

Sabancı Holding

07 Kasım 2016

Sabancı Holding yılın üçüncü çeyreğinde 537 milyon TL net kar açıklarken bu rakam piyasa beklentisi olan 581 milyon TL'nin altında kaldı. Özellikle perakende segmentindeki zararlar ve enerji segmentinin finansal giderlerinin konsolide net karın beklentilerin altında kalmasına neden olduğu görülüyor. Şirketin kombine VAFÖK rakamı ise 2.7 milyar TL ile bir önceki yılın aynı dönemine göre %40 artış gösterdi. Özellikle banka karlılığındaki artış rakamları destekledi. Banka dışı segmentte ise enerji VAFÖK karlılığı bir önceki yıla göre artarken özellikle perakende segmentinde yazılan zararlar bu segmentin VAFÖK'ünün sadece %6 artmasına neden oldu.

Hem Carrefoursa hem de Teknosa'daki yeniden yapılanma ile ilgili giderler perakende segmentinin faaliyet karlılığını olumsuz etkiledi. Bu segmentte yapılan stok temizliği ve bunu desteklemek üzere yapılan promosyonlar VAFÖK üzerinde olumsuz bir etki yaptı. Şirketin Perakende segmenti VAFÖK rakamı üçüncü çeyrekte -15mn TL seviyesinde gerçekleşirken 2015 yılının aynı dönemindeki VAFÖK rakamı 58 milyon TL olmuştu.

Enerji segmenti ise banka dışı faaliyet karlılığında etkinliğini sürdürüyor. Elektrik dağıtım tarafında yatırımların hız kazanmasıyla artan varlık miktarının ve tarife değişikliğinin faaliyet karlılığı üzerindeki olumlu etkisi ile VAFÖK'ün yıllık %169 seviyesinde artmasını sağladığı görülüyor. Elektrik perakende segmentinde ise değişen fiyatlandırma modeli ve büyük müşteriler yerine orta seviye ve küçük işletmelere odaklanması bu segmentin VAFÖK'ünü yıllık olarak %212 yukarıya taşımış oldu. Elektrik Üretim segmentinde ise özellikle yenilenebilir enerji tarafındaki düşen üretime rağmen Yekdem satışları ve Tufanbeyli ile Bandırma 2 santrallerinin devreye girmesi VAFÖK'ün %6 oranında artmasını sağladı. Enerji segmentinde faaliyet karlılığındaki artışın Tufanbeyli ve Bandırma santrallerinin borçlarından kaynaklanan finansal giderler nedeniyle net kara yansımadağı görülüyor. Şirket dördüncü çeyrekte ise Tufanbeyli santralinin yapımında yaşanan gecikme nedeniyle inşaat şirketinden 150 milyon TL tutarında bir rakamın tazminat olarak alınmasını ve bunun VAFÖK ve net kara olumlu yansımalarını bekliyor.

Finansalların açıklanmasının ardından şirket 2016 beklentilerinde revizyona gitti. Şirket olumlu faaliyet karı gerçekleşmesi ve tazminat gelirleri nedeniyle enerji segmenti VAFÖK'ündeki artış beklentisini %45-55'den %55-60 seviyesine yükseltti. Ancak sanayi segmenti VAFÖK beklentisi emtia fiyatlarının düşük seyri nedeniyle %10-15 seviyesinden %5-10 seviyesine çekildi. Bu paralelde Sabancı Holding kombine satış büyüme beklentisi %10-15 seviyesinden %5-10 seviyesine çekilirken kombine banka dışı VAFÖK beklentisi ise %20-30 seviyesinde sabit tutuldu.

Eylül ayı itibarıyla Sabancı Holding'in solo net nakit miktarı ise 1 milyar TL seviyesine yükseldi. Şirket için 12TL hedef fiyat ile Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz. Şirket %36'luk NAD iskontosu ile işlem görürken son 2 yıl ortalaması %31 seviyelerinde bulunuyor.

SAHOL	ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ			
Fiyat (TL)	9.07			
Hedef Fiyat (TL)	12.00			
Yükseliş Potansiyeli	32%			
Piyasa Değeri (\$mn)	5,904			
NAD (TL)	28,710			
Prim (İskonto)	-36%			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	15.3			
Net Borç (TRLmn)	-550			
EV (TRLmn)	17,956			
<i>TL mn</i>	2014	2015	2016T	2017T
Net Satışlar	29,359	32,012	34,554	39,061
% büyüme	-18.7	9.0	7.9	13.0
VAFÖK	7,820	5,035	6,192	6,530
% marj	26.6	15.7	17.9	16.7
Net Kar	2,079	2,236	2,582	3,094
% marj	7.1	7.0	7.5	7.9
Özsermaye Karlılığı	10.3	10.5	10.9	11.8
Temettü	204.0	306.1	306.1	306.1
% ödeme oranı	10	14	12	10
% temettü verimi	1.1	1.7	1.7	1.7
F/K	8.3	6.1	6.0	6.0
EV/EBITDA	2.3	3.6	2.9	2.7
F/DD	0.9	0.8	0.7	0.7

Finansal Göstergeler(TL mn)	3Ç15	4Ç15	1Ç16	2Ç16	3Ç16	PB	Ç/Ç	Y/Y	9A15	9A16	Y/Y
Net Satışlar	7,810	8,127	8,260	8,906	8,385		-5.8%	7.4%	21,909	25,551	16.6%
VAFÖK	1,212	1,428	1,472	1,741	1,676		-3.8%	38.2%	3,578	4,888	36.6%
% marj	15.5%	17.6%	17.8%	19.6%	20.0%		43 bps	446 bps	16.3%	19.1%	280 bps
Net Kar	468	551	641	712	537	581	-25%	15%	1,686	1,890	12%
% marj	6.0%	6.8%	7.8%	8.0%	6.4%		-159 bps	42 bps	7.7%	7.4%	-30 bps

Segments (TL mn)	VAFÖK					Net Kar (bir seferlik giderler hariç)				
	3Ç15	2Ç16	3Ç16	QoQ	YoY	3Ç15	2Ç16	3Ç16	QoQ	YoY
Kombine	1,913	2,685	2,671	-0.5%	39.6%	468	551	537	-2.4%	14.9%
Banka	991	1,639	1,693	3.3%	70.8%	303	431	531	23.3%	75.6%
Banka Dışı	922	1,046	978	-6.5%	6.1%	171	137	145	5.9%	-15.2%
Enerji	318	550	524	-4.7%	64.8%	-74	9	-13	n.m.	-82.4%
Perakende	58	-22	-15	-31.8%	n.m.	-14	-47	-53	12.0%	266.5%
Çimento	211	230	215	-6.5%	1.9%	62	50	63	27.2%	1.2%
Sigorta	69	56	48	-14.3%	-30.4%	21	2	16	844.5%	-23.5%
Sanayi	270	248	219	-11.7%	-18.9%	97	133	110	-17.4%	13.1%
Diğer	-4	-16	-13	-19.3%	225.0%	79	-9	22	n.m.	-72.5%
Operasyonel Olmayan / Devam Etmeyen						-6	-17	-139		

GELİR TABLOSU, TL mn	3Ç15	2Ç16	3Ç16	y/y	ç/ç
Satışlar	7,810.0	8,905.6	8,384.7	7%	-6%
SMM	-5,111.3	-5,574.6	-5,353.5	5%	-4%
Brüt kar	2,698.8	3,330.9	3,031.2	12%	-9%
Faaliyet giderleri	-1,627.2	-1,730.5	-1,494.6	-8%	-14%
Faaliyet karı	1,071.6	1,600.5	1,536.7	43%	-4%
Amortisman	140.7	140.9	138.8	-1%	-1%
FAVÖK	1,212.3	1,741.3	1,675.5	38%	-4%
Diğer faaliyet gelirleri	141.2	224.8	-100.2	n.m.	n.m.
Net yatırım geliri	3.0	4.5	0.6	-82%	-88%
Net finansal gelirler	-105.8	-68.1	-84.3	-20%	24%
İştiraklerden Gelir/Gider	63.7	144.1	128.4	102%	-11%
VÖK	1,173.7	1,905.7	1,481.2	26%	-22%
Vergi	-220.6	-342.0	-300.2	36%	-12%
Durdurulan Faaliyetlerden karlar	1.0	-8.4	0.8	-21%	n.m.
Azınlık Payları Öncesi Net kar	954.2	1,555.3	1,181.8	24%	-24%
Azınlık Payları	486.6	843.2	644.5	32%	-24%
Net Kar	467.6	712.1	537.3	15%	-25%
Brüt marj	34.6%	37.4%	36.2%	160 bps	-125 bps
Faaliyet gideri/ ciro	-20.8%	-19.4%	-17.8%	301 bps	161 bps
FAVÖK marjı	15.5%	19.6%	20.0%	446 bps	43 bps
Net marj	6.0%	8.0%	6.4%	42 bps	-159 bps
Efektif vergi oranı	18.8%	17.9%	20.3%	147 bps	232 bps

BİLANÇO, TL mn	9A15	1Y16	9A16	y/y	ç/ç
Dönen varlıklar	129,872	136,753	145,556	12%	6%
Nakit	12,153	9,768	16,131	33%	65%
Ticari alacaklar	1,299	1,369	1,296	0%	-5%
Stoklar	2,030	2,144	1,934	-5%	-10%
Diğer	114,390	123,472	126,195	10%	2%
Duran varlıklar	137,362	142,087	145,011	6%	2%
MDV	4,195	4,533	4,585	9%	1%
Maddi olmayan varlıklar	1,502	1,544	1,535	2%	-1%
Diğer	131,665	136,009	138,890	5%	2%
Toplam varlıklar	267,235	278,840	290,567	9%	4%

KV Yükümlülükler	9A15	1Y16	9A16	y/y	ç/ç
Finansal borç	23,471	22,269	19,624	-16%	-12%
Ticari borç	2,039	2,345	2,010	-1%	-14%
Diğer	166,987	169,841	179,937	8%	6%
UV Yükümlülükler	36,485	41,929	45,476	25%	8%
Finansal borç	19,341	23,039	24,872	29%	8%
Diğer	17,143	18,890	20,604	20%	9%
Azınlık payı	18,084	20,414	20,991	16%	3%
Özsermaye	20,168	22,042	22,529	12%	2%
Toplam yükümlülükler	267,235	278,840	290,567	9%	4%

Net borç	30,659.3	35,539.3	28,364.6	-7%	-20%
Net borç/ FAVÖK	6.31	6.07	4.49	-29%	-26%
Net Döviz Pozisyonu	-471.4	1,695.5	1,388.0	n.m.	-18%

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. İMKB-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak İMKB'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir: Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisseler ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisseler ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştiremeyebilir.

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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. 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 raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.