

Enerjisa Enerji <ENJSA>

16 Nisan 2025
(11:30)

Kapsam Dışı Şirket İnceleme

Enerjisa Enerji, elektrik dağıtım, perakende satış ve müşteri çözümleri olmak üzere 3 farklı iş kolunda faaliyet göstermektedir. Şirket üç faaliyet bölgesinde yer alan 14 ilde 10,8 milyon müşteriye hizmet vererek 22 milyonun üzerinde nüfusa ulaşmaktadır.

Elektrik talebindeki artışın devam etmesi ve buna bağlı olarak yatırım harcamalarının büyümesi bekleniyor. Türkiye’de elektrik talebinin artmasını sağlayacak yeterli sayıda katalizör bulunuyor. Artan nüfus, kişi başına elektrik tüketiminin Avrupa ortalamasının altında seyri, yükselen kentleşme oranı gibi faktörler demografik katalizörleri oluşturuyor. Büyük veri analitiği, IoT şebeke çözümleri, akıllı evler, yapay zeka kullanımı gibi kavramlar dijitalleşmeye bağlı katalizörler arasında yer alıyor. Yenilenebilir enerji entegrasyonu, e-mobilite çözümleri (elektrikli araç şarj) ve enerji depolama gibi düşük karbonlu büyümeye ilişkin büyüme unsurları arasında yer alıyor. Son olarak Türkiye’nin güç şebekesi ortalama yaşının 30 olması, altyapıda yenilenme ihtiyacına işaret ediyor.

Enflasyon korumalı ve regülasyona tabi iş modeli, şirketi enflasyonist ortamdan ve ekonomik durgunluk senaryolarından koruyor. Gelir modelinde yatırım harcamalarının; 10 yıla bölünmüş biçimde, enflasyon korumalı halde ve EPDK’nın belirlediği WACC getirisiyle (% 12.3) geri ödenmesi, şirketi enflasyona karşı koruyor. Regülasyonlara tabi garantili gelir modeli de şirketin ekonomik yavaşlama dönemlerine karşı güçlü kalabilmesini sağlıyor.

Sürdürülebilir gelir modeline bağlı istikrarlı temettü ödemeleri, riskten kaçınan yatırımcılar için cazip bir model sunuyor. Şirketin en az %80 temettü dağıtım oranı hedefi bulunuyor. 2024’te 2,86TL hisse başına temettü ödemesi gerçekleştiren şirket, 2018’den bu yana hisse başına temettüde %50 YBBO’ya sahip (EK-3).

Değerleme Görüşümüz: ENJSA’nın 2025 için 52-57mlr TL faaliyet geliri, 5-6mlr TL bölgesinde net kâr, 21-24mlr TL büyüklüğünde yatırım harcaması projeksiyonu bulunuyor. TMS29 etkisi hariç, düzenlenmiş varlık tabanının (DVT) 80-90mlr TL bölgesinde gerçekleşmesi bekleniyor. Şirket 2018’den bu yana 1.21x ortalama F/ DVT çarpanı ile işlem görüyor (EK-1). Yıl sonunda 85mlr TL DVT varsayımıyla, 2025 yıl sonunda F/DVT çarpanı 0.85x seviyesine geliyor. Şirketin 2025 hedeflerine göre hesapladığımız çarpan seviyesi tarihsel ortalamaya göre %30 iskontoludur. Özellikle, şirket faiz indirim döngüsünde olumlu ayrışabilecek bir bilanço'ya sahip. DVT tabanının beklendiği kadar büyümemesi ve sıkı para politikasının öngörülenden uzun sürmesi şirket için öne çıkan risklerdendir.

Mevcut Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
TL61.45	m.d	m.d
Piyasa Değeri	Firma Değeri	
TL72,577mn	USD1,910mn	TL117,902mn

Hisse Senedi Bilgileri	ENJSA.TI / ENJSA.IS		
Bloomberg/Reuters:	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Relatif Performans:	6%	8%	7%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	52.75 / 71.15		
Ort. Günlük Hacim (mn TL) 3 ay:	307.0		
YBB TL Getiri:	4%		
Beta (2 yıllık, haftalık)	0.98		
BİST-100'deki ağırlığı	0.85%		
Ödenmiş Sermaye (mnTL):	1,181		

Kısaca Şirket

Enerjisa Enerji, elektrik dağıtım, perakende satış ve müşteri çözümleri iş kollarında Türkiye’nin lider elektrik şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket 10 bini aşkın çalışanı ile birlikte, 3 faaliyet bölgesinde yer alan 14 ilde 22 milyonun üzerinde nüfusa ulaşmakta, 10,8 milyon müşteriye hizmet vermektedir. 1996 yılında 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.

Ortaklık Yapısı

Hacı Ömer Sabancı Holding	40.0%
E.ON International Participations N.V.	40.0%
Halka açık	20.0%

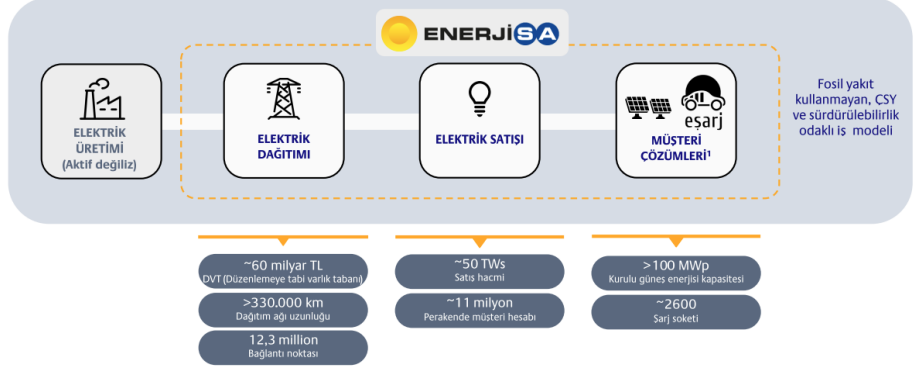
Özet Finansallar	2023	2024	Değişim
Net Satışlar (TLmn)	243,516	190,585	-22%
FVAÖK (TLmn)	23,618	31,252	32%
Net Kar (TLmn)	6,522	-4,853	-174%
FVAÖK marjı	9.7%	16.4%	6.7 pp
Net Kar marjı	2.7%	n.a	n.a
F/K (x)	11.1	n.m.	
FD/FVAÖK (x)	5.0	3.8	
FD/Net Satışlar (x)	0.5	0.6	
Hisse Başına Kar (TL)	5.52	-4.11	

Analist: Halil Cenk Özdemir

+90 (212) 384 11 19

cozdemir@garantibbva.com.tr

Enerjisa Enerji, elektrik dağıtım, perakende satış ve müşteri çözümleri olmak üzere 3 farklı iş kolunda faaliyet göstermektedir. 2024'te gelirin % 82'si elektrik dağıtım, %10'u perakende satış, %8'i ise müşteri çözümleri segmentlerinden sağlanmıştır.



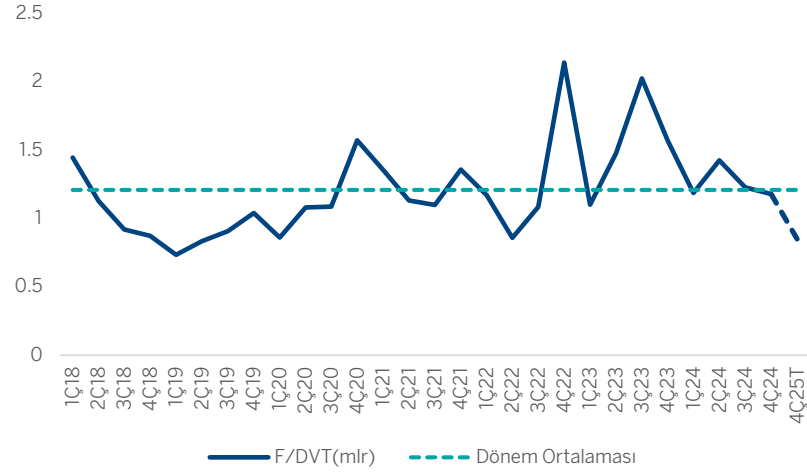
Kaynak: Şirket

Elektrik Dağıtım: Bu segmentte şirket elektrik altyapı yatırımları üzerinden gelir elde etmektedir. Elektrik dağıtım sektöründe şirketlerin gelir modeli EPDK tarafından düzenlenen regülasyonlarla sınırlandırılmıştır. Şirketler gerçekleştirdikleri sermaye harcamalarını, enflasyona göre düzeltilmiş haliyle 10 yıla bölünmüş biçimde geri alır. Şirket aynı zamanda bu oranın üzerinde EPDK'nın belirlediği WACC oranı (%12.3) kadar getiri elde eder. Özetle şirketin bu segmentte reel gelir büyümesi sağlaması için yatırımlarının ya da EPDK'nın düzenlediği WACC oranının artması gerekmektedir. 2024 yılında elektrik dağıtım segmentinde pazar payı % 25 seviyesinde olan şirketin düzenlenmiş varlık tabanı büyüklüğü yaklaşık 60 milyar TL'dir. ENJSA'nın perakende satışlarda pazar payı %22 olup, elektrik satış hacmi 2024'te 50TWh olarak gerçekleşmiştir. Son olarak şirket müşteri çözümleri segmentinde 102.4MWp kurulu güneş gücü kapasitesine ve 2500'den fazla elektrikli araç şarj istasyonuna sahiptir.

Perakende Satış: Elektrik önce satın alınıp, sonrasında müşterilere satışının gerçekleştirildiği segmenttir. Aynı zamanda faturalama ve tahsilat, abonelik işlemleri gibi operasyonlar da bu segment altında raporlanır. Şirket 2024 yılında bu segment altında 115 milyon fatura keserek 11 milyon müşteriye, toplamda 50TWh satış gerçekleştirmiştir. Piyasa yapısı elektrikli tedarik tipine göre regüle ve serbest olmak üzere ikiye ayrılır. Regüle hacimler için şirketin ana tedarik kaynağını %77 ile EÜAŞ, %22 ile EPIAŞ (spot piyasa) oluşturmuştur. EÜAŞ fiyatı spot elektrik fiyatın yalnızca ~%25'i olduğu için, elektrik fiyatlarının sübvansede edildiği söylenebilir. Serbest tarafta ise EPIAŞ payı %69, OTC payı ise % 31'dir. Perakende satış segmentinde brüt kâr; regüle fiyat ve hacim üzerinden %2.38kâr marjı, borçlanma maliyetleri tazminatı (1+%2.38) ve perakende hizmet gelirleri olmak üzere 3 bileşenden sağlanır.

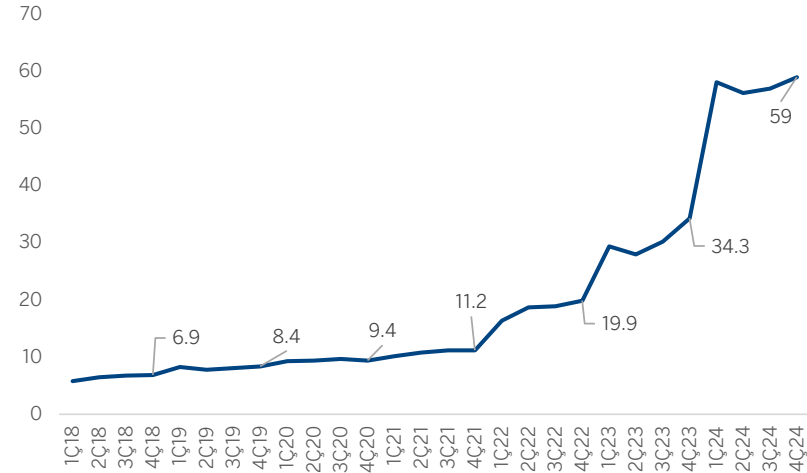
Müşteri Çözümleri: Şirket 4 ana ürün gamıyla müşterilerine bu segment altında hizmet sağlar. Bu ürünler arasında 1) yenilenebilir enerji kurulumları 2) enerji verimliliği çözümleri 3) yeşil sertifika uygulamaları 4) e-mobilite faaliyetleri yer alır.

EK-1 Fiyat/Düzenlenmiş Varlık Tabanı



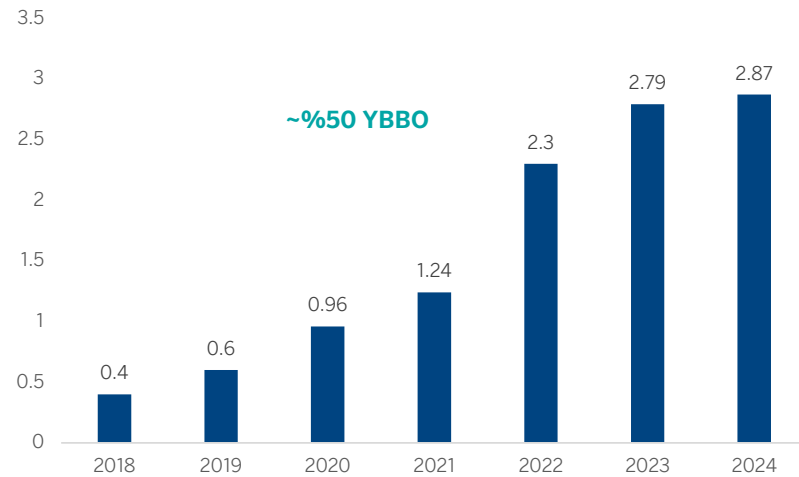
Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

EK-2 Düzenlenmiş Varlık Tabanı (mlr TL)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

EK-3 Hisse Başı Temettü (TL)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

EK-4: ENJSA 4Ç24 Finansal Sonuçlar

Enerjisa Enerji Özet Finansal Sonuçlar								Değişim		
(milyon TL)	4Ç23	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	12A23	12A24	4Ç24/4Ç23	4Ç24/3Ç24	12A24/12A23
Satış Gelirleri	51,437	40,739	36,900	52,107	49,207	243,516	190,585	-4%	-6%	-22%
Brüt Kar (Zarar)	6,906	11,328	7,688	9,642	11,542	36,895	42,724	67%	20%	16%
Faaliyet Karı	2,791	7,458	4,337	6,190	6,982	20,290	26,505	150%	13%	31%
FVAÖK	4,038	8,654	5,397	7,288	8,063	25,095	31,252	100%	11%	25%
Net Diğer Gelir/Gider	1,103	-726	412	2,195	-946	1,217	1,093	a.d.	a.d.	-10%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	0	0	0	0	0	0	a.d.	a.d.	a.d.
Net Finansal Gelir / Gider	-5,041	-5,897	-5,069	-5,429	-6,952	-13,900	-24,856	a.d.	a.d.	a.d.
Finansal Gelirler	908	370	691	796	797	2,835	2,835	-12%	0%	0%
Finansal Giderler	-5,949	-6,266	-5,760	-6,226	-7,748	-16,735	-27,691	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-866	-1,478	-718	-602	-1,553	-2,955	-4,594	a.d.	a.d.	a.d.
VÖK	-1,148	835	-321	2,956	-916	7,607	2,743	a.d.	a.d.	-64%
Vergi Geliri (Gideri)	-139	-4,092	337	-3,891	498	-1,084	-7,596	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	-1,287	-3,257	17	-935	-418	6,522	-4,853	a.d.	a.d.	a.d.
Net Nakit	-42,966	-33,868	-38,957	-39,105	-45,325	-42,966	-45,325	a.d.	a.d.	a.d.
Çalışma Sermayesi	-4,722	-13,098	-14,543	-4,061	-4,456	-4,722	-4,456	a.d.	a.d.	a.d.
Özsermaye	83,414	63,745	65,259	70,209	74,456	83,414	74,456	-11%	6%	-11%
Rasyolar										
Brüt Kar Marjı	13.4%	27.8%	20.8%	18.5%	23.5%	15.2%	22.4%	10 puan	5 puan	7.3 puan
Faaliyet Kar Marjı	5.4%	18.3%	11.8%	11.9%	14.2%	8.3%	13.9%	8.8 puan	2.3 puan	5.6 puan
FVAÖK Marjı	7.9%	21.2%	14.6%	14.0%	16.4%	10.3%	16.4%	8.5 puan	2.4 puan	6.1 puan
Net Kar Marjı	a.d.	a.d.	0.0%	a.d.	a.d.	2.7%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

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.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.