

## Şirket Raporu

## Alarko Holding

## Açıklanan kar beklentisi hisseyi destekliyor

25 Aralık 2020

## Alarko Holding yönetimi 2020 ve 2021 için net kar beklentisini paylaştı

Yakın geçmişte bir ilk olarak Alarko Holding yönetimi analist günü sunumunda 2020 ve 2021 için net kar beklentilerini paylaştı. Güçlü beklentiler ile beraber Alarko'nun hisse senedi fiyatında 2 günlük güçlü bir performans gözlemlendi. 2020 için Holding'in net kar beklentisi 500-600mn TL bandı olarak açıklandı. Açıklama öncesinde bizim yılsonu net kar beklentimiz ise 456mn TL seviyesindeydi. Kur tarafında görülen gevşeme ile beraber biz de 2020 için net kar beklentimizi 528mn TL seviyesine çekiyoruz. Alarko'nun 2020 ve 2021 tahmini F/K oranları hesaplamamızla 6,2x ve 4,4x olarak gözükürken, bu çarpanlar araştırma kapsamımızdaki banka-dışı şirketlere göre sırasıyla %70 ve %57 iskontoludur.

## Alarko'nun geleceğinde en önemli iş kolu olarak enerji göze çarpıyor

Yıllar süren bir dönüşüm sürecinin ardından, Alarko ana iş kolu enerji üretimi ve dağıtımı olan bir holding haline geldi. Yakın gelecekte Alarko'nun kur etkisinden arındırılmış net karının %80'den fazlasını enerji tarafından gelmesini bekliyoruz.

Buna göre yılı ortalama 280 TL/MWs seviyesinde kapatmasını beklediğimiz iç piyasadaki elektrik fiyatlarının Holding için oldukça önemli olduğunu görmekteyiz. Muhafazakar bir yaklaşımla Alarko'nun konsolide etmediği iştiraki olan Cenal Termik Santralinin değerlendirilmesinde 2021 için elektrik fiyatı tahminimizi 314 TL/MWs olarak belirliyoruz. Cenal'in yanında, Alarko'nun hidroelektrik ve güneş enerjisi santralleri ise sırasıyla 2025 ve 2026'ya kadar dolar bazlı YEKDEM fiyatlarından faydalanma durumunun altını çizmek isteriz.

## Elektrik dağıtım işi düzenli FAVÖK yaratıyor

Alarko'nun konsolide etmediği enerji iştiraki Alcen üzerinden sahipliği bulunan elektrik dağıtım şirketi Meram, yarattığı düzenli FAVÖK sayesinde devam eden borçluluğun azaltılması sürecinde katkı vermeye devam ediyor. 2021 yılında Meram'ın yaklaşık %12 marjla 1 milyar TL'lik FAVÖK yaratmasını bekliyoruz. Düzenleyici otorite tarafından varlık ve yatırım tabanında yapılan artışa rağmen AOSM'nin %14,60'dan %13,11'e çekildiğini görmekteyiz. Bu değişikliklerin Meram üzerinde sınırlı olumlu etkisi olacağını düşünüyoruz. Holding yönetimi tarafından borcun bir kısmının TL'ye çevrilmesi yolunda atılan adımların ardından cari rakamlarla Alcen'in 560mn USD artı 800mn TL net borcu olduğunu hesaplıyoruz (Alarko payı: %49,96). Hesaplarımıza göre Alcen'in solo Net Borç/FAVÖK çarpanı 2,35x seviyesine kadar inmiş durumdadır.

## Taahhüt grubu yakın gelecekte katkı vermeye başlayabilir

Çoğunluğu Kazakistan ve Romanya'da olmak üzere 1.2 milyar USD'lik birikmiş iş yüküne sahip olan taahhüt bölümünün Şirket beklentisine uygun olarak yılı %10 seviyesinde bir FAVÖK marjı ile kapatmasını bekliyoruz. Bu seviyenin geçmiş 3 yılın ortalaması olan %-1,6'ya ve önceki beklentimiz olan %4,4'ün oldukça üzerinde olduğunu görmekteyiz. 2020'de bölümün 135mn USD ciro (2019: 169mn) ve 13,5mn USD FAVÖK üretmesini bekliyoruz. Piyasanın Holding değerlemesinde büyük ölçüde göz ardı ettiği bölümü muhafazakar bir yaklaşımla 3x FD/FAVÖK çarpanı ile değerlendiriyoruz. %10 civarı FAVÖK marjlarının devam etmesi durumunda bölüm için yukarı yönlü potansiyel bulundurduğunu düşünüyoruz.

## ALGYO'nun piyasa değeri defter değerine yaklaştı

Önceki raporlarımızda ALGYO'nun 106mn USD'lik net nakit pozisyonuna istinaden defter değerine yakın bir seviyede işlem görme potansiyelinden bahsetmiştik. Son güncellememizden beri ALGYO'nun PD/DD değeri 0,71 seviyesinden 0,91 seviyesine (kura göre düzeltilmiş) gelirken, hisse BIST-100 endeksinin %12 üzerinde performans göstermiştir. ALGYO'nun nakit pozisyonu dikkate alındığında ilerleyen süreçte değer yaratan gayrimenkul yatırımları görebiliriz. Öte yandan ALGYO'nun daralan iskontosunun hisse için yukarı yönlü potansiyeli sınırladığını düşünüyoruz.

**Değerleme.** Parçaların toplanması yöntemi ile bulduğumuz net aktif değerine %20 holding iskontosunu uygulayarak 10,66/hisse (Önceki: 8,92/hisse) değerine ulaşmaktayız. Bu değer cari hisse fiyatı üzerinden %41 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Değerlememizin detaylarını sonraki sayfada bulabilirsiniz.

## Tavsiye

## Hedef Fiyat

Hisse Fiyatı

Getiri potansiyeli

Bloomberg Hisse Kodu

Piyasa Değeri (TLmn)

Halka Açıklık Oranı

Hisse adedi (mn)

Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)

## Fiyat Performansı

BIST100

Hisse Fiyatı (TL)

Nominal(TL)

BIST100'e göre

TL10.66

TL7.57

41%

ALARK TI

3,293

26%

435

105

1 Ay

3 Ay

1 Yıl

1,321

6.5

17%

8%

1,120

6.0

27%

0%

1,132

5.86

28%

2%

## Tahminler (TLmn)

Net Satışlar

FAVÖK

Net Kar

## Değerleme

F/K

FD/FAVÖK

F/DD

Temettü verimi

2018

2019

2020T

2021T

2018

2019

2020T

2021T

2018

2019

2020T

2021T

2018

2019

2020T

2021T

2018

2019

2020T

2021T

2018

2019

2020T

2021T

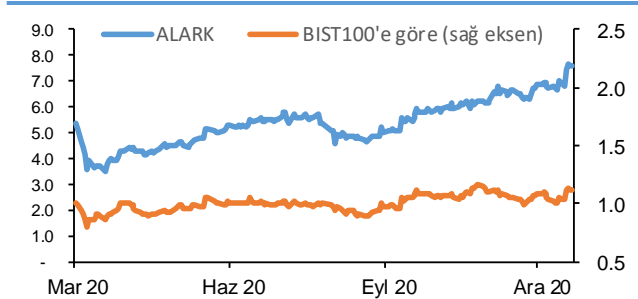
2018

2019

2020T

2021T

## Fiyat Grafiği



Mehmet Misoğlu

mehmet.misoglu@yf.com.tr

T: +90 212 334 9864

## DEĞERLEME

Yukarıda bahsedilen varlıklara ek olarak Alarko, holding seviyesinde kura göre düzeltilmiş 131mn TL seviyesinde solo nakit pozisyonuna sahiptir. Alarko'nun bunlara ilaveten gerçek değerinin oldukça altında olduğunu düşündüğümüz 56mn TL'lik (bilanço değeri) yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü bulunmaktadır. Parçaların bir araya gelmesi yöntemi ile Alarko için 5799mn TL hedef aktif değerine ulaşıyoruz. Bu değere %20 holding iskontosu uygulayarak Alarko için hedef piyasa değeri olarak 4639mn TL rakamını belirliyoruz. Hesaplamalarımızda yılsonu dolar kurunu 7,60 olarak almaktayız. Hedef değerimiz cari fiyata göre %41 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Değerlememizde yukarı yönlü riskler olarak; kurun 7.50 seviyesi altında kalıcı olması, elektrik fiyatlarının 330TL/MWh seviyesine ulaşması, enerji iştirakinden alınabilecek olası temettüler, taahhüt bölümünde alınacak yeni işler ve elektrik tarafında artan varlık ve yatırım tabanının olası olumlu etkileri sayılabilir. Aşağı yönlü riskler olarak ise kur tarafında olası değer kaybı, elektrik fiyatlarının 300TL/MWh seviyesinin altına gelmesi, hidroelektrik santrallerinde olumsuz hava koşullarından dolayı üretimin aksaması, doğal gaz tarifesinde bir indirim daha yapılarak termik santrallerin rekabetçiliğinin azalması ve ALGYO ve ALCAR'ın kuvvetli geçmiş performansın ardından piyasanın altında performans gösterme ihtimalini sayabiliriz.

## ALARKO Net Aktif Değer Hesaplaması (TL mn)

Piyasa Değeri		3293		
İskonto		<b>41%</b>		
<b>NAD</b>		4639		
	<i>Holding İskontosu</i>		20%	
ALARK		5799		
ALCAR		333		<i>PD-DD (10-90)</i>
ALGYO		795		<i>Piyasa Değeri</i>
Turizm		92		<i>70-30DD 8xFAVÖK</i>
			<b>Kapasite mW</b>	
Enerji		4238		
	<b>Altek xKırklareli</b>	262		
	<i>Karakuz HES</i>	392	76	<i>YEKDEM İNA</i>
	<i>Gönen HES</i>	52	10.6	<i>Maliyet-Amortisman</i>
	<i>Net Borç (-)</i>	182		
	<b>Alcen (%49.96)</b>	3976		
	<i>Panel Enerji</i>	180	51	<i>YEKDEM İNA</i>
	<i>Cenal-Karabiga Termik Santral</i>	3643	1320	<i>7x FD/FAVÖK</i>
	<i>Meram Elektrik Dağıtım</i>	2719		<i>5.5x FD/FAVÖK</i>
	<i>Net Borç (-)</i>	2566		<i>Kura Göre Düzeltilmiş</i>
Taahhüt		154		
	<i>Net Nakit</i>	-121		
	<i>Taahhüt Operasyonlar</i>	275		<i>3x FD/FAVÖK</i>
Holding				
	<i>Holding Net Nakit</i>	131		<i>Kura Göre Düzeltilmiş</i>
	<i>Holding Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</i>	56		<i>Defter Değeri</i>

Meclis - i Mebusan  
Caddesi No: 81 Fındıklı  
Beyoğlu / İstanbul 34427  
TURKEY

Tel: +90 (212) 317 69 00  
Fax: +90 (212) 282 15 50  
Bloomberg: YATF  
**www.yf.com.tr**

Levent Durusoy	Executive Vice President	levent.durusoy@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 33
<b>Institutional Sales</b>			
Burak Demircioğlu	Head of Sales & Trading	burak.demircioglu@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 42
Gülçin Sepken Aygün	Trading Director	gulcin.sepken@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 51
Levent Mutlu	Trading Director	levent.mutlu@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 40
Mehmet Ali Sukuşu	Senior Settlements Officer	mehmetali.sukusu@yf.com.tr	+90 (212) 317 68 42
<b>Equity Research</b>			
Serhan Gök	Head of Research	serhan.gok@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 39
Serhat Kaya	Steel, Automotive, Contractors, Oil & Gas, Defence, Conglomerates	serhat.kaya@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 36
Evren Gezer	Retail, Aviation, Durables, Food & Beverage, Telcos, Consumer	evren.gezer@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 58
Mehmet Misoğlu	Healthcare	mehmet.misoglu@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 64
Miraç Başcı	Banks	mirac.basci@yf.com.tr	+90 (212) 334 98 89

© 2019 YF Securities. All rights reserved.

Yatırım Finansman Menkul Değerler (YF Securities) research refrains from rating parent companies (TSKB and Isbank) to avoid any potential conflicts of interest between YF Securities and rated companies, in connection with, but not limited to, loan agreements or business deals.

YF Securities, its clients and employees may hold a position in the rated securities and may perform investment banking or other services for the covered companies. Strict limitations on trading apply for analysts; it is prohibited for analysts to trade equities on a daily basis, and any trading of equities by analysts, may only be conducted through the brokerage services provided by YF Securities.

Companies under the coverage of YF Securities are rated on the basis of their expected performance relative to the BIST index. The following ratings are used to accurately reflect analysts' research and opinions regarding their coverage:

**OutPerform:** Rated for stocks which YF Securities expects to outperform the BIST-100 index over a 12-month horizon.

**MarketPerform:** Rated for stocks, which YF Securities expects to perform in line with the expected BIST-100 return over a 12-month horizon.

**UnderPerform:** Rated for stocks, which YF Securities expects to underperform the BIST-100 index over a 12-month horizon.

The information on this document is provided by Yatırım Finansman (YF) Securities Inc. and it is not to be construed as an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or the provision of an offer to provide investment services. The investments discussed or recommended in this report may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. Therefore, making decisions with respect to the information in this report may cause inappropriate results. All prices, data and other information are not warranted as to completeness or accuracy and are subject to change without notice. Any form of reproduction, dissemination, copying, disclosure, modification, distribution and/or publication of information, opinions and comments provided on this document is strictly prohibited. The information presented in this report has been obtained from sources believed to be reliable. (YF) Securities Inc. cannot be held responsible for any errors or omissions or for results obtained from the use of such information.