

Olumlu Karlılık Görünümü

2Ç23 Sonuçlarına Genel Bakış: 2Ç23'te faaliyet gelirleri, artan dağıtım gelirleri ve finansal gelirler sayesinde yıllık %54,78 artışla 6.174 mın TL'ye ulaşmıştır. Göreceli yüksek enflasyon seyrinin devamı yatırım harcamaları geri ödemelerini 1.392 mın TL'ye ulaştırmıştır, ve yıllık bazda %5'lik artış kaydedilmiştir. Baz alınan net kar 2Ç22'deki 1.063 mın TL'den 2Ç23'te 2.226 mın TL'ye, düzenlemeye tabii varlık tabanı 1Ç23'deki 29,4 milyar TL'den 1Ç23'te 28 milyar TL'ye gerilemiştir. Sadece 98 mın 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 Araştırma öngörürleri: 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 rölâtif 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

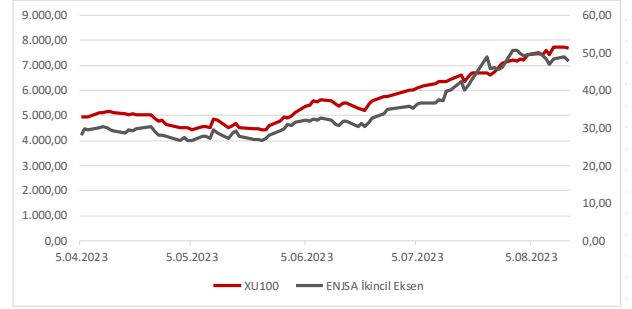
2Ç23 Finansal Sonuçları

Hisse Bilgileri	
Sektör	ENERJİ
Fiyat	47,72
Hedef Fiyat	65,22
Potansiyel Getiri	37%
52 Haftalık Fiyat Aralığı	13,61 - 54
Piyasa Değeri (Milyon TL)	56.361
Firma Değeri (Milyon TL)	68.865
Fiili Dolanım PD (Milyon TL)	11.272
Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)	1.181,07
Dolanımdaki Paylar (%)	20,00
Yabancı Oranı (Dolanımdaki Pay % En Son)	34%
Yabancı Oranı (Dolanımdaki Pay % 3 ay önce)	34%

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (Bin)	19.387	19.387	15.798	20.652
Ortalama İşlem Hacmi (Milyon TL)	933,73	1.044,93	633,90	598,66
Fiyat Aralığı	45,88 - 49,84	39,12 - 54	26,42 - 54	13,61 - 54

Hisse Performansı (%)	1H	1A	3A	1Y
Nominal Getiri	-2,85	18,77	75,06	241,40
BIST 100'e Göre Rölâtif Getiri	3,76	19,46	70,86	169,17

Ortaklık Yapısı (Sermaye Payı %)	
DİĞER	72,82
FATMA ELİF AKARLILAR	9,06
HAYRİYE FETHİYE AKARLILAR	9,06
SEYHAN AKARLILAR	9,06



ENJSA

TL mın	2023/06	2022/06	Δ	2Ç23	1Ç23	4Ç22	3Ç22	2Ç22	Δ (ç/ç)	Δ (y/y)
Net Satışlar	58.117	37.051	56,9%	29.476	28.641	24.007	24.325	19.140	2,9%	54,0%
Brüt Kâr	8.754	4.923	77,8%	4.745	4.009	5.211	4.160	2.871	18,4%	65,3%
Faaliyet Karı	5.705	3.503	62,8%	3.674	2.031	2.328	2.263	2.105	80,9%	74,6%
FAVÖK	6.049	3.766	60,6%	3.861	2.188	2.493	2.403	2.241	76,5%	72,3%
Net Kâr	2.354	1.175	100,3%	1.984	370	12.122	1.201	982	436,9%	102,0%
Brüt Kar Marjı	15,1%	13,3%	178 bps	16,1%	14,0%	21,7%	17,1%	15,0%	210 bps	110 bps
Faaliyet Marjı	9,8%	9,5%	36 bps	12,5%	7,1%	9,7%	9,3%	11,0%	537 bps	147 bps
FAVÖK Marjı	10,4%	10,2%	24 bps	13,1%	7,6%	10,4%	9,9%	11,7%	546 bps	139 bps
Net Kâr Marjı	4,0%	3,2%	88 bps	6,7%	1,3%	50,5%	4,9%	5,1%	544 bps	160 bps
Net Borç	12.505	17.690	-29,3%	12.505	8.184	11.316	15.267	17.690	52,8%	-29,3%
Özkaynak	21.774	9.019	141,4%	21.774	19.158	21.572	9.965	9.019	13,7%	141,4%
Net Borç/ FAVÖK	1,1	2,6	-55,7%	1,1	0,9	1,3	1,9	2,6	30,2%	-55,7%
Net Borç/ Özkaynak	0,6	2,0	-70,7%	0,6	0,4	0,5	1,5	2,0	34,4%	-70,7%
FD/FAVÖK (Son 12A)	6,3	10,0	-37,3%	6,3	7,4	7,9	8,7	10,0	-14,8%	-37,3%
FK (Son 12A)	3,6	22,7	-84,1%	3,6	3,8	2,1	17,9	22,7	-6,4%	-84,1%
PD/DD	2,6	6,2	-58,6%	2,6	2,9	2,6	5,7	6,2	-12,0%	-58,6%

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>	<i>55%</i>	<i>62%</i>	<i>24%</i>	<i>14%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>
FAVÖK	15.228	24.685	30.264	34.501	37.606	40.991	44.680	48.478
<i>Büyüme (%)</i>	<i>54%</i>	<i>64%</i>	<i>23%</i>	<i>14%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>
Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi	5.735	8.483	9.869	9.601	10.465	11.302	12.206	12.302
<i>Büyüme (%)</i>	<i>39%</i>	<i>48%</i>	<i>16%</i>	<i>-3%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>1%</i>
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>	<i>50%</i>	<i>58%</i>	<i>21%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>7%</i>
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>	<i>25%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>
VSNİK	7.382	9.606	11.335	13.290	14.884	17.266	19.338	21.658
<i>VSNİK Marjı</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
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
<i>Net İşletme Sermayesinde Değişim (-)</i>	<i>-1.860</i>	<i>690</i>	<i>-961</i>	<i>-1.357</i>	<i>509</i>	<i>-712</i>	<i>-165</i>	<i>215</i>
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
İNA'dan Gelen Hisse Değeri (TL mn)	77.024
Y. dışı Benzer Şirketler Analizinden Gelen Hisse Değeri (TL mn)	45.855
Y. dışı Benzer Şirketler Analizinden Gelen Hisse Değeri (TL mn)	45.855
Hedef Hisse Değeri (TL mn)	77024
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, 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, Araştırma Tahminleri, Rasyonet

Enerjisa Enerji

Genel Müdürlük

Esentepe Mh. Ecza Sk. Safter Han İş Merkezi No:6 Şişli/İstanbul – (0212) 286 30 00

Beylikdüzü

Hayrettin Paşa Mah. 1993 Sokak No:22 Ferah Residence Daire A1 Esenyurt – (0212) 270 26 43

Erenköy

Bağdat Caddesi Beyaz Apt. No: 339 D:5 Erenköy – (0216) 301 10 45

Levent

Nispetiye Mah. Aytar Cad Metro İş Merkezi No. 10 İç Kapı No: 1 Beşiktaş – (0212) 286 30 00

Nişantaşı

Vali Konağı Cad. No.77 Polat Apt. Kat.3 D.3 Nişantaşı/Şişli – (0212) 241 15 75

Sirkeci

Hobyar Mah. Aşirefendi Cad. Denizli Han Blok No: 27 Kapı No: 611 Fatih – (0212) 939 67 78

Suadiye

Suadiye Mah. Öncü Sokak Büyük Hanlı Konutları B1 Blok K:8 D:22 Kadıköy – (0216) 350 01 43

Ankara

Tunalı Hilmi Cad. 60/12 Kavaklıdere – (0312) 426 16 61

Bursa

Çekirge Mah. Çekirge Cad. Gökçen Apt. Blok 97/1 C Osmangazi – (0224) 233 43 37

Malatya

Sancaktar Mah. Aslantepe Cad. Canbaylar Plaza No. 93/9 Battalgazi – (0422) 377 90 00

Niğde

Aşağı Kayabaşı Mah. Dr. Sami Yağız Cad. Kültür Plaza No:32 Kat:1/4 Niğde - 388 214 19 35-34

**YASAL UYARI**

Bu rapor, bir veya daha fazla sermaye piyasası aracı veya bunları ihraç eden ortaklıklar ve kuruluşlar ile piyasa eğilimleri hakkında, belirli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olmamak kaydıyla, Marbaş Menkul Değerler A.Ş. müşterilerine ve/veya dağıtım kanallarına yönelik olarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin anlaşmalı olduğu dışarıdan hizmet sağlayıcı kuruluş tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. İş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. her an, hiçbir şekil ve surette ön ihbara ve/veya ihtara gerek kalmaksızın söz konusu bilgileri, tavsiyeleri değiştirebilir ve/veya ortadan kaldırabilir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü tazammum etmediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Hiçbir şekil ve surette ve her ne nam altında olursa olsun, her türlü gerçek ve/veya tüzel kişinin, gerek doğrudan gerek dolayısı ile ve bu sebeplerle uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, velhasıl her ne nam altında olursa olsun uğrayabileceği zararlardan hiçbir şekil ve surette Marbaş Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamayacak ve hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Marbaş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. çalışanlarından talepte bulunulmayacaktır.