

Enerjisa Enerji A.Ş

Güçlenen varlık tabanının desteğinde yükselen marjlar

Enerjisa Enerji hisselerini 'AL' önerisi ile Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. ENJSA için 12 aylık hedef fiyatımızı %65 getiri potansiyeli ile 79,10 TL olarak belirliyoruz. Enerjisa Enerji'nin enerji sektöründe hem dağıtım hem de perakende segmentinde sahip olduğu güçlü konumu, faaliyet göstermiş olduğu sektörün regüle yapısının sunduğu avantaj ve enerji sektöründe artan yatırım iştahının elektrik talebine pozitif yansımaları Enerjisa'yı öne çıkaran unsurlar olarak görüyoruz. Enerjisa Enerji için 2023 ve 2024 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 4,7x ve 2,8x; F/K çarpanlarını da 9,8 x ve 7,7x olarak tahmin ediyoruz.

Regülasyona tabii iş yapısı güçlü finansal performansı destekliyor

Enerji sektöründe hem dağıtım hem de perakende segmentinde faaliyet gösteren Enerjisa Enerji, bulunduğu iş kolları itibarıyla yoğun regülasyona tabiidir. Dağıtım segmentinde, yasal otorite tarafından belirlenen uygulama dönemleri ile reel yatırım planları başta olmak üzere yatırımların süresi ve reel getiri oranları açıklanmaktadır. Şirket, yapmış olduğu yatırımlar ile sahip olduğu varlık tabanını geliştirmekte olup, yasal otorite tarafından belirlenen yatırım süresi boyunca yatırımların geri ödemeleri de finansallara pozitif katkı sağlamaktadır. Şirketin satışlarını oluşturan iki ana segmentin sahip olduğu dinamikler eşliğinde güçlü büyümelerini önümüzdeki yıllarda da sürdüreceğini düşünüyoruz. Ayrıca, bir diğer iş kolu olan müşteri çözümleri de faaliyet alanını genişleterek, yüksek büyüme görünümünü desteklemektedir. Buna göre, 2023 yılı cirosunu 136 milyar TL, FAVÖK'ün 16,1 milyar TL ve baz alınan net karını 5,8 milyar TL seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. 2024 yılına yönelik öngörülerimiz ise cirosunun 212,2 milyar TL, FAVÖK'ün 30,6 milyar TL ve baz alınan net kar rakamının 7,4 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Yatırımlar eşliğinde güçlenen varlık tabanı

Enerjisa Enerji, dağıtım segmentinde sahip olduğu varlık tabanının desteğinde güçlü finansal performans sergiliyor. Son dönemde artan yatırımlar ve enflasyondaki yükselişe bağlı olarak, yeniden değerlemelerdeki artış varlık tabanındaki büyüme hızını destekledi. Varlık tabanında görülen büyüme paralelinde şirketin elde etmiş olduğu finansal gerilde de yüksek büyüme oranları yakalandı. 2023 yılında varlık tabanının yıllık bazda %66 artarak, 32,1 milyar TL, 2024 yılında ise %79 artarak 57,6 milyar TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Finansal gelir tarafında ise 2023 yılını 10,8 milyar TL seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. 2024 yılına ilişkin olarak ise 23,6 milyar TL seviyesinde finansal gelir öngörüyoruz.

İstikrarlı temettü ödemesi ve yüksek temettü verimliliği

Enerjisa Enerji, elde etmiş olduğu güçlü finansal büyümenin de desteğiyle her yıl düzenli olarak temettü ödemesi gerçekleştirirken, yıllar itibarıyla sunmuş olduğu yüksek temettü verimliliği ile dikkat çekiyor. 2022 yılında toplam 2,7 milyar TL temettü ödemesi gerçekleştiren Enerjisa'nın düzenli olarak %60 oranında temettü dağıtım politikasını sürdürmesini ve 2023 yılı net karından 3,5 milyar TL temettü ödemesi ve %6,1 temettü verimliliği gerçekleştirmesini öngörüyoruz.

AL

Hisse Fiyatı: 47,88TL

Hedef Fiyat: 79,10TL

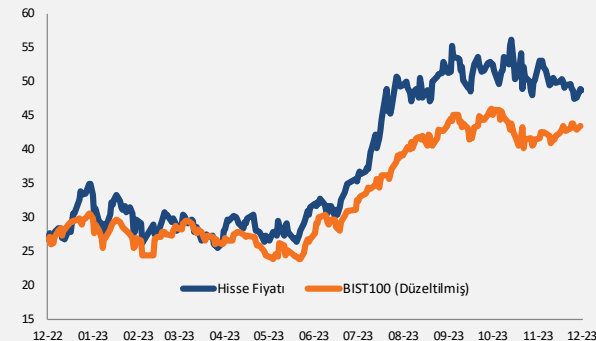
Getiri Potansiyeli: %65

Özet Veriler

Hisse Kodu	ENJSA
Cari Fiyat (TL)	47,88
52H En Yüksek (TL)	57,50
52H En Düşük (TL)	25,20
Piyasa Değeri (mn TL)	56.550
Piyasa Değeri (mn USD)	1.957
Halka Açıklık Oranı (%)	20,00
Konsensus HF (TL)	56,22
Konsensus Tavsiye	%50 A / %50 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	28,60
HLY HBK (2023T)	4,89
Konsensus HBK (2023T)	4,83

Tahminler ve Rasyolar	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar (mn TL)	32.994	84.449	136.034	212.270
Yıllık Büyüme	52%	156%	61%	56%
FAVÖK (mn TL)	5.372	8.663	16.134	30.656
Yıllık Büyüme	52%	61%	86%	90%
Net Kar (mn TL)	2.415	4.461	5.775	7.386
Yıllık Büyüme	29%	85%	29%	28%
FAVÖK Marjı	16,3%	10,3%	11,9%	14,4%
Net Kar Marjı	7,3%	5,3%	4,2%	3,5%
FD/Satışlar	0,8x	0,6x	0,6x	0,4x
FD/FAVÖK	4,8x	6,2x	4,7x	2,8x
F/K	6,3x	9,5x	9,8x	7,7x
PD/DD	1,6x	2,0x	2,0x	2,4x
Hisse Başı Kar (TL)	1,59	2,04	4,89	6,25
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	18,70	43,14	55,34	47,55

Fiyat Performansı



Kaynak: HLY Araştırma, Reuters, Bloomberg

Enerji sektöründe yatırım iştahı canlı kalmaya devam ediyor

Yenilenebilir enerjiye yönelik atılan adımlar öncülüğünde enerji sektöründe yatırım iştahı son yıllarda artış gösterdi. Özellikle Ukrayna – Rusya krizi sonrasında artan enerji fiyatları, hali hazırda salgın döneminin birikimli etkilerini hissetmekte olan küresel ekonomi üzerinde enflasyonist baskı oluşturdu. Paris Antlaşması'nda küresel ısınmanın engellenmesi ve sera gazı salınımının kontrol altına alınabilmesine yönelik çalışmalar yenilenebilir enerji yatırımlarını destekleyen önemli unsur oldu. Ülkemizde de yenilenebilir enerji alanında yatırımlar ön plana çıkmaya devam ediyor. Özellikle YEKDEM uygulaması ile sektöre teşvikler sunulurken, süre içerisinde yüksek kurulu güç artışı yaşandı. Paris Antlaşması ve Karbon Nötr yolunda Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından yayımlanan Ulusal Enerji Planı bu kapsamda önemli bir adım oldu. Bakanlığın gelecek projeksiyonları kurulu güçte öngörülen artışın ağırlıklı olarak yenilenebilir enerjiden sağlandığı görülüyor. Türkiye, sahip olduğu coğrafi konum itibarıyla de hem güneş hem rüzgar – onshore/offshore – santralleri için önemli bir avantaja sahip bulunuyor. Son günlerde Türkiye ile BAE arasında imzalanan anlaşmaların yenilenebilir enerji alanında ağırlık kazanacağı düşünüldüğünde, sektördeki yatırım iştahının devam etmesini bekliyoruz.

Korunaklı iş yapısı ile güçlü finansal sonuçlar

Enerji sektöründe hem dağıtım hem de perakende segmentinde faaliyet gösteren Enerjisa Enerji, bulunduğu iş kolları itibarıyla yoğun regülasyona tabiidir. Dağıtım segmentinde yasal otorite tarafından belirlenen uygulama dönemleri ile reel yatırım planları başta olmak üzere yatırımların süresi ve reel getiri oranları açıklanmaktadır. Şirket, yapmış olduğu yatırımlar ile sahip olduğu varlık tabanını geliştirmekte olup, yasal otorite tarafından belirlenen yatırım süresi boyunca yatırımların geri ödemeleri de finansallara pozitif katkı sağlıyor. Öte yandan perakende segmentinde, geniş müşteri tabanı ve ekonomik aktivitenin yoğun olduğu bölgelerde faaliyet göstermesi nedeniyle şirket, Ekim ayı itibarıyla Türkiye toplam faturalanan elektriğin %25'ini dağıtıyor. Perakende segmentinde de regülasyonların önemli etkisi bulunuyor. Yasal otorite açıklamış olduğu uygulama dönemlerinde dağıtıcı şirketlerin kar marjlarını belirlemektedir. Açıklanan kar marjı piyasa fiyatlarındaki dalgalanmaya karşı şirketi korurken, piyasa fiyatlarında oluşabilecek ani fiyat değişimlerine karşı, şirketin finansallarındaki negatif etkiyi hafifletiyor. Bu gelişmeler eşliğinde finansallara baktığımızda, Enerjisa'nın cirosunun 2023'ü yıllık bazda %61 artışla 136 milyar TL seviyesinde tamamlamasını öngörürken, 2024 yılına ilişkin yıllık bazda %56 artışla 212,2 milyar TL seviyesinde ciro açıklayacağını tahmin ediyoruz. FAVÖK tarafında ise 2023'ü yıllık bazda %86 artışla 16,1 milyar TL seviyesinde tamamlamasını öngörürken; FAVÖK marjının bir önceki yıla kıyasla 160 baz puan artışla %11,9 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılına ilişkin olarak ise, FAVÖK'ün yıllık bazda %90 artışla 30,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini; FAVÖK marjının ise 2,6 puan artışla %14,4 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. Enerjisa Enerji için net kar tahminimiz ise 2023'ü yıllık bazda %29'luk artışla 5,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesi yönünde bulunuyor. 2024 yılı net kar rakamının ise %28 artışla 7,4 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Net kar marjının ise 2023 ve 2024 yılları için sırasıyla %4,2 ve %3,5 oranında gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Güçlenen varlık tabanı ile artan finansal gelir

Enerjisa Enerji, yıllar itibarıyla yapmış olduğu yatırımlarla düzenlenmiş varlık tabanını güçlendirerek finansal gelirini artırmayı başardı. 2023 yılı varlık tabanının yıllık bazda %66 artarak 32,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini ve finansal gelirin yıllık bazda %74 artışla 10,8 milyar TL seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2024 yılında ise varlık tabanının yıllık bazda %79,1 artışla 57,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini ve finansal gelirin yıllık bazda %119 artışla 23,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Özellikle 2024 yılının ilk yarısında enflasyonda görülmesini beklediğimiz zirve seviyesine bağlı olarak yeniden değerlendirme kaynaklı olarak, varlık tabanındaki yükseliş varlık tabanında ve finansal gelirden görülecek olan güçlü büyümede önemli etken olacaktır. Ayrıca, şirketin 2023 yılı itibarıyla yatırım harcamalarındaki artışın varlık tabanını destekleyen bir diğer önemli unsur olmasını bekliyoruz. Şirket, dağıtım segmentinde 2022 yılında 4,4 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirirken, 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla toplam 10,6 milyar TL ve 16,9 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirmesini bekliyoruz. Şirketin 2021 ve 2022 yıllarında gerçekleştirmiş olduğu yatırım harcamalarının nominal yatırım tavanının altında kalması yatırım harcamalarındaki artışa destekliyor.

Riskler

Yenilikçi çözümler ile faaliyet alanı genişliyor

Enerjisa Enerji, 2017 yılında faaliyetine başladığı müşteri çözümleri ile müşterilerin ihtiyaçlarına yönelik hizmetler sunuyor. Genel olarak müşteri çözümleri adı altında dağıtık üretim ile yenilenebilir enerji çözümleri, enerji verimliliği uygulamaları, yeşil enerji, kojenerasyon ve trijenerasyon çözümleri ve e – mobilite'ye uygun çalışmalar yapıyor. Özellikle karbon sıfır hedefleri doğrultusunda ön plana çıkan enerji verimliliği ve e – mobilite çalışmalarının şirkete önümüzdeki yıllarda önemli sinerji sağlayacağını düşünüyoruz. Aynı zamanda, dağıtık üretim ile yüksek enerji tüketimi gerçekleştiren firmalara sağlamış oldukları hizmetler ile maliyet avantajı sağlayarak, finansal açıdan firmalara destek olmaktadır. Ayrıca, son yıllarda artan fosil yakıt fiyatları sonrasında tüketicilerin elektrikli araçlara olan ilgisinin artmasıyla gelişen e-mobilite pazarının şirket için önümüzdeki dönemde önemli fırsatlar sunabileceğini düşünüyoruz.

Düzenli temettü dağıtımını hisseyi cazip kılıyor

Enerjisa Enerji, kar dağıtım politikası kapsamında her yıl dağıtılabılır karının %60'ına karşılık gelen oranın dağıtılmasını hedeflemektedir. Her yıl düzenli temettü dağıtan şirketin 2022 yılı temettü verimi %4,8 iken son 4 yıllık ortalama temettü verimi %5,1 seviyesinde bulunuyor. Gelecekte de kar dağıtım politikası çerçevesinde temettü ödemesine devam etmesini beklediğimiz Şirketin 2023 yılı sonuçlarına ilişkin net karından hisse başına 2,9 TL kar payı dağıtacağını tahmin ediyoruz. Söz konusu temettü ödemesi %6,1'lik temettü verimliliğine işaret ediyor. Enerjisa'nın 2024 yılı için temettü verimliliğini %7,8 olarak öngörüyoruz.

Riskler

Enerjisa Enerji, faaliyet gösterdiği sektör itibarıyla yüksek regülasyona tabidir. Regülatör tarafından reel yatırım tavanı, reel makul getiri oranı ve perakende satışlarda uygulanmakta olan kar marjında değişikliğe gidilmesi tahminlerimiz üzerinde farklılaşmaya neden olabilecektir. Buna ek olarak, gelirler içerisinde en yüksek paya sahip iki ana segment özelinde baktığımızda, dağıtım segmenti tarafında enflasyonun beklentimizin altında gerçekleşmesi veya projeksiyon dönemi içerisinde gerçekleşecek yatırımların tahminlerimizden ayrışması gelir projeksiyonumuz üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturmaktadır. Ayrıca, elektrik piyasasında oluşan fiyatların ve elektrik satış hacimlerinin beklentilerimizden ayrışması da perakende segmenti projeksiyonumuz üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabilir. Son olarak, artan finansman maliyetleri, finansman giderlerindeki yükselişe neden olup, baz alınan net kar tarafında baskı oluşturmaktadır.



Değerleme Özeti

Değerleme Özeti

Enerjisa Enerji'nin 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerini kullandık. İNA ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerine sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verdik.

İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 12 aylık 102.334 milyon TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. 2023-2029 yıllarını kapsayan 7 yıllık dönemi projekte ettiğimiz İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranının %5,0, beta katsayısını 1,10, özsermaye maliyetini %25, risksiz faiz oranını %19,0 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %27,20 olarak varsaydık. Tahminlerimize göre, projeksiyon dönemimiz boyunca ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin ortalama %26,3 olacağını öngörüyoruz.

Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre ise 84.496 milyon TL 12 aylık hedef şirket değerine ulaşmaktayız. Benzer şirket karşılaştırmasında, yurt dışında faaliyet gösteren küresel ölçekte elektrik dağıtım ve perakende şirketlerini modelimize dahil ettik. Çarpanlar olarak ise FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını kullanırken, benzer şirketler çarpanımıza %45 iskonto uyguladık.

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış değerlendirme modelimizde ENJSA için 12 aylık hedef fiyatımız, 79,10 TL seviyesinde olup, %65 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Tablo 1 : Değerleme Özeti

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	102.334	50%	51.167
Benzer Şirket Çarpanları	84.496	50%	42.248
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			93.415
Hisse Adedi			1.181
Hisse Fiyatı			47,9
12 Aylık Hedef Fiyat			79,1
Yükseliş Potansiyeli			65%



Değerleme Özeti

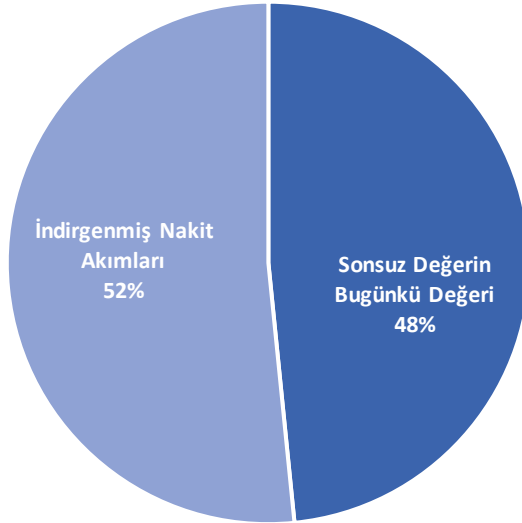
Tablo 2 : İNA Değerleme (Konsolide)

İNA Değerleme	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Revenue	136.034	212.270	252.999	326.020	391.820	465.045	535.884
EBIT	14.373	27.907	35.981	50.915	64.480	85.080	107.301
FAVÖK	16.134	30.656	39.256	55.136	69.553	91.101	114.240
FAVÖK + Yatırım . Geri Ödem.	22.051	42.236	56.054	80.263	105.279	140.242	177.779
(-) Vergi @ FVÖK	5.513	8.447	11.211	16.053	21.056	28.048	35.556
(-) Yatırım Harcamaları	11.918	18.446	20.646	53.792	64.896	77.023	89.789
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	355	800	757	1.145	1.221	1.827	1.892
Serbest Nakit Akışı	4.265	14.543	23.440	9.274	18.106	33.343	50.542
AOSM	1,02	1,28	1,63	2,06	2,60	3,29	4,16
İndirgenmiş Nakit Akışı	4.199	11.320	14.413	4.505	6.951	10.124	12.146

Sonsuz Büyüme Oranı	5%
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	59.730
İndirgenmiş Nakit Akımları	63.659
Şirket Değeri (TL mn)	123.388
Net Borç (-)	21.054
Azınlık Payları	0
Hedef Özsermaye Değeri (TL mn)	102.334
Piyasa Değeri (TL mn)	56.550
Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı	1.181
Hisse Fiyatı	47,88
Hedef Hisse Fiyatı	86,65
Yükseliş Potansiyeli	81,0%

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma

Grafik 1 : Şirket Değeri Kırılımı



Kaynak: Halk Yatırım Araştırma



Benzer Şirket Karşılaştırması

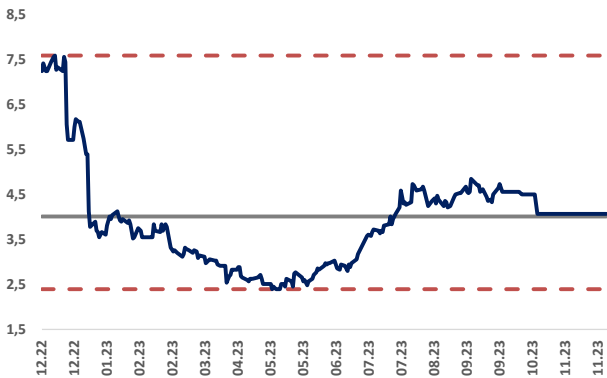
Tablo 3 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket	Konsensus Tahminleri			
	2023T		2024T	
	FD/FAVÖK	F/K	FD/FAVÖK	F/K
IBERDROLA SA	10,09	15,11	9,65	14,70
NATIONAL GRID PL	11,74	15,04	11,01	13,96
E.ON SE	7,16	10,38	7,55	11,89
SSE PLC	9,41	11,58	8,33	10,47
HYDRO ONE LTD	13,34	20,90	12,72	20,01
ITALGAS SPA	9,24	10,05	8,38	8,97
POWER GRID CORP	7,49	12,81	7,35	12,25
TENAGA NASIONAL	6,96	15,32	6,86	12,88
ENN ENERGY	5,62	7,46	5,24	6,83
EQUATORIAL E-ORD	8,62	20,29	7,78	12,28
ENEL SPA	6,81	10,15	6,72	9,71
REDEIA CORP	9,12	12,48	10,21	16,45
TAURONPE	3,20	2,89	4,39	4,48
ELIA GROUP SA/NV	11,23	22,23	10,20	21,73
REN-REDE ENERGET	7,83	12,36	7,91	12,88
TERNA-RETE ELETT	11,36	17,08	10,16	15,25
Enerjisa Enerji	4,74	9,79	2,84	7,66
Medyan	9,12	12,36	8,33	12,25
Prim / İskonto	-48%	-21%	-66%	-37%
Ortalama	9,01	12,07	8,62	11,91
Prim / İskonto	-47%	-19%	-67%	-36%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

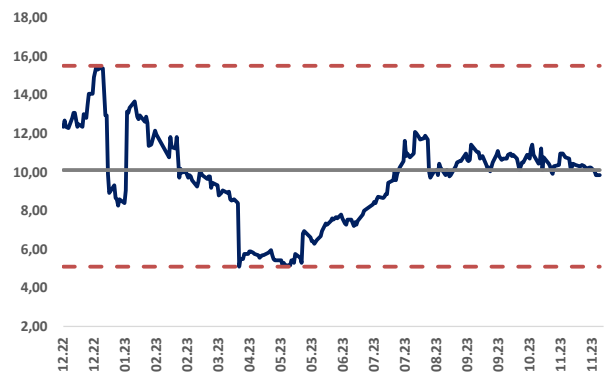
Enerjisa Enerji'yi, benzer küresel ölçekte elektrik dağıtım ve perakende şirketleri ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre 4,74x olan 2023T ve 2,84x olan 2024T FD/FAVÖK çarpanına göre sırasıyla %48 ve %66 iskontolu işlem görmektedir. Enerjisa Enerji, F/K çarpanı tahminlerimize göre 9,79x olan 2023T ve 7,66x olan 2024T yıllarına göre sırasıyla %21 ve %37 iskontolu işlem görmektedir.

Grafik 2 : 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Kaynak: Bloomberg, Halk Yatırım Araştırma

Grafik 3 : 1 yıl ileri tarihli F/K rasyosu



Şirket Profili

Geniş müşteri ağı ve öne çıkan yenilikçi yaklaşım: Enerjisa Enerji

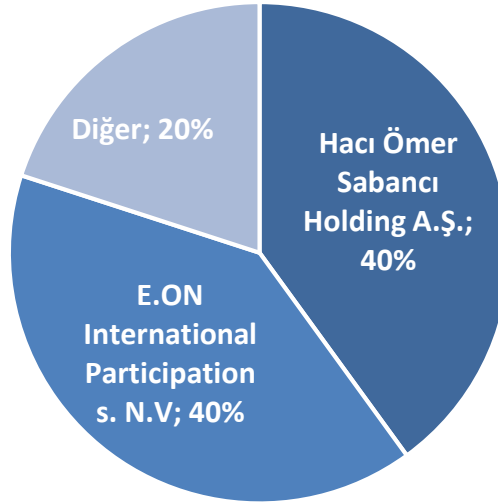
1996 kurulan Enerjisa Enerji, şebeke yatırımlarıyla, yenilikçi ve farklılaşmış uygulamalarıyla, müşterilerine ve sektöre yönelik verimlilik ve teknoloji odaklı iş modelleriyle ve rekabetçi stratejileriyle Türkiye'nin gelişmekte olan elektrik pazarının lider oyuncularından biridir. Enerjisa, elektrik dağıtım, perakende satış ve müşteri çözümleri iş kollarında Türkiye'nin lider şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, 3 faaliyet bölgesinde yer alan 14 ilde 22,1 milyon nüfusa ulaşmakta, 10,7 milyon müşteriye hizmet vermektedir.

Enerjisa Enerji, 3 bölgede faaliyet gösteren, düzenlemeye tabi bir sektörde Türkiye'nin en büyük ve tek halka açık elektrik dağıtım ve perakende satış şirkettir. Elektrik dağıtım faaliyetleri Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş. (Başkent EDAŞ), İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Dağıtım A.Ş. (AYEDAŞ) ve Toroslar Elektrik Dağıtım A.Ş. (Toroslar EDAŞ) tarafından yürütülmektedir. Elektrik dağıtım şirketlerinin faaliyetleri lisanslarında tanımlı bölgelerle sınırlıdır. Elektrik perakende satış faaliyetleri Enerjisa Başkent Elektrik Perakende Satış A.Ş. (Başkent EPSAŞ), Enerjisa İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Perakende Satış A.Ş. (AYESAŞ) ve Enerjisa Toroslar Elektrik Perakende Satış A.Ş. (Toroslar EPSAŞ) tarafından yürütülmektedir. Enerjisa Müşteri Çözümleri A.Ş. ise 29 Aralık 2017 tarihinde müşteri çözümleri ve dağıtım üretim konularındaki faaliyetleri yürütmek üzere kurulmuştur.

Enerjisa Enerji dağıtım bölgelerinde yüksek kalite standartlarındaki şebekesini genişletmeye ve perakende operasyonlarını tüm ülkeye yaymayı hedeflemektedir.

Enerjisa Enerji müşterileri için sürdürülebilir ve yenilikçi çözümlere önem vermektedir. Bu kapsamda; "İşimin Enerjisi" çatısı altında güneş enerji santrali kurulum hizmetleri, enerji verimliliği uygulamaları, kojenerasyon/ trijenerasyon uygulamaları, elektrikli araç şarj istasyonu yönetimi ve yeşil enerji sertifikasyonu gibi birçok çevre dostu ve sürdürülebilir enerji çözümlerini müşterilerine sunmaktadır.

Grafik 4 : Ortaklık Yapısı

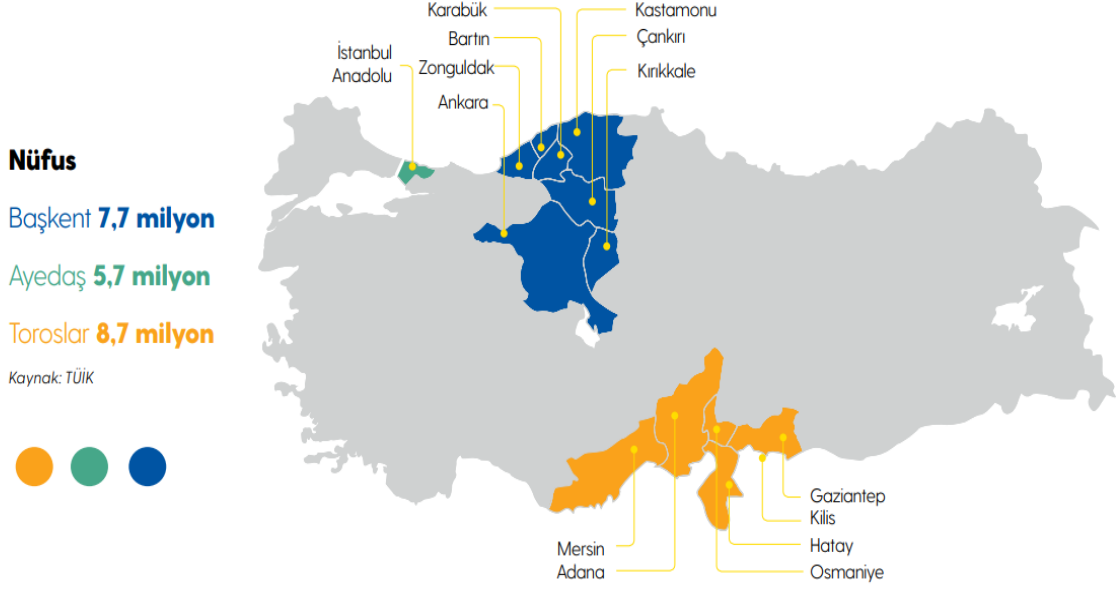


Kaynak: Enerjisa Enerji A.Ş.



Şirket Profili

Şekil 1 : Enerjisa'nın dağıtım alanında faaliyet gösterdiği bölgeler



Kaynak: Enerjisa Enerji A.Ş.

Geniş müşteri kitlesi ve yasal mevzuata dayalı faaliyetleri ön plana çıkarıyor

Enerjisa faaliyet göstermiş olduğu iş kolu itibarıyla, regüle edilmiş bir piyasada sahip olduğu güçlü varlık tabanı ve geniş dağıtım ağı ile sektörün öncüleri arasındadır. Perakende elektrik satışı kanalında toplam 3 bölge ve 14 ilde faaliyet gösteren Şirket, 10,7 milyon müşteriye elektrik sağlarken; 3 bölgede toplam 32,7 TWh'i bulan satış hacmi elde ediyor. Şirket, mevzuat kapsamında hem düzenlemeye tabii perakende müşterilerine hem de serbest müşterilerine hizmet sağlayabiliyor. 2023 yılı dokuz aylık dönemde şirket, dağıtımını gerçekleştirdiği 32,7 TWh'in 9,2 TWh'lik kısmını serbest tüketiciye gerçekleştirmiştir. Yasal otorite tarafında serbest tüketici limitlerinin aşağı yönlü revize edilmesi Şirketin daha fazla serbest tüketiciye ulaşmasını kolaylaştırmıştır. EPDK tarafından alınan karara göre 2023 yılı için serbest tüketici limiti yıllık 1000kWh ve üzeri olarak belirlenmiştir.

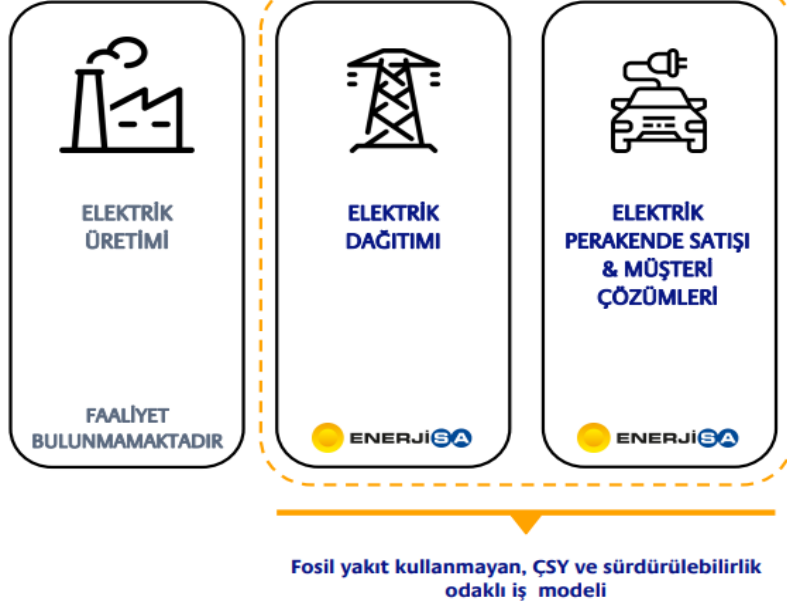
Dağıtım kanalında sahip olduğu 30 milyar TL'lik varlık tabanı ve 323.421 km dağıtım ağı uzunluğu ile sektörde fark yaratırken, düzenlemeye tabii profili, dağıtım iş kolunda ortalama enflasyona (uzun vadeli yıl ortası enflasyon ortalaması, iskonto edilmiş) dayalı kâr artışı sunmaktadır. Varlık tabanına bağlı olarak şirketin elde etmiş olduğu gelir EPDK tarafından açıklanan yasal mevzuat kapsamında belirlenmektedir. EPDK, yasal mevzuatı beş yıllık dönemlerle belirleyerek, Şirketin uygulama dönemi içerisinde düzenlemeye tabii reel makul getiri oranı, yapılması gereken yatırım, verimlilik & kalite hedeflerini ilgili taraflara açıklıyor. Böylelikle şirket, finansalları beş yıllık projeksiyon dönemi içerisinde mevzuat kapsamında garanti altına alıyor. 2021 yılında başlayan 4.uygulama döneminin 2025 yılında sona ermesi bekleniyor. 4. uygulama döneminde reel vergi öncesi RMGO değeri %12,30 seviyesinde bulunuyor.



Şirket Profili

Şekil 2 : Enerjisa'nın faaliyet gösterdiği alanlar

Enerjisa Enerji, tamamıyla elektrik dağıtımı, elektrik perakende satışı ve müşteri çözümlerine odaklanan Türkiye'deki tek oyuncudur



Kaynak: Enerjisa Enerji A.Ş.

Yenilikçi çözümler ile faaliyet alanını genişletiyor

Enerjisa, dağıtım ve perakende kanallarının yanısıra enerji sektörüne yönelik bir çok faaliyette bulunuyor. 2017 yılında kurulan Enerjisa Müşteri Çözümleri A.Ş., müşterilerin ihtiyaçlarına yönelik çözümleri karşılama amacıyla kuruldu. Müşteri çözümleri faaliyetleri altında, Dağıtık üretim ile yenilenebilir enerji çözümleri, enerji verimliliği uygulamaları, yeşil enerji, kojenerasyon ve trijenerasyon çözümleri ve E – Mobilite'ye uygun çalışmalar yapıyor.

Dağıtık üretim ile yenilenebilir enerji çözümleri kapsamında Güneş Enerjisi Santrallerine ilişkin müşteri ihtiyaçlarını karşılayan Enerjisa, dağıtık üretim kapsamında 2023 yılı dokuz aylık dönemde GES toplam kurulu gücü 32,4 MWp ulaştı. Enerjisa, müşteri odaklı alternatif enerji verimliliği çözümleri için atık ısı geri kazanımı, ısıtma, soğutma ve havalandırma (HVAC), basınçlı sistemler, elektrik motorları ve aydınlatma gibi alanlar başta olmak üzere enerji performans sözleşmesi (ESCO/EPS) modeli ile enerji verimliliği uygulamaları sunmaktadır. Enerjisa, müşterilerine iki tip sertifika ile elektrik tüketimlerinden kaynaklı sera gazı salımlarını azaltması yada nötrlemesi konusunda hizmet sağlamaktadır. Kojenerasyon (CHP) ve trijenerasyon (CCHP) çözümleri ile anahtar teslim olarak kurulumu gerçekleştirilen kojenerasyon ve trijenerasyon sistemlerinin sunduğu verimlilik, toplam enerji maliyetlerinde büyük oranda düşüş sağlamakta, birincil enerji tüketimindeki düşüş sayesinde karbon salımı azalmaktadır. Enerjisa her iki sistem için de anahtar teslim hizmet sunmakta ve müşterilerinin yatırım yükünü hafifletecek finansal çözümler üretmektedir. Son olarak, Enerjisa, E - Şarj'ı satın alınmasıyla birlikte, düşük karbonlu ekosisteme katkıda bulunmak amacıyla elektrikli ve verimliliği yüksek araçların yaygın kullanımını teşvik etmektedir. Şirket bu amaç doğrultusunda; elektrikli araç şarj istasyonları, elektrik depolama sistemleri, akıllı ev teknolojileri ve tüketicilerin kendi elektrikliğini üretmelerine yardımcı olan sistemler gibi yenilikçi iş alanlarındaki fırsatları etkin bir şekilde değerlendirmektedir. Hali hazırda şirketin, 1.278 şarj soket sayısı bulunurken, 682 halka açık şarj noktası bulunmaktadır.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim

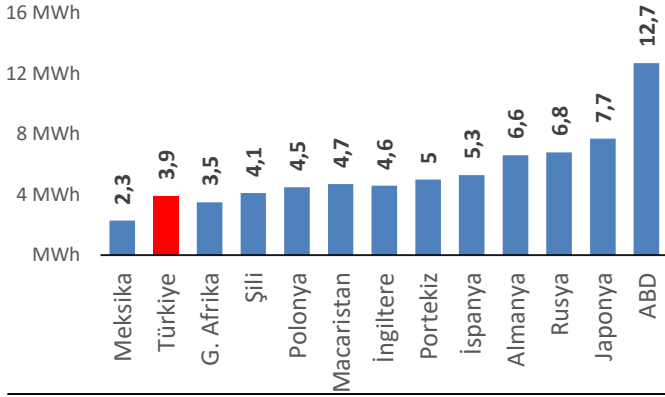


halkyatirim

Türkiye Enerji Sektörü

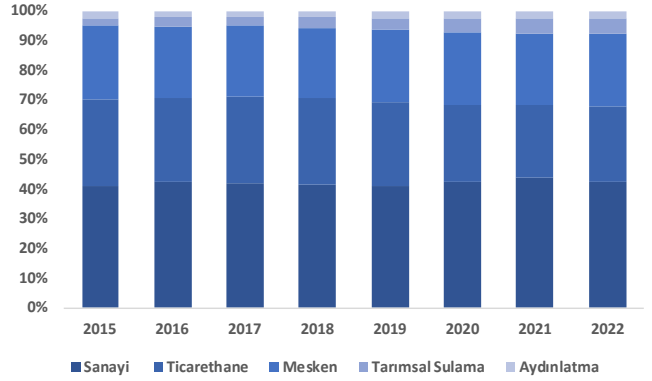
Türkiye'de enerji sektöründe 1950 yıllarının sonlarına doğru başlayan yapılanma ile düzenleyici kurumlar ilk kez ortaya çıkarken, sektör yatırımları 2001 yılında 24335 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 4628 sayılı "Elektrik Piyasası Kanunu" ile Elektrik Piyasası Düzenleme Kurumu'nun kurulmasıyla hız kazandı. Yeni dönemle birlikte Türkiye Elektrik Üretim ve İletim A.Ş.'de yapılanmaya gidilerek, elektrik iletim sisteminin geliştirilmesi, bakımı ve işletilmesi amacıyla Elektrik İletim Şirketi (TEİAŞ) ve devlete ait elektrik üretimi kapasitesinin işletilmesi amacıyla Elektrik Üretim Şirketi (EÜAŞ) kuruldu. Dağıtım tarafında ise özelleştirme ağırlıklı bir çalışma yürütülerek, kamu adına faaliyet göstermekte olan Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.'nin (TEDAŞ) görev ve sorumlulukları özelleştirme sürecinin tamamlanmasıyla 21 dağıtıcı şirket tarafından üstlenilmiş oldu.

Grafik 5 : OECD Ülkelerinin Kişi Başına Elektrik Talebi



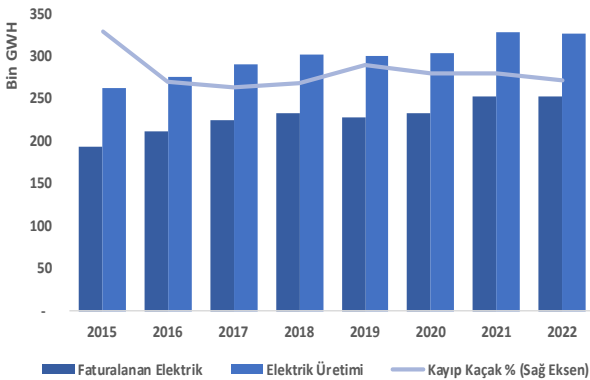
Kaynak: TEİAŞ, PWC, Halk Yatırım Araştırma

Grafik 6 : Tüketici Türüne Göre Elektrik Tüketimi



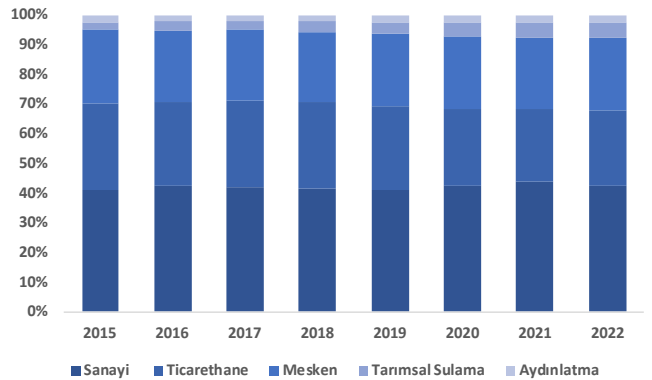
Enerji sektöründe yapılanma ve dönüşüm hızla devam ederken, sektördeki cazibenin artmasıyla birlikte yatırımlar hız kazanarak yıllar itibariyle kurulu güç ve iletim hat uzunluğunda önemli artışlar görülerek, kayıp kaçak oranlarında da iyileşme yaşandı. EPDK verilerine göre 2023 yılı dokuz aylık dönemde toplam 248.198 GWH elektrik üretimi karşısında 21 dağıtıcı şirket toplam 192.302 GWH elektrik faturalandı. 2023 yılı verilerine göre bölgeler bazında faturalanan elektriğe baktığımızda da 23.073 GWH ile Toroslar EDAŞ en yüksek, 1.716 GWH ile Vangölü EDAŞ en düşük değere sahip oldu. TEİAŞ tarafından en son açıklanan 2022 verisine göre kayıp kaçak oranlarına baktığımızda ise Dicle EDAŞ %46,2 ile en yüksek oranı sahip iken, Uludağ EDAŞ %5,2 ile en düşük kayıp kaçak oranına sahip bölge oldu. İletim hattı uzunluğu ise 2022 yılında 73.634 KM ile 2000 yılına göre %78 artış gösterdi.

Grafik 7 : Elektrik Üretimi, Faturalanan Elektrik ve Kayıp Kaçak Oranı



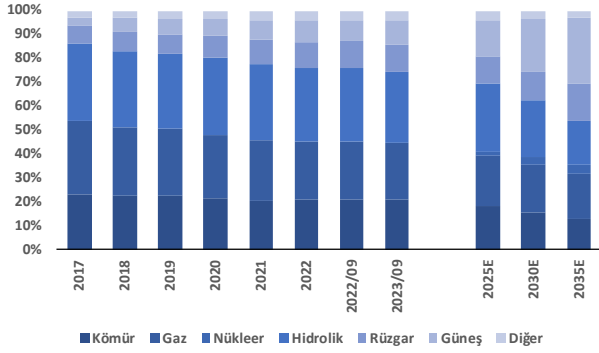
Kaynak: TEİAŞ, Halk Yatırım Araştırma

Grafik 8 : Tüketici Türüne Göre Abone Sayısı

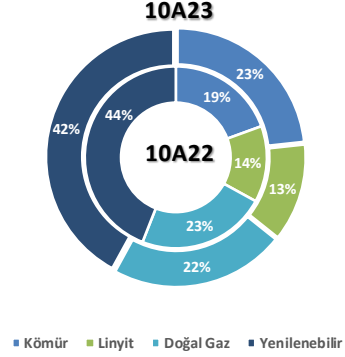


Türkiye Enerji Sektörü

Grafik 9 : Ulusal Enerji Planına Göre Kurulu Güç



Grafik 10 : Yenilenebilir Enerjinin üretimdeki payı



Kaynak: TEİAŞ, ETKB

Türkiye enerji sektöründe atılan adımlar sonrasında hem kurulu güçte hem de üretimde kamunun aldığı pay yıllar itibarıyla azalış gösterdi. Uzun vadeli planların yapılması ve yatırım teşvikleriyle özel sektörün yatırım iştahındaki artış sektöre dinamizm getirmiş oldu. Özellikle 2005 yılında yürürlüğe alınan döviz bazlı YEKDEM uygulaması yenilenebilir enerji yatırımlarının hızlanmasına ve bunun sonucunda kurulu güçteki artışın hız kazanmasına neden oldu. YEKDEM'in uygulanmaya başladığı tarihte 12,9 GW kurulu güce sahip olan yenilenebilir enerji kaynakları, 2023 yılı Ekim ayı itibarıyla 44,9 GW artışla 57,8 GW seviyesine yükselirken kurulu güç içerisindeki payı ise %33,4'ten %55 seviyesine artış gösterdi. Böylelikle, bu dönemde kurulu güçte görülen 65,9 GW'lık artışın %66'sı yenilenebilir enerji kaynaklarından gerçekleşti. Zaman içerisinde YEKDEM tariflerinde değişikliklere gidildi. Yıllar itibarıyla döviz kurunda yaşanan sert yükseliş sonrasında döviz garantili YEKDEM yerini TL bazlı tarifelere bırakırken, son olarak yayımlanan YEKDEM tarifesinin fiyat hesaplamasında dövizin ağırlığının artırılmasıyla, döviz tekrardan önemli hale geldi. Tarifelerdeki değişiklikler yatırım iştahında zaman zaman azalışa neden olsada kurulu güçteki büyüme devam etti. Önümüzdeki yıllar için Türkiye ile BAE arasında imzalanan anlaşmaların büyük bölümünün yenilenebilir enerji yatırımları olduğu düşünüldüğünde, yenilenebilir enerji sektörünün yatırım cazibesini koruyacağını düşünüyoruz.

Dünyada yenilenebilir enerjiye yönelik adımlar hızla devam ederken, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler çevresel etkileri dikkate alarak ilk kez Paris Antlaşması'nda küresel ısınmanın engellenmesi ve sera gazı salımının kontrol altına alınabilmesine yönelik çalışmalarda bulundu. Paris antlaşması sonrasında başta Avrupa Birliği olmak üzere ülkeler kendi ulusal dönüş planlarını devreye aldı. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı 2022 yılında yayımlanmış olduğu Ulusal Enerji Planı'nda geleceğe yönelik programını paylaşırken, Karbon Nötr yolunda önemli bir adım attı. Plana göre, kurulu gücün 2025 yılına kadar 116,2 GW'e ulaşması beklenirken, kurulu güçteki en yüksek kapasite artışı güneş enerjine bağlı santrallerden geliyor. Güneş enerjisi kurulu gücünün 2025 yılına kadar 6,9 GW artış ile 17,9 GW seviyesine yükselmesi planlanıyor. Ülkemiz bulunduğu konum itibarıyla güneş enerjisi sektörü için cazibesini sürdürürken, Güneş Enerjisi Potansiyeli Atlasına (GEPA) göre yıllık toplam güneşlenme süresi 2.741 saattir. Rüzgar enerjisi tarafından ise kurulu gücün 2025 yılına kadar 1,5 GW artışla 13,1 GW'e ulaşması planlanıyor. Türkiye Rüzgar Enerjisi Potansiyeli Atlası (REPA-V1) verilerine göre Türkiye'de kurulabilecek rüzgar elektrik santrallerinin toplam kapasitesinin 47,9 GW olduğu hesaplanmıştır. Buna ek olarak, devreye alınması planlanan nükleer santralin 2025 yılında 2,4 GW kurulu güce sahip olması bekleniyor. Ayrıca Ulusal Enerji Planı ile birlikte Bakanlık, ilk olarak hidrojen teknolojilerine yönelik strateji ve yol haritasını açıkladı. Türkiye'nin, 2035 yılına kadar 5 GW toplam elektrolizör kapasitesine ulaşması hedefleniyor. Dünya'da ise 2030 yılına kadar Avustralya'nın 50 GW, Çin'in 38 GW, Almanya'nın 10 GW ve Fransa'nın ise 6,5 GW toplam elektrolizör kapasitesine ulaşması tahmin ediliyor.

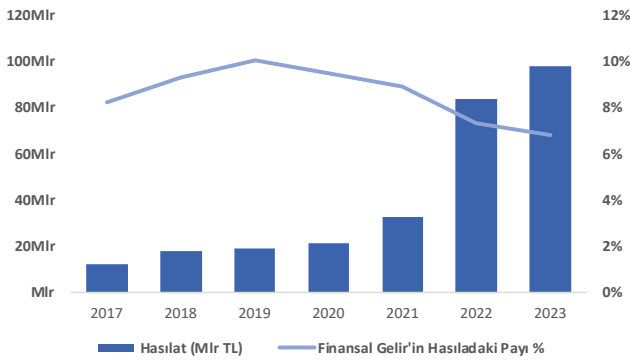


Operasyonlar - Dağıtım

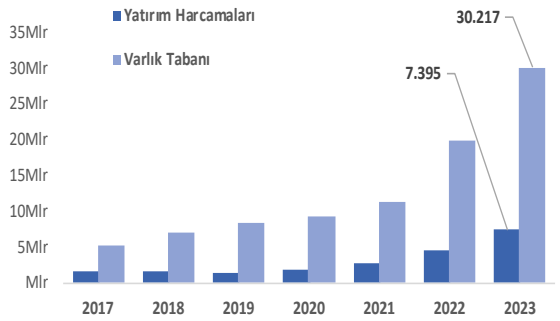
Artan yatırımlarla güçlenen varlık tabanı

Dağıtım sektörü yoğun regülasyona bağlı hareket ederken, yapılacak olan yatırımlar ve elde edilecek olan gelir belirli kriterlere bağlıdır. Yapılacak olan yatırımlar reel olarak önce regülasyona bağlı olarak açıklanırken, yatırımlar TÜFE'ye endekslediği için enflasyonist dönemde negatif bir etkisi bulunmamaktadır. Yapılan yatırımlar, şirketin sahip olduğu düzenlenmiş varlık tabanında (DVT) artışa neden olduğu için, DVT'den ilerleyen dönemde elde edeceği geliri de etkilemektedir. Ayrıca, regülasyonla belirlenen yatırım harcamalarının 10 yıllık sürede geri ödemeleri yapılırken, yapılan ekstra yatırım harcamaları ise bir sonraki uygulama döneminin ilk 3 senesinde ödenmektedir. DVT'ye bağlı olarak hesaplanan finansal gelir tarafında kullanılan reel makul getiri oranı, finansal gelirin enflasyondan korunmasına hatta enflasyonist dönemde yüksek katkıya olanak sağlamaktadır.

Grafik 11 : Finansal Gelirin Hasıladaki Payı %



Grafik 12 : Yatırım Harcamaları ve DVT



Kaynak: Enerjisa Enerji, Halk Yatırım Araştırma

Enerjisa Enerji, sektörde faaliyet göstermiş olduğu bölgeler itibariyle yatırımlarıyla zaman içerisinde varlık tabanını geliştirmeyi başardı. 2017 yılında sahip olduğu 5.322 milyon TL değerindeki varlık tabanı, gerçekleştirilen fazla harcamalar ve artan enflasyona da bağlı olarak 6 yıllık periyotta %24,5'lik YBBO oranı ile 19.863 milyon TL'ye ulaşmıştı. Varlık tabanına dayalı gelir modeliyle Şirket'in elde etmiş olduğu finansal gelir, dağıtım segmentinden elde edilen gelirin %20'sini oluşturmaktadır. Şirket güçlenen varlık tabanı paralelinde 2017-2022 döneminde %35,3 YBBO ile 6.226 milyon TL finansal gelir kaydetti. Regülasyon dahilindeki yatırımlar ve gerçekleşen fazla harcamaların ödemeleri ise dağıtım segmentindeki en önemli ikinci kalemler konumundadır. Yatırım harcamalarından elde edilen gelir ise söz konusu dönemde %41,1 YBBO ile 4.119 milyon TL seviyesine ulaştı.

Şekil 3: Uygulama dönemlerine göre belirlenen kriterler ve UFRS finansal gelir metodolojisi

	1. Uygulama Dönemi (2006 -2010)	2. Uygulama Dönemi (2011-2015)	3. Uygulama Dönemi (2016 - 2020)	4. Uygulama Dönemi (2021-2025)
Yıl Ortası RMGO	%9,35	%9,97	%11,91 - %13,61	%12,30
Yatırım Harcamalarının İtfası	5 Yıl	10 Yıl		

$$\text{UFRS Finansal Gelir} = \text{Ortalama UFRS DVT (nominal)}^1 \times \left(\text{Düzenlemeye Tabi yıl-ortası RMGO (reel)} + \text{Enflasyon Oranı} \right)$$

Kaynak: Enerjisa Enerji, EPDK, Halk Yatırım Araştırma

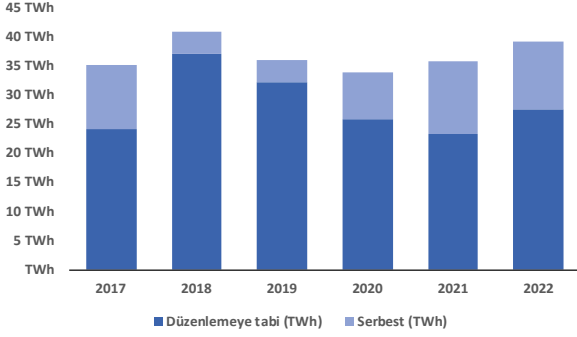


Operasyonlar - Perakende

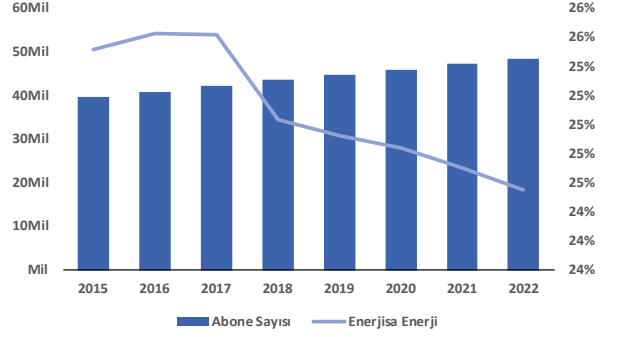
Korunaklı iş modeli ile güçlü finansal performans

Perakende şirketleri, EPDK tarafından belirlenen Düzenlemeye Tabi Perakende Satış Tarifesine bağlı olarak faaliyet göstermektedir. Elektrik piyasasında olası fiyat oynaklığından etkilenmemesi adına yasal otorite tarife kapsamında belirlenen kar marjı ile sektör temsilcileri desteklemektedir. Dördüncü uygulama döneminde net kar marjı oranı, bir önceki uygulama dönemine göre değişikliğe gidilmeyerek %2,38 seviyesinde sabit tutulmuştur. Hatırlanacağı üzere, 2022 yılında enerji fiyatlarında görülen sert yükseliş ve döviz kurundaki yukarı yönlü seyre bağlı olarak ortalama piyasa takas fiyatı yıllık bazda %394 artışla 2.511 TL/kWh seviyesine yükselmişti. 2023 yılında ise enerji fiyatlarında görülen gerilemenin desteğiyle, ortalama piyasa takas fiyatı Kasım ayı itibariyle 2.054 TL/kWh seviyesinden fiyatlanıyor. Piyasa takas fiyatındaki artış/azalış şirketlerin satış gelirlerini nominal olarak etkilerken, tarife kapsamında belirlenen kar marjı sayesinde brüt marjlarda önemli bir değişikliğe yol açmamaktadır.

Grafik 13 :Satış hacimlerinin Kırılımı



Grafik 14 : Sektör ve Enerjisa'nın Abone Sayısı



Kaynak: Enerjisa Enerji, EPDK

Enerjisa'nın, perakende sektöründe faaliyet göstermiş olduğu bölgeler yoğun nüfuslu illeri kapsamaktadır. Toplam nüfusun %25'inin yaşamış olduğu 3 bölge ve 14 ilde faaliyet gösteren Enerjisa, 10,7 milyon müşteriye elektrik sağlarken, 3 bölgede toplam 32,7 TWh'i bulan satış hacmi elde ediyor. Satışını gerçekleştirdiği 32,7 TWh'in 9,2TWh'ini serbest tüketiciye gerçekleştirdi. Serbest tüketiciye olan satışın ağırlıklı kısmı ise kurumsal müşterilere yapılmaktadır. EPDK tarafından açıklanan serbest tüketici limiti, yıllar içerisinde değişiklik göstermekle beraber şirketin kendi bölgeleri dışında aboneye ulaşmasına imkan tanıyor. Sanayi kuruluşları genellikle serbest tüketici olarak farklı perakende temsilcileri ile çalışabilmektedir. 2023 yılı itibariyle serbest tüketici limiti 1000 kWh olarak belirlenmiştir. 2023 yılı 9 aylık dönemde tüketici türüne göre brüt kar marjlarına baktığımızda düzenlemeye tabi müşteri segmentinde brüt kar marjı %7,2 seviyesinde iken, serbest tüketici tarafında brüt kar marjı %4,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

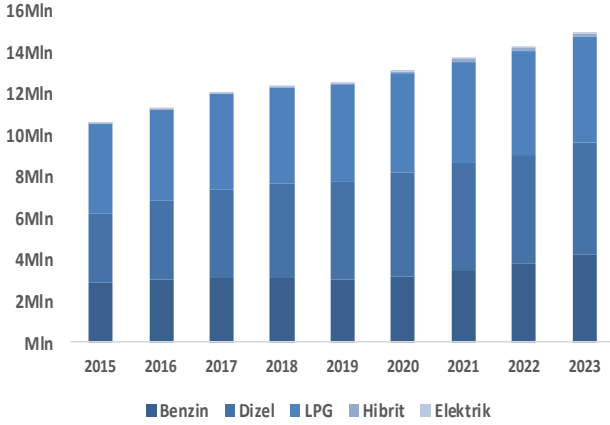


Operasyonlar – Müşteri Çözümleri

Enerji alanında yelpaze genişliyor

Enerjisa Enerji, müşteri çözümleri ile enerji alanında çok geniş bir hizmet imkanı sunuyor. Şirket, son zamanlar hızla büyüyen e-mobilite sektöründe önemli bir aktör olurken, planlanan yatırım stratejisi ile bu alandaki çalışmalarına devam ediyor. Şirket, 2017 yılında toplam 131 şarj soketi ile faaliyet gösterirken; 2022 yılı sonu itibarıyla toplam 788 şarj soketine sahip bulunuyor. Elektrikli araç pazarında artan talep ile birlikte bu yılın Ocak – Ekim döneminde satışı gerçekleşen elektrikli araç sayısı geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %889 artışla 48.883 adet seviyesinde gerçekleşirken; ilgili dönemde pazar payı 5,4 puan iyileşme kaydederek %6,5 seviyesinde gerçekleşti. Yarı elektrikli olarak adlandırabileceğimiz hibrit otomobil satışları ise Ocak – Ekim döneminde yıllık bazda %66,5 artışla 78.387 adet seviyesine ulaşırken, pazar payı değişim göstermeyerek %10,5'te sabit kaldı. Son olarak, elektrikli otomobillerin trafiğe kayıtlı otomobiller içerisindeki payı ise %0,3 iken; dizel, LPG ve benzinli otomobillerin payları sırasıyla %36,0, %33,8 ve %28,2 seviyesinde bulunuyor. Fosil yakıtlı araçların toplam kayıtlı otomobiller içerisindeki payı dikkate alındığında, Karbon Nötr hedefi kapsamında bu oranın azalış göstereceğini ve elektrikli araçların payının artmasıyla birlikte elektrikli araçlara yönelik yatırım iştahının canlı kalabileceğini düşünüyoruz.

Grafik 15 : Trafiğe kayıtlı taşıtların yakıt türüne göre dağılımı (Milyon)



Grafik 16 : Elektrikli Araç Şarj Fiyatları

	AC	DC
E-Şarj	7,10 TL/kWh	9,00 TL/kWh
ZES	6,29 TL/kWh	7,49 TL/kWh
Voltron	5,95 TL/kWh	7,45 TL/kWh
Tora Şarj	6,65 TL/kWh	7,95 TL/kWh

Kaynak: Enerjisa Enerji, Halk Yatırım Araştırma

Enerjisa, e-mobilitenin yanı sıra, müşteri çözümleri kapsamında yeşil enerji ve enerji verimliliği çözümleri ve Dağıtık Üretim alanında faaliyet gösteriyor. Yeşil Enerji Çözümleri ile Enerjisa, sera gazı salınımlarının azaltılması kapsamında müşterilerine sunmuş olduğu hizmet kapsamında 2022 yılında 480bin MWh yenilenebilir enerji sertifikası satışı gerçekleştirdi. Buna ek olarak, enerjide verimliliğin artırılması amaçlanarak atık ısının geri kazanılması gibi çözümler sunmaktadır. Bu kapsamda, çeşitli lokasyonlarda toplam 3,8 MW kurulu gücünde kojenerasyon ve trijenerasyon hizmet verilmektedir. Bunun yanı sıra, dağıtık Üretim alanında şirket yapmış olduğu yatırımlarla birlikte toplam GES kurulu gücünü 2022 yılı itibarıyla 24,1 MW'a yükseltmiş olup, 2025 yılında güneş enerjisi kapasitesinin 200 MW'a yükseleceğini tahmin edilmektedir. Sağlamış olduğu hizmet çerçevesinde, mühendislik faaliyetlerini şirket üstlenerek, anahtar teslim kurulum da sağlamaktadır. Satış sonrası süreç içerisinde de bakım ve olası ihtiyaçlara karşı müşterilerine destek vermeye devam ederken, ödemelerin uzun vadeye yayılarak üretime dayalı çözümler sağlamaktadır.

Segmentin finansallara katkısına baktığımızda ise, 2022 yılında 234 milyon TL hasıla ile segmentin toplam hasıla içerisindeki payı %0,27 seviyesinde gerçekleşti. Hasıla içerisindeki payının e-mobilite alanında atılan adımlar, yeşil enerji alanında başta dağıtık üretim olmak üzere enerji verimliliğine yönelik çalışmaların desteğiyle ilerleyen dönemde katkısının artacağını öngörüyoruz.



Finansallar ve Tahminler

Satışlar

Enerjisa Enerji'nin satış gelirlerini segmentler bazında incelediğimizde, 2022 yılsonu itibariyle perakende segmentinin gelirler içerisinde sahip olduğu %70,3'lük payın, elektrik fiyatlarında görülen gerileme paralelinde 2023 sonunda %63 seviyesine gerilemesini bekliyoruz (son 3 yıllık ortalama: %66). Perakende segmentinin 2023 yılını toplam 44,7 TWH satış hacmi ile tamamlamasını ve ortalama MWh satış fiyatının 2.088 TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2024 yılında ise toplam 45,82 TWH satış hacmi gerçekleştirmesini ve ortalama MWh elektrik satış fiyatını 2.741 TL seviyesinde tahmin ediyoruz. Böylelikle perakende segmenti cirosunun 2023'ü %44 artışla 85,2 milyar TL ile tamamlamasını beklerken, 2024'ü %57 artışla 133,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

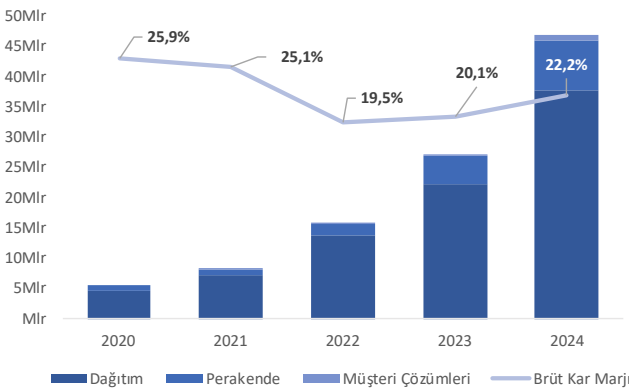
Dağıtım segmenti tarafında ise, hem yatırımlarla birlikte güçlenen varlık tabanının desteği hem de yükselen enflasyon ortamında artan finansal gelirin katkısıyla dağıtım segmentinin ciro içerisindeki payının zaman içerisinde ağırlık kazanacağını düşünüyoruz. Şirketin 2023 yılında dağıtım sektöründe 10,6 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirmesini bekliyoruz. Gerçekleşecek olan yatırımlarla birlikte varlık tabanının 2023 yılında yıllık bazda %66 artışla 32,1 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. 2024 yılında enflasyonun yılın ilk yarısının sonuna doğru zirveyi göreceğini ve buna bağlı olarak yeniden değerlemenin katkısıyla 2024 yılında %79 artışla 57,6 milyar TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Bu gelişmeler çerçevesinde dağıtım segmenti cirosunun 2023'te %102 artışla 50,2 milyar TL, 2024 yılında ise %53 artışla 76,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Son olarak, müşteri çözümleri segmentinde ise hizmet çeşitliliğinin artması ve elektrikli araçların otomotiv sektöründe ağırlık kazanmaya başlamasıyla birlikte ciroya katkısının artış göstermesini bekliyoruz. 2022'de toplam şarj soket sayısı 788 adet seviyesinde bulunurken, 2023'te bu sayının 1.350 adet seviyesine yükselmesini, 2024 yılında ise 2.807 adet seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz. Müşteri çözümleri segmentinin 2023 yılında cirosunun yıllık bazda %167 artışla 624 milyon TL, 2024 yılında ise %179 artışla 1,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

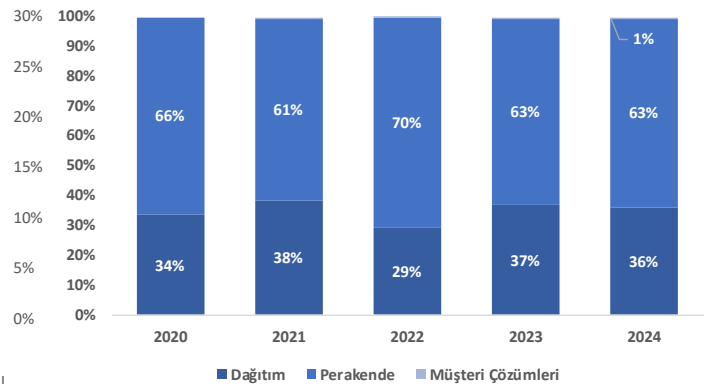
Kümüle olarak baktığımızda ise Enerjisa'nın cirosunun 2023 yılında yıllık bazda %61 artışla 136 milyar TL, 2024 yılında ise yıllık bazda %56 artışla 212,2 milyar TL seviyesine yükselteceğini tahmin ediyoruz.

Enerjisa Enerji'nin brüt karının 2023'te yıllık bazda %66 artışla 27,4 milyar TL seviyesine ulaşacağına yönelik beklentimizle beraber brüt kar marjı tarafında ise yıllık bazda 60 baz puan artışla %20,1 seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2024 yılında brüt karın %72 artışla 47,1 milyar TL, brüt kar marjının ise dağıtım segmentinde güçlenen varlık tabanının artan katkısı ile 2,1 puan artışla %22,2 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Ayrıca, varlık tabanı hesaplamasında kullanılan yıl ortası enflasyon oranına yakın dönemde enflasyonun zirve seviyesine ulaşmasını, marjlardaki iyileşmede bir diğer önemli unsur olarak görüyoruz.

Grafik 17 : Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı



Grafik 18 : Brüt Karlılığın Segment Bazında Kırılımı



Kaynak: Enerjisa Enerji, Halk Yatırım Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

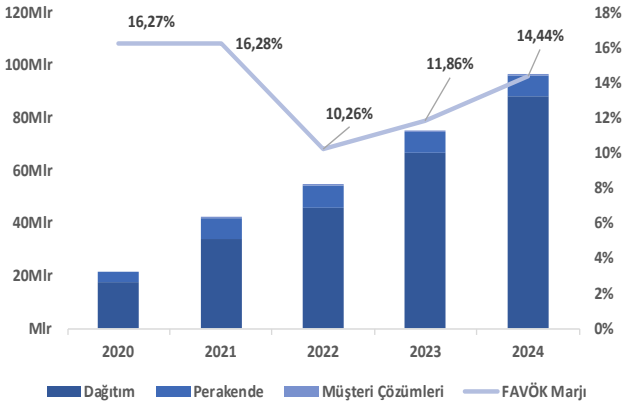
Finansallar ve Tahminler

FAVÖK ve Operasyonel giderler

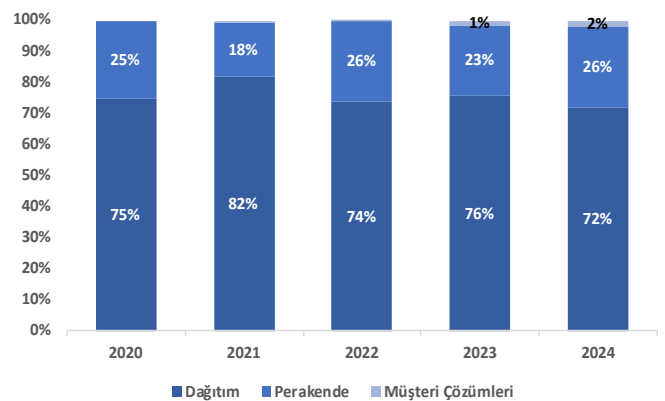
Enerjisa Enerji, 2022 yılında görülen güçlü satış büyümesine karşın yıllık bazda %61,3 artışla 8,7 milyar TL FAVÖK elde ederken, FAVÖK marjı yıllık bazda 6,0 puan düşüşle %10,3 seviyesine geriledi. 2023 yılında FAVÖK marjının bir önceki yıla kıyasla 120 baz puan artışla %11,9 seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. FAVÖK marjında görülen iyileşmede, özellikle dağıtım segmentindeki finansal gelirin enflasyonist dönemin etkisiyle sergilemiş olduğu güçlü büyüme de etkili oldu. 2024 yılına ilişkin olarak ise, dağıtım segmentinin yaratmış olduğu güçlü faaliyet karlılığına bağlı olarak, FAVÖK'ün yıllık bazda %90 artışla 30,6 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini; FAVÖK marjının ise 2,6 puan artışla %14,4 seviyesine yükseleceğini tahmin ediyoruz. FAVÖK tarafının segment bazında kırılımına baktığımızda ise, **dağıtım segmentinin** 2023 yılında toplam FAVÖK'ün %76'sını, 2024 yılında ise %72'sini oluşturmasını bekliyoruz. Dağıtım segmenti FAVÖK'ün 2023'ü yıllık bazda %61 artışla 11,4 milyar TL seviyesinde tamamlamasını beklerken, 2024 yılında ise %89 artışla 22,3 milyar TL seviyesine yükseltmesini bekliyoruz. Dağıtım segmenti FAVÖK marjının ise 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla %23,5 ve %29,2 seviyelerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Dağıtım sektöründeki şirketler yapmış oldukları yatırımların geri ödemesini yıllar itibariyle geri almaktadır. Şirketin yapmış olduğu yatırımlar varlık tabanının güçlenmesine yardımcı olurken, şirkete güçlü nakit akışı sağlamaktadır. Yatırımlardan elde edilen geri ödemeler, mevzuat gereği gelir tablosunda yer almazken, şirkete sağlamış olduğu nakit akışı nedeniyle operasyonel faaliyetlerden elde edilen gelirin takip edilmesi adına FAVÖK rakamına eklenmektedir. Bu çerçevede incelediğimizde ise (FAVÖK + Yatırım Harcamaları Geri Ödemesi) 2022 yılında yıllık bazda %73 artışla 11,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, düzeltilmiş FAVÖK marjı %46,1 seviyesinde gerçekleşmişti. 2023 sonunda ise düzeltilmiş FAVÖK'ün yıllık bazda %55 artışla 17,7 milyar TL seviyesine yükselmesini, FAVÖK marjının %35,3 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2024 yılında artan yatırımların beraberinde düzeltilmiş FAVÖK rakamının yıllık bazda %91 artışla 33,9 milyar TL seviyesine yükselmesini, düzeltilmiş FAVÖK marjının ise %44,3'e ulaşmasını bekliyoruz. **Perakende segmentine** baktığımızda ise 2022 yılında elektrik piyasasında artan fiyatlarında etkisiyle FAVÖK rakamı yıllık bazda %174 artışla 2,6 milyar TL, FAVÖK marjı ise yıllık 50 baz puan azalışla %4,36 seviyesinde gerçekleşmişti. 2023 yılında ise FAVÖK'ün yıllık bazda %38 artışla 3,6 milyar TL seviyesine yükselmesini; FAVÖK marjının ise %4,20 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılında ise %124 artışla 7,9 milyar TL seviyesine, FAVÖK marjının ise %5,97 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. **Müşteri çözümleri** tarafının ise, 2023 yılını 222 milyon TL FAVÖK ve %35,6 FAVÖK marjı ile tamamlamasını bekliyoruz. 2024 yılında ise yıllık bazda %179 artışla 637 milyon TL FAVÖK ve %36,7 FAVÖK marjı tahmin ediyoruz.

2023 yılında operasyonel giderlerin net satışlara oranının yıllık bazda 30 baz puan azalışla, %9,6 seviyesine gerilemesini bekliyoruz. Faaliyet giderlerinin 2023 yılında enflasyona kıyasla daha ılımlı bir artışla yıllık bazda %55 artış göstermesini, ilerleyen yıllarda ise enflasyon dahilinde bir artış trendi yakalayabileceğini düşünüyoruz. 2024 yılında operasyonel giderlerin yıllık bazda %47,4 artış göstermesini ve operasyonel giderlerin net satışlara oranının %9,0 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grafik 19 : FAVÖK ve FAVÖK Marjı



Grafik 20 : FAVÖK'ün segment bazında kırılımı



Kaynak: Enerjisa Enerji, Halk Yatırım Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



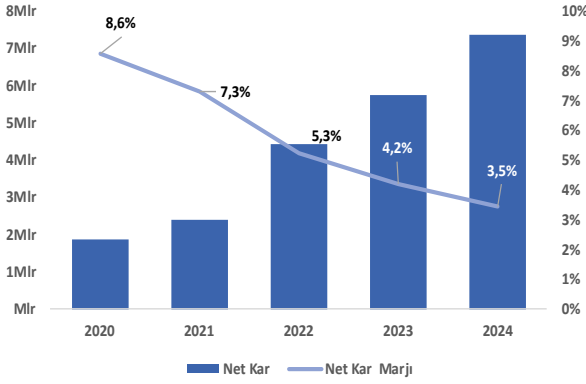
halkyatirim

Finansallar ve Tahminler

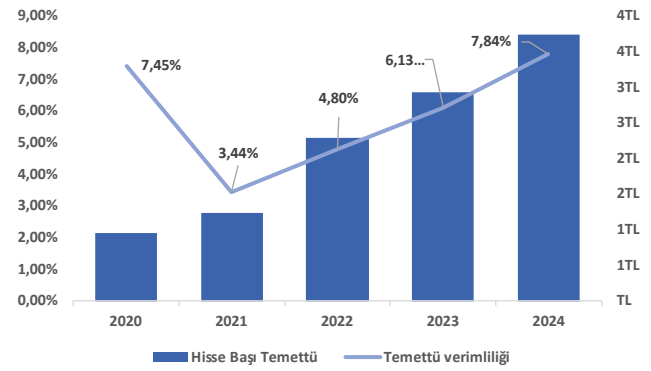
Net Kar ve Temettü verimliliği

Enerjisa Enerji'nin, göstermiş olduğu güçlü operasyonel performansının karlılık üzerinde de etkili olduğunu gözlemliyoruz. Ayrıca, şirket finansallarının enflasyona duyarlı olması nedeniyle net kar tarafında enflasyona yönelik düzeltmeler yapılmaktadır. Şirketin baz aldığı net kar rakamı enflasyondan arındırılarak incelendiğinden, finansal tablolarında yer alan net karıyla farklılık göstermektedir. Bizde tahminlerimizde baz alınan net kar rakamını kullanmayı uygun görüyoruz ve hesaplamaya ek düzeltmeleri yansıtarak, baz alınan net kar rakamına ulaşıyoruz. 2022'de baz alınan net kar rakamı yıllık bazda %84,7 artışla 4,5 milyar TL seviyesinde gerçekleşirken, net kar marjı %5,3 seviyesinde gerçekleşmişti. Şirketin 2023 yılındaki baz alınan net karını %29,4 artışla 5,7 milyar TL seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz. 2024 yılında ise güçlenen marjlarla birlikte, 2024 yılında net kar rakamının %27,9 artışla 7,4 milyar TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2024 yılında net kar marjının ise %3,5 oranında gerçekleşmesini öngörüyoruz.

Grafik 21 : Net Kar ve Net Kar Marjı



Grafik 22 : Hisse Başı Temettü ve Temettü Verimliliği



Kaynak: Enerjisa Enerji, Halk Yatırım Araştırma

Enerjisa Enerji, sahip olduğu güçlü finansal pozisyonunun desteğiyle her yıl düzenli olarak temettü ödemesi gerçekleştirirken, yüksek temettü verimliliği ile dikkat çekiyor. 2022 yılında toplam 2,7 milyar TL temettü ödemesi gerçekleştiren Enerjisa'nın düzenli olarak %60 oranında temettü dağıtım politikasını sürdürmesini ve 2023 yılı net karından 3,4 milyar TL temettü ödemesi ve %6,1 temettü verimliliği gerçekleştirmesini öngörüyoruz. 2024 yılına ilişkin olarak ise 4,4 milyar TL temettü ödemesi öngörürken, temettü verimliliğinin %7,8 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.



Finansallar & Tahminler

Finansallar ve Tahminler (m n TL)	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar	21.757	32.994	84.449	136.034	212.270
Satışların Maliyeti	16.118	24.713	67.954	108.637	165.166
Brüt Kar	5.639	8.282	16.495	27.398	47.103
Faaliyet Giderleri	2.543	3.383	8.401	13.025	19.196
FVÖK	3.096	4.899	8.094	14.373	27.907
Amortisman	444	473	569	1.761	2.748
FAVÖK	3.540	5.372	8.663	16.134	30.656
Diğer gelir/gider (net)	-358	-385	154	-1.922	-5.484
Finansal gelir/gider (net)	-1.325	-1.371	-3.802	-4.568	-8.228
VÖK	1.413	3.143	4.447	7.884	14.195
Düzeltilmeler	465	-728	14	-2.109	-6.809
<u>Baz Alınan Net Kar</u>	1.878	2.415	4.461	5.775	7.386
Toplam Aktifler	24.676	31.334	59.189	88.987	113.396
Nakit ve Nakit Benzerleri	589	412	8.371	13.854	19.035
Maddi Duran Varlıklar	902	1.444	1.634	2.704	3.772
Stoklar	170	447	1.562	2.498	3.797
Toplam Borç	9.762	10.716	19.095	33.845	49.691
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	7.153	9.351	21.572	27.668	23.777
Piyasa Değeri	14.775	15.212	42.589	56.550	56.550
Net Borç	9.174	10.304	10.724	19.991	30.656
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Firma Değeri	23.949	25.516	53.313	76.540	87.206

Büyüme (%)	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satış	11,84%	51,65%	155,95%	61,08%	56,04%
SMMM	14,24%	53,32%	174,98%	59,87%	52,04%
Brüt Kar	5,52%	46,86%	99,18%	66,09%	71,93%
Faaliyet Giderleri	16,86%	33,01%	148,36%	55,03%	47,38%
FVÖK	-2,27%	58,23%	65,22%	77,57%	94,17%
FAVÖK	-0,02%	51,73%	61,27%	86,25%	90,00%
VÖK	1,53%	122,49%	41,47%	77,30%	80,05%
Baz Alınan Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	59,83%	28,59%	84,72%	29,45%	27,91%
Toplam Borç	7,63%	9,77%	78,19%	77,24%	46,82%
Net Borç	6,66%	12,32%	4,07%	86,41%	53,35%
Toplam Aktifler	5,47%	26,98%	88,90%	50,34%	27,43%
Özkaynaklar	4,66%	30,72%	130,69%	28,26%	-14,06%

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma Tahmin

Finansallar & Tahminler

Marjlar (%)	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Brüt Kar Marjı	25,9%	25,1%	19,5%	20,1%	22,2%
FAVÖK	16,3%	16,3%	10,3%	11,9%	14,4%
Net Kar	8,6%	7,3%	5,3%	4,2%	3,5%
FVÖK	14,2%	14,8%	9,6%	10,6%	13,1%
VÖK	6,5%	9,5%	5,3%	5,8%	6,7%
Amortisman	2,0%	1,4%	0,7%	1,3%	1,3%
Faaliyet Giderleri	11,7%	10,3%	9,9%	9,6%	9,0%
Finansal gelir/gider (net)	-6%	-4%	-5%	-3%	-4%
Kaynak maliyeti (net)	14,4	13,3	35,5	22,8	26,8

Karlılık Göstergeleri (%)	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Aktif devir hızı	88,2	105,3	142,7	152,9	187,2
Aktif karlılığı	7,6	7,7	7,5	6,5	6,5
Özkaynak karlılığı	26,3	25,8	20,7	20,9	31,1

Kardıraç	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Borç/Aktifler	0,4x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x
Borç/Özsermaye	1,4x	1,1x	0,9x	1,2x	2,1x
Net Borç/Özsermaye	1,3x	1,1x	0,5x	0,7x	1,3x
Net Borç/FAVÖK	2,6x	1,9x	1,2x	1,2x	1,0x

Oranlar ve Çarpanlar	2020G	2021G	2022G	2023T	2024T
Hisse Başı Kar (TL)	0,99	1,59	2,04	4,89	6,25
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	14,31	18,70	43,14	55,34	47,55
Temettü Verimi (%)	7,45	3,44	4,80	6,13	7,84
Net Karlılık Verimi (%)	2,08	3,32	4,27	10,21	13,06
FD/Satışlar	1,1x	0,8x	0,6x	0,6x	0,4x
FD/FAVÖK	6,8x	4,8x	6,2x	4,7x	2,8x
F/K	7,9x	6,3x	9,5x	9,8x	7,7x
PD/DD	2,1x	1,6x	2,0x	2,0x	2,4x

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma Tahmin



Künye & Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

Banu KIVCI TOKALI	Araştırma Direktörü	BTokali@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 88
İlknur TURHAN	Müdür Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 85
Ayşegül BAYRAM	Uzman Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 216 547 87 30
Yasin SARIHAN	Uzman Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda & İçecek	YSarihan@halkyatirim.com.tr +90 216 547 87 26
İdil Su KESKEN SÖNMEZ	Uzman Piyasalar ve Strateji	Idils@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 70

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim