

SARKUYSAN ELEKTROLİTİK SAN. ve TİC. A.Ş. ("SARKUYSAN")

Hisse Fiyatı: 13,43 TL

Hedef Fiyat: 15,91 TL

Sarkuysan, Türkiye’de tamamı halka açık çok ortaklı ilk başarılı kuruluştur. Gebze ve Darıca Bölgesinde sahibi olduğu yaklaşık 175.000 m2’yi aşan açık arazide ve 90.000 m2’ye yakın kapalı alanda elektrolitik bakır ürünleri, bakır boru ve bakır lama üretimi yapan kuruluşun, 200.000 ton/yıl üzerine ulaşmıştır. Ürünleri; elektroteknik, elektronik, motor, haberleşme, elektrik üretim ve dağıtımı, güneş enerjisi, ev cihazları, ölçü aletleri, savunma, otomotiv, kimya, inşaat, ısıtma havalandırma ve sıhhi tesisat sanayilerinin standard girdisi olmaktadır.

2020 YILI SONUÇLARI

- ✓ **Satışlar.** Sarkuysan'ın net satış gelirleri 2020 yılında 6.743m TL gerçekleşmiştir. 2020 yılında tüm sektörleri etkileyen pandeminin elektrik ürünleri sektörünü olumsuz etkilememesi ile gelirlerde geçen yıla göre %17 oranında bir artış sağlanmıştır.
- ✓ **Karlılık Oranları.** Sarkuysan'ın 2020 brüt karı 2019'a göre %80 oranında artış ile 462m TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK 2020 yılında 388m TL gerçekleşerek geçen yıla göre %97 oranında artış kaydetmiştir. FAVÖK marjı %6 seviyesinde olup, geçen yıla göre marjlarda %2.4'lük bir iyileşme yaşanmıştır. Sarkuysan 2020 yılında %3.7 net kar marjıyla beraber 248m TL net kar açıklamıştır.
- ✓ **Değerleme.** Şirket'in 2016-2020 yılları arasında net satışlarında %23'lük bir yıllık bileşik büyüme oranı yakalanmıştır. 2021 yılı için net satış öngörümüz %18'lik bir artış ile 7,928m TL olup, 2020-2025 yılları arası yıllık bileşik büyüme oranı %15 olarak tahmin edilmiştir. Her ne kadar yakın geçmişte şirket Türkiye büyümesinin üzerinde büyüme oranları elde etmiş olsa da, muhafazakar tarafta kalmak adına satış büyümeleri enflasyon + %1-5 puan aralığında tahmin edilmiştir. Şirket'in projeksiyon dönemindeki FAVÖK marjının her yıl iyileşme göstermesi dikkate alınarak 2021 yılında %5.5, 2022 ve sonrası %6.0 olarak projekte edilmiştir. 31 Aralık 2020 itibarıyla Şirket'in net borcu 1.170,1 milyon TL'dir.

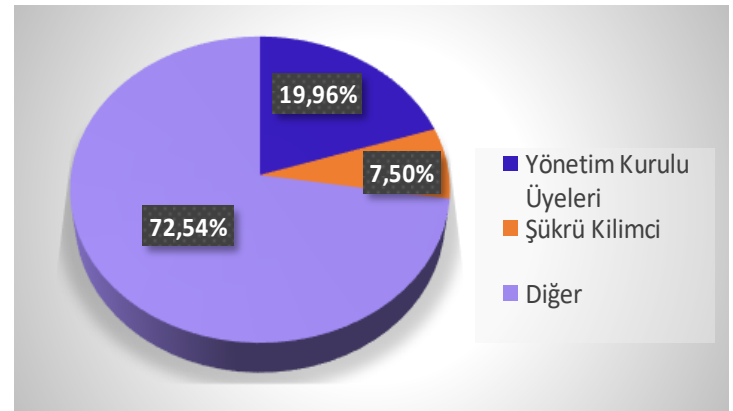
Gelir yaklaşımına %60, piyasa yaklaşımını ise %40 ağırlıklandırılarak dikkate alındığında, Karel'in tahmini piyasa değeri 4.773m TL olarak hesaplanmıştır, tahmini hisse fiyatı ise 15,91TL olmuştur. Sarkuysan açıklanan 2020 yılı finansal verileri ile birlikte 13.4x FD/FAVÖK çarpanıyla aynı sektör grubundaki şirketlerin çarpan ortalamalarına göre iskontolu işlem görmektedir. Bu nedenle, Kordsa ile ilgili "EKLE" önerisinde bulunuyoruz.

Öneri: "EKLE"
Getiri Potansiyeli: %18.5

Özet Veriler	
Hisse Kodu	SARKY
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XUTUM
Cari Fiyat	13.43
52H En yüksek (TL)	14.13
52H En düşük (TL)	3.13
TL/\$ (TCMB Alış)	8.3260
Hisse Adedi (m)	300.0
Piyasa Değeri (m TL)	4,029.0
Piyasa Değeri (m USD)	483.9
Net Borç (m TL)	(1,170)
Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı	82.0%
Fiili Dolaşımdaki Piyasa Değeri	3,304.6
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	3.0%
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	97.0%
Günlük Ort İşlem Hacmi (m TL) (son 1 yıl)	38.73

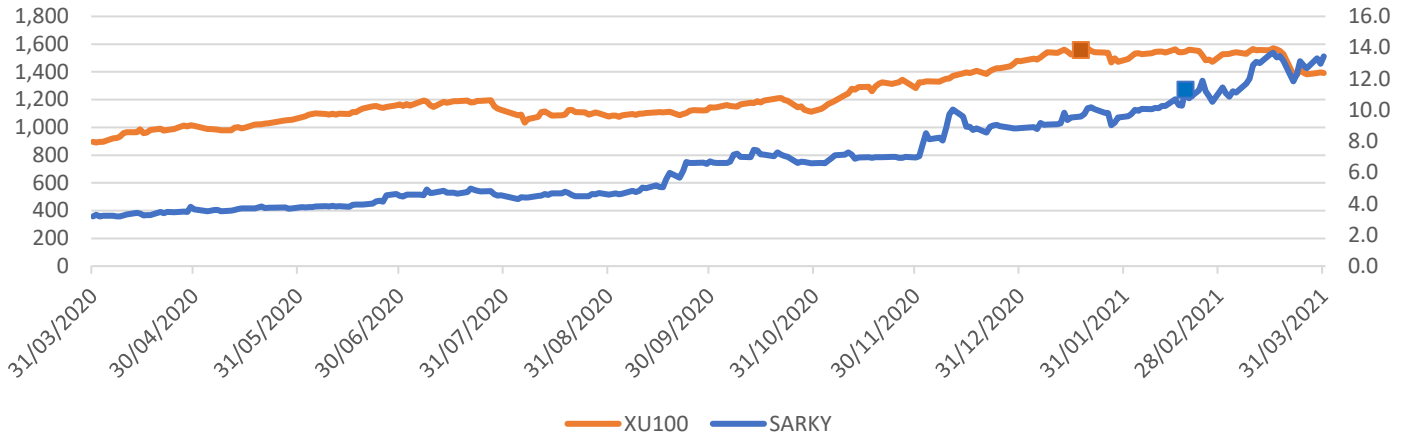
Tahminler ve Rasyolar	2018G	2019G	2020G	2021T	2022T
Net Satışlar (m TL)	5.646	5.781	6.743	7.928	9.182
Yıllık Büyüme (%)	30%	2%	17%	18%	16%
Brüt Kar (m TL)	264	257	462	555	689
Yıllık Büyüme (%)	20%	-3%	80%	20%	24%
FAVÖK (m TL)	211	197	388	468	588
Yıllık Büyüme (%)	21%	-7%	97%	21%	26%
Net Kar (m TL)	91	89	248	317	413
Yıllık Büyüme (%)	3%	-2%	179%	28%	30%
FAVÖK Marjı	3,7%	3,4%	5,8%	5,9%	6,4%
Net Kar Marjı	1,6%	1,5%	3,7%	4,0%	4,5%

Kaynak: Işık Menkul Analizi

Ortaklık Yapısı:

DEĞERLEME ÖZETİ

Sarkuysan Fiyat Performansı



Değerleme Özeti

Sarkuysan'ın 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA ve aynı sektördeki Benzer Şirket çarpanları yöntemleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı yaklaşımına göre hedef şirket değeri 3,87 milyar TL olarak hesaplanmıştır. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranını %9, beta katsayısını 0,93, piyasa risk primini %6,0, risksiz faiz oranını %13,2 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %12,2 olarak varsaydık.

Piyasa yaklaşımı kapsamında, benzer şirket çarpanları yöntemini kullanırken, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin FD/FAVÖK ve FD/Satışlar rasyolarına eşit ağırlıklar vererek 9,31 milyar TL hedef şirket değerine ulaştık.

Ağırlıklı ortalama hedef fiyatımıza ulaşmak için, İNA yöntemiyle ulaştığımız tahmini şirket değerine %60, benzer şirket çarpanları yöntemiyle hesapladığımız tahmini şirket değerine ise %40 ağırlık verdik. Ağırlıklandırılarak bulunmuş 6,05 milyar TL şirket değerine 31 Aralık 2020 itibarıyla (1,275milyon TL) net borç tutarının eklenmesiyle, Sarkuysan için 4,77 milyar TL hedef piyasa değerine ulaşarak, 12-aylık hedef fiyatımızı 15,91 TL olarak belirledik.

Tablo 1:

Değerleme Özeti	Tahmini Şirket Değeri (m TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
İndirgenmiş Nakit Akımı	3.873	60%	2.324
Benzer Şirket Çarpanları	9.311	40%	3.724
Tahmini Şirket Değeri			6.048
Net Borç			(1.275)
Tahmini Hisse Değeri			4.773
Ödenmiş Sermaye			300,0
Tahmini Hisse Fiyatı			15,91
Güncel Fiyat			13,43
Yükseliş Potansiyeli			18,5%

Kaynak: Işık Menkul Analizi

Riskler. 19 Mart 2021 tarihli Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi ile Merkez Bankası Başkanı'nın görevden alınması, iç ve dış piyasalarda belirsizliklere yol açmış ve büyük piyasalarda büyüme volatilitelerine sebebiyet vermiştir. Kovid-19 salgını ile ilgili belirsizlikler aşılama çalışmaları olmasına rağmen devam etmektedir. Uçuşlar ve ülkeler arası seyahat kısıtlamaları çeşitli sınırlamalar dahilinde hala sürmektedir. Bu ve bunlar gibi durumlar hisse fiyatları için aşağı yönlü büyük riskler içerebilir, yakından takip edilmelidir. Ayrıca salgın sonrası uçuş seferlerinin sıklıkları ve insanların alışkanlıklarının nasıl şekilleneceği hala bilinmemektedir, bu risk unsuru da dikkatle izlenmesi gerekmektedir.

Tablo 2: İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Değerleme

Gelir Yaklaşımı altında İNA yöntemi uygulanmaktadır. Bu yöntemle göre varlığın gelecekte yaratması beklenen nakit akımları dikkate alınır. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması kapsamında, varlığın gelir/giderini, işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmaktadır. Gelecekte yaratılması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının varlığın risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmaktadır.

m TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Sonsuz Değer
Gelirler	5.646	5.781	6.743	7.928	9.182	10.498	11.886	13.325	14.524
Hizmet Maliyeti	(5.382)	(5.524)	(6.281)	(7.373)	(8.493)	(9.710)	(10.994)	(12.326)	(13.435)
Brüt Kar	264	257	462	555	689	787	891	999	1.089
Faaliyet Giderleri	(52)	(60)	(74)	(87)	(101)	(115)	(131)	(147)	(160)
FAVÖK	211	197	388	468	588	672	761	853	930
FAVÖK Margin (%)	3,7%	3,4%	5,8%	5,9%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Amortisman	(28)	(25)	(28)	(32)	(37)	(42)	(48)	(53)	(73)
FVÖK	183	172	360	436	551	630	713	799	857
Kurumlar Vergisi				(87)	(110)	(126)	(143)	(160)	(171)
Amortisman (-)				32	37	42	48	53	73
Operasyonel Nakit Akımları				381	477	546	618	693	758
NİS Değişimi				(23)	(99)	(118)	(247)	(256)	(213)
Yatırım Harcamaları				(40)	(46)	(52)	(59)	(67)	(73)
Serbest Nakit Akımları				318	332	376	312	370	472
AOSM				17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%
İndirgeme Oranı				0,92	0,79	0,67	0,57	0,48	0,48
İndirgenmiş Nakit Akımı				293	261	251	178	180	2.711
FD/FAVÖK			10,0	8,3	6,6	5,8	5,1	4,5	

m TL		%
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.162,5	30%
Devam Eden Dönem	2.711,0	70%
Sarkuysan Şirket Değeri	3.873,5	100%

Tablo 3: Türkiye'de Benzer Şirketler

Piyasa yaklaşımında kapsamında Sarkuysan ile aynı sektör grubunda olan şirketler dikkate alınmıştır. Sektörün ortalama çarpanları, 17.7x olan 2020G FD/FAVÖK çarpanı ve 1.7x olan 2020G FD/Satışlar çarpanları eşit olarak dikkate alındığında tahmini firma değeri 9,31 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket	Piyasa Değeri (TL m)	Tahminler	
		FD/FAVÖK	FD/Satışlar
		2020G	2020G
DOKTA	3.608	24,8x	3,8x
CEMAS	1.044	33,4x	4,7x
DMSAS	414	9,9x	1,2x
CUSAN	532	10,9x	1,5x
SARKY	3.966	13,7x	0,8x
ERBOS	1.380	18,2x	2,2x
CELHA	314	17,1x	1,1x
EMNIS	156	31,6x	2,8x
BRSAN	4.014	23,7x	1,6x
CEMTS	1.621	13,2x	1,9x
Medyan		17,7x	1,7x

	FD/FAVÖK	FD/Satış
Cari Yıl Değerleri	6.855	11.766
Yöntem Ağırlığı	50%	50%
Tahmini Firma Değeri		9.311

Özet Bilançolar (m TL)

Özet Bilançolar (m TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Dönen Varlıklar	793	1.149	1.324	1.670	2.476
Nakit ve Nakit Benzerleri	27	52	65	88	195
Ticari Alacaklar	355	574	707	859	1.270
Diğer Alacaklar	45	62	35	71	82
Türev Araçlar	2	3	0	4	14
Stoklar	322	385	468	590	869
Peşin Ödenmiş Giderler	30	70	43	30	32
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1	1	4	1	0
Diğer Dönen Varlıklar	11	2	1	27	14
Duran Varlıklar	314	358	468	492	535
Finansal Yatırımlar	0	0	0	1	1
Diğer Alacaklar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	25	27	49	52	59
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	59	63	93	98	105
Maddi Duran Varlıklar	218	249	306	323	355
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	-	1	2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	10	9	10	7
Peşin Ödenmiş Giderler	0	5	3	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	8	3	8	8	6
TOPLAM VARLIKLAR	1.108	1.507	1.792	2.162	3.011
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	578	900	1.016	1.238	1.700
Kısa Vadeli Borçlanmalar	388	704	706	656	756
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	62	42	143	209	304
Ticari Borçlar	106	115	124	301	514
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4	4	4	6	13
Diğer Borçlar	6	5	7	11	31
Türev Araçlar	3	0	2	-	-
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	1	12	16	34	33
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	1	4	1	3	25
Kısa Vadeli Karşılıklar	7	14	12	20	24
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	-	-
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	152	153	225	337	472
Uzun Vadeli Borçlanmalar	124	120	184	282	411
Uzun Vadeli Karşılıklar	27	33	39	54	60
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2	1	1	1	1
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	-	1.054	1.241	1.575	2.172
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	378	453	551	587	838
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	378	452	551	586	838
Ödenmiş Sermaye	125	200	200	200	300
Sermaye Düzeltme Farkları	51	1	1	1	1
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	15	(5)	15	8	9
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	22	26	51	61	86
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	31	31	89	89	94
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	104	111	103	138	100
Net Dönem Karı veya Zararı	30	88	91	89	248
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	1	1	1	1
TOPLAM KAYNAKLAR	1.108	1.507	1.792	2.162	3.011

Özet Gelir Tabloları (m TL)

Sarkuysan (Milyon TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Brüt Satışlar	2.938,5	4.404,6	5.720,3	5.863,2	6.827,3
Yurtiçi Satışlar	1.467,9	2.085,8	2.378,6	2.829,6	3.197,4
Yurtdışı Satışlar	1.469,3	2.317,7	3.340,0	3.033,6	3.629,9
Diğer Satışlar	1,3	1,2	1,7	0,0	0,0
Satışlardan İndirimler (-)	38,1	54,9	74,6	82,6	84,5
Satışdan İadeler (-)	25,3	25,6	35,0	36,7	30,1
Satış İskontoları (-)	22,7	29,2	39,7	45,9	54,4
Diğer İndirimler (-)	(9,9)	-	-	-	-
Hasılat	2.900,5	4.349,8	5.645,6	5.780,6	6.742,8
Satışların Maliyeti	2.784,7	4.130,0	5.381,8	5.523,8	6.280,9
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)	-	219,7	263,8	256,8	461,9
BRÜT KAR (ZARAR)	115,7	219,7	263,8	256,8	461,9
FAALİYET GİDERLERİ (-)	54,4	69,3	80,6	85,1	101,4
Genel Yönetim Giderleri	37,0	49,0	55,6	55,6	56,1
Pazarlama Giderleri	16,9	18,4	22,9	26,3	41,0
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0,5	1,9	2,2	3,2	4,2
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	61,4	150,4	183,2	171,7	360,5
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	122,9	123,7	446,2	229,1	518,5
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	84,5	152,9	382,8	188,7	402,7
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	99,8	121,3	246,6	212,1	476,3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	12,5	28,2	1,2	5,5	7,5
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	0,1	0,3	0,3
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	(6,5)	2,4	15,8	7,2	7,0
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	-	151,8	263,5	224,5	490,5
Finansman Gelirleri	58,6	284,8	189,1	112,0	88,5
Finansman Giderleri	125,9	322,3	331,6	221,1	269,3
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	38,5	114,4	121,0	115,4	309,7
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	8,2	26,2	29,8	26,4	61,6
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	7,4	22,4	35,1	24,1	60,5
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	(0,8)	3,8	(5,3)	2,3	1,1
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	-	88,2	91,2	88,9	248,1
DÖNEM KARI (ZARARI)	30,3	88,2	91,2	88,9	248,1
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1
Ana Ortaklık Payları	30,3	87,9	91,1	88,8	248,0
Dönem İçi Ayrılan Kıdem Tazminatı	0,4	3,7	2,9	4,0	4,4
Yabancı Para Varlıklar	389,1	613,1	558,4	705,5	1.055,4
Yabancı Para Yükümlülükler	354,1	587,4	612,3	833,1	1.261,3
Türev Enstrümanların Net Pozisyonu	10,1	2,7	(1,4)	4,1	14,1
Yabancı Para Pozisyonu Net	45,1	28,4	(55,3)	(123,4)	(191,8)
Amortisman Giderleri , İtfa ve Tükenme Payları	20,1	23,8	28,1	24,8	27,6

Önemli Parametreler	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
Brüt Kar Marjı	4%	5%	5%	4%	7%
FAVÖK Marjı	3%	4%	4%	3%	6%
Net Kar Marjı	1%	2%	2%	2%	4%
RoAA	3%	7%	6%	4%	10%
RoAE	8%	21%	18%	16%	35%
Stok Devir Hızı	42	34	32	39	50
Alacak Devir Gün Sayısı	38	41	39	46	58
Borç Devir Gün Sayısı	12	9	7	17	25

Işık Menkul Araştırma - Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için hesaplanan iskonto oranı)

AL: %21,0 ve üzeri iskonto

EKLE: %11,0 ile %20,9 aralığında
iskonto

TUT: %1,0 ile %10,9 aralığında iskonto

İZLE: %0,9 ile %-11,0 aralığında iskonto

AZALT: %-11,1 ile %-21,0 aralığında
iskonto

SAT: %-21,1 ve üzeri iskonto

Uyarı Notu:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve 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 yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Işık Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

Lütfen olabilecek bütün riskleri anladığınızdan emin olun ve gerekiyorsa bağımsız danışmanlardan profesyonel tavsiye ve yardım alın. Sayfada verilen tüm bilgiler genel niteliktedir ve müşterilerin alım satım kararını destekleyebilecek düzeyde bilgi bulunmayabilir.

IŞIK MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ARAŞTIRMA

e-mail: arastirma@isikmenkul.com