

Şirket Raporu

Alarko Holding

20 October 2020

Net aktif değere göre iskonto hala yüksek

Alcen'in yabancı para borcunun azalması hisseyi cazip kılıyor

Geçtiğimiz üç aylık süreçte Alarko Holding konsolide etmediği enerji iştiraki Alcen'in yüklü döviz borcuna rağmen BIST-100 endeksinin %7 üzerinde performans gösterdi. Yakın dönemde elektrik fiyatlarında gözlemlenen artışın, kuvvetli operasyonel performansın ve ALGYO'nun PD/DD iskontosunun görece kapanmasının Alarko Holding için kuvvetli bir yatırım tezi oluşturduğunu düşünmekteyiz. Ek olarak, Alcen'in toplam döviz açık pozisyonu yıl içinde 862mn USD'den 660mn USD'ye (Alarko payı: %49,96) düşmesinin kısa pozisyon hakkındaki endişeleri kısmen dizginleyeceğini düşünmekteyiz.

Elektrik fiyatlarında dipten hızlı bir toparlanma gözlemleniyor

2009 yılından beri yapılan 2 milyar USD'ye yakın yatırımın sonucunda Alarko'nun ana faaliyet alanının enerji üretimi ve dağıtımını haline geldiğini söyleyebiliriz. Buna göre Şirket'in enerji varlıkları hedef değerimizin 74%'ünü oluştururken, iç piyasadaki elektrik fiyatları Holding için önemli bir parametre olarak göze çarpmaktadır. 3Ç20'de elektrik fiyatları kabaca 300TL/MWh olurken bu artış yılbaşından beri ortalama fiyatı 275TL/MWh seviyesine çekmiştir. Mayıs ayında yayınladığımız raporumuzda Alcen'in termik santrali Cenal'in değerlemesinde elektrik fiyatı olarak 257TL/MWh seviyesini almıştı. Muhafazakar bir yaklaşımla yeni değerlememizde elektrik fiyatını 295TL/MWh olarak alıyoruz. Ekim ayının ilk 20 gününde spot piyasada elektrik fiyatları 327TL/MWh olarak gerçekleşirken, bu fiyatların sürmesi durumunda Cenal'in değerlemesinde yukarı yönlü potansiyel olduğunu söyleyebiliriz. Ek olarak, yılın ilk çeyreğinde yapılan kömür fiyatı sabitlemesinin 2020 yılsonu için Cenal'in marjlarını destekleyeceğini düşünmekteyiz. Alarko'nun hidroelektrik ve güneş enerjisi santralleri ise sırasıyla 2025 ve 2026'ya kadar dolar bazlı YEKDEM fiyatlarından faydalanma imkanına sahiptir.

Elektrik dağıtım tarafı borçluluğun azaltılmasını destekliyor

Alarko'nun konsolide etmediği enerji iştiraki Alcen vasıtasıyla sahip olduğu Meram, Konya ve çevresindeki 6 ilde elektrik dağıtım hakkına sahiptir. 2020 için Meram'ın 1030mn TL'lik nakit akışı yaratmasını beklerken, bu akışın Alcen'in borçluluğun azaltılması konusunda önemli olduğunu düşünmekteyiz. 3Ç20'de Alcen, döviz borcunun bir kısmının TL'ye dönmeyi başarmıştır. Sonuç olarak cari rakamlarla Alcen'in 660mn USD artı 1230mn TL net borcu olduğunu hesaplıyoruz (Alarko payı: %49,96). Hesaplarımıza göre Alcen'in solo Net Borç/FAVÖK çarpanı 2,9x olmaktadır.

Taahhüt bölümü geride kalsa da potansiyel vaat ediyor

Çoğunluğu Kazakistan ve Romanya'da olmak üzere 1.2 milyar USD'lik birikmiş iş yüküne sahip olan taahhüt bölümünün önümüzdeki süreçte marjlarını yükseltmesini beklersek de Alarko'nun taahhüt bölümünü değerlerken oldukça mütevazı 3x FD/FAVÖK çarpanını kullanıyoruz. 2020'de bölümün 160mn USD ciro (2019: 169mn) ve 6,1mn USD FAVÖK üretmesini bekliyoruz.

Alarko GYO'nun PD/DD rasyonun artışı hisse fiyatını destekleyebilir

Alarko GYO nakit zengini bilançosuna (106mn USD net nakit) ek olarak hatırı sayılır bir gayrimenkul portföyüne sahiptir. Son güncellememizden beri ALGYO'nun PD/DD değeri 0,59 seviyesinden 0,71 seviyesine (kura göre düzeltilmiş) gelirken, hisse BIST-100 endeksinin %11 üzerinde performans göstermiştir. Herhangi bir finansal borcu bulunmayan ALGYO'nun olası kuvvetli performansının Alarko üzerinde olumlu etkisi olabileceğini düşünmekteyiz.

Değerleme. Parçaların toplanması yöntemi ile bulduğumuz net aktif değere %20 holding iskontosunu uygulayarak 8,92/hisse (Önceki: 7,32/hisse) değere ulaşmaktayız. Bu değer cari hisse fiyatı üzerinden %47 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Değerlememizin detaylarını sonraki sayfada bulabilirsiniz.

Tavsiye

Hedef Fiyat	TL8.92
Hisse Fiyatı	TL6.06
Getiri potansiyeli	47%

Bloomberg Hisse Kodu	ALARK TI
Piyasa Değeri (TLmn)	2,636

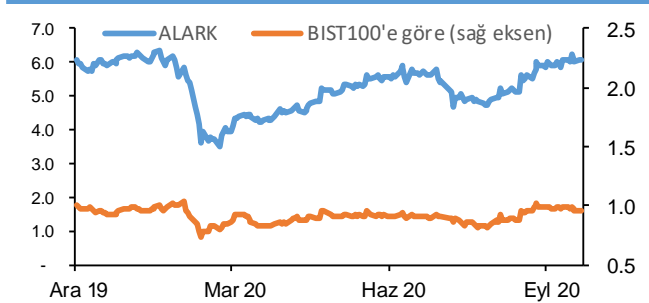
Halka Açıklık Oranı	26%
Hisse adedi (mn)	435
Ortalama İşlem Hacmi -3 aylık (TLmn)	57

Fiyat Performansı	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
BIST100	1,112	1,188	984
Hisse Fiyatı (TL)	5.6	5.7	4.62
Nominal(TL)	8%	5%	35%
BIST100'e göre	-1%	6%	7%

Tahminler (TLmn)	2018	2019	2020T	2021T
Net Satışlar	1,137	1,386	1,481	1,601
FAVÖK	109	288	314	341
Net Kar	-194	385	456	588

Değerleme	2018	2019	2020T	2021T
F/K	n.a.	5.9x	5.8x	4.5x
FD/FAVÖK	8.8x	6.0x	6.8x	6.2x
F/DD	1.0x	1.1x	1.0x	0.8x
Temettü verimi	3.9%	3.3%	4.3%	5.6%

Fiyat Grafiği



Mehmet Misoğlu

Yukarıda bahsedilen varlıklara ek olarak Alarko, holding seviyesinde kura göre düzeltilmiş 145mn 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 4850mn TL hedef aktif değerine ulaşıyoruz. Bu değere %20 holding iskontosunu uygulayarak Alarko için hedef piyasa değeri olarak 3880mn TL rakamını belirledik. Hesaplamalarımızda yılsonu dolar kurunu 7,90 olarak almaktayız. Hedef değerimiz cari fiyata göre %47 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Değerlememizde yukarı yönlü riskler olarak; kurun değer kaybının durması, elektrik fiyatlarının 320TL/MWh seviyesinin üzerinde kalması, enerji iştirakinden alınabilecek olası temettüleri, taahhüt bölümünde alınacak yeni işler ve ALGYO'nun iskontosunun kapanmaya devam etmesini sayabiliriz. Aşağı yönlü riskler olarak ise kur tarafında değer kaybının sürmesi, elektrik fiyatlarının 300TL/MWh seviyesinin altına gelmesi, hidroelektrik santrallerinde olumsuz hava koşullarından dolayı üretimin aksamaması ve doğal gaz tarifesinde bir indirim daha yapılarak termik santrallerin rekabetçiliğinin azalmasını sayabiliriz.

ALARKO Net Aktif Değer Hesaplaması (TL mn)

Piyasa Değeri	2636		
İskonto	47%		
Hedef Değer	3880		
	<i> Holding İskontosu</i>	20%	
ALARK	4850		
ALCAR	276		<i>PD-DD (20-80)</i>
ALGYO	622		<i>Piyasa Değeri</i>
Turizm	73		<i>70-30DD 8xFAVÖK</i>
		Kapasite mW	
Enerji	3594		
	Altek xKırklareli	355	
	<i>Karakuz HES</i>	459	76 <i>YEKDEM İNA</i>
	<i>Gönen HES</i>	52	10.6 <i>Maliyet-Amortisman</i>
	<i>Net Borç (-)</i>	156	
	Alcen (%49.96)	3239	
	<i>Panel Enerji</i>	206	51 <i>YEKDEM İNA</i>
	<i>Cenal-Karabiga Termik Santral</i>	3358	1320 <i>7x FD/FAVÖK</i>
	<i>Meram Elektrik Dağıtım</i>	2890	<i>4.2x FD/FAVÖK</i>
	<i>Net Borç (-)</i>	3214	<i>Kura Göre Düzeltilmiş</i>
Taahhüt	84		
	<i>Net Nakit</i>	-44	
	<i>Taahhüt Operasyonlar</i>	128	<i>3x FD/FAVÖK</i>
Holding			
	<i>Holding Net Nakit</i>	145	<i>Kura Göre Düzeltilmiş</i>
	<i>Holding Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller</i>	56	<i>Defter Değeri</i>

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. Gönderen 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak 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 Yardımcısı levent.durusoy@yf.com.tr +90 (212) 334 98 33

Araştırma Bölümü

Serhan Gök Müdür serhan.gok@yf.com.tr +90 (212) 334 98 39

Kurumsal Finansman Bölümü

Pervin Bakankuş Müdür pervin.bakankus@yf.com.tr +90 (212) 334 98 61

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		