

Odaş Elektrik

9 Mayıs 2017

Odaş'ı büyüme potansiyeli nedeniyle Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyesi ile araştırma kapsamına alıyoruz. Odaş diğer elektrik şirketlerinden farklı bir şekilde kömür santrali yatırımı yanında madencilik için de yatırımlarda bulunuyor. Şirketin elektrik üretim kapasitesi 148MW'dan 2017 sonunda 488MW seviyelerine yükselecek. Devam eden yatırımların tamamlanması ile birlikte şirketin VAFÖK rakamı ise bu seneki 67 milyon TL seviyelerinden 2018 yılında 267 milyon TL ve 2019 yılında ise 310 milyon TL seviyelerine ulaşacaktır. Şirket için belirlediğimiz 4.90TL'lik hedef fiyat ise %25 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

2018'de devreye girecek kömür santrali şirketin karlılığına önemli ölçüde etki edecektir. Çanakkale Çan'da bulunan 340 MW'lık kömür bazlı elektrik santrali yatırımı aynı zamanda değerli kömür rezervleri yakınında konuşlanmış durumda. Santral 2017 son çeyrekte tamamlanmasının ardından ürettiği elektrik 'in bir kısmını TETAŞ'a satabilecek. 2018 yılında bu santralin toplam VAFÖK'ünün 173 milyon TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.

Stratejik madencilik yatırımları ile değer artırıyor.

1 Şirket daha önce 1 milyon dolar almış olduğu Antimuan madeni 2016 ikinci yarından itibaren üretime geçti. Bu madenden 2017 ve 2018 yıllarında 2.4 milyon dolarlık VAFÖK katkısı bekliyoruz.

2 Şirket altın madeni ile ilgili olarak ÇED sürecini başlatmış bulunuyor. Toplamda 348 bin ons altın ve 2.8 milyon ton gümüş rezervi olan alanda şirketin 2019 yılında yıllık 15 bin ton ile altın üretimine geçmesini bekliyoruz. Altın madeninin VAFÖK katkısının ilk üretim yılı için 9 milyon dolar ve sonraki yıllar içinse 18 milyon dolar olmasını bekliyoruz.

3 Odaş geçtiğimiz aylarda Çorum Dodurga'da bir kömür madeni için redevans karşılığı kömür çıkarma anlaşması imzaladı. Bu alanda kömür çıkarma faaliyetlerinin 2018 yılında 100 bin ton ile başlamasını bekliyoruz. Bunun da şirketin konsolide VAFÖK'üne 24 milyon TL'lik katkısı olacaktır.

Urfa santralinin VAFÖK katkısı önümüzdeki yıllarda da devam edecektir. 140MW'lık santral aktif işler içerisinde en büyük VAFÖK katkısı olan iş olarak ön plana çıkmaktadır. Şirket bu santrali özellikle piyasadaki dengeleme için kullanmaktadır. Bu sayede normal elektrik fiyatlarının oldukça üzerinde bir satış fiyatı ve karlılığa ulaşabilen santralin karlılığının piyasadaki dengeleme ihtiyacının devam edeceği varsayımı ile sürdürülebilir olduğunu düşünüyoruz.

Çan santralinin devreye girmesi ile birlikte borçluluk azalmaya başlayacaktır. Odaş'ın 2016 sonunda 521 milyon TL'lik net borcu bulunurken bu rakam VAFÖK'ünün 8.5 katı gibi yüksek sayılabilecek bir seviyededir. Ancak Çan santralinin devreye girmesi ile Net Borç / VAFÖK rakamı 2018 yılında 2.5x seviyelerine gerileyebilecektir.

Riskler: Şirketin 2016 sonu itibarıyla yaklaşık 0.5 milyar TL'lik bir açık döviz pozisyonu bulunmaktadır. Bu da finansallar üzerinde özellikle kur hareketinin olduğu dönemlerde dalgalanma yaratabilir. Elektrik fiyatlarının seyri de şirket açısından önem arz etmektedir. Bunun yanında şirket değerinin büyük kısmının devam eden yatırımlardan geldiği göz önünde bulundurulursa bu yatırımların tamamlanmasında yaşanabilecek gecikmeler ve problemler hedef fiyat açısından risk oluşturabilir.

Endeksin Üzerinde Getiri

Bloomberg/Reuters Kodu	ODAS Tİ / ODAS.IS
Fiyat (TL)	3.91
Hedef Fiyat (TL)	4.90
Önceki Hedef Fiyat (TL)	-
Yükseliş potansiyeli	25%
Temettü verimi	0.7%
Piyasa Değeri (\$mn)	149
Halka açıklık	37%
12A Yüksek/ Düşük (TL)	4.2 / 2.24
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	3.3
Net borç (USD mn)	147
FD (USD mn)	297

TLmn	2015	2016	2017T	2018T
Net Satışlar	485	517	525	999
% büyüme	-22%	7%	1%	90%
VAFÖK	38	62	67	269
% marj	7.9	11.9	12.8	26.9
Net Kar	-1	-9	18	97
% marj	-0.1	-1.8	3.4	9.7
Özsermaye Karlılığı (%)	a.d.	a.d.	11%	44%
Temettü	0	0	4	10
% ödeme oranı	0	0	20	10
% temettü verimi	0.0%	0.0%	0.7%	1.8%

Çarpanlar				
F/K	a.d.	a.d.	29.9	5.5
FD/VAFÖK	27.5	17.1	15.6	3.9
F/DD	3.1	3.4	3.1	2.0

	1A	3A	YB
Relatif performans	-10%	19%	10%
Absolut	-4%	27%	32%

Oyak Yatırım Araştırma
research@oyakyatirim.com.tr

ODAŞ ELEKTRİK

Net Aktif Değer Dağılımı

May 09, 2017

Segment/İştirak	İş Alanı	Değerleme Yöntemi	Odaş Payı %	Hedef Değer m n TL	Odaş'a Değer m n TL	NAD Payı %
Faaliyetteki Varlıklar					248	32%
Urfa 140MW Doğalgaz Santrali ve Odaş Perakende	Elektrik Üretim	DCF	100	179	179	23%
Köprübaşı 8.2MW HES	Elektrik Üretim	DCF	90	20	18	2%
Antimuan Madenciligi	Madencilik	DCF	100	50	50	6%
Yatırımlar					535	68%
Çan 340MW Kömür Santrali	Elektrik Üretim	DCF	92	412	379	48%
Karaağaç Altın Madeni	Madencilik	DCF	96	124	119	15%
Dodurga Kömür Madeni	Madencilik	DCF	48	78	38	5%
Toplam İştirakler					783	100%
Toplam Net Aktif Değeri					783	100%
ODAŞ (Cari Değer)			3.91		531	
İskonto (-) / Prim					-32%	
NAD (%15 iskonto ile)					666	
Hedef Fiyat (TL)					4.90	
Cari Hisse Fiyatı (TL)					3.91	
Artış Potansiyeli					25%	
Kaynak: Oyak Yatırım						*%15 iskonto ile

GELİR TABLOSU, TL mn	2015	2016	2017T	2018T	2019T	17/16	18/17	19/18
Satışlar	484.9	517.4	525.0	998.6	1,157.3	1%	90%	16%
SMM	-442.1	-451.2	-311.9	-523.3	-613.2	-31%	68%	17%
Brüt kar	42.8	66.3	73.3	291.5	352.6	11%	298%	21%
Faaliyet giderleri	-11.0	-12.9	-19.8	48.2	60.5	53%	a.d.	25%
Faaliyet karı	31.8	53.3	53.5	222.5	258.7	0%	316%	16%
Amortisman	6.5	8.2	13.8	46.5	50.9	68%	237%	10%
FAVÖK	38.3	61.5	67.3	268.9	309.6	9%	299%	15%
Diğer faaliyet gelirleri	3.6	-2.9	-3.0	-5.0	-7.0	5%	67%	40%
Net yatırım geliri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	a.d.	a.d.	a.d.
Net finansal gelirler	-36.7	-62.8	-32.0	-87.7	-81.2	-49%	174%	-7%
İştiraklerden Gelir/Gider	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	a.d.	a.d.	a.d.
VÖK	-1.3	-12.3	18.5	129.7	170.5	a.d.	600%	31%
Vergi	-0.1	1.5	-2.8	-25.9	-34.1	a.d.	833%	31%
Durdurulan Faaliyetlerden karlar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	a.d.	a.d.	a.d.
Azınlık Payları Öncesi Net kar	-1.4	-10.7	15.8	103.8	136.4	a.d.	559%	31%
Azınlık Payları	-0.8	-1.3	-2.0	7.0	9.0	55%	a.d.	29%
Net Kar	-0.6	-9.4	17.8	96.8	127.4	a.d.	445%	32%
Brüt marj	8.8%	12.8%	14.0%	29.2%	30.5%	116 bp	1,523 bp	127 bp
Faaliyet gideri/ ciro	-2.3%	-2.5%	-3.8%	4.8%	5.2%	-127 bp	859 bp	40 bp
FAVÖK marjı	7.9%	11.9%	12.8%	26.9%	26.7%	93 bp	1,411 bp	-18 bp
Net marj	-0.1%	-1.8%	3.4%	9.7%	11.0%	520 bp	631 bp	131 bp
Efektif vergi oranı	-7.5%	12.5%	15.0%	20.0%	20.0%	249 bp	500 bp	0 bp
BİLANÇO, TL mn	2015	2016	2017T	2018T	2019T	17/16	18/17	19/18
Dönen varlıklar	247	275	288	332	361	5%	15%	9%
Nakit	99	108	107	95	97	-1%	-11%	2%
Ticari alacaklar	63	50	51	97	113	2%	90%	16%
Stoklar	13	18	22	24	26	25%	8%	8%
Diğer	72	100	108	116	125	8%	8%	8%
Duran varlıklar	596	676	894	948	971	32%	6%	2%
MDV	516	576	786	831	845	36%	6%	2%
Maddi olmayan varlıklar	18	19	21	23	25	8%	8%	8%
Diğer	62	81	87	94	102	8%	8%	8%
Toplam varlıklar	844	952	1,182	1,280	1,332	24%	8%	4%
KV Yükümlülükler	273	303	316	389	422	4%	23%	8%
Finansal borç	143	155	171	174	178	10%	2%	2%
Ticari borç	100	95	87	153	177	-8%	74%	16%
Diğer	30	53	58	62	67	8%	8%	8%
UV Yükümlülükler	395	490	692	624	525	41%	-10%	-16%
Finansal borç	379	473	673	603	503	42%	-10%	-17%
Diğer	16	17	19	20	22	12%	8%	8%
Azınlık payı	3	2	2	2	2	0%	0%	0%
Özsermaye	172	156	174	267	385	11%	54%	44%
Toplam yükümlülükler	844	952	1,182	1,280	1,332	24%	8%	4%
Net borç	423.7	520.7	737.2	682.9	584.3	42%	-7%	-14%
Net borç/ FAVÖK	8.06	8.46	10.95	2.54	1.89	29%	-77%	-26%

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 değiştirmeyebilir.

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.