

## HEKTAŞ

Öneri Yok

Analist: Ezgi Yılmaz

[ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr](mailto:ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr)

## 2024'te odak borçluluk azaltmak olacak...

Hektaş, bitki koruma, bitki besleme, tohum ve hayvan sağlığı ürünleri alanlarında faaliyet göstermektedir. Hektaş, 2017-2022'de beş adet satın alma ve bir adet yeni şirket kuruluşuyla toplam 51 milyon USD harcayarak bitki koruma alanında büyürken tohum ve hayvan sağlığı alanlarına da giriş yapmıştır.

## Çok güçlü geçen 2022 sonrasında geçici olarak bozulan karlılık...

2023 öncesinde sert bir şekilde artan girdi maliyetlerine karşın Hektaş yüksek stok seviyesi sayesinde daha avantajlı bir konumdaydı. Yükselen ürün fiyatları bayiler tarafında da stok biriktirme eğilimini destekleyerek 2021-2022 döneminde Hektaş için güçlü bir faaliyet ortamı oluşturdu. Hektaş'ın FAVÖK'ü 2020'de 37 milyon USD seviyesindeyken 2021'de 62 milyon USD'ye, 2022'de 101 milyon USD'ye yükseldi. Ancak, artan FAVÖK seviyeleri nakit akışına yansımada. Sektörde artan rekabet ortamı sebebiyle uzayan alacak vadeleri işletme sermayesi ihtiyacını artırarak nakit akışı üzerinde baskı oluşturdu. Buna ek olarak, 4Ç22'den itibaren gerileyen üre fiyatları, iklim koşullarındaki değişim ve yağış dönemlerindeki kayma ve yıkıcı 6 Şubat depremlerinin satışların %20'sini oluşturan bölgeyi etkilemesi de bozulan talep ortamını daha da kötüleştirdi. Sonuç olarak, Hektaş'ın FAVÖK'ü 9A23'te yıllık %66 düşerek 30 milyon USD seviyesine geriledi.

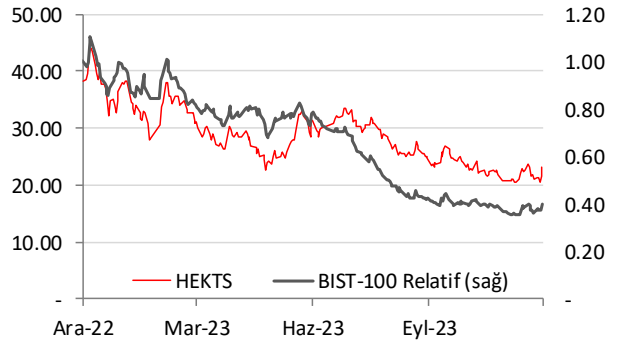
2024'te borçluluğu azaltmaya odaklanılacak... 3Ç23 sonunda Hektaş'ın brüt nakdi 4,5 milyar TL iken, kısa vadeli finansal borçları 11,7 milyar TL seviyesinde bulunuyor. 2024'te; i) işletme sermayesinde iyileşme, ii) Ferbis Tarım'ın planlanan halka arzı ve iii) planlanan paya dönüştürülebilir tahvil ihracı yoluyla borçluluğun azaltılması ve borç vadelerinin iyileştirilmesi hedefleniyor.

Hektaş yatırımların karlılığa katkısının 2025'te görülmesini bekliyor... Hektaş için 2024'ün, genellikle odağın borçluluk azaltmak yönünde olduğu ve karlılıkta hafif iyileşmenin olacağı bir geçiş dönemi olması bekleniyor. Öte yandan, şirket yönetimi 2025'te özellikle yüksek-marj beklentili tohum tarafının yapacağı katkı sayesinde finansal performansta önemli ölçüde iyileşme bekliyor.

Hektaş mevcut durumda oldukça yüksek çarpanlarla işlem görüyor... 2023'te sene başından beri Hektaş hisseleri endeksin %58 gerisinde kaldı. Hektaş'ın 5 yıllık ortalama F/K çarpanı 20,4x, FD/FAVÖK çarpanı ise 14,2x seviyesinde bulunuyor. Hektaş'ın son 12 aylık finansallara göre F/K çarpanı 223x, FD/FAVÖK çarpanı ise 72,8x seviyesinde bulunuyor.

Bloomberg Kodu	HEKTS TI				
Tavsiye	Öneri Yok				
Hedef Fiyat, TL	n.a.				
Güncel Fiyat, TL	23.22				
Getiri Potansiyeli	n.a.				
Halka Açıklık Oranı	41%				
Piyasa Değeri, mn TL	58,747				
Firma Değeri, mn TL	67,054				
Finansal Veriler	2020	2021	2022	9A23	S12A

Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	1,014	2,021	5,237	5,256
FAVÖK, mn TL	263	551	1,682	922
Net Kâr, mn TL	180	319	802	264
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	973	2,164	5,764	8,308
Net Borç/FAVÖK	3.7	3.9	3.4	9.0
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	25.9%	27.3%	32.1%	17.5%
Net Marj	17.8%	15.8%	15.3%	5.0%
Temettü Verimi	-	-	n.a.	-
Büyüme				
Ciro, y/y	38.4%	99.3%	159.2%	12.9%
FAVÖK, y/y	2.8%	109.7%	205.4%	-42.3%
Net Kâr, y/y	24.0%	76.9%	151.2%	-64.9%
Değerleme Verisi				
2020	2021	2022	9A23	S12A
F/K	15.6	23.6	48.9	222.8
FD/FAVÖK	14.4	17.6	26.7	72.7
FD/Ciro	3.7	4.8	8.6	12.8
Hisse Verileri				
1H	1A	3A	YBG	
Nominal Getiri	10.0%	12.0%	-5.8%	-38.3%
BİST-100 Relatif	8.9%	7.4%	-6.1%	-57.5%
AOİH, mn TL	1,018	1,102	1,287	1,059



Piyasa verileri 15 Aralık 2023 tarihlidir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	9A23
<b>Net Satışlar</b>	<b>1,014</b>	<b>2,021</b>	<b>5,237</b>	<b>4,079</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>351</b>	<b>708</b>	<b>2,101</b>	<b>1,339</b>
Operasyonel Giderler	-116	-210	-518	-808
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>235</b>	<b>498</b>	<b>1,582</b>	<b>531</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>263</b>	<b>551</b>	<b>1,682</b>	<b>672</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-4	-81	-163	-207
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	2	2	7	1,127
Finansal Gelir / (Gider)	-82	-98	-881	-1,435
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>151</b>	<b>321</b>	<b>545</b>	<b>16</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	30	-8	244	48
Azınlık Payları	0	-6	-13	-13
<b>Net Kar</b>	<b>180</b>	<b>319</b>	<b>802</b>	<b>77</b>
Hisse Başı Net Kar	0.79	0.37	0.32	0.03
Hisse Başı Temettü	0.01	0.00	0.00	0.00

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2020	2021	2022	9A23
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>235</b>	<b>498</b>	<b>1,582</b>	<b>531</b>
Amortisman ve İtfa Payları	27	53	100	141
İşletme Sermayesindeki Değişim	-426	-1,011	-3,975	-278
Ödenen Vergi	1	12	-42	284
Sabit Sermaye Yatırımları	-218	-635	-1,071	-607
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-380</b>	<b>-1,083</b>	<b>-3,406</b>	<b>70</b>
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	-37.5%	-53.6%	-65.0%	1.7%
Ödenen Temettü	-1	-1	0	0
<b>Net Nakitteki Artış (Azalış)</b>	<b>-556</b>	<b>-1,191</b>	<b>-3,600</b>	<b>-2,544</b>

Büyüme	2020	2021	2022	9A23
Net Satışlar	38.4%	99.3%	159.2%	-22.1%
Brüt Kar	-2.6%	111.6%	217.6%	-66.4%
FAVÖK	2.8%	109.7%	205.4%	-60.1%
Net Kar	24.0%	76.9%	151.2%	-90.4%

Karlılık	2020	2021	2022	9A23
Brüt Kar Marjı	34.7%	35.1%	40.1%	32.8%
Operasyonel Gider Marjı	-11.4%	-10.4%	-9.9%	-19.8%
Faaliyet Kar Marjı	23.2%	24.7%	30.2%	13.0%
FAVÖK Marjı	25.9%	27.3%	32.1%	16.5%
Net Kar Marjı	17.8%	15.8%	15.3%	1.9%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	22.9%	22.3%	23.0%	2.1%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	10.2%	10.7%	11.7%	2.6%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	2020	2021	2022	9A23
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1,477</b>	<b>3,283</b>	<b>8,987</b>	<b>13,599</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	79	107	1,532	4,522
Ticari Alacaklar	752	1,655	4,088	4,062
Stoklar	418	1,149	2,897	2,910
Diğer Dönen Varlıklar	228	372	470	2,106
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>701</b>	<b>1,448</b>	<b>3,239</b>	<b>5,758</b>
Maddi Duran Varlıklar	425	1,044	2,179	2,927
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	213	295	357	1,501
Kullanım Hakkı Varlıkları	28	43	119	103
Diğer Duran Varlıklar	36	66	584	1,227
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>2,178</b>	<b>4,731</b>	<b>12,226</b>	<b>19,357</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1,165</b>	<b>3,113</b>	<b>8,364</b>	<b>14,371</b>
Finansal Borçlar	894	2,210	7,077	11,664
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0
Ticari Borçlar	222	817	957	1,790
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	49	86	330	917
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>209</b>	<b>171</b>	<b>373</b>	<b>1,371</b>
Finansal Borçlar	157	61	218	1,165
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	51	110	155	206
<b>Özkaynaklar</b>	<b>804</b>	<b>1,447</b>	<b>3,489</b>	<b>3,615</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	788	1,430	3,481	3,621
Ödenmiş Sermaye	228	860	2,530	2,530
Rezerv ve Diğer Kalemler	147	77	49	133
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	235	173	100	880
Dönem Net Karı / (Zararı)	179	319	802	77
Azınlık payları	15	17	7	-5
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>2,178</b>	<b>4,731</b>	<b>12,226</b>	<b>19,357</b>

Borçluluk	2020	2021	2022	9A23
Net Borç (Nakit)	973	2,164	5,764	8,308
Net Borç / FAVÖK	3.7	3.9	3.4	9.1

Rasyo Analizi	2020	2021	2022	9A23
F / K	15.6	23.6	48.7	222.8
FD / FAVÖK	14.6	17.8	26.7	72.8
FD / Net Satışlar	3.8	4.8	8.6	12.8
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

**Hektaş, bitki koruma, bitki besleme, tohum ve hayvan sağlığı ürünleri alanlarında faaliyet göstermektedir.** Hektaş ilk olarak 1956 ilaç üretimi ve satışı amacıyla kurulmuştur ancak daha sonra 1962’de faaliyet odağını bitki kimyasalları olarak değiştirmiştir. OYAK ilk olarak 1963’te Hektaş’ta hisse sahibi olmuş, 1981’de de %53,8’lik payla ana ortak haline gelmiştir. Mevcut durumda, OYAK’ın Hektaş’taki payı %55,37 seviyesindedir, geriye kalan paylar ise halka açık durumdadır. Bugün Hektaş bitki koruma alanında Türkiye’de pazar lideri olup aynı zamanda küresel alanda faaliyet gösteren bitki koruma ve besleme şirketleri ile de stratejik ortaklıklar içerisinde.

**2017-2023’te yüksek yatırım dönemi...** Hektaş 2017’de düşük ve orta segment pazarlarını hedefleyerek bitki koruma ürünleri üretimi ve satışı alanında faaliyet gösteren Ferbis Tarım’ı (önceki isim FNC) 3,6 milyon USD bedelle satın aldı. 2019’da 4,7 milyon USD bedelle tohum geliştirilmesi ve üretimi alanında faaliyet gösteren Areo Tohum (önceki isim Akça Tohumculuk) Hektaş bünyesine katıldı. 2020’de ihracat pazarlarını hedeflemek amacıyla, 9,6 milyon USD bedelle bitki koruma ürünleri alanında faaliyet gösteren Sunset satın alması tamamlandı. 2021’de Hektaş 92 milyon TL (10,8 milyon USD) bedelle Arma İlaç’ı satın alarak veteriner ilaçları alanına giriş yaptı. 2022’de 28 milyon TL (2 milyon USD) bedelle %51’i satın alınan Agriventis Avustralya ile tohum alanındaki faaliyetler yurt dışına da genişlemiş oldu. 2023’te, bitki koruma ve gübre alanında ihracat pazarlarını hedeflemek amacıyla Özbekistan’da Hektaş Asia ismiyle 20 milyon USD sermayeli yeni bir şirket kuruldu. Tüm bu genişleme faaliyetleriyle Hektaş’tan sadece satın alma bedelleri olarak 2017-2023’te toplam 51 milyon USD nakit çıkışı olduğunu hesaplıyoruz. Hektaş’ın bu dönemde sermayesi 2017 sonundaki 76 milyon TL seviyesinden 3Ç23 sonunda 2.530 milyon TL seviyesine artırdığını görüyoruz.

#### Hektaş’ın 2017-2023 Döneminde Yaptığı Satın Almalar

Şirket	Tarih	% pay	mn TL	mn USD	USD/TL	Şirketle İlgili Bilgi
Ferbis	Kas-17	100%	14.1	3.6	3.951	Düşük ve orta segment pazarını hedefleyen bitki koruma ürünleri üretimi
Areo Tohum	Şub-19	100%	25.2	4.7	5.317	Tohum ıslahı ve üretimi İhracat pazarlarını hedefleyen bitki koruma ürünleri
Sunset	Haz-20	100%	65.0	9.6	6.783	ürünleri
Arma	Tem-21	100%	92.0	10.8	8.545	Veteriner ilaçları
Agriventis Technologies	Oca-22	51%	28.0	2.0	13.721	Tohum alanında faaliyet gösteren şirket Bitki koruma ve gübre ürünleri alanında ihracat pazarlarını hedef alan yeni bir şirket kurulması
Hektaş Asia	2022-2023	100%		20.0		

Kaynak: Hektaş, AK Yatırım

**Yükselen net borç pozisyonu...** Yüksek yatırım dönemi harcamaları ve artan alacak vadeleri sebebiyle bozulan işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle, Hektaş’ın net borç pozisyonu 2017 sonunda 17 milyon USD seviyesindeyken 3Ç23 sonunda 307 milyon USD seviyesine yükseldi. Net borç/FAVÖK seviyesi 2017’de 1,0x iken 3Ç23 sonunda 9,1x seviyesine geldi.

**Çok güçlü geçen 2022 sonrasında geçici olarak bozulan karlılık...** 2023 öncesinde sert bir şekilde artan girdi maliyetlerine karşın Hektaş yüksek stok seviyesi sayesinde daha avantajlı bir konumdaydı. Yükselen ürün fiyatları bayiler tarafında da stok biriktirme

eğilimini destekledi. Dolayısıyla, 2021-2022 döneminde Hektaş için faaliyet ortamı çok iyi durumdaydı. Hektaş'ın FAVÖK'ü 2020'de 37 milyon USD seviyesindeyken 2021'de 62 milyon USD'ye, 2022'de 101 milyon USDye yükseldi. Ancak, artan FAVÖK seviyeleri nakit akışına yansımada. Sektörde artan rekabet ortamı sebebiyle uzayan alacak vadeleri işletme sermayesi ihtiyacını artırarak nakit akışı üzerinde baskı oluşturdu. Bitki koruma ürünlerinde normalde alacak vadeleri 180 gün iken 280 güne kadar yükseldi. Gübre işinde normal zamanlarda alacak vadeleri 90 gün iken 200 güne kadar çıktı. Buna ek olarak, 4Ç22'den itibaren gerileyen üre fiyatları bayilerin stok biriktirme iştahını azaltarak stok eritmeye öncelik vermesine sebep oldu. İklim koşullarındaki değişim ve yağış dönemlerindeki kayma bitki koruma ürünlerine talebi etkileyen başka bir unsur oldu. Son olarak, yıkıcı 6 Şubat depremlerinin satışların %20'sini oluşturan Güneydoğu Anadolu Bölgesi'ni etkilemesi de bozulan talep ortamını daha da kötüleştirdi. Sonuç olarak, Hektaş'ın FAVÖK'ü 9A23'te yıllık %66 düşerek 30 milyon USD seviyesine geriledi.

**2024'te borçluluğu azaltmaya odaklanılacak...** 3Ç23 sonunda Hektaş'ın brüt nakdi 4,5 milyar TL iken, kısa vadeli finansal borçları 11,7 milyar TL seviyesinde bulunuyor. 2024'te; i) işletme sermayesinde iyileşme, ii) Ferbis Tarım'ın planlanan halka arzı ve iii) planlanan paya dönüştürülebilir tahvil ihracı yoluyla Hektaş'ın borçluluğunun azaltılması ve borç vadelerinin iyileştirilmesi hedefleniyor.

**Hektaş yatırımların karlılığa katkısının 2025'te görülmesini bekliyor...** Hektaş için 2024'ün, genellikle odağın borçluluk azaltmak yönünde olduğu ve karlılıkta hafif iyileşmenin olacağı bir geçiş dönemi olması bekleniyor. Öte yandan, şirket yönetimi 2025'te özellikle yüksek-marj beklentili tohum tarafının yapacağı katkı sayesinde finansal performansta önemli ölçüde iyileşme bekliyor.

**Hektaş mevcut durumda oldukça yüksek çarpanlarla işlem görüyor...** 2021 ve 2022'de Hektaş hisseleri BIST100 endeksinin sırasıyla %121 ve %145 üzerinde performans göstermişti. Öte yandan, 2023'te sene başından beri Hektaş hisseleri endeksin %58 gerisinde kaldı. Hektaş'ın 5 yıllık ortalama F/K çarpanı 20,4x, FD/FAVÖK çarpanı ise 14,2x seviyesinde bulunuyor. Öte yandan, artan net borç pozisyonu ve kötüleşen karlılık sebebiyle çarpanlar tarihi ortalamaların çok üzerine çıktı. Hektaş'ın son 12 aylık finansallara göre F/K çarpanı 223x, FD/FAVÖK çarpanı ise 72,8x seviyesinde bulunuyor.



## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda 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 dayanılarak 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 Internet 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.