

1Ç23 Sonuçlarına Genel Bakış: 1Ç23'te faaliyet gelirleri, artan dağıtım finansal gelirleri sayesinde yıllık %40,71 artışla 3.764 mn TL'ye çıkmıştır. Göreceli yüksek enflasyon sonrası yatırım harcamaları geri ödemeleri 1.695 mn TL'ye ulaşmış, yıllık bazda %94'lük artış kaydedilmiştir. Verimlilik ve kalite gelirleri, esas olarak deprem kaynaklı faaliyet giderleri nedeniyle -702 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Baz alınan net kar 1Ç22'deki 213 mn TL'den 1Ç23'te 515 mn TL'ye, düzenlemeye tabii varlık tabanı 4Ç22'deki 19,9 milyar TL'den 1Ç23'te 29,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Tek seferlik deprem maliyeti 780 milyon TL'ye çıkmış ve yıl sonuna kadar yönetmelik ile tamamen tazmin edilmesi beklenmektedir. Serbest nakit akışı perakende segmentinde net işletme sermayesinin pozitif dönmeye ve fiyat eşitleme etkilerinin tersine dönmeye nedeniyle güçlü açıklanmış, 1Ç23 itibarıyla 3.037 mn TL olmuştur.

Şirket beklentileri ve Gedik Yatırım Araştırma öngörülere: Dağıtım segmentinin düzenlemeye tabii, dolayısıyla enflasyona dayalı iş profili yerel iş ortamında süregelen çift haneli TÜFE ortamında reel getiri teması sağlamaktadır. Buna göre, faaliyet gelirlerinin 19,6 milyar TL olmasını (14,5 milyar TL FAVÖK ve 5,1 milyar TL yatırım harcamaları geri ödemesi) ve 4,5 milyar TL baz alınan net kara ulaşmasını bekliyoruz. Faaliyet gelirleri için şirket öngörüsü 20 milyar TL ile 24 milyar TL arasında olup, baz alınan net kar (temettü referans noktası) 4,5 ila 6,0 milyar TL arasında belirtilmiştir. Faaliyet gelirleri ve net kar beklentilerimiz, 2023 yılı yönetim öngörülerinin alt sınırındadır, dolayısıyla doğası gereği muhafazakar niteliktedir. Depremin tek seferlik etkisinin şirketin nakit akışı üretimi üzerinde geçici bir etkisi olmasını bekliyoruz. İlgili bölgede tüm elektrik faturaları 1 Haziran'a ertelendi ve fiilen altı taksitte ödenecek. Buna karşılık, Enerjisa'nın serbestleştirilen ve regüle edilen hacimler için ödemesi, herhangi bir faiz gideri tahakkuk etmeden 7 Mayıs'a kadar ertelenmişti. Sonuç olarak, şirketin operasyonel performansını yıl boyunca göreceli daha düşük düzenlemeye tabii hacimle sürdürmesini bekliyoruz.

Enerjisa'yı "Endekse Paralel Getiri"den "Endeksin Üzerinde Getiri" olarak yeniden değerlendiriyoruz ve hedef fiyatımızı TL40,56/pay'a yükseltiyoruz - yukarı potansiyel %50: Operasyonel görünürlük ima eden enflasyona endekli operasyonel gelir modeli (1), devam eden güçlü serbest nakit akışı üretimi (2) ve cazip değerlendirme (%100 İNA) göz önüne alındıktan sonra hedef fiyatımızı TL31,70'den yükseltiyoruz. Hisse, 2023 tahmini için 2,8x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. Olası riskler, (1) düzenleyici çerçevenin revizyonu ve (2) para politikası revizyonlarına bağlı olarak borçlanma maliyetlerinde olası bir kötüleşmeden oluşmaktadır.

(TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	30.548	84.449	122.789	162.262	185.049
FAVÖK	5.499	9.863	14.489	19.219	22.014
Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	2.101	4.119	5.096	5.679	5.922
FAVÖK+Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	7.600	13.982	19.585	24.898	27.936
Net Kar (Raporlanan)	2.282	3.085	4.298	5.679	6.477
Brüt Kar Marjı	27,1%	18,7%	13,8%	16,6%	16,0%
FAVÖK Marjı	18,0%	11,7%	11,8%	11,8%	11,9%
Net Kar Marjı	7,5%	3,7%	3,5%	3,5%	3,5%
F/K (x)	13,9	10,3	7,4	5,6	4,9
FD/FAVÖK (x)	8,2	4,5	3,8	3,3	3,1
FD/Satışlar (x)	1,4	0,5	0,4	0,4	0,4
Özsermaye Karlılığı	28%	20%	19%	23%	23%
PD/DD (x)	3,4	1,5	1,4	1,2	1,1
Temettü Verimi (Brüt)	4,6%	8,5%	8,5%	10,7%	12,3%
Net Borç/FAVÖK	2,2	1,3	1,6	1,7	1,6

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma/Tahminleri, Rasyonel

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	ELEKTRİK
Bloomberg / Reuters Kodu	ENJSA.TI / ENJSA.IS
Fiyat (TL/hisse)	27,00
Hedef Fiyat (12A, TL/hisse)	40,56
Potansiyel Getiri	%50
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	12,02-35
Piyasa Değeri (milyon TL)	31.889
Firma Değeri (milyon TL)	40.072
Filili Dolaşım PD (milyon TL)	6.378
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	1.181
Dolaşımdaki Paylar	%20
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%34,6
3 Ay Önce	%22,5

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	8.028	10.950	15.620	18.532
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	225.480	308.333	449.335	467.013
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	26,84-29,12	26,48-30,46	25,46-30,46	12,02-35

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%9	-%11	%8	%107
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	%2	%1	%17	%10

Ortaklık Yapısı

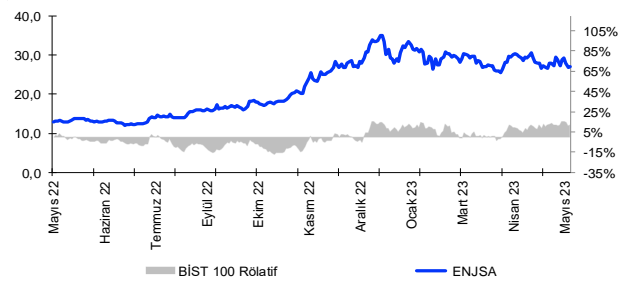
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	40,00%
E.ON International Participations N.V.	40,00%
Serbest Dolaşım	20,00%

Şirket Özeti

Enerjisa Enerji A.Ş. Türkiye'de elektrik dağıtım, perakende satış ve müşteri çözümleri sunmaktadır. Şirket, Elektrik Dağıtım ve Perakende olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. Elektrik Dağıtım segmenti, elektriğin hatlar üzerinden dağıtım şebekeleri aracılığıyla son kullanıcılara iletilmesini sağlamaktadır. Perakende segmenti, elektriğin perakende satışını gerçekleştirmektedir. 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla şirketin 3 dağıtım bölgesinde 14 ilde 11,7 milyon dağıtım şebekesi bağlantı noktası ve yaklaşık 10,3 milyon müşterisi bulunmaktadır. Ayrıca elektrikli araçlar ve şarj istasyonları ekipman hizmetleri de sunmaktadır. Şirket 1996 yılında kurulmuş ve merkezi İstanbul, Türkiye'de bulunmaktadır.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



* 23/05/2023 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Yunus Emre Yenikalaycı

Uzman Yardımcısı

yunus.yenikalayci@gedik.com

+90 216 453 00 00

Ali K. Akkoyunlu

Araştırma Direktörü

aakkoyunlu@gedik.com

+90 216 453 00 00

Tablo 1 – İndirgenmiş Nakit Akımı (INA)

(TL mn)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Gelirler	122.789	162.262	185.049	203.552	219.836	237.423	256.417	275.648
<i>Büyüme (%)</i>	<i>45%</i>	<i>32%</i>	<i>14%</i>	<i>10%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>
FAVÖK	14.489	19.219	22.014	24.435	26.634	29.032	31.644	34.334
<i>Büyüme (%)</i>	<i>47%</i>	<i>35%</i>	<i>15%</i>	<i>11%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>
Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	5.096	5.679	5.922	6.514	7.035	7.598	8.205	8.269
<i>Büyüme (%)</i>	<i>24%</i>	<i>11%</i>	<i>4%</i>	<i>10%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>1%</i>
FAVÖK+Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	19.585	24.898	27.936	30.949	33.669	36.629	39.850	42.604
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>40%</i>	<i>27%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>7%</i>
Esas Faaliyet Karı	9.209	11.235	13.258	15.543	17.408	20.194	22.617	25.331
Kaldıraçsız Vergiler (-)	-1.842	-2.247	-2.652	-3.109	-3.482	-4.039	-4.523	-5.066
<i>Efektif Vergi oranı (%)</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>
VSNİK	7.367	8.988	10.606	12.435	13.927	16.155	18.094	20.265
<i>VSNİK Marjı</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>
Yatırım Harcamaları	7.330	8.353	8.901	9.302	9.720	10.158	10.615	11.066
Amortisman	628	676	729	773	804	836	869	884
Net İşletme Sermayesinde Değişim (-)	111	504	454	-160	899	-215	77	298
Serbest Nakit Akımı	5.651	6.486	7.901	10.580	11.146	14.646	16.476	18.054

İNA Varsayımları

AOSM	26,3%
Risksiz Faiz Oranı	25,0%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	35.780
İndirgenmiş Devam Eden Değer	25.094
İndirgenmiş Faaliyetler	60.874
Azınlık Payına Göre Düzeltilmiş Net Borç	12.970
Azınlık Payı	0
İNA'dan Gelen Hisse Değeri	47.904

Değerleme Özeti

İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	47.904
Hedef Hisse Değeri (TL mn)	47.904
Hedef Fiyat (TL)	40,56
Hisse Fiyatı (TL)	27,00
Potansiyel Getiri	50%

Tablo 2 – Şirket Finansalları

Gelir Tablosu (milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	30.548	84.449	122.789	162.262	185.049	203.552	219.836	237.423	256.417	275.648
Satışların Maliyeti	-22.266	-68.621	-105.898	-135.323	-155.524	-172.676	-185.512	-198.799	-213.015	-227.400
Brüt Kar	8.282	15.828	16.891	26.938	29.525	30.876	34.325	38.624	43.402	48.248
Faaliyet Giderleri	-3.383	-7.734	-10.206	-12.653	-14.804	-18.008	-18.843	-20.254	-21.759	-29.407
Faaliyet Karı	4.899	8.094	10.309	13.987	17.350	21.348	25.337	30.615	35.885	41.115
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	-385	254	-1.100	-2.751	-4.093	-5.805	-7.929	-10.421	-13.268	-15.784
Finansal Gelirler / Giderler	-1.371	-3.812	-2.735	-5.717	-4.833	-4.221	-3.747	-3.847	-3.281	-3.018
Vergi Öncesi Kar	3.143	4.536	6.474	5.519	8.425	11.322	13.661	16.347	19.336	22.313
Vergi Gideri (-)	-861	-1.452	-1.748	-1.490	-2.275	-3.057	-3.689	-4.414	-5.221	-6.024
Net Kar	2.282	3.085	4.298	5.679	6.477	7.633	8.354	9.022	10.385	11.577
Amortismanlar	473	569	622	670	856	785	826	824	867	909
FAVÖK (Düzeltilmiş)	5.499	9.863	14.489	19.219	22.014	24.435	26.634	29.032	31.644	34.334

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma Tahminleri, Rasyonet

Bilanço (milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Nakit ve Nakit Benzerleri	412	8.371	7.435	8.734	11.076	17.063	22.442	29.484	37.717	46.668
Ticari Alacaklar	5.573	5.688	7.976	10.533	12.396	15.561	17.514	19.752	21.385	22.982
Stoklar	447	1.562	2.193	2.803	3.221	2.630	2.826	3.028	2.953	3.153
Maddi Duran Varlıklar	1.444	1.634	1.846	2.031	2.214	2.297	2.354	2.413	2.473	2.535
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6.225	6.097	6.074	5.988	6.028	5.952	5.878	5.761	5.645	5.530
Diğer Varlıklar	17.232	35.837	52.985	69.695	79.590	85.335	90.039	95.120	100.382	105.447
Toplam Varlıklar	31.334	59.189	78.510	99.784	114.524	128.838	141.054	155.558	170.556	186.315
Finansal Borçlar	10.716	19.095	28.337	38.013	44.112	48.964	53.370	58.174	63.409	68.799
Ticari Borçlar	3.981	6.772	9.581	12.243	14.071	16.805	18.054	20.709	22.190	23.688
Diğer Yükümlülükler	7.285	11.749	17.422	23.360	27.103	30.081	32.786	35.734	38.947	42.254
Toplam Yükümlülükler	21.983	37.616	55.340	73.617	85.286	95.850	104.211	114.617	124.546	134.742
Özkaynaklar	9.351	21.572	23.170	26.167	29.239	32.988	36.843	40.942	46.009	51.572
Net Borç / (Nakit)	12.194	12.970	23.480	32.146	36.089	35.114	34.283	32.193	29.349	25.944

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma Tahminleri, Rasyonet

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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 Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.