



# Zorlu Enerji

## Türkiye'nin en çekici enerji hissesi

5 Aralık 2017

**Zorlu Enerji'yi AL tavsiyesi ve %46 yükselme potansiyeli ifade eden 2.02 TL/hisse hedef fiyatıyla araştırma kapsamına alıyoruz.** Şirket, Türkiye (portföyün %68'i), İsrail (portföyün %27'si) ve Pakistan (portföyün %5'i) gibi farklı pazarlarda faaliyet göstermesinin yanısıra %57'si yenilenebilir enerji olan geniş bir portföye sahiptir. Şirketin elektrik üretim kapasitesinin önümüzdeki dönemde ciddi oranda büyümesini bekliyoruz.

**Zorlu Enerji elektrik üretim kapasitesini 2020 sonuna kadar %49 arttırarak 1,626MW'a çıkaracaktır.** Elektrik üretimindeki büyüme yenilenebilir enerjiden (jeotermal ve solar) gelecektir. Yenilenebilir enerjinin FAVÖK marjı %80-90 civarında olup %10-15 olan geleneksel enerji kaynaklarına göre daha yüksektir. Yüksek kapasite büyümesinin yanısıra YEKDEM'e (yenilenebilir enerji devlet teşvik mekanizması) katılım sayesinde daha yüksek fiyatlı ve dolar bazlı elektrik satışları, Pakistan'da dolar bazlı elektrik satışları ve Türkiye'de dağıtım faaliyetlerindeki büyüme de Zorlu Enerji'nin karlılığına katkıda bulunacaktır.

**Önümüzdeki üç senede ortalama %24 FAVÖK büyümesi bekliyoruz.** Zorlu Enerji'nin FAVÖK'unun 2020'ye kadar yıllık ortalama %24 artarak 1.7 milyar TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK'deki büyüme ağırlıklı olarak ortalama 4.6 dolar olan spot fiyatlara göre çok daha yüksek olan 10.5 dolardan satılan jeotermal enerji tarafından gelecektir. Şirketin FAVÖK'unun %90'ı dolar bazlı olduğundan, bu yabancı para kredilerin sebep olduğu kur riskine karşı doğal koruma görevi görmektedir.

**Net borcun 2018-2019'da ciddi oranda düşeceğini hesaplıyoruz.** Şu anda ciddi bir yatırım döneminde olan şirketin 5.89 milyar TL net borç pozisyonu bulunmaktadır. Son yıllardaki büyük FAVÖK büyümesiyle şirketin net borç/FAVÖK oranı 2012'de 36'dan 2017'nin 3. çeyreğinde 7.9'a gerilemiştir. Bu oranın güçlü nakit üretimi ile 2018 sonunda 5.2'ye, 2019'da da 4.9'a düşmesini bekliyoruz.

**Değerleme cazip görünüyor.** Zorlu Enerji 2018'de dolar bazında %38 büyümeyle global rakiplerinin ortalaması olan %7'nin çok üzerindedir. Buna rağmen şirketin 2018 FD/FAVÖK çarpanı 7.3 ile global rakiplerinin ortalaması olan 9.2'nin altındadır. Değerlememiz şu andaki seviyeye göre %46 yükselme potansiyeline işaret etmektedir.

mn TL	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Net Satışlar	1.195	3.667	4.338	5.261	6.387
FAVÖK	413	884	1.285	1.463	1.701
Net Kar	-4	50	221	344	607
Brüt Kar Marjı	22,5%	23,2%	26,6%	25,4%	26,4%
FAVÖK Marjı	34,6%	24,1%	29,6%	27,8%	26,6%
Net Kar Marjı	a.d.	1,4%	5,1%	6,5%	9,5%
F/K (x)	a.d.	55,2	12,6	8,1	4,6
PD/DD (x)	2,6	1,5	1,4	1,2	1,0
FD/FAVÖK (x)	15,6	9,7	7,3	6,8	6,0
FD/Net Satışlar (x)	5,4	2,3	2,2	1,9	1,6
Özsermaye Karlılığı	n.m	2,8%	10,8%	14,5%	21,5%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kaynak: Zorlu Enerji, Gedik Yatırım

AL

### Takip Başlangıcı

#### Hisse Bilgileri

Sektör	Enerji
Bloomberg / Reuters kodu	ZOREN.TI / ZOREN.IS
Fiyat (TL/hisse)	1,39
Hedef fiyat (12A, TL/hisse)	2,02
Potansiyel getiri	46%
52-haftalık fiyat aralığı (TL/hisse)	1,1-1,81
Piyasa değeri (milyon TL)	2.780
Firma değeri (milyon TL)	8.666
Halka Açık PD (milyon TL)	429
Ort. İşlem hacmi (3-aylık, milyon TL)	63,46
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	2.000
Dolaşımdaki Paylar	15%
Yabancı Oranı (dolaşımdaki pay %)	
En son	7%
3 ay önce	7%

#### İşlem Hacmi

	1H	1A	3A	12A
Ortalama İşlem Hacmi (000)	19.817	27.741	39.894	35.564
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	26.637	41.123	63.458	48.902
Fiyat aralığı (TL/hisse)	1,28-1,41	1,28-1,69	1,28-1,81	1,1-1,81

#### Hisse Performansı

	1A	3A	6A	12A
Nominal getiri	-12%	-18%	9%	19%
BIST 100'e göre relatif getiri	-7%	-15%	1%	-17%

#### Ortaklık Yapısı

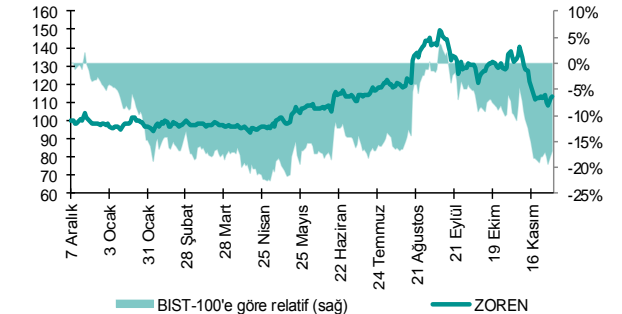
Zorlu Holding	62%
Korteks	18%
Halka Açık	20%

#### Şirket Özeti

1993 yılında Zorlu Holding tarafından kurulan Zorlu Enerji, son yıllarda elektrik üretimi, satışı, ticari ve dağıtımında faaliyetleri olan entegre bir oyuncu haline gelmiştir. Şirketin Türkiye, Pakistan ve İsrail'de operasyonları vardır. Toplam 1090 MW kapasitesinin 744 MW'ı Türkiye'de, 56 MW'ı Pakistan'da ve 290 MW'ı ise İsrail'dedir. Şirketin ayrıca 197 MW'lık yapım aşamasında projesi ve 340 MW hazırlanmakta olan projesi vardır.

#### TABLO 1: Fiyat Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Umut Öztürk

umut.ozturk@gedik.com

+90 (212) 385 42 22

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.



Gelir Tablosu (mn TL)	2016	2017B	2018B	2019B	2020B
Net satışlar	1.195	3.667	4.338	5.261	6.387
Satışların maliyeti	-926	-2.817	-3.185	-3.927	-4.699
Brüt kar	269	850	1.153	1.334	1.688
Faaliyet giderleri	-55	-233	-276	-334	-406
Net faaliyet karı	214	617	877	1.000	1.282
VAFÖK	413	884	1.285	1.463	1.701
Faaliyet dışı gelirler, net	21	-8	0	0	0
İştirak Karı veya zararı	-1	19	0	0	0
Finansal gelir, net	-333	-442	-508	-508	-472
Vergi öncesi kar	-99	185	369	492	809
Vergi sonrası kar	-5	50	221	344	607
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Net kar	-4	50	221	344	607
Pay başına kar	-0,03	0,37	1,63	2,53	4,47

Büyüme	2016	2017B	2018B	2019B	2020B
Satış	68%	207%	18%	21%	21%
VAFÖK	59%	114%	45%	14%	16%
Net kar	n.m.	n.m.	n.m.	55%	76%

Bilnaço (mn TL)	2016	2017B	2018B	2019B	2020B
Nakit ve benzerleri	98	200	248	260	300
Ticari alacaklar	149	388	443	535	648
Stoklar	0	0	0	0	0
Maddi duran varlıklar	4.385	5.025	5.945	6.491	6.908
Gayrimenkul yatırımları	0	0	0	0	0
Diğer varlıklar	2.209	4.320	4.682	5.288	6.037
Toplam varlıklar	6.841	9.933	11.318	12.574	13.893
Finansal borçlar	5.356	6.017	6.900	7.423	7.761
Ticari borçlar	301	799	911	1.100	1.333
Diğer yükümlülükler	719	1.313	1.452	1.685	1.972
Azınlık payları	-1	-1	-1	-1	-1
Özkaynaklar	466	1.805	2.056	2.367	2.828
Net borç	5.258	5.817	6.652	7.163	7.461

Nakit Akışı Tablosu (mn TL)	2016	2017B	2018B	2019B	2020B
Vergi öncesi kar	-99	185	369	492	809
Amortisman	199	267	333	385	419
İşletme sermayesi Δ	22	-258	-58	-97	-120
Vergiler	94	-135	-63	-78	-115
Yatırım harcamaları	-561	-2206	-1646	-1336	-836
Temettü ödemeleri	0	0	0	0	0
Sermaye arttırımı	0	1250	0	0	1
Borçlanma Δ	1207	661	883	522	338
Diğer nakit giriş/çıkış	-923	337	230	124	-457
Sene içinde nakit oluşumu	-60	102	48	12	40
Sene sonu nakit pozisyonu	98	200	248	260	300

Finansal Göstergeler	2016	2017B	2018B	2019B	2020B
Özsermaye karlılığı	-1%	4%	11%	16%	23%
VAFÖK marjı	35%	24%	30%	28%	27%
Net marj	0%	1%	5%	7%	10%
Net borç/özsermaye	11,29	3,22	3,24	3,03	2,64
Net borç/VAFÖK	12,72	6,58	5,18	4,89	4,39
Kısa vadeli borçlar/toplam borçlar	36%	37%	37%	41%	48%
Özsermaye/toplam varlıklar	7%	18%	18%	19%	20%
Kaldıraç	13,72	4,51	4,51	4,31	3,91
Faiz karşılama oranı	2,84	6,91	9,38	10,29	12,81
Cari oran	0,55	0,55	0,56	0,55	0,55
Nakit kar payı ödeme oranı	0%	0%	0%	0%	0%

Kaynak: Zorlu Enerji, Gedik Yatırım

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Deęerler A.ř. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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 görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Deęerler A.ř. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Deęerler A.ř. sorumlu değildir.