

Polisan Holding

Öneri Yok

Hisse Fiyatı: 4,57TL

Dört iş koluna yayılan güçlü yapı

Ömer Faruk Yüksel

OmerFaruk.Yuksel@akyatirim.com.tr

Polisan Holding (Araştırma Kapsamımızda Değildir, Önerimiz Bulunmamaktadır) ile şirketin devam eden operasyonlarını ve geleceğe yönelik beklentilerini görüşmek üzere toplandık. Şirket "Polivinil Asetat Kimyevi Maddeler Sanayii A.Ş." adıyla 1964 yılında kuruldu. 1967 yılında unvan değişikliği ile şirketin adı "Polisan Kimya" oldu. Polisan Kimya, grubun ilk yatırımı olup, yatırımları sonrasında Poliport ve Polisan Boya takip etti. Grup, farklı ancak birbiriyle bağlantılı iş kollarında genişlemesini devam ettirerek bir holdinge dönüştü.

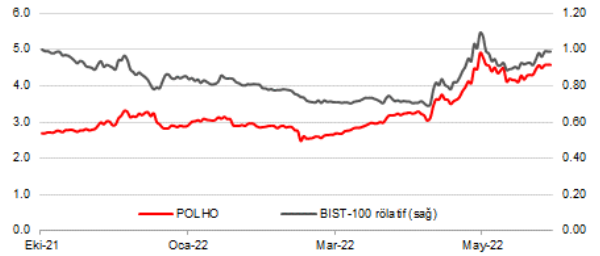
Birbiriyle bağlantılı iş kolları: Polisan Holding dört alanda faaliyet gösteriyor: boya, kimya, liman operasyonları ve gayrimenkul. Rohm & Haas/Polisan Kansai Boya, Dow Chemicals/Kansai Paint ile %40/%50 iş ortaklığı yoluyla faaliyet gösteriyor. Bu iş ortaklıkları özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirildiğinden, Grup konsolide finansallarında "özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardan kar/zarar" satırında raporlanıyorlar. Grup, 2021'de 3.558mn TL/1.969mn TL kombine/konsolide satış ve 606mn TL/359mn TL kombine/konsolide FAVÖK raporladı. 2021 yılı verilerine göre; i) Kimya 2021'de kombine/konsolide satışların %47,4/%85,7'sini ve kombine/konsolide FAVÖK'ün %31,8/%53,5'ini; ii) Liman işletme faaliyetleri kombine/konsolide satışların %8,2/%14,9'unu ve kombine/konsolide FAVÖK'ün %24,2/%40,8'ini oluşturdu. Polisan Kansai Boya (Kansai Paint ile Ortak Girişim; %50 ortaklık) 2021'de kombine satışların %41,7'sini ve kombine FAVÖK'ün %39,7'sini oluşturdu.

Yönetim dolaşım oranına ilişkin belirsizliği giderdi: Grup hissedarlarının olası ilave hisse satışlarıyla ilgili endişeler nedeniyle hisse fiyat performansı bir süredir baskı altındaydı. Hissedarlar, Mayıs 2018'de halka açıklık oranını %25'e çıkarma niyetlerini duyurmuşlardı. 2018'den 2021'e kadar çeşitli ilave satışlarla halka açıklık oranı %21,64'e yükseldi. Halka açıklık oranı 29 Ağustos 2019'da 19,8x FD/FAVÖK değerle %5'ten %11'e, 4 Aralık 2019'da 20,75x FD/FAVÖK değerle %16'ya ve son olarak 3 Ocak'ta 21,35x FD/FAVÖK ile %21'e yükseldi. FD/FAVÖK çarpanı 27 Haziran 2022 itibarıyla kademeli olarak 8.4x'e kadar gerilemiş durumda. Hisse şu anda tüm zamanların tarihsel ortalama FD/FAVÖK'üne göre %63,9 ve üç yıllık tarihsel ortalama FD/FAVÖK'üne göre %44,5 iskontoyla işlem görüyor. Merkezi Kayıt Kuruluşu, Grup ana ortaklarının 39.89mn hissenin işlem görmeyen niteliğe çevrilmesine yönelik başvurusunu kabul etti. Bu onayın ardından Grup'un halka açıklık oranı %21,64 olarak sabitlenmiş oldu. Pay sahipleri de böylelikle halka açıklık oranında bir değişikliği Grup'un gündeminden çıkarmış oldular. Grup yönetimi, 39,89mn nominal değerli halka açık türdeki hisse senetlerini işlem görmeyen statüye dönüştürmek için yaptıkları başvuruya (onaylandı) piyasaya, serbest dolaşım oranı konusunda artık herhangi bir belirsizliğin olmadığı yönünde güçlü bir mesaj vermiş oldu.

Bloomberg Kodu	POLHO TI
Tavsiye	Yoktur
Hedef fiyat, TL/hisse	n.a.
Son kapanış, TL/hisse	TRY4.57
Yukarı potansiyel	n.a.
Halka açıklık oranı	21%
Piyasa değeri, TL mn	3,466
Firma değeri, TL mn	4,052
XU100	2,529
USD/TRY	16.6460

Finansal Veriler	2020	2021	2022T	2023T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	1,051	1,969	n.a.	n.a.
FAVÖK	176	359	n.a.	n.a.
Net kar	127	280	n.a.	n.a.
Net borç	342	422	n.a.	n.a.
Net borç/FAVÖK	1.9	1.2	n.a.	n.a.
FAVÖK marjı	16.7%	18.3%	n.a.	n.a.
Net marj	12.0%	14.2%	n.a.	n.a.
Ciro, y/y	3.8%	87.3%	n.a.	n.a.
FAVÖK, y/y	47.0%	104.6%	n.a.	n.a.
Net kar, y/y	93.8%	121.1%	n.a.	n.a.
F/K	18.5	8.4	n.a.	n.a.
FD/FAVÖK	15.4	7.7	n.a.	n.a.
FD/Ciro	2.6	1.4	n.a.	n.a.

Hisse Verisi	1m	3m	6m	ytd
Nominal değişim	-4%	59%	57%	58%
BIST 100 rölatif	-8%	36%	18%	16%
AOIH, TRYmn	76	59	38	38



Ortaklık Yapısı	
Ahmet Ertuğrul Bitlis	23%
Mehmet Emin Bitlis	23%
Ayşe Melike Bitlis Bush	9%
Fatma Nilgün Kasrat	8%
Ahmet Faik Bitlis	8%
Diğer	8%
Halka Açık	21%

Fiyatlar 27 Haziran 2022 tarihlidir.

Liman işletme faaliyetlerinde yüksek operasyonel kaldıraç - Poliport'un dayanıklı iş modeli, en zor zamanlarda istikrarlı gelir elde edilmesini sağlıyor: Liman işletme faaliyetleri, 2021 kombine/konsolide satışlarının %8,2/%14,9'unu ve kombine/konsolide FAVÖK'ün %24,2/%40,8'ini oluşturdu. Poliport, 2021 yılında %50,2, 2020'de %54,6 FAVÖK marjı raporladı. Grup yönetimi, bu yüksek operasyonel karlılığı TL bazlı maliyet ve giderlere karşı döviz bazlı gelirlerle açıklıyor. Poliport'un, i) limanın stratejik konumu; ii) bölgedeki sınırlı liman ve depolama kapasitesi; iii) sevkiyatlar ve kiracının kapasite kullanımı yavaşladığında bile gelir akışını güvende tutan uzun vadeli kiralamarlar sayesinde düzenli ve güvenli bir gelir modeline sahip olduğunu düşünüyoruz. Yönetim, hizmet hacmini artırmanın iki yolu olduğunu ve bunlara ilişkin planlarını aktardı: i) kapasiteyi artırmak için tesisi genişletmek; ii) verimliliği artırmak için teknolojiyi kullanmak. Liman şu anda 272.000 m³ kapasitede hizmet veriyor. Grup yönetimi, 19.600 m³ lük bir ilk yatırım da dahil olmak üzere, uzun vadede limanın kapasitesini 436.000 m³ e çıkarmayı planlıyor. Yönetim, 4Ç2022'de birinci fazı tamamlamayı hedefliyor. Yönetim, Kocaeli bölgesindeki liman sahası genişletme fırsatlarının çok kısıtlı olduğunu, bunun da artan ticaret faaliyetleri karşısında bu limancılık/depolama hizmetlerini daha değerli kılıyor. Yönetim, 2021'de tamamlanan dijitalleşme dönüşüm projesi AION ile hizmet süresini kısaltmayı hedefliyor. 2022'de AION'daki geliştirmeler devam ediyor. İkinci fazın ardından, Poliport liman operasyonlarını tam otomasyonla yürütebiliyor olmayı hedefliyor. Grup yönetimi, Poliport'un düzenli ödemeler yapan, büyük ve güvenilir şirketlere hizmet veriyor olması nedeniyle yüksek aktif kalitesine ve düşük kredi riskine sahip olduğunun altını çizdi.

Kimya faaliyetlerinde stratejik yatırımlarla büyüme hedefleniyor: Kimya faaliyetleri 2021 kombine/konsolide satışlarının %47,4/%85,7'sini ve kombine/konsolide FAVÖK'ünün %31,8/%53,5'ini oluşturdu. Grup, Polisan Kimya'da %100, Rohm & Haas'ta %40 ve Polisan Hellas'ta %100 paya sahip bulunuyor. Polisan Kimya gelirinin %57'si formaldehit ve formaldehit reçinelerinden geliyor. Yönetim, Polisan Kimya'nın Türkiye'nin ilk formaldehit reçine üreticisi olduğunu belirtti. Bu malzeme, sunta üretimi, kağıt empenye, orta yoğunluklu sunta üretimi, kontrplak üretimi, taş yünü ve cam elyafı gibi yalıtım malzemeleri üretiminde yaygın olarak kullanılıyor. Türkiye dünyanın beşinci büyük yonga levha üreticisi konumunda. Grup yönetimi, fenol reçineye olan talebin, yanmaz yapısı sayesinde, özellikle inşaat sektörü olmak üzere artmasını bekliyor. Binaların yangından korunmasına ilişkin yeni yönetmelik, yanıcı olmayan malzemelerin kullanılmasını zorunlu kılıyor. Grup yönetimi, 5 milyon Euro bedelli reçine tesisi yatırımının 3Ç2022'de tamamlanmasının beklendiğini paylaştı. Grup, katma değeri yüksek reçineler ile ihracat hacmini büyütmeyi hedefliyor. Toplam cironun %31'i yapı kimyasalları üretimi ve satışından elde ediliyor. Grup yönetimi, Polisan Kimya'nın Türkiye yapı kimyasalları pazarında ilk üç şirket arasında yer aldığını paylaştı. İnşaat ve çimento sektörlerindeki durgunluk satışlar üzerinde risk oluşturabileceğini düşünüyoruz. Grup yönetimi, Polisan Kimya'nın Türkiye pazarında AdBlue üretimindeki öncü konumunun Şirket'e marka bilinirliği sağladığını düşünüyor. Yönetim, 1Ç2022'de ihracatın toplam gelirdeki %19'luk payının olduğunu, yeni kurulan tesislerde üretilen yeni reçine ürünleri ile bu rakamın artması beklendiklerini paylaştı (5mn EUR yatırım kapsamında). Polisan Hellas, Yunanistan ve Balkanlar'daki tek PET üreticisi ve r-PET üretiminde öncü konumda bulunuyor. Şirketin tamamı Eylül 2013'te 8.7mn EUR karşılığında satın alınmıştı. Polisan Hellas, Grup için Euro cinsi gelir akışı sağlayan konumuyla stratejik önem arz etmekte. Paketleme sektöründeki ekonomik faaliyet seyrinin, Hellas'taki satış hacmini ve karlılığı etkileyeceğini düşünüyoruz. Pandemi dönemi itibarıyla bölgedeki varlığını sürdüremeyen Çinli ikamelerin yeniden pazara girmesinin ve bölgedeki talebin bozulmasının Polisan Hellas'ın pazar liderliği ve karlılık performansı için iki temel risk olduğunu düşünüyoruz. Rohm & Haas, Dow Chemicals ile ortak girişim olarak faaliyetlerini sürdürüyor. Şirket'in boya üreticilerinin hammadde ihtiyacını karşılıyor olması nedeniyle Polisan Kansai Boya ile sinerji yaratması, Grup yönetimi tarafından stratejik bir değer olarak görülüyor.

Gayrimenkul portföyü doğrudan yatırımlar için bir nakit kaynağı olarak değerlendiriliyor: Grup yönetimi, kimyasallar ve liman operasyonlarındaki yeni yatırımlar için gayrimenkul portföyünü nakit kaynağı olarak kullanıyor. Yönetim, 2023 yılı bitmeden "Z Ofis" projesindeki 99 üniteyi satmayı hedefliyor. Şirket'in Pendik'te Sabiha Gökçen Havalimanı'na komşu 172.980 m² arsası bulunuyor. Arsanın ekspertiz değeri 2021 yılında 330mn TL idi. DAP Yapı ile bir gayrimenkul projesi için ortaklık yapıldı. Yönetim, inşaat ruhsatının 2022 yılı sonundan önce alınmasını bekliyor. Polisan'ın kısmi yatırım yapılabilir arazileri ve gayrimenkulleri 2021'de 529 milyon TL olarak değerlendirildi. 2021 değerlendirme raporuna göre, üretim tesislerinin değeri yaklaşık 800 milyon TL (Poliport'un otoriteden kiralandığı arazi dahil).

Polisan Kansai Boya'da %50/%50 ortak paya sahip Kansai Paint ile güçler birleşiyor: Polisan Kansai Boya (Kansai Paint ile Ortak Girişim; %50 sahiplik) 2021 yılında kombine satışların %41,7'sini ve kombine FAVÖK'ün %39,7'sini oluşturarak kombine ciroya ve kombine FAVÖK'e en büyük katkıyı yapan şirket oldu. Grup yönetimi, 1,7 milyar ABD Doları pazar büyüklüğüne sahip Türk boya sektörünün Avrupa'nın beşinci büyük pazarı olduğunu vurguladı. Yönetim bu pazarın talep tarafında önemli bir büyüme potansiyeli olduğunu ve bu pazarın %50'sini dekoratif segmentin oluşturduğunu paylaştı. Yönetim, en büyük dört şirketin pazarın %70'ini oluşturduğunu paylaştı. Yönetim, 2011 ve 2021 yılları arasında Polisan Kansai Boya'nın cirosunda %16,5'lik bir YBBO sağlandığının altını çizdi. Yurtdışında büyümeyi sağlamak için ortak girişim sinerjisi: Grup yönetimi, Kansai Paint ile ortak girişimi i) küresel genişleme; ii) Kansai Paint'in teknik bilgisine erişim; iii) daha sağlam bir sermaye yapısı; ve iv) daha iyi operasyonel verimlilik ve finansal karlılık imkanları nedeniyle stratejik bir ortaklık olarak görüyor. Polisan Kansai, GEBKİM'deki yeni tesisinde faaliyetlerine devam ediyor. Yeni tesis 55 milyon Euro'ya mal oldu ve bir kısmı uzun vadeli Euro kredi ve sermaye katkısıyla finanse edildi. Euro kredisinden doğan kur riski forward sözleşmeleri kontrol altında tutuluyor. Yeni üretim tesisi ile teorik üretim kapasitesi 180.000 ton/yıl'dan 540.000 ton/yıl'a yükseldi. Yeni kurulan tesis, Türkiye'nin 23'üncü, dünyanın 308'inci LEED sertifikalı tesisi konumunda. Yönetim, Polisan Kansai'nin enerji giderisinin %50'sinin yenilenebilir kaynaklardan olduğunu altını çizdi.

Sermaye disiplini için güçlü tedbirler: Yönetim, Grup'un konsolide bazda kur riskine maruz kalmadığının altını çizdi. Poliport/Hellas'tan sağlanan ABD Doları/Euro bazlı gelir akışları, gruba doğal bir riskten korunma imkanı sağlıyor. Yönetim ayrıca, Polisan Kansai Boya'nın vadeli işlem sözleşmeleri ile kur riskini aktif olarak yönettiğini belirtti. Yönetim, şu anda 1.0x olan Net Borç/FAVÖK'ü yakından takip ediyor. Yönetim, düşük finansal kaldıraç ve gayrimenkul portföyünü kimya faaliyetleri ve liman faaliyetlerinde ek yatırım harcamaları için bir güç olarak görüyor. Grup yönetimi ayrıca, şirket performansının izlenmesinde çok önemli bir performans ölçüm metriği olarak görülen işletme sermayesi yönetimi üzerinde sıkı bir kontrole sahip.

Grup, faaliyetlerinde ESG prensiplerine duyarlı hareket ediyor: Grup yönetimi, AB Yeşil anlaşmasının çimento, demir-çelik, alüminyum, gübre ve elektrik sektörlerini iklim değişikliği ve yüksek karbon emisyonları üzerinde en fazla etkiye sahip alanlar olarak belirlediğini paylaştı. Bu sektörler, Karbon Sınırı Uyum Mekanizmasına (CBAM) tabi olan ilk sektörler konumunda. Yönetim, grup şirketlerinin iklim değişikliği ile gönüllü olarak mücadele ettiklerini vurguladı.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2021