

Sabancı Holding

21 Aralık 2022

Genel / Public

SAHOL: 70TL Hedef Fiyat ile SAHOL'ü araştırma kapsamımıza alıyoruz. Enerji ortak girişimlerinde görünümün önemli ölçüde iyileşmesi, bankacılık operasyonlarının dirençli performans sağlaması ve varlık satışlarının holding seviyesinde nakit pozisyonunu artırması nedeniyle Sabancı'nın daha yüksek bir değerlemeyi hak ettiğini düşünüyoruz. Sabancı'nın NAD hedefini, iştirak değerlemelerimize göre 188 milyar TL olarak hesaplıyoruz (Enerjisa Üretim dahil), bu da hedef NAD'ye göre %55 iskontoya karşılık gelmektedir. Değerlememizde (2 yıllık ortalama %41 olan) holding iskontosunun %25 seviyesine ineceğini varsayarak, %69 yükseliş potansiyeli sunan 70,0 TL hedef fiyata ulaşıyoruz.

ENJSA: ENJSA'yı 48 TL Hedef Fiyat ile Araştırma kapsamımıza alıyoruz. Enerjisa, toplam elektrik dağıtımındaki %23'lük hacmi ile Türkiye'nin lider elektrik dağıtım ve perakende şirkettir. ENJSA'yı, (1) Enflasyon yeniden değerlemesinden sonra artan Düzenlenmiş Varlık Tabanından daha yüksek yatırım getirisi (2) Elektrik fiyatlarındaki artış sayesinde nominal olarak daha yüksek perakende satış marjları (3) yatırım harcamalarından daha hızlı artış gösteren yatırım harcamaları geri ödemeleri ile kaldıraçta potansiyel iyileşme nedeniyle beğenmekteyiz.

Elektrik Üretimi: Sabancı Holding, E.ON ile %50-50 ortak girişimi ile enerji üretimi iş kolunda 3,7 GWh kurulu güce sahiptir. Piyasanın, Net Borç/FAVÖK oranını 9A22 itibarıyla 0,1x'e (2017'de 8,3x'idi) düşürmeyi başaran Enerji Üretim iş koluna çok az değer biçtiğini düşünüyoruz. Elektrik üretim segmentinin FAVÖK'ünün 2022'de 604mn USD'ye çıkacağını tahmin ediyoruz. SAHOL için hedef NAD'mizde; ENJSA Üretim için 7,0x FAVÖK çarpanı uyguluyoruz (yurt içi emsal ortalaması olan 11,6x'e karşılık) ve 51 milyar TL değerlemeye ulaşıyoruz. Enerji Üretim iş kolu için değerlememiz, hedef NAD'mizin %27'sini oluşturmaktadır.

Holding bünyesinde Yeni Ekonomi yatırımları. SAHOL, özellikle iklim teknolojileri, ileri malzemeler ve dijital teknolojiler gibi yeni ekonomi alanlarında (bölgeye bağlı olarak AOSM'nin en az %1-3 üzerinde IRR hedefi ile) değer yaratan yatırımları hızlandırmayı amaçlamaktadır. 2022 başında Philsa'daki Sabancı Holding hisselerinin 3,1 milyar TL'ye satılmasının ardından, SAHOL toplam 99,8 milyon hisse alımı yaparak başarılı bir geri alım programı yürütmektedir. Şirket bu hisselerin 64.7milyon adetini ise kısa süre önce satarak, nakit pozisyonunu daha da güçlendirdi. Bu durum Holding altında yeni yatırımlara olanak tanıyacaktır. SAHOL'un holding net nakit pozisyonu 3Ç'22 itibarıyla 4,4 milyar TL seviyesindedir.

Finans: 9A22 itibarıyla özkaynaklarının %78'ine tekabül eden TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü, yüksek enflasyon ortamında AKBNK'nın karlılığını desteklemiştir. Güçlü sermayesi ve yüksek karşılık oranları Banka'nın güçlü karlılığını sürdürmesine katkıda bulursa da, 2023 yılında %33 özkaynak karlılığıyla karlılıkta normalleşme bekliyoruz (2022T:%58). 2023 yılında prim üretiminde iyileşme, hasar frekanslarında daralma ve yatırım gelirlerinde artışla Hedef NAD'nin %3'ünü oluşturan sigorta şirketlerinin karlılıklarında iyileşme olabileceğini düşünüyoruz.

Sanayi portföyü: Çimento üreticilerinin 23T'de güçlü iç talebin ve artan ürün fiyatlarından faydalanmalarını beklerken, Kordsa'da kompozit işinin hızlanacağını görmeye yaklaştığımızı düşünüyoruz. SAHOL'ün Bridgestone ile ortak girişimi olan Brisa ise ölçeğini büyütürken uzun vadeli bir büyüme hikayesi sunuyor. Bu şirketlerin kombine FAVÖK'ü 2021'de yaklaşık 400 milyon ABD dolarıydı, bunun 2022T'de 491 milyon ABD dolarına ve 2023T'de 557 milyon ABD dolarına yükselebileceğini tahmin ediyoruz.

Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri		
Hedef Fiyat	TL70.00		
Hisse Fiyatı (20-12-2022)	TL41.42		
Getiri potansiyeli	69%		
Bloomberg Hisse Kodu	SAHOL TI		
Piyasa Değeri (TLmn)	84,514		
Halka Açıklık Oranı	49%		
Hisse adedi (mn)	2,040		
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	2,135		
Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
Nominal (TL)	14%	57%	195%
Nominal (USD)	14%	51%	129%
BIST100'e göre	-5%	-6%	12%
Tahminler (TLmn)	2021	2022T	2023T
Net Kar	12,032	38,705	32,277
Değerleme	2021	2022T	2023T
F/K	7.0x	2.2x	2.6x
PD/DD	1.6x	0.9x	0.7x
Temettü verimi	1.8%	3.1%	3.3%
SAHOL vs. İştirakler	Hedef Fiyat Potansiyel		
AKBNK	24.3	22%	
ENJSA	48.0	60%	
AKCNS	73.6	29%	
CIMSA	116.00	25%	
KORDS	106.0	23%	
SAHOL	70.00	69%	

Emre Duman

+90(212) 334 98 58

emre.duman@yf.com.tr

SABANCI HOLDİNG MEVCUT NET AKTİF DEĞERİ

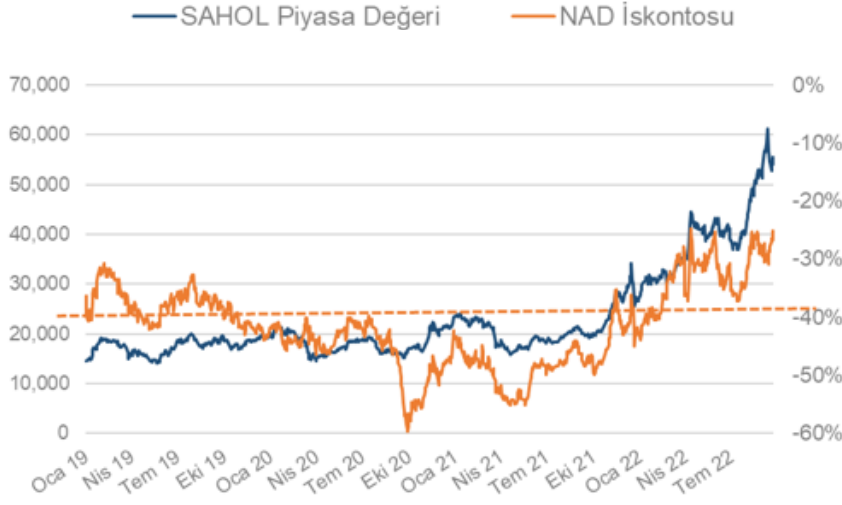
Halka Açık İştirakler	Hisse Fiyatı	Piyasa Değeri Milyon TL	SAHOL (%) İştirak Payı	SAHOL Payının Değeri	Net Aktif Değer İçindeki Payı	Sektör
AKBNK	20.0	104,000	40.8%	42,432	37%	Bankacılık
ENJSA	30.0	35,408	40.0%	14,163	12%	Enerji
AKGRT	4.2	6,690	36.0%	2,408	2%	Finansal Hizmetler
AGESA	42.3	7,621	40.0%	3,048	3%	Finansal Hizmetler
AKCNS	57.2	10,951	39.7%	4,347	4%	Yapı Malzemeleri
CIMSA	92.5	12,495	54.5%	6,810	6%	Yapı Malzemeleri
BRISA	56.6	17,254	43.6%	7,523	7%	Sanayi
KORDS	86.0	16,720	71.1%	11,888	10%	Sanayi
CRFSA	82.2	10,497	57.1%	5,994	5%	Perakende
TKNSA	29.2	5,865	50.0%	2,933	3%	Perakende
Halka Açık İştirakler Toplamı		227,501		101,546	88%	
Halka Açık Olmayan İştirakler	Defter Değeri Milyon TL		SAHOL Payının Değeri	Net Aktif Değer İçindeki Payı		
İştirakler ve diğer varlıklar	9,695		9,695	8%		
Holding solo net nakit pozisyonu	4,419		4,419	4%		
Toplam Net Aktif Değeri			115,660			
Sabancı Holding piyasa değeri			84,514			
İskonto			-26.9%			

SABANCI HOLDİNG HEDEF NET AKTİF DEĞERİ

Halka Açık İştirakler	Hedef Fiyat	Hedef P. Değeri Milyon TL	Yükseliş Potansiyeli	SAHOL Payının Değeri	Hedef NAD İçindeki Payı	Değerleme Yöntemi
AKBNK	24.30	126,360	22%	51,555	27%	DDM
ENJSA	48.00	56,691	60%	22,677	12%	Çarpan temelli değ.
AKGRT	m.d.	6,690		2,408	1%	Piyasa Değeri
AGESA	m.d.	7,621		3,048	2%	Piyasa Değeri
AKCNS	73.60	14,091	29%	5,594	3%	İNA
CIMSA	116.00	15,670	25%	8,540	5%	İNA
BRISA	m.d.	17,254		7,523	4%	Piyasa Değeri
KORDS	106.00	20,620	23%	14,661	8%	İNA
CRFSA	m.d.	10,497		5,994	3%	Piyasa Değeri
TKNSA	m.d.	5,865		2,933	2%	Piyasa Değeri
Halka Açık İştirakler Toplamı		281,359		124,932	67%	
Halka Açık Olmayan İştirakler	Hedef P. Değeri Milyon TL		SAHOL Payının Değeri	Net Aktif Değer İçindeki Payı	Değerleme Yöntemi	
Enerjisa - Üretim	101,395		50,697	27%	Çarpan temelli değ.	
Sabancı İklim Teknolojileri	2,964		2,964	2%	Defter Değeri	
İştirakler ve diğer varlıklar	4,777		4,777	3%	Defter Değeri	
Holding solo net nakit pozisyonu	4,419		4,419	2%	Defter Değeri	
Hedef Net Aktif Değeri			187,789			
Holding İskontosu Varsayımı			-25%			
Hedef Piyasa Değeri			140,842			
Hedef Hisse Fiyatı			70.0			
Mevcut Hisse Fiyatı			41.42			
Yükseliş Potansiyeli			69%			

Kaynak: YF Araştırma

Sabancı Holding: Tarihsel NAD iskontosusu



Kaynak: YF Araştırma

SAHOL Hisse Performansı	'3A	'6A	'12A
SAHOL	57%	107%	195%
<i>Vs. Halka Açık İştirakleri</i>			
AKBNK	74%	127%	182%
ENJSA	64%	109%	137%
AGESA	61%	106%	112%
AKGRT	106%	172%	75%
BRISA	53%	44%	101%
KORDS	53%	58%	142%
CIMSA	53%	169%	184%
AKCNS	93%	171%	185%
CRFSA	131%	119%	109%
TKNSA	127%	281%	357%
<i>Vs. Holdingler</i>			
KCHOL	54%	86%	132%
DOHOL	97%	163%	209%
ALARK	35%	144%	656%
AGHOL	32%	150%	182%
<i>Vs. BIST Endeksleri</i>			
XBANK (Bankacılık Endeksi)	66%	143%	214%
XELKT (Elektrik Endeksi)	95%	198%	403%
XUSIN (Sınai Endeksi)	70%	102%	137%

Kaynak: YF Araştırma

Sabancı Holding Şirket Profili

Sabancı Holding, 1925 yılına dayanan köklü geçmişiyle Türkiye'nin en büyük holdinglerinden biridir. Sabancı Holding 7 ana iş kolunda faaliyet göstermektedir; Bankacılık, Finansal Hizmetler, Enerji, Perakende, İnşaat Malzemeleri ve Sanayi ve Dijital sektörleridir. Sabancı, Türk bankacılık sektöründe güçlü bir varlığa sahiptir ve finansal olmayan iştirak portföyü, büyümekte olan şirketlerden oluşan çeşitlendirilmiş bir sepet sunmaktadır.

İştirakler	Faaliyet alanı	Sahiplik Oranı
Aksigorta	Finansal Hizmetler	36%
Agesa Hayat ve Emeklilik	Finansal Hizmetler	40%
Akbank	Bankacılık	41%
Carrefoursa Carrefour Sabancı ve Ticaret Merkezi	Perakende	57%
Teknosa iç ve Dış Ticaret A.Ş.	Perakende	50%
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İnşaat Malzemeleri	58%
Sabancı Building Solutions BV	İnşaat Malzemeleri	83%
Kordsa Teknik Tekstil Anonim Şirketi	Sanayi	71%
Exsa Export Sanayi Mamülleri Satış ve Araştırma A.Ş.	Diğer	48%
Ankara Enternasyonel Otelcilik A.Ş.	Diğer	77%
Tursa Sabancı Turizm ve Yatırım İşletmeleri	Diğer	100%
Sabancı Dijital Teknoloji Hizmetleri A.Ş.	Diğer	100%
DX Technology services and investment BV	Diğer	100%
Sabancı İklim Teknolojileri A.Ş.	Enerji	100%
Ortak Girişim	Faaliyet alanı	Sahiplik Oranı
Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Finansal Hizmetler	44%
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İnşaat Malzemeleri	40%
Enerjisa Enerji A.Ş.	Enerji	40%
Enerjisa Üretim Santralleri A.Ş.	Enerji	50%
Temsa Ulaşım Araçları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Diğer	24%
Sabancı Holding Ortaklık Yapısı	(%)	
Sabancı Ailesi	50.4	
Serbest Dolaşım	49.6	

Kaynak: YF Araştırma

SABANCI HOLDİNG

ENERJİ	PERAKENDE	YAPI MALZEMELERİ	BANKA & FİNANSAL HİZMETLER	SANAYİ	DIJİTAL
ENERJİSA Türkiye'nin Enerjisi SAHOL: %40.0 E.ON: %40.0 Fiili Dolaşım: %20.0	Carrefour SA SAHOL: %57.1 Carrefour: %32.2 Fiili Dolaşım: %10.7	AKÇANSA SAHOL: %39.7 Heidelberg Materials: %39.7 Fiili Dolaşım: %20.5	AKBANK SAHOL: %40.7 Other: %8.4 Fiili Dolaşım: %50.8	KORDSA SAHOL: %71.1 Fiili Dolaşım: %28.9	SABANCI DxBV SAHOL: %49.0 DxBV: %51.0
ENERJİSA ÜRETIM SAHOL: %50.0 E.ON: %50.0	TEKNO SA SAHOL: %50.0 Fiili Dolaşım: %50.0	ÇİMSA SAHOL: %54.5 Akçansa: %9.0 Diğer: %0.8 Fiili Dolaşım: %35.7	AGE SA SAHOL: %40.0 Ageas: %40.0 Fiili Dolaşım: %20.0	BRI SA SAHOL: %43.6 Bridgestone: %43.6 Diğer: %2.6 Fiili Dolaşım: %10.2	DxBV SAHOL: %100
Sabancı İklim Teknolojileri SAHOL: %100		CSC BV SAHOL: %60.0 CİMSA: %40.0	AKSigorta SAHOL: %36.0 Ageas: %36.0 Fiili Dolaşım: %28.0	TEMSA EXSA: %50.0 PPF Group: %50.0	
				TEMSA MOBİL ARACI EXSA: %100	

Kaynak: Şirket Sunumu

Sabancı Holding Özet Finansallar

SABANCI HOLDİNG Konsolide Finansallar	2020	2021	9A21	9A22
(Milyon TL)				
Satış Gelirleri	59,354	88,192	58,971	154,426
Banka	37,976	53,006	36,164	97,693
Banka Dışı	21,624	35,959	22,982	58,138
Sanayi	4,536	7,928	5,190	13,761
Yapı Malzemeleri	2,270	4,371	3,008	7,916
Perakende	13,479	16,841	11,581	23,609
Finansal Hizmetler	-	5,147	2,009	11,047
Diğer	1,338	1,672	1,194	1,805
Segmentler Arası Eliminasyon	(246)	(773)	(176)	(1,405)
Düzeltilmiş FAVÖK (Tek Seferlik Gelir/Gider Hariç)	13,698	24,809	15,059	62,525
Banka	9,466	17,688	10,492	52,140
Banka Dışı	4,232	7,121	4,567	10,385
Sanayi	904	2,059	1,347	2,571
Yapı Malzemeleri	509	728	639	1,555
Perakende	1,135	1,491	969	1,828
Enerji	1,315	1,844	1,099	3,478
Finansal Hizmetler	278	792	397	705
Diğer	91	208	117	248
Net Kar Dağılımı (Tek Seferlik Gelir/Gider Hariç)	5,178	10,113	5,549	23,413
Banka	2,760	5,479	2,999	15,582
Banka Dışı	2,418	4,634	2,550	7,831
Sanayi	413	1,199	779	1,431
Yapı Malzemeleri	109	241	226	682
Perakende	(63)	(121)	(152)	50
Enerji	1,315	1,931	1,140	3,479
Finansal Hizmetler	278	386	233	322
Diğer	366	997	324	1,867

Kaynak: Şirket Verisi

Temettü (Milyon TL)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
AKBNK	367	652	0	0	255	494
AKCNS	94	51	61	18	42	36
AKGRT	0	40	73	73	110	0
AGESA	9	19	40	64	64	0
BRISA	0	0	0	12	107	270
CRFSA	0	0	0	0	0	0
CIMSA	95	33	0	0	0	109
KORDS	41	48	48	35	0	114
TKNSA	0	0	0	0	0	-
ENJSA	0	142	189	283	454	586
Sabancı Holding*	0	0	0	0	0	26
Halka açık olmayan şirketler	274	227	187	7	530	479
SAHOL tarafından alınan temettü	879	1,212	601	492	1,562	2,114

Kaynak: YF Araştırma

* Pay geri alım programı kapsamında alınan 35.1 milyon hissenin temettü ödemesidir.

Kaynak: YF Araştırma

Kombine FAVÖK (Milyon TL)	2020	2021	9A21	9A22	% Değ.
BANKA	9,466	17,688	10,492	52,140	397%
BANKA DIŞI	11,459	15,745	10,751	23,064	115%
BANKA DIŞI* Karşılaştırılabilir	10,963	15,181	10,331	22,534	118%
ENERJİ	6,838	8,656	5,884	13,947	137%
SANAYİ	1,623	3,128	905	2,299	154%
YAPI MALZEMELERİ	764	1,060	937	1,828	95%
PERAKENDE	1,135	1,490	518	1,297	150%
PERAKENDE* Karşılaştırılabilir	640	927	784	742	-5%
FİNANSAL HİZMETLER	999	1,194	2,115	3,982	88%
DİĞER	100	216	126	267	112%
TOPLAM	20,925	33,433	21,243	75,205	254%
TOPLAM* Karşılaştırılabilir	20,429	32,869	20,824	74,674	259%

*Operasyonel olmayan ve tekrar etmeyen tek seferlik gelir/gider hariç

Kaynak: YF Araştırma

SABANCI HOLDİNG – İŞTİRAKLER

ENJSA – Elektrik Dağıtım & Perakende

48.0TL Hedef Fiyat ve Endeks Üzeri Getiri tavsiye ile ENJSA'yı araştırma kapsamına alıyoruz.

Enerjisa, toplam elektrik dağıtımındaki %23 hacmi ile Türkiye'nin lider elektrik dağıtım ve perakende şirkettir. Şirket, Türkiye nüfusunun %26'sını temsil eden üç dağıtım bölgesindeki 14 ilde 10,4 milyon müşteriye hizmet vermektedir. ENJSA, dağıtım şebekelerini uzun vadeli imtiyaz sözleşmelerine dayalı olarak işletmektedir. 2009 yılında ENJSA tarafından 1,2 milyar dolar bedelle Başkent Dağıtım (Ankara, Kırıkkale, Kastamonu, Zonguldak, Bartın, Çankırı, Karabük illeri) bölgesinin dağıtım imtiyaz sözleşmelerini satın alınmıştır. Ardından 1,2 milyar dolar bedelle Ayedaş (İstanbul-Anadolu yakası) bölgesi ve 2013 yılında 1,7 milyar dolar bedelle Toroslar Dağıtım (Adana, Gaziantep, Hatay, Kilis, Mersin, Osmaniye) bölgesinin imtiyaz sözleşmeleri satın alınmıştır. ENJSA, 2018 yılından bu yana BİST'te işlem görmektedir. Şirketin hisselerinin %20'si halka açık olup, kalan hisseler SAHOL ve E.ON eşit oranda sahiptir.

Güçlü Kar Görünümü

ENJSA'nın 2023T ve 2024T yıllarında (1) Enflasyon yeniden değerlendirilmesinden sonra artan Düzenlenmiş Varlık Tabanından daha yüksek yatırım getirisi (2) Elektrik fiyatlarındaki artış sayesinde nominal olarak daha yüksek perakende satış marjları (3) yatırım harcamalarından daha hızlı artış gösteren yatırım harcamaları geri ödemeleri ile kaldıraçta potansiyel iyileşme sayesinde güçlü net kar açıklamasını bekliyoruz. Buna göre, ENJSA'nın baz alınan net karının 2022T'de 2,7 milyar TL'den 2023T'de 5,2 milyar TL'ye ve 2024T'de ise 7,0 milyar TL'ye yükselmesini tahmin ediyoruz.

Düzenlenmiş Varlık Tabanındaki yükseliş trendi güçlü görünümü koruyor

Dağıtım şebekelerinin sermaye harcamalarında EPDK tarafından garanti edilen reel getiri (enflasyon+RMGO) bulunmaktadır. ENJSA'nın 2022 sonunda 21,07 milyar TL'lik Düzenlemeye Tabi Varlık Tabanına (DVT) sahip olacağını tahmin ediyoruz, bu da şirketin mevcut piyasa değerine %61'ine karşılık gelmektedir. Türkiye'de dağıtım şebekelerinin ortalama yaşı 30 civarındadır ve sürekli yatırımları gerektirmektedir. ENJSA, 2021-2025 dönemi için ilk yatırım tavanında %72'lik bir reel artış elde etmiştir. Gelecek dönemde de DVT büyümesinin uzun vadeli pozitif ivmesini koruyacağını tahmin ediyoruz.

Elektrikli Araç dönüşümü için hızlanan yatırımlar. Enerjisa'nın müşteri çözümleri iş kolu, yeşil enerji, enerji verimliliği çözümleri (yenilenebilir enerji sertifikaları, aydınlatma dönüşüm çözümleri) ve e-mobilite (Elektrik Araç şarjı) konularına odaklanmaktadır. Şirket, 494 şarj fişi ile 263 halka açık Elektrikli Araç şarj noktasına sahiptir ve bu da ENJSA'yı Türkiye'de lider yapmaktadır. Şirket ayrıca 23 MW Kurulu güneş enerjisi üretim kapasitesine de sahiptir.

ENJSA Özet Finansal Bilgiler

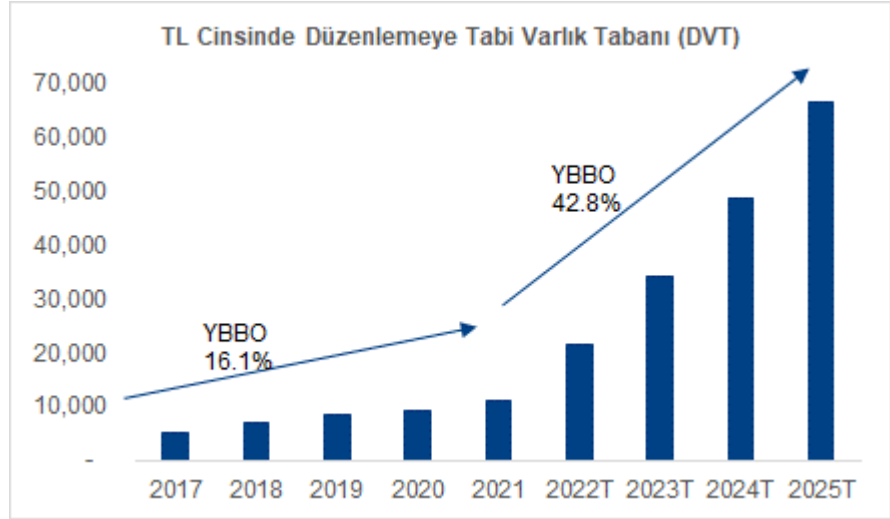
Milyon TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T
Faaliyet Karı	1,530	3,565	2,764	2,738	4,514	8,824	14,486
FAVÖK	2,555	4,066	3,369	3,342	5,499	11,462	16,569
FAVÖK (USD milyon)	700	844	594	477	617	668	736
Tanımlanmış Net Kar	522	730	1,175	1,878	2,415	2,729	5,252
Regüle Varlık Tabanı	5,322	6,948	8,400	9,354	11,238	21,362	34,026
Serbest Nakit Akımı	-775	-562	204	504	108	-829	7,094

Kaynak: YF Araştırma

Dağıtım Segmenti: Enflasyona karşı koruma sunmakta

ENJSA'nın dağıtım segmenti, altyapının yasal mülkiyetinin devlette kaldığı, ancak operatörlerin şebeke yatırımlarından (Enerji Piyasaları Düzenleyicisi tarafından belirlenen) sabit bir reel getiri oranı aldığı, enflasyona endeksli yatırım harcaması geri ödemesine ek olarak pozitif bir reel getiriyile dağıtım şirketlerinin kazanç sağlamasını garanti ettiği düşük bir risk profiline bir iş modeline sahiptir. Operatörler ayrıca kayıp-kaçak oranı gibi kalite ve verimlilik ölçütlerine göre gelir elde etmektedirler.

9A'22 döneminde, dağıtım segmentinin Şirket'in konsolide faaliyet kazancı içindeki payı %86'dır. Yatırımlardan elde edilen finansal gelirler, dağıtım segmentlerinin faaliyet kazançları içinde %47'lik bir paya sahiptir. 2016-2021 döneminde Düzenlemeye Tabi Varlık Tabanı (DVT) %16 (YBBO) büyürken, aynı dönemde faaliyet kazançları %22,8 (YBBO) artmıştır. Enflasyondaki artış ve daha yüksek yatırım harcamaları DVT büyümesini desteklerken, şirketin IRR yaklaşımındaki değişiklik kısa vadeli enflasyonu finansal gelire daha iyi yansıtmaktadır.



Kaynak: YF Araştırma

Dağıtım Segmenti Özet Bilgiler	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Düzenlemeye Tabi Varlık Tabanı (Açılış Tutarı)	8400	9354	11238	21,362	34,026	48,613
Gerçekleşen Yatırımlar	1790	2800	5,300	8,000	10,800	14,000
Yatırım Harcaması Geri Ödemeleri	-1342	-2101	-4011	-6017	-8123	-10560
Açılış Tutarı Enflasyon Etkisi	506	1185	8835	10681	11909	14584
DVT (Kapanış Tutarı)	9,354	11,238	21,362	34,026	48,613	66,637
RMGO (%reel)	13.61%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%

Kaynak: YF Araştırma

Finansal gelir üzerindeki olumlu enflasyon etkisini daha iyi yansıtmak için TFRS Yorum 12'ye yeni yaklaşım: ENJSA, dağıtım şebekelerinin yasal sahibi olmadığı için, şirket, hizmet imtiyaz anlaşmalarının muhasebesini düzenleyen muhasebe standardı olarak TFRS Yorum 12'yi kullanmaktadır. Buna göre, dağıtım lisansı ve yatırımlar finansal varlık olarak değerlendirilmektedir. Finansal varlık enflasyona karşı %100 korumalı olsa da, şirketin önceki muhasebe varsayımları, DVT'nin enflasyon kaynaklı yeniden değerlendirilmesinde bir miktar gecikme yaratmıştır.

ENJSA yönetimi, üçüncü çeyreğin sonunda TFRS Yorum 12'ye yönelik yeni bir yaklaşımı duyurdu. Buna göre, tahmin süresi 10 yıl (önceki: imtiyaz dönemi boyunca) ve 10 yıllık dönem üzerinden hesaplanan IRR (önceki: öngörülen tüm nakit akışları için imtiyaz süresi üzerinden hesaplanan IRR) olarak değiştirildi. Yeni yaklaşım sonrasında, kısa vadeli enflasyondaki farkın önceki varsayımlara göre daha yüksek IRR ile sonuçlanması beklenmektedir.

Perakende Faaliyetleri: Tarifedeki düzenlemeler serbest nakit akımını iyileştirdi. Türkiye'de Regüle ve Serbest piyasa olmak üzere 2 piyasa tipi bulunmaktadır. Regüle piyasada, elektrik alım fiyatı %2,38'lik regüle marj ile hesaplanırken, perakende şirketleri ulusal tarifeden elektrik satın almaktadır. Öte yandan, serbest piyasa, satın alma maliyeti daha uygun olduğundan daha yüksek brüt kar marjları sağlamaktadır. 9A 22' itibarıyla, regüle segmentten elde edilen brüt kâr, perakende operasyonlarının toplam brüt kârında %82'lik bir paya sahiptir. Dağıtım faaliyetlerinde 30 yıllık imtiyaz süresine kıyasla perakende faaliyetlerinde imtiyaz süresi bulunmamaktadır.

Şirket, 1Y22'de elektrik maliyetlerindeki keskin artış nedeniyle perakende iş kolunda 6,0 milyar TL negatif serbest nakit akışı kaydederken, üçüncü çeyrekte pozitif serbest nakit akışı 1,8 milyar TL oldu. Hatırlanacağı üzere, elektrik maliyetindeki keskin dalgalanmalar perakende şirketlerinin nakit akışlarında gecikmeye neden olabilmektedir. Buna göre, fiyat eşitleme mekanizmasının olumlu etkisinin, 2023 yılında güçlü nakit akışı üretimi için itici güçlerden biri olmasını bekliyoruz.

Perakende & Müşteri Çözümleri Segmenti	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Düzenlemeye Tabi Brüt Kar	738	974	3000	4,650	6,510	8,789
Serbest piyasa satışlarından elde edilen brüt kar	482	189	700	735	772	810
Müşteri Çözümleri segmenti brüt kar	21	105	160	248	347	469
İşletme Giderleri	-385	-450	-950	-1,463	-1,975	-2,568
Şüpheli alacağa bağlı gelir ve gider	42	152	186	120	126	132
Diğer	-19	27	-500	-100	-100	-100
Faaliyet Gelirleri	879	997	2596	4190.0	5,680	7532.3
Tek seferlik gelir (gider)	13	-12	0	0.0	0.0	0.0
Perakende ve Müşteri Çözümleri FAVÖK	866	1009	2,596	4,190	5,680	7,532
Faaliyet Gelirleri	879	997	2596	4190	5,680	7,532
Fiyat Eşitleme Mekanizması Etkileri	-119	-2029	-3000	2200	2500	250.0
Net Depozito ilaveleri	-25	-39	400	50.0	50.0	50.0
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	46	842	-500	-250.0	-50.0	-50.0
Faiz ve Vergi Öncesi Operasyonel Nakit Akışı	781	-229	-504	6190	8180	7782
Yatırım Harcamaları	-39	-84	-90	130	150	200
Faiz ve Vergi Öncesi Nakit Akışı	742	-313	-594	6,060	8,030	7,582

Konsolide Gelir Tablosu	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Yatırım Harcaması Geri Ödemesi	1,342	2,101	4,011	6,017	8,123	10,560
FAVÖK + Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi (Faaliyet Gelir	4,717	7,654	15,473	22,586	27,518	33,255
FAVÖK+ Yat. Harc. Geri Ödemeleri (Şirket Tanımlı)	4,684	7,600				
Finansman Gelir (Gideri) Öncesi faaliyet karı	2,738	4,514	8,824	14,486	17,714	21,068
Amortisman giderlerine ilişkin düzeltmeler	444	473	550	650	700	750
Operasyonel kur farkı kaynaklı düzeltmeler	28	262	338	100	117	137
Depozitodan kaynaklanan değerlendirme farkına ilişkin düzeltme	162	306	1,704	1,334	864	741
Gelir Tavanı düzenlemesiyle ilgili faiz geliri	-	30	46	-	-	-
Şerefiye değer düşüklüğüne ilişkin düzeltmeler	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	3,342	5,499	11,462	16,569	19,395	22,696
Finansal varlıkların gerçeğe uygun değer değişimi	395	0	0	0	0	0
Önceki yıllara ilişkin tek seferlik gelir (gider)	469	-12	0	0	0	0
Tek seferlik gelir (gider)	61	-94	-100	0	0	0
Diğer düzeltmeler	0	0	0	0	0	0
Konsolide Faaliyet Gelirleri	5,642	7,548	15,373	22,586	27,518	33,255
Finansman Gelir (Gideri) Öncesi faaliyet karı	2,738	4,514	8,824	14,486	17,714	21,068
Toplam Finansman Gideri	-1325	-1371	-2999	-2571	-2142	-2142
Ağırlıklı ortalama finansman maliyeti	11.90%	16%	35%	30%	25%	25%
Vergi Öncesi Kar	1,413	3,143	5,825	11,915	15,572	18,926
Vergi	-325	-861	1,456	2,621	3,114	3,785
Net Kar (Enflasyon muhasebesi hariç)	1,088	2,282	4,369	9,294	12,457	15,141
Baz Alınan Net Kar	1878	2415	2,729	5,252	7,040	8,556

Temettü ödemesi devam edecek; 2022 kazançlarından yapılacak ödemenin UFRS rakamlarına dayanacağı açıklandı.

ENJSA, temettü dağıtımının temelini oluşturacak olan UFRS finansallarında 2022 sonuna kadar enflasyon muhasebesi uygulayacağını açıkladı. Buna göre, Şirketin 2022 UFRS için baz alınan net kar beklentisi (enflasyon muhasebesi etkisi dahil) 2,3 milyar TL ile 2,7 milyar TL arasındadır, bu da potansiyel temettülerin yaklaşık %4,5 temettü verimi sunan 1,5 milyar TL (1,30 TL/hisse) olabileceğine işaret etmektedir.

ENJSA Dağıtım & Perakende – Değerleme

Değerleme yöntemi olarak Perakende ve Müşteri Çözümleri segmenti için 6x faaliyet karı çarpanı kullanırken, dağıtım operasyonları için 2023 (kapanış) DVT*1,25 kullandık. 2023 Beklentilerimize göre hisse senetleri 6.75x F/K ve 3.0x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir. Buna göre, Endeks Üzeri Getiri tavsiyesi ile ENJSA'yı araştırma kapsamımıza alıyoruz.

ENJSA Değerleme	(Milyon TL)
Perakende + Müşteri Çözümleri (6x 23T	
Faaliyet Gelirleri)	25,140
2023 DVT * 1.25x	42,533
FD Toplam	67,673
2023 Net Borç	11,006
Hedef Piyasa Değeri	56,667
Hedef Fiyat (TL/hisse)	48.0
Kapanış Fiyatı	29.98
Yükseliş (Düşüş) Potansiyeli	66%

	2022T	2023T	2024T	2025T
F/K*	12.98	6.74	5.03	4.14
FD/FAVÖK	4.34	3.00	2.57	2.19
*Baz Alınan Net Kar				

ENERJISA ÜRETİM

Enerjisa Üretim, E.ON SE (%50-%50) ile Sabancı Holding'in ortak girişimi olan bir enerji üretim ve ticaret şirkettir. Şirket, 3.7 GW ile Türkiye'nin en büyük kurulu gücüne sahipken, yerli ve yenilenebilir enerji toplam portföyde %45 paya sahiptir. Kurulu güç türlerine göre Hidro ve Doğalgaz toplam kapasitede sırasıyla %36 ve %42 paya sahipken, bunu %12 ile yerli linyit, %9 ile rüzgâr ve %0,2 ile güneş enerjisi takip etmektedir.

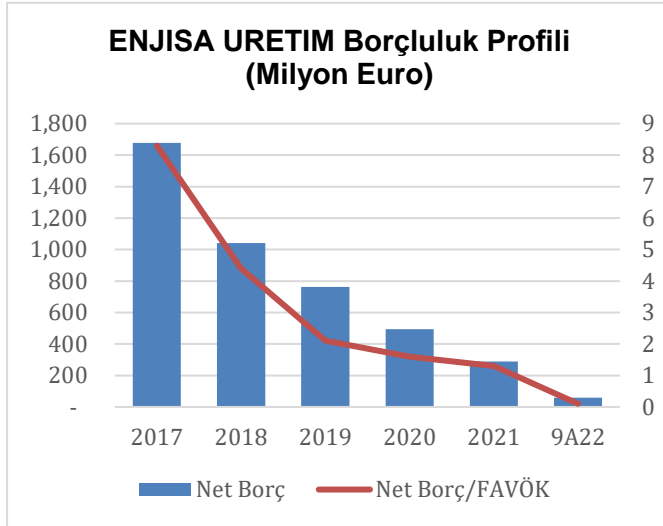
Şirket, mevcut portföyü oluşturmak için son 5 yılda 404 milyon USD yatırım yaptı. Bu yatırımlar, Enerjisa Üretim'in geçmiş dönemdeki yüksek kaldıracın ana sebebi olmuştur. Ancak, yüksek spot fiyatları ve güçlü kâr üretimi sayesinde şirket, net Borç/FAVÖK oranını 3Ç22 itibarıyla 0,1x seviyesine kadar düşürmeyi başarmıştır (2017'de 8,3x idi).

Öte yandan, Sabancı Holding, yeni YEKA projesi (15 Yıl ABD Doları garantili) ile birlikte 1000 MW'lık yeni kapasite planıyla enerji işkolunda stratejik genişlemesini duyurdu. Türkiye'deki yatırımlara ek olarak ABD yatırımı ile enerji sektöründe küresel bir şirket olunması (detay için sayfa 14) ve planlanan tüm yatırımların yenilenebilir olması nedeniyle daha iyi bir sürdürülebilirlik görünümüne sahip olunması öne çıkmaktadır.

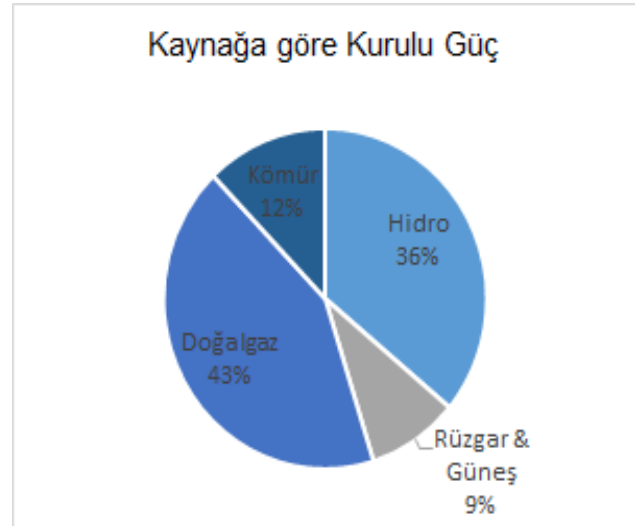
ENJISA ÜRETİM Özet Finansal Bilgiler

Milyon TL	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satış Geliri	6,559	9,345	16,439	57,322	73,371
FAVÖK	2,267	2,509	3,064	9,947	12,012
FAVÖK (USD milyon)	400	358	344	580	534
Net Kar	1,172	963	1,329	7,876	9,552
Yatırım Harcaması	438	483	904	3,153	4,035
Net Borç	5,506	4,965	5,060	1,128	1,645

Kaynak: YF Araştırma



Kaynak: Şirket Sunumu



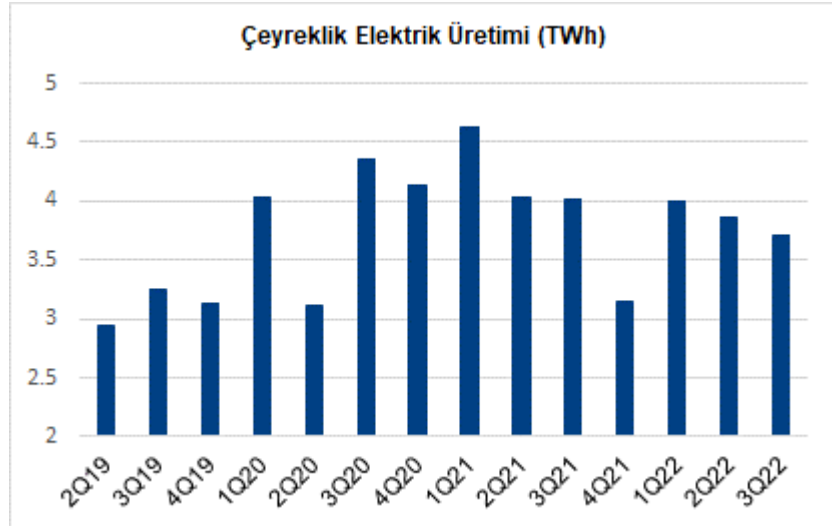
Kaynak: YF Araştırma

ENJSA Üretim Elektrik Santralleri

#	Tesisin Adı	Yer	Türü	Kurulu Güç MW	Üretim Kapasitesi Gwh
1	Arkun Barajı ve Hes	Yusufeli/Artvin	Hidro	245	780,1
2	Çambaşı HES	Çaykara Trabzon	Hidro	44.1	200.5
3	Dağdelen HES	Elbistan/Maraş	Hidro	8	27.6
4	Doğançay HES	Aladağ/Adana	Hidro	62	169
5	Hacınınoglu HES	Ilıca Maraş	Hidro	142	382.6
6	Kandil HES	Ekinözü / Maraş	Hidro	208	589
7	Kavşak Bendi HES	Kozan / Adana	Hidro	191	766.1
8	Köprü HES	Kozan / Adana	Hidro	156	383.9
9	Kuşaklı HES	Feke/Adana	Hidro	20	47.7
10	Menge Hes	Kozan / Adana	Hidro	89	203.1
11	Sarıgözel HES	Ilıca Maraş	Hidro	103	311.8
12	Yamanlı II HES	Saimbeyli/Adana	Hidro	82	234
13	Balıkesir RES	Balıkesir	Rüzgar	143	549.2
14	Çanakkale RES	Çanakkale	Rüzgar	29.9	91.6
15	Dağpazarı RES	Mersin	Rüzgar	39	120
16	Erciyes RES	Kayseri	Rüzgar	65	221
17	Akhisar RES	Manisa	Rüzgar	55	130
18	Bandırma GES	Bandırma Balıkesir	Güneş	2	3.3
19	Karabük GES	Karabük	Güneş	7	11.1
20	Bandırma DGÇS	Bandırma Balıkesir	Doğalgaz Çevrim	936	7900
21	Bandırma II DGÇS	Bandırma Balıkesir	Doğalgaz Çevrim	607	5000
22	Kentsa DGÇS	Alikahya İzmit	Doğalgaz Çevrim	40	
23	Tufanbeyli Linyit	Adana	Kömür	450	3375

Kaynak: YF Araştırma

3. Çeyrek itibarıyla şirketin kurulu gücü 3,7 GW olup, yeni yatırımlar sayesinde 2026 yılına kadar 1 GW artarak 4,7 GW'a çıkması beklenmektedir. Yatırımlar sonrasında yenilenebilir enerjinin toplam kurulu güç içindeki payının %57 (mevcut %45) seviyesine ulaşması planlanmaktadır.



Enerjisa Üretim santrallerinde üretilen toplam elektrik, hidroelektrik santrallerinin yüksek katkısıyla kısmen dengelenen doğal gaz santralinin düşük katkısı nedeniyle 9A22 dönemlerinde yıllık %10 azaldı. Spot elektrik fiyatları ise yılbaşından bu yana olan dönemde emtia fiyatlarındaki sert yükseliş, artan sanayi talebi ve güçlü turizm faaliyetinin etkisiyle TL bazında %206 artışla (ABD doları bazında yıllık %113 artış) güçlü ivmesini sürdürdü. Elektrik fiyatlarındaki hızlı artışa paralel olarak, Enerjisa Üretim'in satış gelirleri 9A22 döneminde yıllık %323 artışla 42,3 milyar TL'ye ulaştı.

Eylül ayı sonunda Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK), uzlaşma fiyatı uygulamasını 6 ay süreyle uzattığını duyurdu. Buna göre, elektrik için azami uzlaşma fiyatları kaynak türüne göre belirlenmektedir.

Kaynak türüne göre tavan fiyat TL/MWh	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım
Doğalgaz	2,500	2,513	2,896	2,903	3,172	4,619	4,500	4,501
Yerli Kömür	1,200	1,291	1,370	1,412	1,453	1,488	2,050	2,057
İthal Kömür	2,500	2,732	3,062	3,557	3,427	3,373	2,750	2,179
Yenilenebilir	1,200	1,291	1,370	1,412	1,452	1,488	1,540	1,545

Kaynak: EPDK

Enerjisa Üretim'in portföyünde, kaynak türüne göre Doğal Gaz (Doğal Gaz santrali toplam kurulu gücün %42'si) ve Yerli Kömür (Tufanbeyli Linyit santrali toplam kurulu gücün %12'sine sahiptir) yüksek ağırlıktadır. Ayrıca Tufanbeyli Santrali 450 MW kurulu gücü ile Türkiye'nin en büyük yerli linyit santralidir.

Şirketin mevcut portföyüne göre, Enerjisa Üretim'in yeni uzlaşma fiyatları için iyi bir konumda olduğuna inanıyoruz. Öte yandan, azami uzlaşma fiyatlarının 2Ç23'ten itibaren uygulanmaması durumunda değerlememiz için yukarı yönlü bir risk olacaktır.

Rusya – Ukrayna savaşının ardından yılın başında elektrik fiyatları hızla yükseldi. Bu durum, Türkiye'de birçok elektrik üretim şirketinin borçluluk oranlarını tarihi düşük seviyelere indirirken, elektrik perakende şirketlerinin nakit akışları da aynı nedenle olumsuz etkilendi. Takip eden süreçte enerji düzenleyici, sistemde dengeyi sağlamak amacıyla 1Ç22 sonunda 6 ay için azami uzlaşma fiyatlarını açıkladı ve Eylül 2022'de uygulamanın 2Ç23' sonuna kadar 6 ay daha uzatıldığını açıkladı. Buna göre, yıl boyunca yaşanan gelişmelerin, SAHOL'ün enerji portföyünün zorlu koşullara karşı dengeli bir yapıda olduğunu kanıtladığını düşünmekteyiz.

Türkiye ve ABD'deki yatırımların detayları

Türkiye

- Şirket Ekim ayı sonu itibarıyla, Enercon ile 1000 MW'lik rüzgâr santrali için anlaşma yaptığını duyurdu.
- Sabancı Holding, 2026 yılına kadar santrallerinin kurulu gücünü 4,7 GW'a çıkarmayı planlıyor (büyümenin ardından toplam portföy, Türkiye'nin toplam kurulu gücünün %5'ine ulaşacak). Yatırımların ardından yenilenebilir enerjinin payı %57'ye ulaşacak (3Ç22'deki %44 seviyesinden.)
- Yönetim, Rüzgâr enerjisinde 1332 MW kurulu güce ulaşmayı planlıyor. Yeni santrallerin, yeni YEKA Projesi (15 yıl dolar getiri garantili) kapsamında 4 x 250 MW kapasitede olacağı ve toplamda 1000MW'lik yatırım için beklenen sermaye harcamasının 1,2 milyar ABD Doları olduğu açıklandı. Yeni tesisler ülkenin batısında (Çanakkale, Balıkesir, Aydın ve Muğla) olacak.

ENJSA ÜRETİM – Değerleme

Enerjisa Üretim için değerlendirme yöntemleri olarak 2022T yılında 7x FAVÖK çarpanı (değerlemede %50 ağırlık) ve FD/MW benzer şirket karşılaştırması (%50 ağırlık) kullandık. Buna göre, hedef NAD'de %27 paya sahip olan Sabancı Holding'in %50 hissesi için 50,7 milyar TL hedef değere ulaştık. FD/MW karşılaştırması olarak sektör medyanını kullanmamıza rağmen, Enerjisa Üretim'in güçlü serbest nakit üretimi, şirketin azami uzlaşma fiyatlarındaki değişimden faydalanmasını sağlayan dengeli portföy dağılımı ve genişleme için elverişli likidite konumu sayesinde emsallerine kıyasla daha yüksek değerlendirme çarpanını hak ettiğine inanıyoruz.

Kaynağa göre elektrik üretimi (TWh)	2022T	2023T	2024T	9A 21	9A 22
Yerli Linyit	2.90	3.34	3.34	2.14	2.05
Rüzgar	0.73	0.78	0.78	0.51	0.53
Hidro	3.60	3.74	3.74	2.05	2.91
Doğalgaz	8.41	8.89	9.21	7.97	6.05
Toplam	15.65	16.74	17.06	12.67	11.54
MW başına FAVÖK	2022T	2023T	2024T	9A 21	9A 22
Yerli Linyit	55	42	39		
Rüzgar	55	50	44		
Hidro	55	50	44		
Doğalgaz	14	14	15		
FAVÖK (Milyon TL)	2022T	2023T	2024T	9A 21	9A 22
Elektrik üretimi FAVÖK	9,680	11,433	11,947	2,076	5,371
Diğer faaliyetlerden FAVÖK	1,185	1,514	1,646	42	885
Enerjisa Üretim FAVÖK	10,865	12,947	13,593	2,118	6,256

Kaynak: YF Araştırma

TLmn	Hisse Kodu	Piyasa Değeri	Net Borç	FD	FD (USD)	Son 12 Aylık FAVÖK	FD/FAVÖK	Kurulu Güç (MWh)	Firma Değeri (USD) / MW
	AKSEN	62,727	6,966	69,693	3,739.3	6,007.8	11.6	2780	1.35
	AYDEM	19,698	11,642	31,339	1,681.5	2,652.6	11.8	1020	1.65
	AYEN	11,577	2,736	14,313	767.9	2,174.9	6.6	410	1.87
	GWIND	12,910	17	12,893	691.8	911.6	14.1	269	2.57
	ODAS	16,632	968	17,600	944.3	2,818.8	6.2	504	1.87
Sektör	Medyan						11.6		1.87

Kaynak: YF Araştırma

Yöntem	Ağırlık	Değer	Katkı
2022T FAVÖK x 7	50%	37,103	18,552
Benzer Şirket K. (FD/MW)	50%	64,292	32,146
Hedef Değer (Milyon TL)			50,697

*Hedef değer Sabancı Holding'in %50 oranındaki payları içindir.

Kaynak: YF Araştırma

SABANCI HOLDING SERMAYE KULLANIM STRATEJİSİ

Sabancı, yatırım harcamalarının satışlara oranını iki katından fazla artırmayı hedeflerken, Holding seviyesinde Net Borç/FAVÖK oranını 2,0x'in altında tutmak istiyor. Bu sermaye harcamaları, mevcut iş kollarının kapasitesini artırmanın yanı sıra holding için "Yeni Ekonomi" olarak adlandırılan yeni nesil iş kollarına girme fırsatını da sunuyor. Orta vadede, bu ilave sermayenin yaklaşık %75'inin Yeni Ekonomi iş kollarına, kalan %25'inin ise mevcut iş kollarına ayrılması beklenmektedir. Öte yandan, 2022 yılında sermaye harcamalarının yaklaşık %85'i yeni ekonomi yatırımlarına ayrıldı.

Sermaye
Kullanım Alanları

Hem organik hem de inorganik büyümeyi hızlandırmak için yatırımları ikiye katlıyor...

SABANCI

Yatırımlar 2 Kat Artarken Ana İşlerimize & Yeni İş Sahalarına Ayırdığımız Yatırımların Oranı 25/75

Ana İşlerin Korunması ve Büyütülmesi

- Pazardaki öncü konumlarımızı güçlendirmek
- Müşteri odaklı karlı büyüme

Hissedar Getirisinin Artırılması

- Temettü Politikası: Dağıtılabılır net karın %5 ile %20'si arasında
- Hisse Geri Alım Programı: Çıkarılmış sermayenin %5'ine kadar: 102mn hisse Azami fon tutarı: 1,75 milyar TL
- Yönetim Uzun Vadeli Performans Hedefleri: NAD Büyümesi & Göreceli Toplam Hissedar Getirisi



Yeni Büyüme Platformlarına Yatırım

- Yeni ekonominin kombine satışlardaki payı: 2021'de %6 iken orta vadeli hedeflerde ~%13
- Banka-dışı yatırım harcamalarının %75'i dönüşüm & yakınsak alanlarda, daha fazla döviz geliri yaratmak, regülasyonu azaltmak ve Net Sıfır Emisyon hedefimize ulaşmak için alttakilere odaklı:
 - İklim Teknolojileri
 - İleri Malzeme Teknolojileri
 - Dijital Teknolojiler
- İç Verim Oranı (IRR) > Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) + (%1 ile %3 arası)

Güçlü Bilanço Yapısının Korunması

- Net Borç / FAVÖK ≤ 2x
- Sermaye ve borcun sağlıklı kullanımı
- Yatırım yapılabilir şirket gibi yönetilen bilanço

Kaynak: Şirket Sunumu

Yeni Ekonomi stratejisi, i) İklim Teknolojileri, ii) İleri Malzeme Teknolojileri ve iii) Dijital Teknolojiler olarak adlandırılan üç ana alana odaklanmaktadır. Yeni ekonomi yatırımlarının temel amacı, gelirlerdeki döviz payını artırmak, mevzuata bağlı gelirleri azaltmak ve Net Sıfır Emisyon hedefine ulaşmaktır. İklim teknolojileri sektöründe faaliyet gösteren Safar Investments, kompozit sektöründe faaliyet gösteren Microtex, siber güvenlik alanında faaliyet gösteren Radiflow, yeni nesil mobilite çözümleri sektöründe faaliyet gösteren Arvento ve DC Şarj alanında faaliyet gösteren Eşarj bunlara örnek olarak gösterilebilir. Bu yatırımlara ek olarak, Çimsa ile CAC tipi çimentoya odaklanmak gibi mevcut iş kollarında daha gelişmiş ürün gruplarının artırılması da bir diğer yeni nesil iş yatırımı olarak yerini koruyor.

Sabancı, “yeni ekonomi” iş kollarına %75'lik sermaye tahsisi ile 2021'de %6 olan iş kollarının holding içindeki payını %13'e çıkarmayı hedefliyor. Bu işletmelerin karlılık hedefi, ortalama olarak AOSM + %1/3 IRR'dir. Sabancı, bu stratejide başarılı olabilmek için sermaye yapısını en verimli sermaye maliyetine göre kullanmayı planlamaktadır.

Sabancı, portföyüne risk çeşitlendirme yaklaşımıyla yaklaşmaktadır. Mevcut işletmelerde elektrik fiyatlarının piyasa riskinin üretim ve dağıtım iş kollarıyla yönetilmesi bu bakış açısına güzel bir örnektir. Sabancı, yeni ekonomi yatırımları ile risk azaltıcı bu yaklaşımı i) döviz geliri yaratımını artırarak ve ii) gelirlerin regülasyona bağımlılığını azaltarak genişletmek istiyor.

1) Sabancı Renewables

- Sabancı Holding, 22 Ekim'de Sabancı Renewables'ın kurulduğunu duyurdu. Sabancı İklim Teknolojileri'nin tamamına sahip olduğu ve Sabancı Holding'in dolaylı olarak sahip olduğu Sabancı Renewables, ABD'de yenilenebilir enerji portföyü oluşturmak amacıyla Delaware'de kuruldu.
- Sabancı renewables ABD'de 272 MW güneş enerjisi santrali kurulumuna ilişkin olarak proje lisans alımını tamamladı. Projenin 2Ç24'e kadar tamamlanması bekleniyor.
- Açıklanan 272 MW'lık güneş enerjisi yatırımı, Houston şehrinde yüksek talebe yakın olduğundan iyi bir konumdadır.

2) Start-up Yatırımları

- Sabancı İklim Teknolojileri ile ABD'nin önde gelen girişim sermayesi yönetim şirketlerinden Safar Partners arasında uzun vadeli stratejik ortaklık duyuruldu.
- Safar Partners ağının bir parçası olan start-up'lara yapılan ilk yatırımlar: Commonwealth Fusion Systems; füzyon teknolojisini hayata geçirebilecek bir girişim Quaise Energy; derin jeotermal enerji teknolojileri geliştiren bir şirket

Açıklanan yatırım planı ile şirket, enerji operasyonlarını dünyanın 2. büyük yenilenebilir enerji pazarı olan ABD'ye genişletmeyi hedefliyor. SAHOL'un 2050 net sıfır hedefine benzer şekilde, ABD'de şirketler, tüketimlerinin %80'ini, 2045 yılına kadar yaklaşık 4.050 TWh olması beklenen yenilenebilir kaynaklardan sağlamayı taahhüt ediyorlar.

Holding'in enerji işinde küresel bir oyuncu olmasını sağlayan yeni genişleme planlarını vurgularken, enerji odaklı yenilikçi yatırımlar, şirketler arasında potansiyel sinerjilere de işaret etmektedir.

AKBANK (AKBNK): HF: 24,30 TL (Endeks Üzeri Getiri)

Artan menkul kıymet getirileri, kredilerde yeniden fiyatlandırma, Kur Korumalı Mevduatlarla fonlama maliyetlerinde gerileme ve güçlü komisyon gelirleri sayesinde Türk Bankaları 9A22'de güçlü finansal sonuçlar açıkladı. Yılın son çeyreğinde ise, yakın zamanda açıklanan kredi büyümeleri, kredi faizleri ve TL mevduatlarla ilgili regülasyonların kredi büyümeleri ve kredi mevduat makaslarını sınırlayabileceğini düşünüyoruz. Ancak, enflasyondaki yüksek seyirle, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet getirileri regülasyonların Banka karlılıkları üzerindeki negatif etkisini elimine edebilecektir. Ayrıca, ekonomik büyüme ve döviz kurlarındaki seyir de Bankacılık sektörünün sermaye rasyoları ve provizyonlama politikaları için önemli faktör olmaya devam edecektir. Böylece, TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü yüksek, sermayesi güçlü ve karşılık rasyoları yüksek bankaların güçlü karlılıklarını korumasını bekliyoruz.

AKBNK'ı güçlü sermayesi (3Ç22 itibarıyla %19,3 SYR, %16,1 Tier-I, 54milyar TL artık sermaye), TÜFE'ye endeksli menkul kıymet portföyü (3Ç22 itibarıyla 99milyar TL) ve iyi yönetilen gider/gelir oranı (9A22: %18,2) ile Model Portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. Banka'nın 2022 yılında %58,3 özkaynak karlılığıyla 56,1milyar TL net kar açıklamasını beklerken 2023 yılında %33,4 özkaynak karlılığıyla 40,9milyar TL net kar açıklamasını bekliyoruz.

AKBANK – Değerleme

Değerlememiz %23 (önceki: %19) sürdürülebilir özkaynak karlılığı, %20 (önceki: %22) risksiz getiri oranı ve %5 (değişmedi) hisse risk primine dayanmaktadır. Hisse 2023T 2,5x F/K ve 0,81x PD/DD ile işlem görmektedir.

Sürdürülebilir Özkaynak Karlılığı (2022-27T)	23.0%
Hisse Maliyeti	27.0%
<i>Risksiz Getiri Oranı</i>	20%
<i>Hisse Risk Primi</i>	5%
<i>Beta</i>	1.39
Sonsuz Büyüme Oranı	4%
Hedef PD/DD	0.83
Hedef Defter Değeri (mnTL)	96,488
İştirakler (mnTL)	10,311
Hedef Piyasa Değeri (mnTL)	106799.5
Hedef Fiyat	24.30
Son Fiyat (20/12/2022)	20.00
Potansiyel	22%

Kaynak: YF Araştırma

AKSIGORTA (AKGRT)

Son dönemlerde makroekonomik gelişmeler sigorta şirketlerinin hem teknik gelirlerini hem de yatırım gelirlerini negatif etkileyerek karlılıklarını sınırlandırdı. Artan enflasyon ve döviz kurları sebebiyle kombine rasyolar yükselirken, negatif reel faiz ortamı nedeniyle yatırım gelirleri düşüş gösterdi. Aynı zamanda, döviz kurları, enflasyon ve asgari ücret gibi etkenlere bağlı olarak teknik rezervler de artış gösterdi. Ak Sigorta KASKO, trafik, yangın/doğal afet ve sağlık segmentlerinde faaliyet gösteren bir sigorta şirkettir. 9A22 itibariyle Şirket %149 kombine rasyo (9A21: %105) ile 1,6mlr TL (9A21: 64mn TL zarar) teknik zarar açıklamıştır. Yatırım gelirleri ise kambiyo karları sayesinde 1,1mlr TL seviyesine ulaşmıştır (9A21: 423mn TL). Böylelikle Şirket, 9A22'de 395mn TL net zarar açıklamıştır (9A21: 253mn TL net kar). 9A22 itibariyle yatırım portföyü 6,5mlr TL'ye ulaşmış olup (9A21 3,8mlr TL), %47 oranında Eurobond, %21 oranında ÖST, %19 oranında vadeli mevduat ve %12 oranında devlet tahvili ve %1 oranında hisse senetlerinden oluşmaktadır.

AGESA (AGESA)

Agesa Hayat Emeklilik, bireysel emeklilik, hayat ve ferdi kaza segmentlerinde faaliyet gösteren bir şirkettir. 3Ç22 itibariyle, Şirket bireysel emeklilik branşında %18,1 ve hayat ve ferdi kaza branşlarında ise %12,7 pazar payıyla özel sigorta şirketleri içerisinde lider konumdadır. Emeklilik branşının büyüklüğü yıllık %82 büyümeyeyle 60,6mlr TL'ye ulaşırken, katılımcı sayısı yıllık %7 artışla 1,6 milyona ulaştı. Hayat branşında ise, prim üretimi yıllık %77 artışla 2,4mlr TL'ye ulaştı. 3Ç22'de hayat branşındaki güçlü büyümeyeyle toplam teknik kar yıllık %67 artışla 1,4mlr TL'ye ulaştı. Enflasyona paralel artan maliyetlere rağmen artan gelirlerle, Şirket'in gider oranı 3Ç22'de %35 olarak açıklandı (3Ç21: %37). Artan teknik gelirlerin yanında, 459mn TL'ye yükselen yatırım gelirleriyle (3Ç21: 125mn TL) de net kar 807mn TL'ye ulaştı (3Ç21: 394mn TL) ve özkaynak karlılığı %57,6 olarak açıklandı (2021: %44).

KORDSA (KORDS) HF: 106.0 TL (Endeks Üzeri Getiri)

KORDS, küresel ölçekte ve rekabetçi bir konuma sahip olan lastik güçlendirme işinden istikrarlı bir nakit akışına sahiptir. Şirket, 2018 yılından itibaren Kordsa'nın yeni iş kolunu oluşturan ABD'deki kompozit teknoloji şirketlerini satın alarak bilançosunu güçlendirmeye başladı. Özellikle havacılık ve uzay endüstrisinden kompozit malzeme talebini vuran Covid-19'un yarattığı gerilemeye rağmen Kordsa, kompozit segmentindeki yatırımlarına devam etmektedir. Şirket, otomotiv sektörüne yönelik Avrupalı kompozit tedarikçisi Microtex'in %60 hissesini 2022 yılında 24,6 milyon Euro'ya satın aldı. Satın alma, Kordsa'nın havacılıktan otomotive kompozit değer zincirindeki varlığını genişleterek, teknolojik altyapısını derinleştirirken, iki alt segment arasındaki sinerji potansiyelini de artırmaktadır. Ticari uçak üretiminin hızlanması beklenen 2024 yılından sonra kompozit işinde büyümenin ivmelenmesini bekliyoruz.

Güneş Paneli Üretimi için yeni ortaklık, uzun vadeli değer yaratma potansiyeli sunuyor. KORDS, Toledo'nun Avrupa ve Orta Doğu'daki güneş panellerinin öncelikli hakları için Toledo Solar Inc ile stratejik ortaklık anlaşması imzaladığını duyurdu. Yeni stratejik ortaklık, yenilenebilir sektöre girme potansiyeli yaratırken sürdürülebilirliği de destekleyecek. Toledo, elektrik üretiminde verimliliği artıran yeni bir güneş paneli teknolojisine sahip olduğunu açıkladı. Anlaşmaya göre Kordsa, Türkiye, Avrupa ve ABD dışındaki bazı pazarlar için güneş paneli üretme hakkına sahip olacak. Öte yandan yakın vadede bir yatırım planı bulunmamakta ve Toledo'nun teknolojik ilerlemesine bağlı olarak 2-3 yıl sonra potansiyel bir yatırım gerçekleştirilebilir. Bu, uzun vadede potansiyel bir değer yaratımı olsa da ortaklığın Kordsa için yatırım temasını destekleyeceğini düşünüyoruz.

KORDS Özet Finansal Bilgiler

Milyon TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satış Geliri	2,485	3,947	5,137	4,536	7,891	18,945	27,244
FAVÖK	339	621	747	574	1,218	2,584	3,947
FAVÖK (USD milyon)	93	129	132	82	137	151	175
Net Kar	165	292	340	153	769	1,647	2,547
Yatırım Harcaması	-183	-218	-168	-222	-228	-601	-900
Net Borç	617	1,388	2,384	2,529	4,239	8,811	10,020

Kaynak: YF Araştırma

KORDS – Değerleme

Makro varsayımlarımızı değiştirdikten sonra 12 aylık vadeli hedef fiyatımızı 95 TL'den 106 TL'ye revize ettik, yeni Hedef Fiyatımız %23 yükseliş potansiyeline karşılık gelmektedir. Tahminlerimize göre, şirket 2023 yılında 6,6x F/K ve 6,0x FD/FAVÖK çarpanlarında ile işlem görüyor.

KORDS DCF Analysis						
Milyon USD	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	Terminal
Satışlar	1,104	1,211	1,329	1,459	1,602	1,650
Satış büyümesi	24.3%	9.7%	9.8%	9.8%	9.8%	3.0%
FAVÖK	151	175	199	222	243	251
FAVÖK büyümesi	10%	17%	14%	11%	9%	
<i>FAVÖK marjı</i>	13.6%	14.5%	15.0%	15.2%	15.2%	15.2%
Vergi	(26)	(29)	(34)	(39)	(43)	(44)
İşletme Sermayesinde Değişim	(69)	(25)	(28)	(30)	(32)	(14)
<i>İşletme Sermayesi / Satışlar</i>	30.9%	30.2%	29.6%	29.1%	28.5%	28.5%
Yatırım Harcamaları (Şirket Satın Almaları)	(60)	(85)	(85)	(85)	(35)	(50)
<i>Satışlara oranı</i>	5.4%	7.0%	6.4%	5.8%	2.2%	-3.0%
Serbest Nakit Akışı	-	(5)	36	53	69	143
Nakit akışlarının bugünkü değeri (2021-2026)						215
Devam Eden Değer						1,269
Firma Değeri						1,483
- Net borç						383
Hedef piyasa değeri						1,100
Hisse Fiyatı						85.95
Hedef Fiyat						106.00
Yükseliş Potansiyeli						23%

Source: YF Araştırma

AKCANS (AKCNS) HF: TL73.6 (Endeks Üzeri Getiri)

2022'nin ilk 8 aylık döneminde Türkiye çimento pazarı yıllık %13,70 daralarak 33,5 milyon ton olurken, Marmara ve Ege bölgelerindeki talep güçlü kaldı (8A22'de sırasıyla %1,05 ve %0,53 daralma). İhracat tarafında ise satış hacmi %9,05 artışla 13,0 milyon ton oldu. AKCNS'nin toplam klinker kapasitesinin %91'inin Marmara ve Ege bölgesinde olması ve 3Ç22'de tüm zamanların en yüksek değerine ulaşarak 46 milyon USD'a ulaşan güçlü ihracat performansı ile AKCNS'nin iyi bir pozisyonda olduğunu düşünüyoruz. 2023 yılında, Türkiye konut piyasasındaki arz talep dengesizliği ile yurtiçi talebin ve ABD'den gelen düşük alkali çimento talebinin de desteğiyle (9A22: İhracatın %59'u) güçlü ihracat performansının devam etmesini bekliyoruz. Bu katalistlerle birlikte satış hacminin 2022 yılında 2021'e paralel olmasını, 2023 yılında ise hafif artış kaydetmesini bekliyoruz. Enerji maliyetlerindeki artışın yaratmış olduğu baskıya rağmen güçlü talep ve AKCNS'nin fiyatlama kabiliyeti sayesinde şirketin güçlü performansını korumasını bekliyoruz. Ek olarak, alternatif yakıt kullanım oranının artıyor olmasının (3Ç22 itibarıyla %25; Sektör Ortalaması: %9) ve rüzgar tribünü yatırımının karlılığı desteklemesini bekliyoruz. AKCNS için bir diğer büyüme potansiyeli olarak ise yüksek marj ve büyüme potansiyeli ile liman operasyonları olarak görüyoruz (Son 5 yıllık ortalama brüt marj %57).

AKCNS'yi, demografik özellikleri ve düşük konut stoğu sayesinde güçlü büyüme beklediğimiz Türkiye çimento pazarına yatırım yapmak için iyi bir seçenek olarak görüyoruz. Şirketin iç pazardaki olumsuz bir durumda ihracata yönelme kapasitesinin de şirket için iyi bir avantaj olduğunu düşünüyoruz. Düşük alkali çimento gibi daha özel ürünlerde pazarı olan şirketin ana risk faktörünün hem yurtiçi hem de global pazarda aynı anda ciddi bir daralma gerçekleşmesi olduğunu düşünüyoruz.

AKCNS Özet Finansal Bilgiler

Milyon TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T
Satış Geliri	1,519	1,716	1,826	1,967	2,871	7,988	13,814
FAVÖK	308	354	245	323	405	1,225	2,375
FAVÖK (USD milyon)	85	74	43	46	45	71	106
Net Kar	149	178	75	115	304	1,249	1,282
Yatırım Harcaması	111	77	72	120	146	250	870
Net Borç	333	290	324	289	525	600	537

Kaynak: YF Araştırma

AKCNS – Değerleme

AKCNS'yi 5 yıllık İNA analizi ve 6.0x FAVÖK çarpanı ile ulaştığımız uç değeri kullanarak değerlendiriyoruz (CİMSA'nın 116.0 TL hedef fiyatı dahil edilerek). Hedef fiyat olarak 73.6 TL hesaplıyoruz ve bu hedef fiyat 57.2 TL olan mevcut fiyata göre %29 getiri potansiyeline işaret ediyor. AKCNS, 2022 ve 2023 beklentilerimize göre sırasıyla 9.6x ve 4.9x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor (2017-2021 ortalaması: 8.1x).

AKCNS İNA Analizi					
milyon TRY	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Satışlar	7,988	13,814	15,492	17,636	19,073
Satış Büyümesi	178.2%	72.9%	12.1%	13.8%	8.1%
FAVÖK	1,225	2,375	2,974	3,526	3,814
FAVÖK Büyümesi	202%	94%	25%	19%	8%
FAVÖK Marjı	15.3%	17.2%	19.2%	20.0%	20.0%
Vergi	417	(142)	(387)	(488)	(584)
İşletme Sermayesindeki Değişim	(446)	(1,238)	(899)	(384)	(268)
İşletme Sermayesi/Satışlar	5.6%	9.0%	5.8%	2.2%	1.4%
Yatırım Harcaması	(250)	(870)	(976)	(1,111)	(1,202)
Yatırım Harcaması/Satışlar	3.1%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
Serbest Nakit Akışı	945	125	712	1,543	1,760
<i>İskonto Faktörü</i>	<i>1.00</i>	<i>0.82</i>	<i>0.67</i>	<i>0.55</i>	<i>0.45</i>
Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	945	102	477	848	793
Net Bugünkü Değer 2021-2026	3,165				
Uç Değerin Bugünkü Değeri @6.0x FAVÖK	10,302				
Firma Değeri	13,467				
- Net Borç	785				
+Çimsa Hisseleri	1,399				
Hedef Piyasa Değeri (TRYmn)	14,081				
Mevcut Piyasa Değeri (TRYmn)	10,951				
Mevcut hisse fiyatı (TL/hisse)	57.2				
Hedef hisse fiyatı(TL/hisse)	73.6				
Potansiyel Getiri	29%				

Kaynak: YF Araştırma

CİMSA HF: TL116.0 (Endeks Üzeri Getiri)

CİMSA, 2021 ve 2022'de şirketin operasyon yapısını sadeleştirmeye yardımcı olan iki önemli anlaşmayı tamamladı.

1) Sabancı ile ortak girişim kurarak yabancı varlıklarını ortak girişime sattı ve bu ortak girişim aracılığıyla Bunol Çimento'yu satın aldı.

2) Türkiye'de 2 çimento fabrikasını sattı. CİMSA, 2 adet çimento fabrikasını (Niğde ve Kayseri) satarak operasyonel performansını ve marjı daha yüksek olan Beyaz Çimento ve CAC (Kalsiyum Alüminat) kapasitesini artırma yolunda ilerlemektedir. Bu işlem CİMSA'ya marj artışı sağlamakla birlikte aynı zamanda yeni kapasite yatırımları için şirkete ek fon sağladı. İşlem 110 milyon EUR+KDV ile gerçekleşti ve bu işlem sonucunda CİMSA 3Ç22'de net nakit pozisyonuna geçti.

CİMSA'yı mevcuttaki %7.2 pazar payı ile dünya çapında beyaz çimento pazarında potansiyel liderlerden biri olarak görüyoruz. CİMSA, Bunol'u satın almasıyla Avrupa ve Amerika pazarına daha etkin bir şekilde ulaşmak konusunda büyük bir avantaj elde etti. CAC segmenti, CİMSA için tüm segmentler arasında en yüksek marja sahip olan CAC segmenti şirket için bir başka büyüme potansiyeli olarak duruyor ve bu segmentin şirketin genel marjını desteklemesini bekliyoruz.

Beyaz çimento ve CAC segmentleri sayesinde gri çimento talebinin yüksek döngüsel etkilerini sınırlayabilecek olan şirket, gri çimento segmentinde de yurtiçi ve ihracat pazarları arasında geçiş gücü sayesinde performansını daha öngörülebilir hale getiriyor.

Şirketin güçlü iç ve ihracat pazarları sayesinde, 2022 yılını hacim olarak, satılan tesisler haricinde, yatay bir seviyede kapatmasını bekliyoruz. Beklentilerimize göre, çimento fiyatlarındaki artış eğilimi 2022 ve 2023'te ciro büyümesini desteklemeye devam edecektir.

Artan enerji ve yakıt fiyatları marjlar üzerinde baskı oluşturmaya devam ederken, güçlü maliyet kontrolü ve yüksek katma değerli ürünlerin artan payı marjları destekleyecektir. Ayrıca AFYON tesisinde alternatif yakıt ve yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanılması, değişken üretim maliyetlerine karşı CİMSA'yı güçlendirmektedir. AFYON'un son iki çeyrekteki güçlü finansal performansı ve bu güçlü performansın devam edeceği beklentisi, CİMSA'nın finansal performansını doğrudan etkileyecektir.

CİMSA ÖZET FINANSALLAR										
TRY Mn	2017	2018	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Satışlar	1,491	1,700	1,578	2,076	3,745	9,161	14,328	15,989	17,181	18,401
FAVÖK	384	388	269	444	646	1,420	2,507	3,198	3,436	3,680
Net Kar	228	155	13	176	1,017	3,254	2,156	2,902	3,226	3,599
Ödenen Temettü	68	0	0	0	0	200	1,627	1,741	1,936	2,159
Yatırım Harcaması	292	222	120	25	132	446	430	320	344	368
Net Borç	1,173	1,278	1,434	657	1,102	992	-16	-526	-1,335	-2,285
Net Borç/FAVÖK	3.1x	3.3x	5.3x	1.5x	1.7x	0.7x	0.0x	-0.2x	-0.4x	-0.6x
İşletme Sermayesi	671	541	608	666	984	1,654	2,829	3,187	3,425	3,668
İS/Satışlar	45%	32%	39%	32%	26%	18%	20%	20%	20%	20%

Kaynak: YF Araştırma

CIMSA – Değerleme

CIMSA'yı, 2022-2026 dönemi için nakit akışını tahmin ettiğimiz ve nihai değeri 4,5x FAVÖK çarpanına göre hesapladığımız İNA analizine göre değerlendiriyoruz ve 116,0 TL hedef fiyata ulaşıyoruz. Hedef fiyatımız, mevcut TL92.5 fiyatına kıyasla %25 artış potansiyeli sunuyor. CIMSA, 2022 ve 2023 tahminlerimize göre 8,2x ve 4,6x FD/FAVÖK ile işlem görmektedir (2017-2021 ortalaması 8,3x).

CIMSA İNA Analizi

milyon TRY	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Satışlar	9,161	14,328	15,989	17,181	18,401
Satış Büyümesi	144.6%	56.4%	11.6%	7.5%	7.1%
FAVÖK	1,420	2,507	3,198	3,436	3,680
FAVÖK Büyümesi	120%	77%	28%	7%	7%
FAVÖK Marjı	15.5%	17.5%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi	(192)	(463)	(600)	(647)	(695)
İşletme Sermayesindeki Değişim	(670)	(1,175)	(358)	(238)	(243)
İşletme Sermayesi/Satışlar	-7.3%	-8.2%	-2.2%	-1.4%	-1.3%
Yatırım Harcaması	(446)	(430)	(320)	(344)	(368)
Yatırım Harcaması/Satışlar	-4.9%	-3.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
Varlık Satışından Elde Edilen Nakit	1,870	-	-	-	-
Serbest Nakit Akışı	1,982	440	1,920	2,278	2,444
<i>İskonto Faktörü</i>	<i>1.00</i>	<i>0.83</i>	<i>0.69</i>	<i>0.58</i>	<i>0.48</i>
Serbest Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	1,982	366	1,328	1,310	1,169
Net Bugünkü Değer 2021-2026	6,154				
Uç Değerin Bugünkü Değeri @4.5x FAVÖK	7,920				
Özkaynaklar Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,296				
Firma Değeri	15,370				
- Net borç	-559				
-Azınlık Hakları	350				
Hedef Piyasa Değeri (TRYmn)	15,580				
Mevcut Piyasa Değeri (TRYmn)	12,495				
Mevcut hisse fiyatı (TL/hisse)	92.50				
Hedef hisse fiyatı(TL/hisse)	116.00				
Potansiyel Getiri	25%				

Kaynak: YF Araştırma

CARREFOURSA (CRFSA)

Carrefoursa hipermarket ve süpermarket sektöründe faaliyet göstermektedir. 1991 yılından beri faaliyet gösteren şirket, 2001 yılında Continent Mall, 2005 yılında Gima ve Endi, 2015 yılında Kiler Alışveriş gibi büyük satın alımlar gerçekleştirmiştir. Şirketin 30 Eylül 2022 tarihi itibarıyla 664 süpermarket, 27 hipermarket ve 145 franchise mağazası bulunmaktadır. 2010 yılında Carrefoursa mağaza sayısını 610'dan (%37 büyüme) 836'ya çıkarırken, benzer şirket olan MİGROS mağaza sayısını 2090'dan (%32 büyüme) 2750'ye çıkarmıştır.

Ödenmiş sermayesi 127,8 milyon TL olan şirketin %57,12'si Sabancı Holding'e, %32,16'sı Carrefour Nederland BV'ye ait olup, halka açıklık oranı %10,72'dir. Şirketin defter değeri 3Ç22 itibarıyla -651mn TL, Piyasa değeri ise 7.4 milyar TL'dir.

Carrefoursa'nın satışları son dört yılda %32 YBBO ile 5,2 milyar TL'den 15,6 milyar TL'ye yükselirken FAVÖK de 4 yılda %86 YBBO ile 107 milyon TL'den 1,3 milyar TL'ye yükseldi (Sektör Ortalaması: %55, Migros: %46). FAVÖK Marjı ise 3Ç22'de %8,2 (Sektör Ortalaması: %8,1) olarak gerçekleşti ve 4Ç19'dan bu yana sektör ortalamasının üzerinde seyretmektedir.

Operasyonel karlılık güçlü ve sektör ortalamasına yakın olmakla birlikte, yüksek borç seviyesi nedeniyle şirket net zarar açıklamaktadır. Ancak, operasyonel karlılık ile 3Ç2018'de 13,5x (Sektör Ortalaması: 2,3x) olan Net Borç/FAVÖK oranı 3Ç22'de (Sektör Ortalaması: 0,5x) 1,4x'e düşürmüştür. Yönetimin borç seviyesindeki düşüşün ve operasyonel karlılığın devam etmesi için olası aksiyonları ile net kârlılığı pozitif çevirme potansiyeli mevcuttur. Carrefoursa mevcut durumda FD/FAVÖK ve FD/Satış katsayılarına göre hem geçmişe hem de emsallerine göre iskontolu işlem görmektedir.

CRFSA Özet Finansallar

TL Million	2017	2018	2019	2020	2021	9A21	9A22
Satış Geliri	4,557	5,203	6,386	7,915	9,368	6,633	12,870
FAVÖK	131	107	547	671	842	534	969
FAVÖK (USD milyon)	36	22	97	96	94	63	54
Net Kar	-306	-11	-343	-304	-430	-389	-303
Yatırım Harcaması	-138	804	-148	-150	-98	-106	-58
Net Borç	1,175	460	1,579	1,132	1,352	1,565	1,326

Kaynak: YF Araştırma

TEKNOSA (TKNSA)

Teknosa 2000 yılında kurulmuştur ve Sabancı Holding'in şirketteki payı %50'dir. Hisselerin diğer kısmı halka açıktır ve 2012 yılından itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Şirketin ödenmiş sermayesi 201 milyon TL'dir. Teknosa'nın operasyonları, 30 Eylül 2022 itibarıyla 193 adete ulaşan mağazalar aracılığıyla teknolojik ürünlerin satışı ve 2022 yılı başından bu yana pazaryeri olarak da kullanılan web sitesi üzerinden yapılan satışlar olmak üzere iki ayrı kola ayrılabilir. Diğer faaliyet alanı olarak Teknosa, İklimsa markasıyla bayi ağı üzerinden klima ve buzdolabı satışı yapmaktadır. Ayrıca Teknosa, İklimsa çatısı altında Güneş Enerjisi Sistemi kurulum hizmetleri vermeye başlamıştır.

Teknosa'nın gelirleri son on yılda %21 YBBO ile 3Ç22 itibarıyla 4,5 milyar TL'ye ulaştı (1Ç13 : 661 milyon TL). FAVÖK de 24 milyon TL'den 16 kat artarak 386 milyon TL'ye yükselerek son on yılda %32 YBBO'ya işaret etmektedir. Böylece ortalama FAVÖK Marjı 2013-2018'deki %3,2 seviyesinden 2019-2022'de %8,1 seviyesine yükselmiştir. Net kar da 10 yılda %32 YBBO ile 16 kat artarak 3Ç22'de 141 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Net kar marjı, 2019-2022 arasındaki ortalama %0,1'den 3Ç22'de %3,1 artmıştır. Teknosa 3Ç22 itibarıyla 343 milyon TL ile net nakit pozisyonunda bulunmaktadır. Şirketin finansal borcu 490 milyon TL olup, borcun %47'si kısa vadeli. Şirketin net döviz pozisyonu, 3Ç22 itibarıyla yaklaşık olarak -28 milyon USD'dir.

Teknosa'nın Piyasa Değeri 5,9 milyar TL ile 5,6x FD/FAVÖK ve 13,4x F/K çarpanlarında işlem görmektedir.

TKNSA Özet Finansallar

TL Million	2017	2018	2019	2020	2021	9A21	9A22
Satış Geliri	3,391	3,477	4,137	5,607	7,520	4,951	10,789
FAVÖK	169	155	309	470	681	421	933
FAVÖK (USD milyon)	46	32	54	67	76	49	52
Net Kar	20	-65	-149	85	131	96	437
Yatırım Harcaması	-28	-37	-36	-37	-70	-34	-93
Net Borç	-73	-18	426	244	-500	112	-343

Kaynak: YF Araştırma

Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Göndereni ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanılarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

Levent Durusoy	Genel Müdür Yrd.	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
Araştırma Bölümü			
Serhat Kaya	Araştırma Müdürü	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Erol Gürcan	Başekonomist	erol.gurcan@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 37

Hizmet Noktalarımız

Genel Müdürlük	+90 (212) 317 69 00	Merkez	+90 (212) 334 98 00
Antalya	+90 (242) 243 02 01	Ankara	+90 (312) 417 30 46
Ulus	+90 (212) 263 00 24	Bursa	+90 (224) 224 47 47
Caddebostan	+90 (216) 302 88 00	İzmir	+90 (232) 441 80 72
Samsun	+90 (362) 431 46 71	Bodrum	+90 (252) 999 14 04
Denizli	+90 (258) 999 19 75		

