

2Ç23 Sonuçlarına Genel Bakış: 2Ç23'te faaliyet gelirleri, artan dağıtım gelirleri ve finansal gelirler sayesinde yıllık %54,78 artışla 6.174 mn TL'ye ulaşmıştır. Göreceli yüksek enflasyon seyrinin devamı yatırım harcamaları geri ödemelerini 1.392 mn TL'ye ulaştırmıştır, ve yıllık bazda %5'lik artış kaydedilmiştir. Baz alınan net kar 2Ç22'deki 1.063 mn TL'den 2Ç23'te 2.226 mn TL'ye, düzenlemeye tabii varlık tabanı 1Ç23'deki 29,4 milyar TL'den 1Ç23'te 28 milyar TL'ye gerilemiştir. Sadece 98 mn TL'lik depremden kaynaklı insani yardım regülasyon tarafından karşılanmamaktadır. Depremden kaynaklı olarak işletme giderleri verimliliği altında izlenen kalan tutarın ise ilgili regülasyon ile tazmin edilmesi beklenmektedir. Dağıtım şebekeleri maksimum düzenleyici sigorta tutarı kadar sigorta kapsamında olmakla birlikte, yönetmelik şebekelerin bütün maddi hasarlarını kapsamaktadır.

Şirket beklentileri ve Gedik Yatırım Araştırma öngörülleri: Dağıtım işkolunun TÜFE bağlantısı Enerjisa için olumlu bir yatırım teması sunmaya devam etmektedir. Buna göre, 2023 yılı için faaliyet gelirleri beklentimizi 19,6 milyar TL'den 21 milyar TL'ye (15,2 milyar TL düzeltilmiş FAVÖK ve 5,7 milyar TL yatırım harcamaları geri ödemesi) ve 4,5 milyar TL baz alınan net kar beklentimizi 5,5 milyar TL olarak revize ediyoruz. Faaliyet gelirleri için şirket öngörüsü 20 milyar TL ile 24 milyar TL arasında teyit edilirken, baz alınan net kar (temettü referans noktası) 4,5 ila 6 milyar TL'den 5 ila 6 milyar TL olarak revize edilmiştir. Açıklanan 1Y23 sonuçlarına istinaden doğal afetin şirketin nakit akışı üretimine etkisinin sınırlı kalmasını bekliyoruz. Faaliyet gelirleri beklentimiz firma öngörülerinin alt bandında kalmaya devam ederken baz alınan net kar tarafında firmanın 2023 öngörüsünün orta bandında olduğumuzun ve ihtiyatlı beklentilerimizin altını çizmekte fayda görüyoruz. Al tezimiz ayrıca net finansal borç/son 12 aylık faaliyet gelirlerinin 1Y22'de görülen 1.5x'den 0.6x'e gerilemesi ile rölatif borçluluk tablosundan destek bulmaktadır.

Enerjisa'daki "Endeksin Üzerinde Getiri" değerlendirmemizi koruyor, hedef fiyatımızı TL65,22/pay'a yükseltiyoruz - yukarı potansiyel %37: Operasyonel görünürlük ve süregelen enflasyon ortamı (1), 2023 yılı için önceki serbest nakit akışı üretimi beklentimizin yukarı revizyonu (2) ve cazip değerlendirme (3) (%100 İNA) göz önüne alındıktan sonra hedef fiyatımızı TL40,56'dan yükseltiyoruz. Hisse, 2023 tahmini için 5,1x FD/FAVÖK çarpanı ve 10,7x F/K ile işlem görmektedir. Olası riskler, (1) düzenleyici otoritenin revizyonu, (2) para politikası revizyonlarına bağlı olarak borçlanma maliyetlerinde olası bir kötüleşme ve son olarak (3) 2024 ve sonrası için beklentilerimizin altında kalabilecek Haziran sonu enflasyonundan oluşmaktadır.

(TL mn)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	21.757	30.548	84.449	131.234	212.074	263.184
Düzeltilmiş FAVÖK	3.342	5.499	9.863	15.228	24.685	30.264
Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	1.342	2.101	4.119	5.735	8.483	9.869
FAVÖK+Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	4.684	7.600	13.982	20.963	33.168	40.134
Net Kar (Raporlanan)	1.088	2.282	3.082	5.249	7.953	9.869
Brüt Kar Marjı	25,9%	27,1%	18,7%	13,5%	18,4%	15,8%
F/K (x)	9,3	5,9	1,4	10,7	7,1	5,7
FD/FAVÖK (x)	20,1	12,7	7,0	5,1	3,8	3,3
FD/Satışlar (x)	3,1	2,2	0,8	0,6	0,4	0,4
Özsermaye Karlılığı	16%	28%	20%	23%	30%	31%
PD/DD (x)	7,9	6,0	2,6	2,3	2,0	1,7
Temettü Verimi (Brüt)	2,0%	2,6%	4,8%	5,8%	8,5%	10,5%
Net Borç/FAVÖK	3,3	2,2	1,3	1,4	1,5	1,4

Kaynak: Şirket Finansalları, Gedik Yatırım Araştırma Tahminleri, Rasyoner

Lütfen raporun sonundaki yasal uyarıları göz önünde bulundurunuz.

ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ



Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	Kamu Hizmetleri
Bloomberg / Reuters Kodu	ENJSA.TI / ENJSA.IS
Fiyat (TL/hisse)	47,72
Hedef Fiyat (TL/hisse)	65,22
Potansiyel Getiri	37%
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	13,9-50,75
Piyasa Değeri (milyon TL)	56.361
Firma Değeri (milyon TL)	68.865
Filli Dolaşım PD (milyon TL)	11.272
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	1.181
Dolaşımdaki Paylar	%20
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%33,84
3 Ay Önce	%33,55

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	20.003	22.135	15.654	20.608
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	970.537	1.044.933	626.823	597.166
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	47,04-49,12	40,18-50,75	26,50-50,75	13,90-50,75

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	%19	%75	%65	%241
BİST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%1	%2	%6	%27

Ortaklık Yapısı

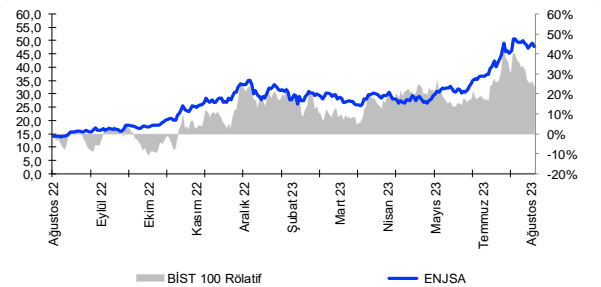
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş	%40
E.ON International Participations N.V	%40
Filli Dolaşım	%20

Şirket Özeti

Enerjisa Enerji A.Ş. Türkiye'de elektrik dağıtım, perakende satış ve müşteri çözümleri sunmaktadır. Şirket, Elektrik Dağıtım ve Perakende olmak üzere iki ana segmentte faaliyet göstermektedir. Elektrik Dağıtım segmenti, elektriğin hatlar üzerinden dağıtım şebekeleri aracılığıyla son kullanıcıya 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



* 15/08/2023 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	131.234	212.074	263.184	300.029	327.032	353.194	381.450	410.059
<i>Büyüme (%)</i>	55%	62%	24%	14%	9%	8%	8%	8%
FAVÖK	15.228	24.685	30.264	34.501	37.606	40.991	44.680	48.478
<i>Büyüme (%)</i>	54%	64%	23%	14%	9%	9%	9%	9%
Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	5.735	8.483	9.869	9.601	10.465	11.302	12.206	12.302
<i>Büyüme (%)</i>	39%	48%	16%	-3%	9%	8%	8%	1%
FAVÖK+Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	20.963	33.168	40.134	44.102	48.071	52.293	56.886	60.780
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	50%	58%	21%	10%	9%	9%	9%	7%
Esas Faaliyet Karı	9.843	12.008	14.169	16.612	18.606	21.582	24.172	27.073
Kaldıraçsız Vergiler (-)	-2.461	-2.402	-2.834	-3.322	-3.721	-4.316	-4.834	-5.415
<i>Efektif Vergi oranı (%)</i>	25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
VSNİK	7.382	9.606	11.335	13.290	14.884	17.266	19.338	21.658
<i>VSNİK Marjı</i>	6%	5%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
Yatırım Harcamaları	7.480	9.425	10.354	10.948	11.440	11.955	12.493	13.024
Amortisman	628	676	729	773	804	836	869	884
Net İşletme Sermayesinde Değişim (-)	-1.860	690	-961	-1.357	509	-712	-165	215
Serbest Nakit Akımı	8.126	8.651	12.540	14.073	14.204	18.161	20.085	21.605

İNA Varsayımları

AOSM	26,1%
Risksiz Faiz Oranı	25,0%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	52.018
İndirgenmiş Devam Eden Değer	37.511
İndirgenmiş Faaliyetler	89.529
Azınlık Payına Göre Düzeltilmiş Net Borç	12.505
Azınlık Payı	0
İNA'dan Gelen Hisse Değeri	77.024

Değerleme Özeti

İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	77.024
Hedef Hisse Değeri (TL mn)	77.024
Hedef Fiyat (TL)	65,22
Hisse Fiyatı (TL)	47,72
Potansiyel Getiri	37%

Tablo 2 – Şirket Finansalları

Gelir Tablosu (milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	30.548	84.449	131.234	212.074	263.184	300.029	327.032	353.194	381.450	410.059
Satışların Maliyeti	-22.266	-68.621	-113.543	-173.098	-221.622	-256.641	-279.760	-300.072	-321.808	-343.758
Brüt Kar	8.282	15.828	17.691	38.975	41.562	43.389	47.272	53.123	59.642	66.301
Faaliyet Giderleri	-3.383	-7.734	-10.223	-13.071	-16.963	-20.957	-22.206	-23.784	-25.463	-33.293
Faaliyet Karı	4.899	8.094	11.340	17.830	22.109	27.335	32.238	38.833	45.549	52.361
Diğer Faaliyet Dışı Gelirler, net	-385	254	-1.498	-5.822	-7.940	-10.722	-13.632	-17.250	-21.377	-25.288
Finansal Gelirler / Giderler	-1.371	-3.816	-2.402	-5.924	-7.049	-5.865	-4.708	-4.783	-4.338	-4.209
Vergi Öncesi Kar	3.143	4.532	7.441	6.084	7.120	10.747	13.897	16.800	19.835	22.864
Vergi Gideri (-)	-861	-1.450	-2.009	-1.643	-1.922	-2.902	-3.752	-4.536	-5.355	-6.173
Net Kar	2.282	3.082	5.249	7.953	9.869	11.251	12.591	13.598	15.639	17.222
Amortismanlar	473	569	622	670	856	785	826	824	867	909
FAVÖK (Düzeltilmiş)	5.499	9.863	15.228	24.685	30.264	34.501	37.606	40.991	44.680	48.478

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	4.343	-6.527	-6.781	316	9.439	20.475	33.473	48.053
Ticari Alacaklar	5.573	5.688	9.505	15.906	19.598	24.764	27.775	31.317	34.093	36.864
Stoklar	447	1.562	3.111	4.742	6.072	5.625	6.132	6.577	6.612	7.064
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	6.058	5.857	5.737	5.477	5.211	4.895	4.569	4.235
Diğer Varlıklar	17.232	35.837	55.340	88.770	108.369	119.548	126.504	134.474	143.048	151.765
Toplam Varlıklar	31.334	59.189	80.203	110.779	135.209	158.027	177.416	200.150	224.270	250.516
Finansal Borçlar	10.716	19.095	22.913	27.521	33.087	39.819	47.970	57.854	69.851	84.434
Ticari Borçlar	3.981	6.772	13.998	21.341	27.323	33.398	36.407	41.106	44.083	47.090
Diğer Yükümlülükler	7.285	11.749	19.170	33.119	40.899	45.577	47.846	49.821	51.341	51.832
Toplam Yükümlülükler	21.983	37.616	56.082	81.981	101.309	118.794	132.223	148.781	165.275	183.356
Özkaynaklar	9.351	21.572	24.122	28.799	33.899	39.233	45.192	51.370	58.995	67.160
Net Borç / (Nakit)	12.194	12.970	21.184	37.149	43.236	43.074	42.259	41.271	40.441	40.618

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.