,1%	109,0	230,4	111,3%
<b>NET FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>251,4</b>	<b>265,0</b>	<b>212,3</b>	<b>489,9</b>	<b>261,6</b>	<b>4,0%</b>	<b>1.650,1</b>	<b>1.228,8</b>	<b>-25,5%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>314,7</b>	<b>431,3</b>	<b>378,5</b>	<b>753,6</b>	<b>388,4</b>	<b>23,4%</b>	<b>2.152,0</b>	<b>1.951,8</b>	<b>-9,3%</b>
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Giderleri	-2,3	5,7	9,4	21,0	37,6	-	4,8	73,7	-
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-199,8	-155,0	-140,8	-333,6	-316,2	58,3%	-55,9	-945,6	a.d.
Vergi Gideri/Geliri	-180,9	25,3	121,0	67,5	-253,9	40,4%	87,4	-40,0	a.d.
Net Dönem Karı Zararı	230,3	90,4	-40,3	107,3	237,0	2,9%	1.509,1	394,5	-73,9%
<b>Ana. Ort. Karı Zararı</b>	<b>184,7</b>	<b>33,7</b>	<b>-83,1</b>	<b>53,2</b>	<b>179,5</b>	<b>-2,8%</b>	<b>1.289,2</b>	<b>183,3</b>	<b>-85,8%</b>
<b>FİNANSAL ORANLAR</b>	<b>4Ç2022</b>	<b>1Ç2023</b>	<b>2Ç2023</b>	<b>3Ç2023</b>	<b>4Ç2023</b>	<b>4Ç23-4Ç22 Değ.</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	
Brüt Kar Marjı	14,5%	14,8%	14,4%	15,2%	15,3%	0,9%	18,2%	15,0%	-
Faaliyet Kar Marjı	5,4%	5,1%	4,2%	5,7%	5,5%	0,2%	8,9%	5,2%	-
FAVÖK Marjı	6,7%	8,3%	7,6%	8,8%	8,2%	1,5%	11,7%	8,3%	-
Net Kar Marjı	3,9%	0,6%	-	0,6%	3,8%	-0,2%	7,0%	0,8%	-

Kaynak: Kordsa, Ziraat Yatırım

**TL'nin değer kazanması kur farkı tarafında gider oluşmasına neden olmakta...**

Kordsa finansallarını Dolar bazında hazırlamaktadır. Son mali tablolara göre; TL açık pozisyona istinaden, TL'nin %10 değerlenmesi durumunda 150,1mn TL kur farkı kaydedilmektedir. Avrodaki aynı orandaki yükselişten ise 28,6mn TL kur farkı geliri yazılmaktadır.

**Beklentilerimizi güncelliyoruz...**

Kordsa için beklentilerimizi, 2023 yılı gerçekleştirmelerinin ardından güncelliyoruz. Bu yıl FAVÖK marjının yüksek tek haneli rakamlarda kalabileceği öngörürken, önümüzdeki yıl lastik güçlendirme tarafındaki kısmi toparlanma potansiyeli ve kompozit taraftaki katkının artarak devam edebileceği beklentisiyle FAVÖK marjı tahminimiz %14,3'tür. Bu yıl ve önümüzdeki yıl için kar tahmini beklentimiz ise sırasıyla 658mn ve 1.608mn TL'dir.

Finansal Tahminler (Mn TL)	2023	2024T		2025T	
		Eski	Yeni	Eski	Yeni
Satış Gelirleri	23.503	39.855	36.612	49.876	47.451
FAVÖK	1.952	5.178	3.418	7.353	6.777
Net Kar	183	2.160	658	3.260	1.608
FAVÖK Marjı	8,3%	13,0%	9,3%	14,7%	14,3%
Net Kar Marjı	0,8%	5,4%	1,8%	6,5%	3,4%

Kaynak: Ziraat Yatırım

T: Tahmin

**Kordsa için "EKLE" önerimizi koruyoruz...**

Kordsa'nın hedef piyasa değerini, tahminlerde yapmış olduğumuz değişiklikler ve piyasa çarpanlarındaki güncellemelere bağlı olarak 21.438mn TL'den 23.285mn TL'ye yükseltiyoruz. Hedef hisse fiyatını da 110,20TL'den **119,70TL**'ye çıkartıyoruz. Kordsa için daha önceki **"EKLE"** önerimizi koruyoruz.

Özet Değerleme Tablosu	Açıklama	(Mn TL)
Kullanılan Yöntem		
İndirgenmiş Nakit Akımları	(%7,0 Sonsuz Büyüme)	26.828
Benzer Şirket Karşılaştırması	(2024T: F/K: 17x FD/FAVÖK : 8,7x)	15.018
Hedef Piyasa Değeri	(%70 İNA+%30 Benzer Şirket)	23.285
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>		<b>119,70 TL</b>
Kordsa Hisse Fiyatı (21.03.2024)		96,00
İskonto Oranı		19,8%

<b>ÖZET BİLANÇOLAR (MN TL)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>%Değ.</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>3.075</b>	<b>2.890</b>	<b>6.185</b>	<b>11.146</b>	<b>14.742</b>	<b>32%</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	730	450	195	857	1.804	110%
Ticari Alacaklar	969	1.091	2.566	3.860	4.774	24%
Diğer Alacaklar	26	25	182	244	449	84%
Stoklar	1.231	1.225	2.989	5.497	6.840	24%
Diğer Dönen Varlıklar	120	98	253	687	875	27%
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>4.095</b>	<b>4.715</b>	<b>7.825</b>	<b>12.424</b>	<b>20.234</b>	<b>63%</b>
Finansal Yatırımlar	1	1	1	1	2	60%
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	138	175	320	426	697	63%
Maddi Duran Varlıklar	2.174	2.472	3.785	5.834	9.482	63%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.531	1.795	3.092	4.812	7.529	56%
Diğer Duran Varlıklar	167	177	395	849	1.654	95%
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>7.171</b>	<b>7.605</b>	<b>14.011</b>	<b>23.569</b>	<b>34.976</b>	<b>48%</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.609</b>	<b>2.536</b>	<b>5.513</b>	<b>8.504</b>	<b>11.859</b>	<b>39%</b>
Finansal Borçlar	1.709	1.214	2.205	3.597	7.068	96%
Uzun V. Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	97	463	724	1.260	428	-66%
Ticari Borçlar	620	664	1.927	2.972	3.375	14%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	180	191	652	661	959	45%
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1.742</b>	<b>1.790</b>	<b>2.014</b>	<b>5.039</b>	<b>7.057</b>	<b>40%</b>
Finansal Borçlar	1.308	1.303	1.505	3.587	5.121	43%
Diğer Borçlar ve Karşılıklar	434	488	509	1.452	1.936	33%
<b>ÖZSERMAYE</b>	<b>2.820</b>	<b>3.278</b>	<b>6.484</b>	<b>10.026</b>	<b>16.061</b>	<b>60%</b>
Ödenmiş Sermaye	195	195	195	195	195	0%
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	775	1.017	1.117	1.489	2.672	79%
Net Dönem Karı/Zararı	340	153	769	1.289	183	-86%
Diğer	1.035	848	2.310	4.136	8.853	114%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	573	697	1.238	2.008	3.216	60%
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>7.171</b>	<b>7.605</b>	<b>14.011</b>	<b>23.569</b>	<b>34.976</b>	<b>48%</b>
<b>ÖZET GELİR TABLOSU (MN TL)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>%Değ.</b>
<b>SATIŞLAR</b>	<b>5.137</b>	<b>4.536</b>	<b>7.891</b>	<b>18.440</b>	<b>23.503</b>	<b>27%</b>
Satışların Maliyeti (-)	4.150	3.733	6.159	15.080	19.987	33%
<b>BRÜT KAR/ZARAR</b>	<b>987</b>	<b>803</b>	<b>1.732</b>	<b>3.359</b>	<b>3.516</b>	<b>5%</b>
Faaliyet Giderleri (-)	446	514	864	1.818	2.518	38%
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	541	289	868	1.541	998	-35%
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	73	95	459	109	230	111%
<b>NET FAALİYET KARI/ZARARI</b>	<b>614</b>	<b>384</b>	<b>1.326</b>	<b>1.650</b>	<b>1.229</b>	<b>-26%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>747</b>	<b>574</b>	<b>1.218</b>	<b>2.152</b>	<b>1.952</b>	<b>-9%</b>
Yatırım Faaliyet Gelirleri/Gideri	13	19	4	5	74	-
Faaliyet Dışı Finansal Gelirler/Giderler	-163	-223	-386	-56	-946	-
Vergi Gideri/Geliri	86	22	80	87	-40	-
Net Dönem Karı	378	150	856	1.509	394	-74%
<b>Ana Ort. Net Dönem Karı</b>	<b>340</b>	<b>153</b>	<b>769</b>	<b>1.289</b>	<b>183</b>	<b>-86%</b>

Kaynak: Kordsa, Ziraat Yatırım

#### Ziraat Yatırım Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

**AL** : %20,01 ve üzeri iskonto **EKLE** : %10,01 ile %20,00 aralığında iskonto **TUT** : %-10,00 ile %10,00 aralığında iskonto  
**AZALT** : %-10,01 ile %-20,00 aralığında iskonto **SAT** : %-20,01 ve üzeri iskonto **İZLE** : Nötr

**Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

### Araştırma

**e-mail:** [arastirma@ziraatyatirim.com.tr](mailto:arastirma@ziraatyatirim.com.tr)

### Genel Müdürlük Pazarlama

**Levent Mah. Gonca Sokağı No.22 (Emlak Pasajı) Kat.1 34330 Beşiktaş İSTANBUL**  
+90 212 339 8080 / [info@ziraatyatirim.com.tr](mailto:info@ziraatyatirim.com.tr)

### Aracılık Hizmetleri Servisi

0 850 22 22 979

**Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri**