

Aydem Yenilenebilir Enerji

Tavsiye yok

Cari Fiyat: 11.30TL
12 Aylık Hedef: n.a.

2Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

Analist: Mustafa Küçükmeral, CFA
Mustafa.Kucukmeral@akyatirim.com.tr

2Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	1,185	n.a.	1,106	1A		2Ç21	Brüt
FAVÖK	967	n.a.	930	3A		3Ç21	FAVÖK
marj	81.6%	n.a.	84.1%	SBB		4Ç21	
Net Kar	425	n.a.	539			1Ç22	
						2Ç22	

Güçlü sonuçlar: Aydem Yenilenebilir Enerji 2Ç22 finansallarında 425 milyon TL net kar açıkladı. Geçen sene aynı dönem 33 milyon TL net kar açıklamıştı. Net kardaki yıllık bazda yaşanan yüksek büyüme güçlü operasyonel sonuçlardan kaynaklanırken, finansal giderlerdeki artış ve bu çeyrek kaydedilen 155 milyon TL ertelenmiş vergi gideri büyümenin daha da güçlü olmasını engelledi. Ertelenmiş vergi gideri hariç bakıldığında, net karın 580mn TL olduğunu ve tahminlerimizin %8 üzerinde gerçekleştiğini görüyoruz. Tahminlerimize göre bu pozitif sapma büyük ölçüde operasyonel sonuçların beklentilerimizin üzerinde olmasından kaynaklanıyor. Şirket'in satışları ve FAVÖK sırasıyla beklentilerimizden %7 ve %4 daha yüksek gerçekleşti. Karşılaştırma yapmak için piyasa tahmini bulunmuyor.

Yorum: Genel olarak beklentilerimizin üzerinde olan, güçlü büyüme gösteren ve operasyonel marjlarını iyileştiren Şirket'in sonuçlarını olumlu olarak değerlendiriyoruz. Hissenin son 1 ayda endeksin sınırlı da olsa altında performans gösterdiğini ve enerji şirketlerinin birçoğunun da performans olarak gerisinde kaldığını hatırlatırız. Bugün piyasanın sonuçlara güçlü pozitif tepki vermesini bekliyoruz. 2022 yılında hidrolojinin geçen seneye göre daha güçlü olması ve uzun dönem ortalamalarının oldukça üzerinde seyreden elektrik fiyatlarının hisse performansına olumlu yansımaya devam etmesini öngörüyoruz. Temmuz ayında üretim hacimlerinde görülen %46'lık artış (EPIAŞ) yılın 3. çeyreğinin de büyüme ve karlılık açısından güçlü geçeceğine işaret ediyor. Önümüzdeki 12 aylık dönemde Şirket'in 185 milyon dolar FAVÖK gerçekleştireceğini öngörüyoruz. Hisse bu tahminimize göre halen cazip 4.8x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir.

Güçlü büyüme ve iyileşen operasyonel karlılık: Satışlar yıllık bazda %218 büyüme ile 1.19 milyar TL'ye yükseldi. Elektrik satış hacimlerindeki artış, yüksek elektrik fiyatları ve ortalama dolar/TL kurundaki değişim gelirlerdeki büyümenin ana nedenleri olarak öne çıktı. Şirket'in elektrik üretim hacmi, mevsimsel olarak yılın en güçlü çeyreği olan 2. çeyrekte yıllık bazda %34 organik büyüme göstererek 797 GWh'a ulaştı. Spot elektrik fiyatları 2Ç22'de ortalama 125 dolar/MWh seviyesinde oluşurken, geçen sene aynı dönem 43 dolar/MWh ve 2021 yılı ortalaması 55 dolar/MWh seviyesindeydi. Yüksek spot fiyatlara rağmen, EPDK'nın getirdiği geçici düzenleme nedeniyle Şirket'in YEKDEM'den yararlanmayan santrallerinin satış fiyatı 81.5 dolar/MWh ile sınırlandırıldı. Şirket'in üretim hacminin %85'i dolar bazlı YEKDEM satışlarından (73 dolar/MWh) yararlandı. FAVÖK yıllık bazda %242 artış ile 967 milyon TL'ye ulaşırken artan fiyatlar, güçlü

hacim ve operasyonel kaldıraç sayesinde gelirlerden daha yüksek büyüme gösterdi. FAVÖK marjı halka arzdan beri en yüksek seviyesi olan %81.6'ya yükseldi. Geçtiğimiz yıl aynı dönem %75.9 seviyesindeydi.

Borçluluk: Şirket'in net borcu 644 milyon dolar seviyesinde, ilk çeyreğe paralel bir görünüm sergiledi. (1Ç22: 652 milyon dolar). Cari Net Borç bizim 12 aylık FAVÖK tahminimize göre 3.5x'e denk geliyor. Şirket'in döviz kısa pozisyonu 2Ç22 sonu itibarıyla 10.5 milyar TL seviyesinde bulunuyor. Nakit akışı riskinden korunma muhasebesi sonrası ise net kısa pozisyonun, 329 milyon TL uzun pozisyona geçtiği görülüyor. Ayrıca ilişkili taraf olan Grup elektrik perakende şirketlerinden 1 milyar TL tutarında ticari alacak bulunduğunu ve Temmuz ayında bilanço döneminden sonra bunun 620 milyon TL'lik kısmının tahsil edildiğini bilanço dipnotlarından anlıyoruz. Ayrıca hisse geri alım programı ile alınan 45 milyon TL değerinde hisselerin de nakit pozisyonunda yer almadığını hatırlatırız.

Bilanço (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21
Dönen Varlıklar	325	521	212	1,173	1,740
Nakit ve Nakit Benzerleri	146	342	107	1,105	1,526
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	3
Ticari Alacaklar	55	61	50	23	148
Stoklar	8	9	9	9	9
Diğer Dönen Varlıklar	117	109	45	37	58
Duran Varlıklar	12,145	12,073	12,002	11,919	20,791
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	11,813	11,739	11,673	11,567	20,449
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	304	302	301	299	299
Kullanım Hakkı Varlıkları (UFRS 16)	13	16	12	14	28
Diğer Duran Varlıklar	16	16	16	38	15
Toplam Varlıklar	12,471	12,594	12,214	13,092	22,531
Kısa Vadeli Yükümlülükler	907	1,032	957	583	877
Finansal Borçlar	747	862	876	500	769
Ticari Borçlar	50	62	44	32	68
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	110	108	37	51	40
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,670	6,185	5,951	7,348	11,851
Finansal Borçlar	4,198	4,839	4,635	6,060	9,318
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,473	1,345	1,315	1,288	2,534
Özkaynaklar	5,893	5,377	5,306	5,161	9,803
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,893	5,377	5,306	5,161	9,803
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	12,471	12,594	12,214	13,092	22,531
Yatırım Sermayesi (IC)	12,165	12,082	12,026	11,904	20,898
İşletme Sermayesi	14	9	16	0	88
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler D:	20	10	24	-15	107
Toplam Borç	4,945	5,701	5,512	6,560	10,086
Net Borç / (Nakit)	4,800	5,360	5,405	5,455	8,558
Net Borç / G12A FAVÖK	4.8	5.9	6.7	6.9	9.8
Net Borç / Özkaynaklar	0.8	1.0	1.0	1.1	0.9
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-4,753	-5,327	-5,406	298	248

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Satış Gelirleri	223	257	372	277	335	1,340	1,241
Brüt Kar	83	84	204	99	128	764	515
Operasyonel Giderler	26	23	30	18	29	118	100
Faaliyet Karı	58	60	174	81	99	646	415
Amortisman ve İtfa Payları	89	107	108	114	125	356	455
FAVÖK	146	167	283	196	224	1,002	870
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	243	-34	-138	-115	-142	-1,361	-429
Diğer Faaliyet Gelir / (Gider)	43	0	-3	-5	43	16	35
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	0	-7	0
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	1	1	1	3	10	5
Finansal Gelir / (Gider)	200	-35	-136	-111	-188	-1,380	-469
Vergi Öncesi Kar	301	27	36	-34	-43	-715	-14
Vergi Geliri / (Gideri)	-62	-4	-3	-13	-86	147	-106
Vergi Sonrası Net Kar	239	23	33	-48	-129	-567	-120
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	239	23	33	-48	-129	-567	-120
Büyüme (Yıllık)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Satış Gelirleri	n.a.	-27.1%	-21.7%	-4.4%	50.3%	12.0%	-7.4%
Operasyonel Giderler	n.a.	-13.5%	-33.1%	-15.0%	14.8%	32.6%	-15.1%
Faaliyet Karı	n.a.	-66.2%	-40.6%	-30.3%	72.0%	-3.4%	-35.8%
FAVÖK	n.a.	-36.7%	-26.1%	-6%	53.1%	3.8%	-13.2%
Net Kar	n.a.	-108.2%	-207.3%	-90.4%	-153.8%	-0.7%	-78.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
Brüt Kar Marjı	37.3%	32.5%	54.8%	35.7%	38.4%	57.0%	41.5%
Operasyonel Gider Marjı	11.46%	9.0%	8.1%	6.3%	8.76%	8.8%	8.1%
Faaliyet Kar Marjı	25.9%	23.5%	46.8%	29.3%	29.6%	48.2%	33.4%
FAVÖK Marjı	65.7%	65.1%	75.9%	70.7%	66.9%	74.8%	70.09%
Efektif Vergi Oranı	20.6%	13.8%	8.4%	-39.3%	-200.7%	20.6%	-739.3%
Net Kar Marjı	107.3%	8.9%	8.9%	-17.2%	-38.4%	-42.3%	-9.7%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	86.8%	90.8%	95.3%	78.8%	196.1%	80.0%	117.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	75.0%	79.1%	67.3%	78.0%	114.1%	70.4%	84.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	132%	139%	125%	111%	293%	107%	168%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	12.3%	12.0%	10.8%	1.7%	82.6%	5.0%	28.4%
İşletme Sermayesinde Değişim (Nakit Akım) / Satış Gelirleri	8.9%	6.2%	15.6%	-0.1%	-31.2%	0.2%	-2.5%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	4Ç20	1Ç21	2Ç21	3Ç21	4Ç21	2020	2021
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	193	234	355	218	656	1,073	1,463
Düzeltilme Öncesi Kar	239	23	33	-48	-129	-567	-120
Amortisman ve İtfa Payları	89	107	108	114	125	356	455
İşletme Sermayesindeki Değişim	20	16	58	0	-105	2	-31
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-154	88	155	151	765	1,282	1,159
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-26	-30	-104	-2	-275	-129	-411
Sabit Sermaye Yatırımları	-27	-31	-40	-5	-276	-68	-352
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	1	1	-64	3	2	-62	-59
Serbest Nakit Akımı	167	204	251	216	382	943	1,052
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-649	-8	-485	782	39	-934	328
Finansal Borçlardaki Değişim	-379	0	-323	823	38	-463	538
Temettü	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-270	-8	-163	-41	1	-472	-210
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-482	196	-234	998	421	9	1,380

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020