

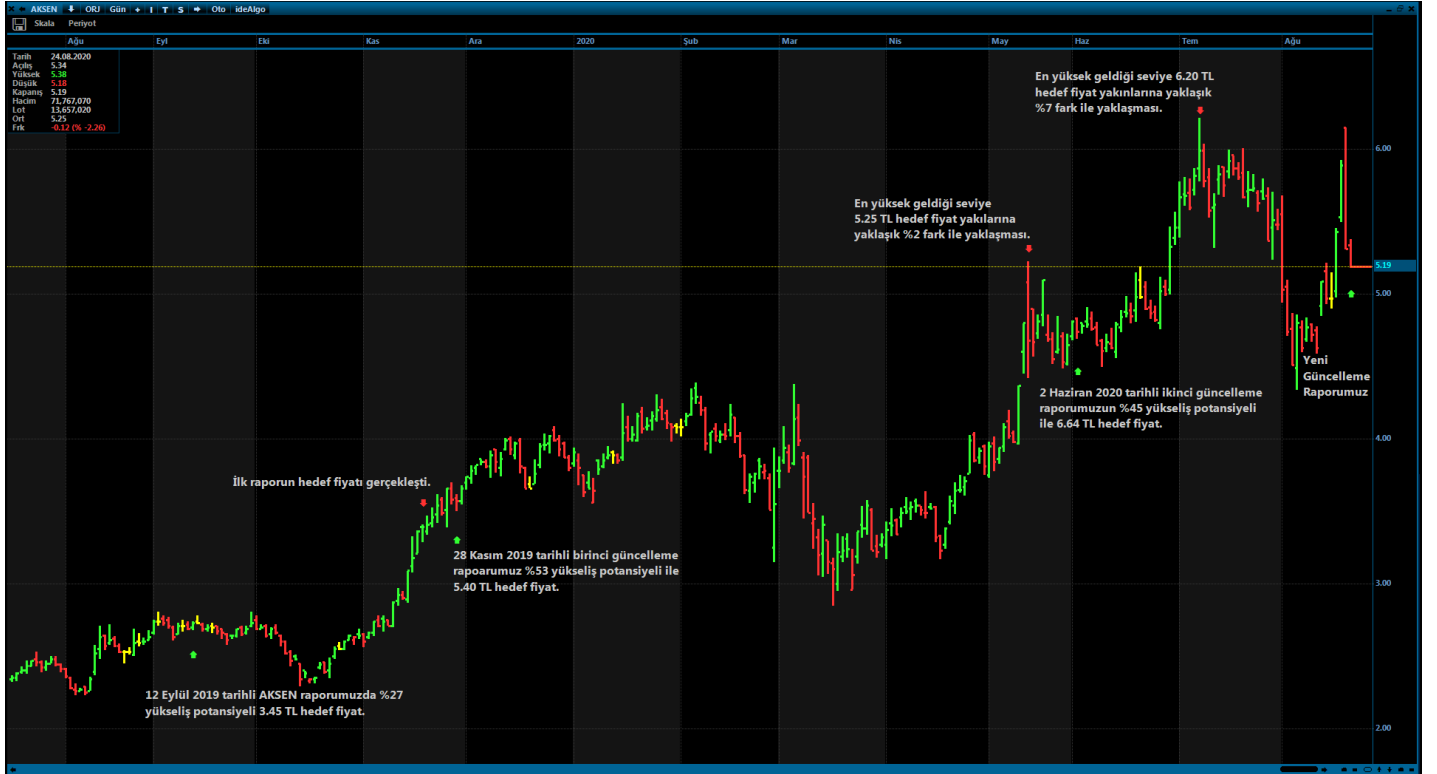
Finansallarda İyileşme Devam Ediyor

Analiz - Yorum

(Hedef Fiyat Güncelleme - AKSEN)

31 Ağustos 2020

Eylül 2019 tarihinden itibaren araştırmanın kapsamına aldığımız ve 2,71 TL kapanış fiyatından itibaren "AL" önerisi verdiğimiz Aksa Enerji için en son Haziran 2020'de 6,64 TL hedef fiyat ile güncelleme raporu yayımlamıştık. Temmuz (6,22 TL) ve Ağustos (6,15 TL) 2020 döneminde hedef fiyatımıza yaklaşmıştır. Şirketin 2020 ilk yarı finansallarını açıklamasının ardından tekrar değerlendirilerek hedef fiyatımızı yükselttik.



ŞİRKET FAALİYETLERİ

Operasyonel Elektrik Santralleri ve Güncellemeler

Türkiye'de Bolu, Antalya Şanlıurfa, Kuzey Kıbrıs bünyesinde bulunan toplamda 1470 MW kurulu kapasiteli elektrik santralleri faaliyetlerine devam etmektedir. Yurtdışında ise Gana, Mali ve Madagaskar da bulunan toplamda 500 MW kurulu güç kapasiteli elektrikli santrallere ek olarak ilk çeyrek döneminde Özbekistan Enerji bakanlığı ile 25 yıllık USD ödeme garantili 240 MW kurulu güç kapasiteli doğal gaz elektrik üretim santralının kurulumu-üretimi konusunda anlaşma sağlandı ve kurulumunda halihazırda şirketin makine parkında olan Doğal Gaz Enerji santralının kullanılması planlanmaktadır.

Tablo 1: Yurtiçi-Yurtdışı Elektrik Santral Faaliyetleri

Güç Santralleri	Lisans Sahibi	Yakıt Tipi	Kurulu Kapasite (MW)	Durum
Yurtiçi ve Kıbrıs				
Antalya NGCC	Aksa Enerji	Doğalgaz	900	Operasyonel
Şanlıurfa	Rasa Enerji	Doğalgaz	147	Operasyonel
Bolu	Aksa Göynük	Linyit	270	Operasyonel
Kuzey Kıbrıs	Aksa Kıbrıs	Fuel - oil	153	Operasyonel
Güç Santralleri				
Yurtdışı				
Gana	Aksa Enerji	Fuel - oil	370	Operasyonel
Mali	Aksa Enerji	Fuel - oil	40	Operasyonel
Madagaskar	Aksa Enerji	Fuel - oil	66	Operasyonel
Madagaskar CTA-2	Jirama - Madagaskar	Fuel - oil	24	Operasyonel
Özbekistan	-	Doğalgaz	240	25 Yıllık Sözleşme imzalandı

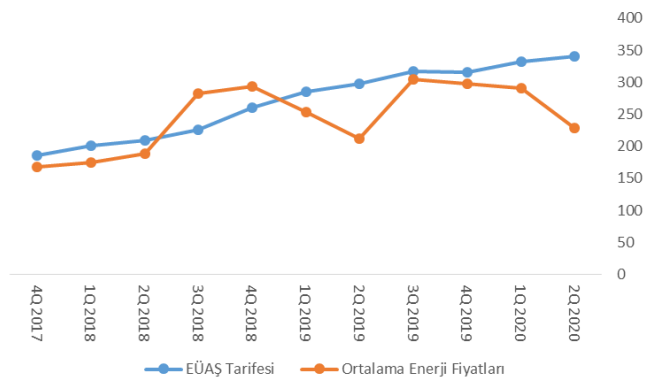
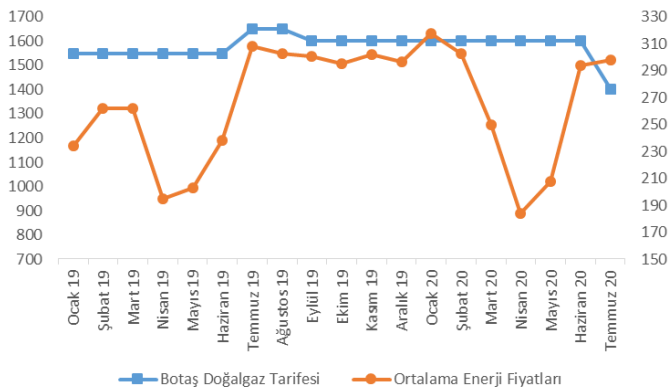
Türkiye Özelinde Olan Gelişmeler ve Olası Uzun Vadeli Etkileri

Türkiye'nin Karadeniz ve Akdeniz'de yürüttüğü doğalgaz ve petrol arama çalışmalarında ilk rezerv Karadeniz'in açıklarında yaklaşık 320 milyar metre küp değerinde bulundu. Cari açık sıkıntısı çeken ve bu cari açığın en önemli kalemlerinden biri olan enerji kalemi için olumlu bir adım olsa da kurulum ve yurtiçi arz süreçlerinin tamamlanması yaklaşık 3-4 sene beklenmektedir. Aksa Enerji'nin şu an hali hazırda faaliyet gösteren ve makine parkında bulunan ekipmanlar ağırlıklı olarak yurtiçinde Doğalgaz çevrimiçi santrallerinden oluşmaktadır. Bu da şirketin ileri vadeli operasyonlarında yurtiçinde fırsatlar barındırabileceği anlamına gelebilir. Özellikle kar marjı açısından etkisinin uzun vadeli olumlu olmasını beklemekteyiz.

Türkiye Operasyonlarında Maliyet Kalemleri ve Korona Virüsün Etkileri

Korona virüs ve yarattığı global belirsizliğin ekonomiye etkileri devam etmektedir Ancak önceki döneme göre normalleşme sürecinin etkileriyle emtia ve enerji piyasalarında toparlanmalar görüldü. Doğal gaz fiyatlarındaki yükseliş ve Botaş'ın tarife fiyatlarındaki düşüş yurtiçi operasyon ve karlılık açısından negatif bir etki yaratabilir. Ayrıca linyit ve kömür bazındaki santrallerinde tam tersi bir etki bulunmakta olup, kar marjlarına olumlu yansımıştır.

Grafik 1-2: Yurtiçi Kurum Alım Tarifesi ve Spot Enerji Fiyatları

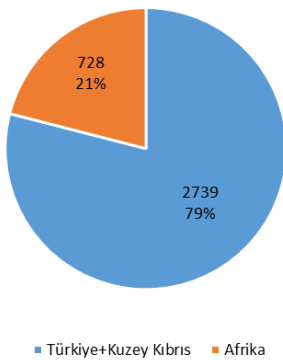


Kaynak: Aksa Enerji

Yurtdışı Operasyonların Finansallara Olumlu Yansıması Devam Ediyor

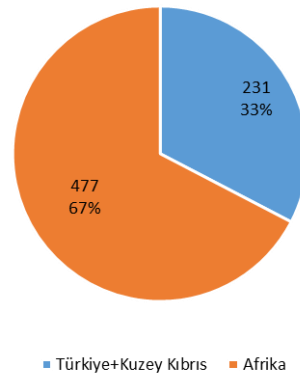
Şirketin faaliyet raporunda, yurt içi ve yurt dışı kurulu santrallerinde çeşitli yatırımlar devam etmekte olup, özellikle Özbekistan faaliyetlerinin ileride finansallara olumlu katkıda bulunacağına inanmaktayız. Bunun yansımalarını hali hazırda faaliyet gösteren yurtiçi ve yurtdışı gelirlerinin kırılımlarında görüyoruz. Aşağıdaki iki tabloda şirketin yurtiçi ve yurtdışı yatırımları ve bunun FAVÖK yansımalarını gösterilmiştir. Şirketin yurtdışı faaliyetleri MW cinsinden portföyde daha az bulursa da gelir açısından portföyün çoğunun yurtdışı operasyonlarda ve sağladığı yüksek kar marjından kaynaklanmaktadır. Ancak Mali'de olan siyasi belirsizlik ve askerî yönetime el koyması takip edilmesi gereken konulardır. Bunun yanında olası negatif bir durumda Mali'nin yurtdışı enerji portföyün yaklaşık %8 sini oluşturmasının ciddi riskler barındırmadığını düşünmekteyiz.

Grafik 3: Aksa Enerji Bölgesel Satışları (TRYmn)



Kaynak: Aksa Enerji

Grafik 4: Aksa Enerji Bölge Bazında FAVÖK (TRYmn)

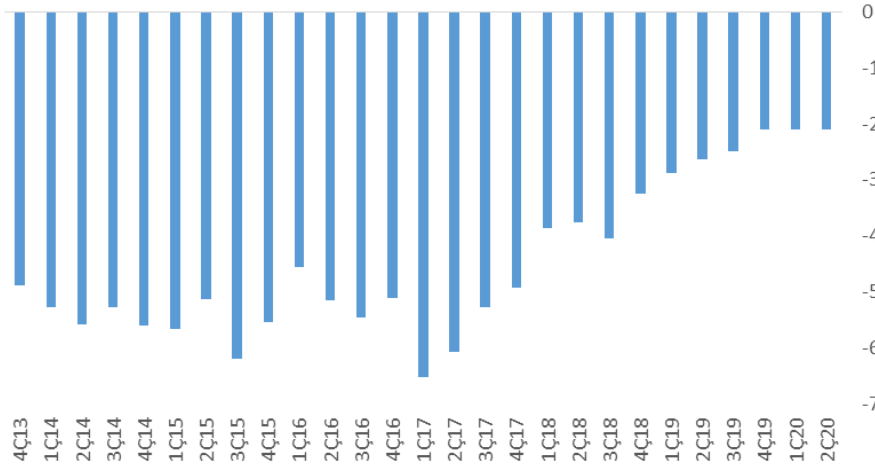


Kaynak: Aksa Enerji

Net Borç/Favök Rasyosunun Önemi

Önceki güncelleme raporımızda belirttiğimiz üzere şirketin Borç/FAVÖK rasyosunun düşüş yönünde olmasını olumlu karşılıyoruz ve bu düşüş trendi pandemiden kaynaklı belirsizliklere maruz kalsa da devam ettiğini düşünmekteyiz. Yaklaşık 3 yıl önce bu rasyo 6x'lerdeyken şimdi 2x'lere yaklaşması gelecekte şirketteki risk priminin düşmesine ve şirketin daha yüksek değer hak etmesini sağlamaktadır.

Grafik 5: Aksa Enerji Net Borç/Favök Rasyosu



Kaynak: Aksa Enerji, Finnet

DEĞERLEME

Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme

Aksa Enerji, 2020 Haziran dönemi sonunda 34 milyon US\$ net kar açıklamıştır. Fiyat/Kazanç çarpanından tahmini hisse başı değer hesaplamasının sadece yurtdışı benzer faaliyetler gösteren şirketler ile karşılaştırarak yaptık. Şirketin çarpanını global benzer şirketler ortalama çarpanları ile karşılaştırdığımızda %16 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 5.39 TL olarak hesaplamaktayız.

Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri (milyon US\$)	2020 Tahmini Net Kar (milyon US\$)	AKSEN	Global ve Yurt İçi Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
F/K	414	62	6.72	7.96	490	0.80	5.39

FAVÖK'e göre değerlendirme

Şirket, 2020 ilk 6 aylık dönemini 114 milyon US\$ FAVÖK açıklayarak kapatmıştır. Şirketin değeri göz önüne alındığında Firma Değeri/FAVÖK rasyosu 2.95x ve global yurt dışı benzer şirketler ortalaması birlikte alınarak 5.19x olarak hesaplanmıştır. Buna göre şirket yüzde 43% iskontolu olmakla beraber tahmini piyasa değerini 1,495 milyon US\$ ve tahmini hisse değerinin ise 8.01 TL olması gerektiği hesaplanmıştır.

Firma Değeri/FAVÖK	Firma Değeri (milyon US\$)	2020 FAVÖK Tahmini (milyon US\$)	AKSEN	Global ve Yurt İçi Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Firma Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/FAVÖK	850	288	2.95	5.19	1,495	1.19	8.01

Satışlara Göre Değerleme

2020 Haziran sonu itibariyle 537 milyon US\$ ciro yapmış olan şirket pandeminin etkisi ile 1,116 milyon US\$ seviyelerinden tamamlamasını tahmin etmekteyiz. Şirketin Firma Değeri/Satışlar rasyosunu 0.79x hesaplamaktayız ve global ve yurt içi benzer şirketler ortalaması ile karşılaştırdığımızda şirketin yaklaşık %24 iskontolu ve tahmini hisse değerini ise 5.98 TL olarak bulmaktayız.

Firma Değeri/Satışlar	Firma Değeri (milyon US\$)	2020 Satışlar Tahmini (milyon US\$)	AKSEN	Global ve Yurt İçi Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Firma Değeri (milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Firma Değeri/Satışlar	850	1,073	0.79	1.04	1,116	0.89	5.98

Defter Değerine Göre Değerleme

Şirketin özsermayesi yaklaşık 571 milyon US\$ olarak açıklanmış olup, şirketin çarpanını global yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ortalama çarpanı ile karşılaştırdığımızda %29 iskontolu işlem görmekte olup, tahmini hisse başı değerini 6.42 TL olarak hesaplamaktayız.

Piyasa/Defter Değeri	Piyasa Değeri (milyon US\$)	Defter Değeri	AKSEN	Global ve Yurt İçi Benzer Şirketler Ortalaması	Tahmini Piyasa Değeri(milyon US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (US\$)	Tahmini Hisse Başı Değer (TL)
Piyasa/Defter Değeri	414	571	0.72	1.02	583	0.95	6.42

Global Benzer Şirket Ortalamaları

Global Benzer Şirketler	Fiyat/Kazanç	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	Ülke
Tauron Polska	7.04	1.95	0.17	0.17	Polonya
Energa	7.37	2.38	0.18	0.36	Polonya
Cez AS	16.26	5.55	1.64	1.02	Çek Cumhuriyeti
Energias do Brazil	7.96	5.19	1.04	1.12	Tayland
Eneva	21.72	12.35	5.83	2.15	Brezilya
Aksa Enerji	9.41	4.42	0.97	0.92	Türkiye
Medyan	10.37	5.55	2.72	1.82	

Değerleme Yöntemleri	Hisse Çarpan	Sektör Çarpan	Tahmini Piyasa Değeri (milyonUS\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (US\$)	Tahmini Hisse Başına Fiyat (TL)
Fiyat Kazanç Oranına Göre Değerleme	6.72	7.96	490	0.80	5.39
FAVÖK'e göre değerlendirme	2.95	5.19	1,495	1.19	8.01
Satışlara Göre Değerleme	0.79	1.04	1,116	0.89	5.98
Defter Değerine Göre Değerleme	0.72	1.02	583	0.95	6.42
Ortalama					6.45
Hisse Kapanış Fiyatı					5.28
Potansiyel (Yön-%)				Yükseliş	22%

Varsayımlar

*Bilanço hesaplanması ve tahmini USD baz alınarak yapılmıştır.

*Kapanış Fiyatı 28.08.2020 tarihinin kapanış fiyatı olan 5.28 üzerinden alınmıştır.

*USD/TRY kuru 6.75 olarak alınıp hesaplama bunun üzerinden yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu (mnUS\$)	2017	2018	2019	2020/06	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Toplam Satış Gelirleri	987	971	984	537	1,073	1,105	1,139	1,173	1,208	1,244	1,281	1,320	1,359	1,400	1,442
Operasyonel Kar	71	138	162	80	195	166	174	181	196	205	208	202	204	210	231
FAVÖK	133	220	248	114	288	262	273	283	301	314	320	317	322	332	356
Vergi				0	43	36	38	40	43	45	46	44	45	46	51
Çalışma Sermayesindeki Değişim				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye Harcamaları (Capex-USD)				0	200	204	208	212	216	221	225	230	234	239	244
İleri Vadeli Serbest Nakit Akım				0	131	94	103	111	128	138	140	131	133	139	163
İskonto Faktörü				0.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	2.1	2.3	2.6	3.0	3.3	3.8
İndirgenmiş Nakit Akım				0	116	74	72	68	70	67	60	50	45	42	43
Nihai Büyüme															1.0%
Nihai Büyümenin Bugünkü Değeri															415
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri															708
Şirket Değeri															1,123
Net Borç (-)															-436
Özsermaye Değeri															686
Piyasa Değeri															420
Yükseliş/Düşüş Potansiyeli															63.4%
İşlem Fiyatı (TL) (25/08/2020)															5.28
Hedef Fiyat (TL)															8.63

Varsayımlar

*Şirketin olası risklerini göz önünde bulundurduğumuzda risk primi %5.5 alınmıştır.

*Kapanış Fiyatı 28.08.2020 tarihinin kapanış fiyatı olan 5.28 üzerinden alınmıştır.

Kaynak: Aksa Enerji, Alan Yatırım

Sonuç

Aksa Enerji için değerlemede iki ayrı değerlendirme yöntemi kullanılmıştır. Bunlar indirgenmiş nakit akımları yöntemi ve benzer rakip şirketlere göre piyasa çarpanı karşılaştırma yöntemidir. Mevcut benzer rakip şirketler Aksa Enerji gibi çeşitli elektrik üretim ve dağıtım segmentin de bulunana şirketler olup, değerlemeyi bu ölçüde yapmaya çalıştık. **Şirketin 1.5 beta oranı, %43 yükseliş potansiyeli ve 7.54 TL hedef fiyat ile yukarı yönlü hareket etmesini bekliyoruz.** Değerlememizde global benzer şirketler karşılaştırmasına ağırlık verdik. Yurtiçi atıl durumda duran, önceden yurtiçinde kurulu santrallerin yurtdışına taşınarak Afrika ülkeleri ile yapılan garantili US\$ bazlı alım anlaşmalarıyla yapılan elektrik üretim faaliyetleri bilanço kalemlerinde operasyonel karlılık ve karlılık marjları olarak yansıtmaya devam etmektedir. Buna ek olarak Özbekistan ile yapılan anlaşmanın bu kataliste daha fazla katkı sağlayacağını düşünmekteyiz. Bunun ile birlikte Mali de olan Askeri darbe ve ardından gelen siyasi belirsizlik, risk unsuru olarak takip edilmelidir. Ayrıca daha uzun vadeli olarak şirketin yurtiçinde ki kar marjlarını arttırabilecek gelişme olan doğalgaz rezervinin bulunması, şirketin yol haritasını etkileyecek ve karlılığını olumlu etkileyecek bir gelişme olarak görülebilir. Ancak doğalgazın yurtiçi piyasaya arzı konusunda ki 2-3 senelik tahminler sebebiyle fiyatlamamızın daha fiyatlar içinde olmaması gerektiğini düşünmekteyiz. Orta vade süresince Dolar/TL paritesi hafif yukarı yönlü trendi ileri vadeli beklentilerimizi olumlu etkilemektedir. Çoğunluk yurtdışı döviz cinsi geliri olan Aksa Enerji'nin bu bağlamda aşırı bir döviz riskine maruz kalmayacağını beklemekteyiz. Önceki dönemlerdeki gibi şirketin borçluluğunun da aşağı yönlü trend devam etmektedir. Türkiye'de yaşanan ekonomik yavaşlamanın ve yavaşlayan ivmenin 2021 yılında aşırı çalışmaları ile ters bir performans göstererek göstermesini düşünmekteyiz. Bizim Aksen'i beğenme nedenimiz, son 3 yılda ki istikrarlı FAVÖK büyümesinin devam etme potansiyeli, şirketin borçluluğundaki azalmanın sürmesi ve Netborç/FAVÖK rasyosunun düşüş trendin de olup şirketin risk primini düşürmesi ve buna bağlı olarak gelecekte daha yüksek piyasa çarpanlarından işlem görme potansiyelidir.

Değerleme Yöntemi	Hedeflenen Fiyat TL	Potansiyel %	Ağırlık %
Global Benzer Şirketler Karşılaştırması	6.45	22%	50%
İndirgenmiş Nakit Akımlar	8.63	63%	50%
Ortalama Hedef Fiyat	7.54	43%	100%

Varsayımlar *Kapanış Fiyatı 28.08.2020 tarihinin kapanış fiyatı olan 5.28 üzerinden alınmıştır.

GELİR TABLOSU TAHMİNİ – ÖZET

Milyon US\$	2018	2019	2020 Yılsonu Tahmini	2021 Yılsonu Tahmini	2019 2Q	2020 2Q
Toplam Satış Gelirleri	971	984	1073	1105	412	537
Toplam Giderler	-832	-822	-878	-940	-321	-456
Operasyonel Kar	138	162	195	166	92	80
FAVÖK	220	248	288	262	133	114
Faliyet Dışı Diğer Gelirler	-3	10	34	35	1	-2
Net Finansal Gelirler	-96	-76	-157	-161	-46	-27
Vergi Öncesi Net Kar	37	97	79	46	44	49
Vergi	6	17	17	10	3	4
Net Kar/Zarar (Azınlık Payları Hariç)	5	58	62	36	19	34
Marjlar						
Brüt Kar Marjı	15.8%	18.2%	19.5%	16.5%	24.3%	16.7%
FAVÖK Marjı	22.7%	25.2%	26.8%	23.7%	32.2%	21.3%
Net Kar Marjı	0.6%	5.9%	5.7%	3.3%	4.7%	6.4%
Bilanço Büyüklükleri						
Yabancı Para Net Döviz Pozisyonu	-268	-91	-57	-57	-261	-57
Net Borç	-652	-514	-436	-428	-618	-436
Özsermaye	311	588	571	571	340	571
Ödenmiş Sermaye	117	103	90	90	106	90

Kaynak : Aksa Enerji, Alan Yatırım

**Genel Müdürlük**

Levent Mah. Levent Cad. No: 45 P.K. 34330 Beşiktaş / İSTANBUL
+90 212 370 22 22
www.alanyatirim.com.tr

Ankara İrtibat Bürosu

Anafartalar C. Papatya S. No: 2/6-8 Ulus / ANKARA
+90 312 312 69 80

İzmir İrtibat Bürosu

Akdeniz M. Cumhuriyet Bulvarı Çırpıcı İş Merkezi No: 77/402 Konak / İZMİR
+90 232 445 64 66

arastirma@alanyatirim.com.tr

Yasal Uyarı : Bu dokümanda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme ve yorum güvenilir olduğu düşünülen Alan Yatırım A.Ş. Araştırma Departmanı tarafından burada sunulan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda makul özen gösterilmiş olmakla beraber, olabilecek hatalar ve eksikliklerden sorumlu değildir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez, içerik haber verilmeksizin değiştirilebilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım – satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu belgede yer alan yatırımla ilgili bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan görüşler, yatırımcının mali durumuna veya risk ve getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerlendirmelerin kullanımı sonucunda ortaya çıkacak doğrudan ve /veya dolaylı zararlardan Alan Yatırım A.Ş. sorumlu olmayacaktır. Tüm hakları saklıdır.