

Sabancı Holding (SAHOL TI)

2025 yılında da pozitif ayrışmaya aday

Sabancı Holding, 2024 yılında Araştırma kapsamımızda bulunan holdingler arasında en güçlü performansı gösteren şirketlerden biri oldu. Enflasyon muhasebesinin finansallar üzerindeki baskısına karşılık Akbank'ın güçlü hisse performansı ve yeni ekonomilere yapılan yatırımların yansımalarının bu fiyatlamada etkili olduğunu düşünüyoruz. Sabancı Holding'in 2025 yılında da pozitif ayrışmaya aday olduğunu düşünüyor ve Model Portföyümüzde taşımayı sürdürüyoruz.

2024 yılındaki performansının ardından i) 2025 yılı için Türkiye ve ABD'de devam eden yenilenebilir enerji yatırımları ii) banka işkolunun yanı sıra hayat ve emeklilik ile hayat dışı sigorta alanlarındaki hedefleri iii) veri merkezi alanındaki yeni yatırım planları ve iv) mobilite çözümleri ve malzeme teknolojileri işkollarındaki büyüme hamlelerinin önemli olacağını tahmin ediyoruz.

SAHOL, Model Portföyümüze dahil ettiğimiz 12 Mayıs 2023 tarihinden bu yana nominal olarak %144 yükselirken, BIST 100 endeksinin de %20 üzerinde performans göstermiştir. 2025 tahminlerimize göre hisse, 6,0x F/K ve 0,6x PD/DD çarpanlarından işlem görmektedir.

- Holding, yatırımlarında özellikle yenilenebilir enerji, ileri mobilite çözümleri, ileri malzeme ve yeni nesil dijital teknolojiler gibi uzun vadeli büyüme potansiyeli yüksek ve değer artıran cazip alanlara yoğunlaşmaktadır. Böylelikle, güçlü büyüme ve yüksek getiri performansı ile mevcut durumda yaklaşık 10 milyar USD olan NAD (net aktif değer)'in orta vadede 20 milyar USD'ye çıkarılması hedeflenmektedir. Bu noktada, Holding'in veri merkezi alanındaki yatırım niyetini olumlu okuyor, değer yaratabilecek bir yatırım olduğunu düşünüyoruz.
- Enerji alanında yatırımlar devam ediyor. Mevcut durumda, Türkiye'nin aktif kapasite olarak en büyük üreticisi konumunda bulunan Enerjisa Üretim'in Türkiye'de 3,8 GW olan kapasitesinin 5,0 GW seviyesinin üzerine yükseltilmesi ve yenilenebilir payının artırılması planlanırken, ABD'deki üretim kapasitesi Cutlass II santralinin ardından Oriana santralinin de devreye girmesi ile 504 MW'a ulaşacak.
- Sabancı Holding'in güçlü bilanço yapısına sahip olduğunu düşünüyoruz. 2023 yıl sonunda 7 milyar TL olan solo net nakit pozisyonu Eylül 2024'te 12,2 milyar TL'ye ulaşırken, yeni yatırımları ve güçlü bilanço yapısı ile mevcut yüksek NAD iskontosunu hak etmediğine inanıyoruz. Mevcut durumda, NAD'ı 387 milyar TL, NAD iskontosunu da %45 olarak hesaplıyoruz.
- Riskler. i) faaliyet gösterdiği bankacılık ve enerji sektörlerindeki regülasyon riski ii) sanayi tarafında ham madde fiyatlarındaki hızlı yükseliş ve beklentimizin altında karlılık iii) yeni yatırımlarda aksama/gecikme değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Hisse Verileri	
Bloomberg Hisse Kodu	SAHOL
Mevcut Fiyat (TL)	101.30
Hedef Fiyat (TL)	153.30
Getiri Potansiyeli (%)	51.3%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	63.31 111.00
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	1,635
Sermaye (mln TL)	2,100
Pazar	Yıldız Pazar

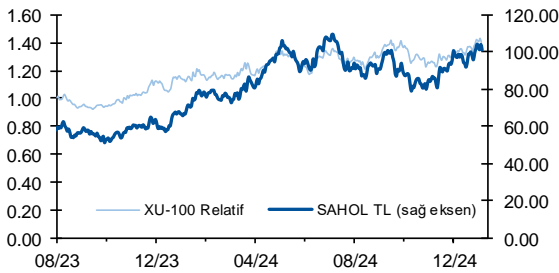
Hisse Verileri (mln TL)	
Piyasa Değeri	212,768
Hedeflenen Piyasa Değeri	321,984

Hisse Verileri (mln TL)	2022	2023	2024T	2025T
Net Kar	39,421	15,427	-9,946	35,325

Çarpanlar	2022	2023	2024T	2025T
F/K	1.2x	6.6x	a.d.	6.0x
PD/DD	0.2x	0.3x	0.7x	0.6x

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	3%	12%	53%	6%
BIST100 Rölatif Getiri	4%	1%	22%	5%

Hisse Performansı	
-------------------	--



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma
Fiyatlar 10 Ocak 2025 tarihi itibarıyla.

Detay bakış

- Sabancı Holding 10 Ocak 2025 tarihinde analist toplantısı gerçekleştirdi. **Söz konusu toplantıda Holding'in tüm işkollarına ait son bilgiler verilmekle birlikte özellikle 4 başlığın ön planda olduğunu düşünüyoruz.**

Enerjisa Üretim:

- ✓ Enerjisa Üretim, 2024 yılında fiyatların düşük seyri, üretimde azalış ve azalan trading aktivitesi nedeniyle olumsuz etkilendi. Ayrıca, doğal gaz kaynaklı hedging işlemleri de FAVÖK üzerinde baskı yarattı.
- ✓ **2025 yılında düşük baz etkisi ve kapasite artışlarının etkileri görülecek.**
- ✓ Şirket'in kapasitesini 5 GW'a çıkarma hedefinde 1 GW'lık YEKA RES santrallerinin kademeli bir şekilde devreye girmesi bekleniyor.
- ✓ Şirket'in halka arzı için öngörülen koşulların gerçekleştiği, halka arz süreci açısından Şirket'in hazır hale gelmesi için çalışmaların sürdüğü ancak, **zamanlama konusunda herhangi bir şey söylemenin erken olduğu ve piyasa koşullarına bağlı olduğu ifade edildi.**

ABD'de enerji yatırımları:

- ✓ ABD'deki üretim kapasitesi Cutlass II santralının ardından Oriana santralının de devreye girmesi ile 504 MW'a ulaşacak.
- ✓ **Holding'in ABD'de üretim kapasitesini 2-3 GW seviyelerine yükseltme planı bulunuyor.**

Dijital:

- ✓ Holding'in önem verdiği bir diğer konu ise dijital işkolunda **veri merkezi ve bulut çözümleridir.** Hatırlanacağı üzere, Sabancı Holding 2024 yılı içinde Bulutistan'daki paylarını artırmıştı. Veri merkezi konusunda ise Holding, ileri fizibilite çalışmalarını sürdürürken, **3 GW büyüklüğünde bir yatırım niyeti** bulunmaktadır.

Malzeme teknolojileri:

- ✓ Malzeme teknolojileri işkolunda sektörteki büyümenin belli noktaya ulaşması dolayısıyla daha çok satın almalarla ilerlenebileceği, **Çimsa'nın Mannok satın alması benzeri cazip işlemler için fırsatlara bakıldığı** ve duruma göre değerlendirilebileceği vurgulandı.

Net aktif değer tablosu

Segment	Değerleme Yöntemi	Hisse Fiyatı / Değerleme Kat Sayısı	Toplam Değer (milyon TL)	Holding Payı	milyon TL	% of NAD	Holding Payı	milyon TL	% of NAD
Banka ve Finansal Hizmetler									
Akbank	Piyasa Değeri	64.40	334,880	40.75%	136,464	36.4%	40.75%	190,710	39.5%
Aksigorta	Piyasa Değeri	7.49	12,074	36.00%	4,347	1.2%	36.00%	6,035	1.2%
Agesa	Piyasa Değeri	137.50	24,750	40.00%	9,900	2.6%	40.00%	15,286	3.2%
TOPLAM					150,710	40.2%		212,031	43.9%
Sanayi									
Brisa	Piyasa Değeri	89.70	27,369	43.63%	11,941	3.2%	43.63%	16,534	3.4%
Kordsa	Piyasa Değeri	74.35	14,463	71.11%	10,285	2.7%	71.11%	12,533	2.6%
TOPLAM					22,226	5.9%		29,066	6.0%
Gıda & Perakende									
Carrefoursa	Piyasa Değeri	103.80	13,263	57.12%	7,576	2.0%	57.12%	9,907	2.1%
TOPLAM					7,576	2.0%		9,907	2.1%
Dijital									
Teknosa	Piyasa Değeri	39.60	7,960	50.00%	3,980	1.1%	50.00%	5,216	1.1%
DxBV	Defter Değeri	1.00	3,526	100.00%	3,526	0.9%	100.00%	3,920	0.8%
TOPLAM					7,505	2.0%		9,136	1.9%
Yapı Malzemeleri									
Akçansa	Piyasa Değeri	182.90	35,016	39.72%	13,908	3.7%	39.72%	17,543	3.6%
Çimsa	Piyasa Değeri	46.80	44,254	54.54%	24,136	6.4%	54.54%	35,276	7.3%
TOPLAM					38,044	10.1%		52,819	10.9%
Enerji									
Enerjisa Üretim	FD/FAVÖK	10.0x	178,548	50.00%	89,274	23.8%	50.00%	89,274	18.5%
Enerjisa Enerji	Piyasa Değeri	60.35	71,278	40.00%	28,511	7.6%	40.00%	46,109	9.5%
TOPLAM					117,785	31.4%		135,383	28.0%
Diğer									
Diğer*									
TUA	Defter Değeri	1.00	6,487	50.00%	3,243	0.9%	50.00%	3,606	0.7%
Sabancı İklim Teknolojileri	Düzeltilmiş Defter Değeri	1.00	16,323	100.00%	16,323	4.4%	100.00%	18,150	3.8%
Sabancı Building Solutions	Düzeltilmiş Net Varlık Değeri	1.00	10,259	31.69%	3,251	0.9%	31.69%	3,615	0.7%
Diğer**	Defter Değeri	1.00	8,496	100.00%	8,496	2.3%	100.00%	9,447	2.0%
TOPLAM					31,314	8.3%		34,818	7.2%
TOPLAM									
Halka Açık					251,047	64.8%		355,148	73.5%
Halka Açık Olmayan					124,114	32.0%		128,012	26.5%
Net Nakit					12,200	3.1%		12,200	
Net Aktif Değer (milyon TL)					387,361			495,360	
Sabancı Holding Piyasa Değeri (milyon TL)					212,768			321,984	
İskonto/Prim					-45%			-35%	
Hisse Fiyatı					101.30			153.30	
Yükseliş Potansiyeli								51%	

Kaynak: Şirket, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma hesaplamaları

* Diğer segmentinin altında yer alan şirketlerin defter değerlerine, yatırımcı sunumunda belirtilen halka açık olmayan iştiraklerin değeri (holding payına ait) ile dönem sonu döviz kurunun çarpılması ile ulaşılmıştır.

** Diğer halka açık olmayan şirketlere Tursa, AEO, TMA, SabancıDX ve Exsa dahildir.

Finansal tablolar

Bilanço | çeyreklik

Seçilmiş kalemler SAHOL						
Bilanço (mln TRY)	2024/3Ç	2024/2Ç	Ç/Ç Δ	2024/3Ç	2023/3Ç	Y/Y Δ
Dönen varlıklar	1,636,104	1,553,163	5%	1,636,104	1,189,655	38%
Nakit ve nakit benzerleri	109,813	118,451	-7%	109,813	93,891	17%
Finansal yatırımlar	133,477	121,637	10%	133,477	99,220	35%
Ticari alacaklar	13,084	11,739	11%	13,084	8,619	52%
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	920,190	848,446	8%	920,190	670,623	37%
Stoklar	29,226	28,898	1%	29,226	20,395	43%
Duran varlıklar	1,178,117	1,093,281	8%	1,178,117	682,555	73%
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	359,162	326,685	10%	359,162	192,457	87%
Finansal yatırımlar	496,867	469,026	6%	496,867	352,212	41%
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	103,623	94,422	10%	103,623	27,602	275%
Maddi duran varlıklar	89,202	79,475	12%	89,202	29,174	206%
Toplam varlıklar	2,814,221	2,646,444	6%	2,814,221	1,872,209	50%
Kısa vadeli yükümlülükler	2,117,926	1,988,271	7%	2,117,926	1,428,088	48%
Finansal borçlar	175,008	151,508	16%	175,008	91,058	92%
Ticari borçlar	30,931	26,957	15%	30,931	22,680	36%
Finans sektörü faaliyetlerinden borçlar	1,740,243	1,666,116	4%	1,740,243	1,214,174	43%
Uzun vadeli yükümlülükler	235,001	225,279	4%	235,001	179,344	31%
Finansal borçlar	127,036	127,687	-1%	127,036	97,785	30%
Özkaynaklar	461,294	432,894	7%	461,294	264,777	74%
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	274,743	257,279	7%	274,743	139,294	97%
Geçmiş yıllar K/Z	182,507	168,822	8%	182,507	81,063	125%
Dönem net K/Z	-11,128	-7,631	46%	-11,128	36,674	a.d.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Bilanço | yıllık

Seçilmiş kalemler SAHOL						
Bilanço (mln TRY)	2024/3Ç	2023	2022	2021	2020	Y/Y Δ
Dönen varlıklar	1,636,104	1,771,682	1,187,072	465,289	269,491	-8%
Nakit ve nakit benzerleri	109,813	127,685	106,848	69,418	19,828	-14%
Finansal yatırımlar	133,477	138,990	107,379	40,134	35,800	-4%
Ticari alacaklar	13,084	12,999	10,860	4,255	1,846	1%
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	920,190	967,847	674,741	225,676	150,109	-5%
Stoklar	29,226	32,175	22,751	7,521	3,761	-9%
Duran varlıklar	1,178,117	1,206,819	942,153	354,474	231,767	-2%
Finans sektörü faaliyetlerinden alacaklar	359,162	331,364	325,512	160,937	116,971	8%
Finansal yatırımlar	496,867	537,799	383,121	131,979	73,524	-8%
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	103,623	104,651	66,114	8,764	8,298	-1%
Maddi duran varlıklar	89,202	86,189	47,577	10,570	7,960	3%
Toplam varlıklar	2,814,221	2,978,501	2,129,225	819,764	501,258	-6%
Kısa vadeli yükümlülükler	2,117,926	2,208,214	1,486,990	606,208	351,321	-4%
Finansal borçlar	175,008	164,426	104,789	53,755	34,101	6%
Ticari borçlar	30,931	36,715	25,521	8,740	5,024	-16%
Finans sektörü faaliyetlerinden borçlar	1,740,243	1,841,148	1,234,565	495,203	292,375	-5%
Uzun vadeli yükümlülükler	235,001	247,015	241,629	109,952	73,155	-5%
Finansal borçlar	127,036	130,916	126,679	66,241	40,094	-3%
Özkaynaklar	461,294	523,272	400,606	103,604	76,783	-12%
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	274,743	299,833	217,890	51,417	37,996	-8%
Geçmiş yıllar K/Z	182,507	164,578	86,926	29,379	25,721	11%
Dönem net K/Z	-11,128	20,960	39,421	12,032	4,768	a.d.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Gelir tablosu | çeyreklik

Seçilmiş kalemler SAHOL						
Gelir tablosu (mln TRY)						
	2024/3Ç	2024/2Ç	Ç/Ç Δ	2024/3Ç	2023/3Ç	Y/Y Δ
Satış gelirleri	44,875	40,894	10%	44,875	48,114	-7%
Satışların maliyeti (-)	-36,536	-33,637	9%	-36,536	-42,005	-13%
Brüt K/Z	37,227	42,811	-13%	37,227	61,615	-40%
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-5,266	-4,923	7%	-5,266	-5,192	1%
Genel yönetim giderleri (-)	-27,358	-26,117	5%	-27,358	-24,031	14%
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-75	-62	21%	-75	-93	-19%
Diğer faaliyet gelirleri	4,923	3,585	37%	4,923	5,834	-16%
Diğer faaliyet giderleri (-)	-2,390	-2,888	-17%	-2,390	-2,940	-19%
Faaliyet K/Z	7,061	12,406	-43%	7,061	35,194	-80%
Finansman gideri öncesi faaliyet K/Z	7,419	13,160	-44%	7,419	40,017	-81%
Finansman geliri	1,267	774	64%	1,267	497	155%
Finansman gideri (-)	-12,347	-15,339	-20%	-12,347	-52,636	-77%
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi K/Z	-3,662	-1,404	161%	-3,662	-12,122	-70%
Sürdürülen faaliyetleri dönem K/Z	-6,961	-3,133	122%	-6,961	-26,066	-73%
Dönem K/Z	-6,961	-3,133	122%	-6,961	-26,069	-73%
Ana ortaklık payları	-2,816	-1,814	55%	-2,816	-9,030	-69%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Gelir tablosu | yıllık

Seçilmiş kalemler SAHOL						
Gelir tablosu (mln TRY)						
	2024/9A	2024/9A	Y/Y Δ	2023	2022	2021
Satış gelirleri	135,557	139,060	-3%	137,009	123,593	30,570
Satışların maliyeti (-)	-112,097	-118,260	-5%	-115,931	-105,388	-24,025
Brüt K/Z	137,705	188,296	-27%	185,873	204,108	36,223
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-16,171	-14,945	8%	-14,844	-12,003	-3,006
Genel yönetim giderleri (-)	-84,718	-73,587	15%	-72,906	-50,301	-11,745
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-222	-253	-12%	-270	-181	-47
Diğer faaliyet gelirleri	15,700	27,014	-42%	22,991	16,840	4,007
Diğer faaliyet giderleri (-)	-9,604	-10,470	-8%	-10,089	-5,803	-2,864
Faaliyet K/Z	42,689	116,056	-63%	110,756	152,660	22,568
Finansman gideri öncesi faaliyet K/Z	44,170	126,085	-65%	124,920	179,380	27,193
Finansman geliri	3,226	2,169	49%	3,780	2,270	125
Finansman gideri (-)	-58,513	-101,356	-42%	-80,747	-83,114	-1,464
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi K/Z	-11,117	26,898	a.d.	47,953	98,536	25,854
Sürdürülen faaliyetleri dönem K/Z	-22,993	-3,564	545%	19,849	61,272	20,579
Dönem K/Z	-22,994	-3,568	544%	19,847	61,268	20,571
Ana ortaklık payları	-11,128	2,746	a.d.	15,427	39,421	12,032

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Rasyonet

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz 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 etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekilde ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL, TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.