

Değer Yatırımının Yıldızı

Enka İnşaat'ı hisse başına 72,00 TL hedef fiyat ve endeks üzeri getiri önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş., inşaat, gayrimenkul kiralama, enerji ve diğer ticaretleri ile ön plana çıkmaktadır. Yurt içi ve yurt dışında projelerine ve yatırımlarına devam eden şirket, uzun yıllar boyunca stabil bir büyüme sürdürmeyi başarmıştır.

Enka'nın 1Ç24 itibarıyla inşaat işlerinden 5,0 milyar dolar bakiye siparişi bulunuyor. Ek olarak şirket 2Ç24'te 880 milyon Euro ve 175 milyon dolar boyutunda iki yeni iş daha aldığını duyurdu. Şirket ileri düzey mühendis kadrosuyla dünya çapında kompleks altyapı, enerji santralleri ve çeşitli bina projelerini hayata geçiriyor. 2024 yıl sonu için bakiye siparişinin yaklaşık 5,3 milyar dolar olacağını tahmin ediyoruz. Güncel projeleri ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkelerde olan şirketin, cirosunu kademeli olarak yükselteceğini öngörmekteyiz.

Toplamda 4,0 GW kurulu gücü ile Türkiye'nin elektrik ihtiyacının yaklaşık %10'unu karşılayabilecek kapasiteye sahiptir. Ek olarak, şirket 2025 yılında 850 MW ve 45 MW'lık yeni iki santralini devreye almayı planlıyor. Son 1 yılda üretim miktarını ciddi olarak azaltan şirketin 1 Temmuz'da elektriğe yapılan %38'lik fiyat artışı sonrası 2024'ün ikinci yarısında üretimini arttırmasını bekliyoruz.

Şirketin gayrimenkul portföyünün defter değeri 1,8 milyar dolardır (1Ç24 sonu itibarıyla). Rusya'da bulunan ofis ve otel yatırımları şirkete güçlü ve düzenli bir getiri sunuyor. Son 10 yılda gayrimenkul segmentinin ortalama faaliyet karı 220 mn USD oldu.

Tüm bu faaliyetlere ek olarak, Enka toplam nakit ve finansal yatırımları ile 5,3 milyar dolar değerinde bir portföye sahiptir. Yatırımların büyük bir bölümü yabancı devlet ve özel sektör tahvillerinden oluşmaktadır. Döviz bazlı bu yatırımlar şirketin gelişmekte olan ülkelerdeki işlerine karşı güçlü bir hedge pozisyonu olmasını sağlıyor.

Enka, güçlü mal varlığı, sıfır banka borcu ve devam etmekte olan projelerine rağmen son 1 yılda BIST 100 endeksinin %16,7 oranında gerisinde kalmıştır. Şirketin tabloda verilen ileri dönem 2024 F/K oranı "MSCI Construction and Engineering" endeksine göre %37, 2025 F/K oranına göre %49 kadar iskontoludur.

Başlıca risk faktörleri Rusya'nın yaşamakta olduğu politik sorunlar, Dolar endeksinin değer kaybetmesi ve güncel doğalgaz santrallerinin verimliliğinin karlılık için yeterli olmamasıdır.

Enka İnşaat

65% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	ENKAI TL
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	43,62
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	72,00
Getiri Potansiyeli	65%
Fiili Dolaşım Oranı	8,43%
Piyasa değeri, milyon TL	261.720
Piyasa değeri, milyon ABD doları	7.944
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,70%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,54%
Yabancı Yatırımcı Oranı	27,39%
Emeklilik Fonları Oranı	3,83%
Yatırım Fonları Oranı	5,38%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 23 Temmuz itibarıyla

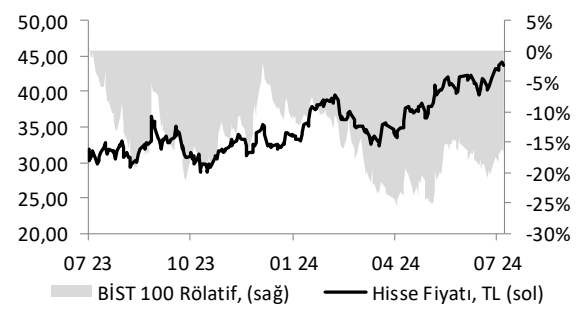
Finansallar, Milyon \$	2023	2024T	2025T	2026T
Gelirler	3.226	3.167	3.689	3.903
Gelir Büyümesi	-14%	-2%	16%	6%
Esas Faaliyet Karı	546	656	719	751
Esas Faaliyet Büyümesi	-24%	20%	10%	4%
Esas Faaliyet Marjı	16,9%	20,7%	19,5%	19,2%
Net Kâr	744	697	957	834
Net Kâr Büyümesi	4509%	-6%	37%	-13%
Net Kâr Marjı	23,1%	22,0%	25,9%	21,4%
Net Nakit	5.073	5.088	5.174	5.361
F/K	10,8	11,4	8,3	9,5
PD/DD	1,1	1,0	1,0	0,9

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Tara Holding AŞ	2.988	49,8%
Vildan Gülçelik	480	8,0%
Sevda Gülçelik	386	6,4%
Enka Vakfı	352	5,9%
Fiili Dolaşım Oranı	506	8,4%
Toplam	6.000	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	3,1%	24,7%	32,3%	38,1%
Rölatif	0,1%	9,3%	-5,2%	-16,7%
İşlem Hacmi milyon \$	23,0	23,3	26,1	41,3

Kaynak: BİST, Finnet

Murat İbrahim ŞENCAN

murat.sencan@phillipcapital.com.tr

Sadrettin BAĞCI

sadrettin.bagci@phillipcapital.com.tr

Şirketin Genel Görünümü ve İnceleme Stratejimiz

Enka'yı incelerken net karlılığın her dönem finansal yatırımlardaki değerlendirme farklarından ötürü sürekli olarak etkilendiğini gözlemledik. Özellikle Türk Lirası cinsinden şirket finansalları incelenirse yıl sonu karı önemli bir oranda finansal yatırımların değer değişikliğine göre yön bulmaktadır. Gelirlerin de büyük bir bölümünün yurtdışı faaliyetlerinden gelmesi sebebiyle şirketi ana para birimi olan dolar kurunda incelemeyi tercih ediyoruz. Çalışmada şirketin kendi paylaştığı dolar bazlı finansal raporlar kullanılmıştır.

Şirketin, 23 Temmuz 2024 tarihinde piyasa değeri yaklaşık 262 milyar TL'dir (7,94 milyar USD). Ana ortaklığa ait özkaynaklar ile özkaynaklar arasında minimal bir fark olduğu için (%1,3 kadar) azınlık paylarını dikkate almadan incelememize devam edeceğiz. Şirketi finansal yatırımları ve operasyonel işleri (esas faaliyetler) olarak iki ana başlık altında incelemeyi daha doğru buluyoruz. Şirketin finansal yatırımlarının ve nakit pozisyonunun 5,31 milyar dolar değeri olduğu göz önünde bulundurursak, piyasada şirketin operasyonel işleri 2,63 milyar dolar düzeyinde değerlendirilmektedir.

Çalışmada ana iş kollarının ayrı ayrı incelenmesi sonrasında operasyonel kar tahminlerimizi belirledik. Buna ek olarak da ABD tahvil ve borsa piyasasıyla ilgili getiri beklentilerini ekleyerek net kar beklentilerimizi hesapladık. Şirketin mal varlığı ve serbest nakit akış tablosunu kullanarak 12 ay sonrası için bir değer ortaya çıkardık.

Finansal Yatırımlar

Enka'nın kısa ve uzun dönemli finansal yatırımları 1Ç24 sonu itibariyle toplamda 4,08 milyar dolar değere sahiptir. Aşağıdaki tabloda şirketin kısa ve uzun vadeli finansal yatırımlarının alt kırımları TL ve USD cinsinden verilmiştir. Buna göre finansal yatırımların %58'i yabancı devlet tahvilleri, %7,5'i özel sektör tahvilleri, %25'i hisse senetleri, %5,4'ü yatırım fonları ve %4,1'i TC devlet tahvillerinden oluşmaktadır. Buna ek olarak şirketin nakit ve nakit benzerleri pozisyonu 1,23 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.

Finansal Yatırımlar	31.03.2024 GUD* (Mn TL)	31.03.2024 GUD* (Mn \$)
Özel sektör tahvilleri	9.938	308
Yabancı devlet tahvilleri	76.274	2.362
Hisse senetleri	32.914	1.019
Yatırım fonları	7.153	222
TC devlet tahvilleri	5.389	167
Toplam	131.668	4.078

*"GUD" gerçeğe uygun değer anlamına gelmektedir.

Aşağıdaki verilen tabloda ise şirketin 2015'den bu yana finansal yatırımlarındaki yıl sonu pozisyonları sunulmuştur. Enka her sene finansal varlıklara belirli bir miktarda yatırım yaparak ciddi bir yatırım portföyü oluşturmayı başarmıştır. Bu portföy ile döviz bazlı stabil bir büyüme trendi oluşturmuştur.

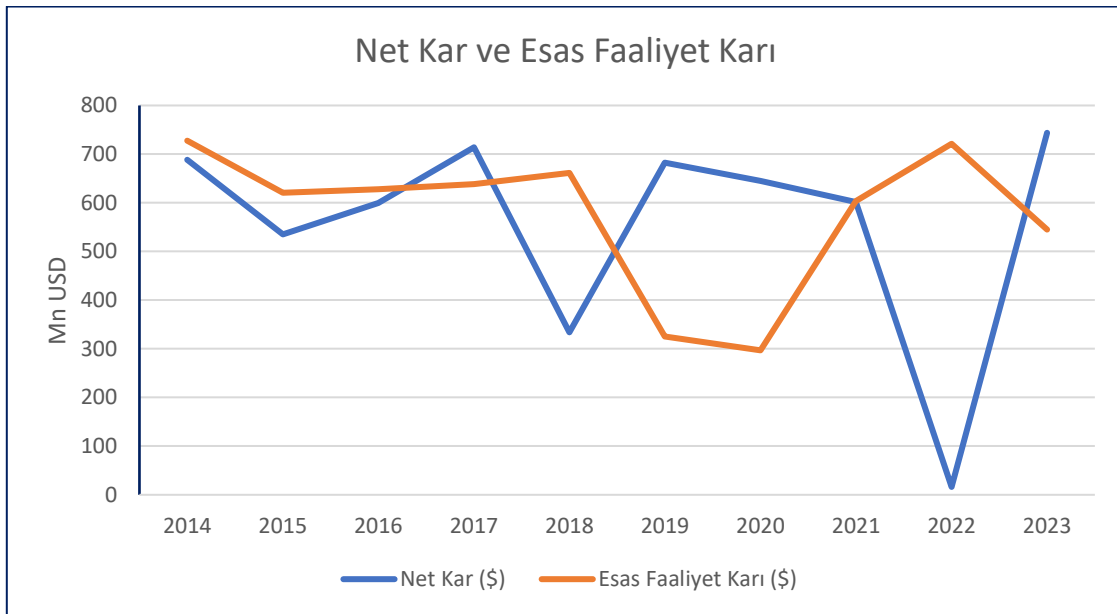
Finansal Yatırımlar (Mn \$)	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Kısa Vadeli									
Özel sektör tahvilleri	13	59	108	16	22	77	42	41	19
Yabancı devlet tahvilleri	618	196	102	102	482	353	100	268	340
Hisse senetleri	972	1.049	1.723	1.228	613	429	323	273	309
Yatırım fonları	202	174	276	131	49	41	113	103	107
Kısa vadeli toplam	1.805	1.478	2.208	1.476	1.166	900	579	684	775
Uzun Vadeli									
Özel sektör tahvilleri	299	349	769	1.428	1.535	1.418	1.744	1.466	1.174
Yabancı devlet tahvilleri	1.563	1.443	12	116	213	294	358	15	26
Yatırım fonları	297	300	214	36	29	13	16	29	26
Uzun vadeli toplam	2.160	2.093	996	1.579	1.777	1.725	2.118	1.510	1.226
Toplam	3.965	3.571	3.204	3.055	2.943	2.625	2.697	2.194	2.001

Bu tabloda ilginizi çeken bir nokta 2022 yılında yabancı devlet tahvillerinde görülen yüklü yatırım tutarıdır. 2022 yılı çeyreklik raporlar incelendiğinde Enka'nın 2022 yılı 2. çeyrekte başlayarak 2023 yılı 1. çeyreğe kadar sürekli olarak yabancı devlet tahvili satın aldığı gözükmemektedir. Uzun dönemli ABD tahvil fiyat endekslerinin 2022 yılı sonlarına doğru %40 kadar bir düşüş yaşadığını hatırlamak gerekiyor. Tahvil piyasasının yeni dipler gördüğü ve faizlerin yüksek olduğu bu dönemde, şirketin devlet ve özel sektör tahvil alımları uzun vadede karlı bir yatırım olabilir.

Gelişmekte olan ülkelerde yaptığı projelerle ön plana çıkan Enka'nın finansal yatırımları ağırlıklı olarak USD bazlıdır. Bu sayede şirketin faaliyet gösterdiği birçok ülke için güçlü bir hedge pozisyonu da bulunmaktadır.

Esas Faaliyetler

Şirketin dolar bazında son 10 yıllık net kar ve esas faaliyet karı grafiklerini aşağıda bulabilirsiniz.

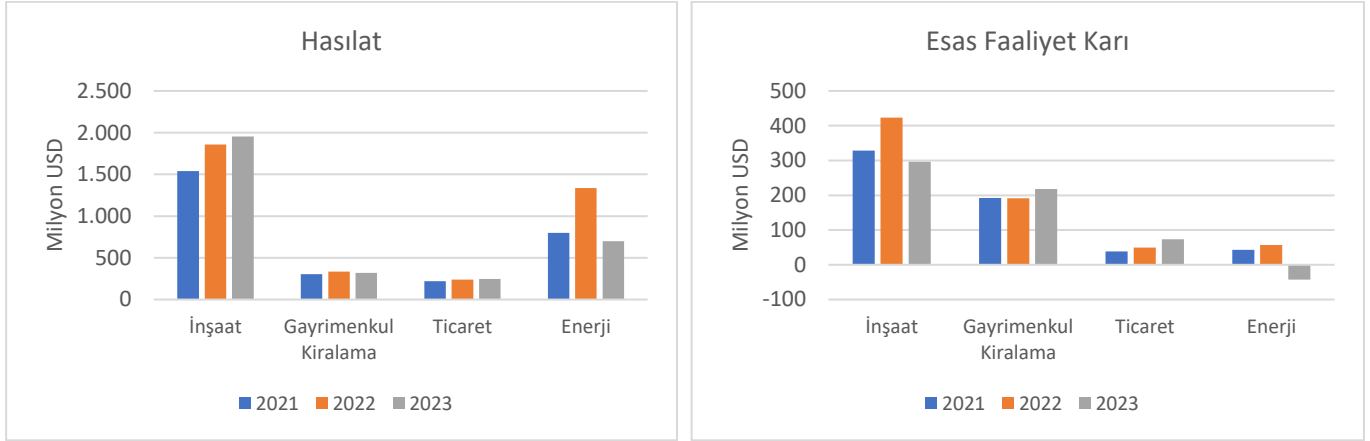


Grafiğe göre, 2019 ve 2020 yılları dışında, Enka dolar bazında stabil bir esas faaliyet karı sağlamıştır. Son 10 yılın ortalama esas faaliyet karı yıllık 577 milyon dolardır. Eğer özellikle zayıf geçen 2 seneyi çıkarırsak bu ortalama 643

milyon dolar etmektedir. 2023 yılında 545 milyon USD olarak açıklanan esas faaliyet karı uzun dönemli ortalamasının altındadır. Bu durum 2023 yılında enerji segmentinin karlılığa olumsuz etkisinden kaynaklanmıştır.

Şirket operasyonel tarafta gelirlerini 4 ayrı segmentten elde etmektedir. Daha doğru bir değerlendirme elde etmek için bu 4 segmenti ayrı ayrı inceleyip anlamamız gerekiyor. Raporun başında bahsettiğimiz üzere net kar ciddi bir miktarda finansal yatırımların değerlendirme farkından etkilenmektedir. Bu 4 ana iş bölümünden en çok inşaat ve gayrimenkul gelirleri değerlendirme farklarından ciddi etkileniyor.

Aşağıdaki iki grafik 4 ana iş kaleminin son 3 yıldaki hasılat ve esas faaliyet karlarını sunmaktadır.



İNŞAAT

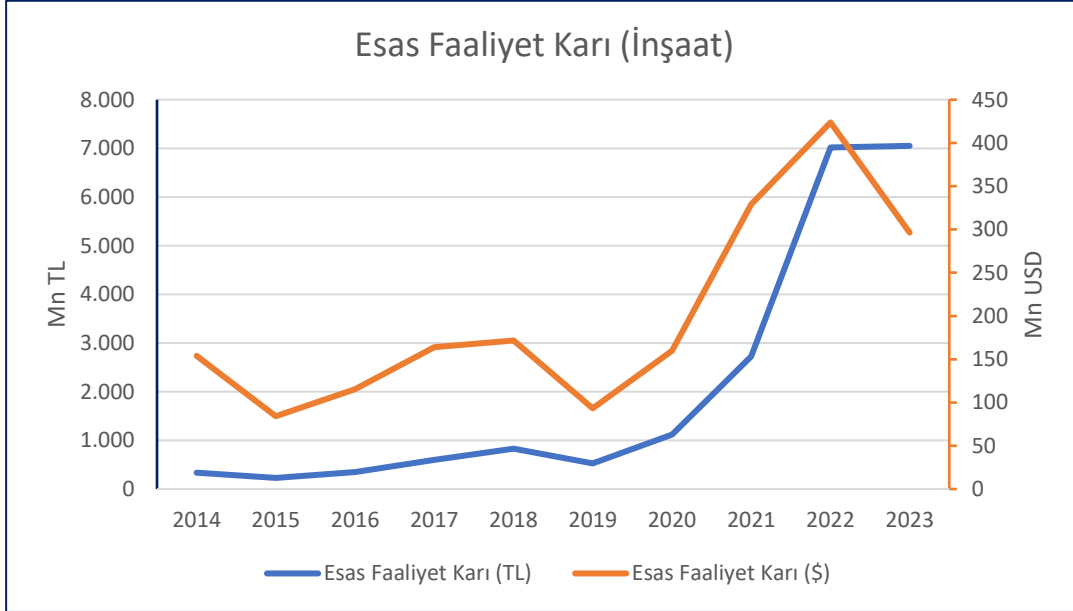
Enka'yı diğer inşaat firmalarından ayıran en büyük özelliği yapmakta olduğu ileri düzey projeleridir. Şirket kalifiye mühendis kadrosuyla onlarca farklı ülkede çeşitli alanlarda yapılar tasarlıyor ve inşa ediyor. Şirketin devam eden projelerine örnek olarak:

- Sırbistan'da devam eden 2,1 milyar euro boyutundaki otoyol projesi (%50 kadarından Enka sorumlu),
- Kuzey Makedonya'daki 1,45 milyar euro boyutundaki koridor ve otoyol projesi (%50 Enka),
- İngiltere'de Hinkley Point C nükleer santrali için yapmakta olduğu 277 milyon sterlin tutarındaki güç adası,
- Almanya'daki 229 milyon euro tutarındaki Dradenau kombine ısı ve enerji santrali,
- Libya'da bu sene bitirmeyi planladığı 331 milyon euro tutarındaki basit çevrim elektrik santrali bulunmaktadır.

Bunlara ek olarak, şirketin inşaat faaliyetlerinin içinde fabrika, ofis binası, tıp kompleksi, liman, otel, alışveriş merkezi ve petrol sahası projeleri de bulunmaktadır.

Şirket inşaat işlerinden hasılatını 2022'deki 1,86 milyar dolar seviyesinden 2023'de 1,96 milyar dolara çıkarmasıyla %5,2 oranında büyüme kaydetti. Esas faaliyet karı ise %30 düşerek 297 milyon dolar oldu. Operasyonel karlılık artan satışların maliyeti ve yönetim giderleri yüzünden negatif etkilendi. Net kar da önceki yılın 136 milyon dolar zararına kıyasla belirgin bir iyileşme ile 575 milyon dolar oldu. Faaliyet karındaki düşüşe rağmen net kardaki büyüme bu raporun başında anlatılan finansal yatırımlardaki değerlendirme farklarından kaynaklanıyor. Bu sebeple, özellikle inşaat işlerindeki incelememize esas faaliyet karı üzerinden devam etmeyi uygun görüyoruz. Benzer şekilde incelemeyi şirketin ana para birimi olan Dolar kuru üzerinden yaparsak kur değişimindeki etkileri de büyük oranda azaltmış oluyoruz.

Aşağıdaki grafikte inşaat segmentinin esas faaliyet karındaki TL ve USD bazlı değişim sunulmuştur. 2014 yılından 2020 yılına kadar dolar bazında stabil esas faaliyet karı görmekteyiz. Bu süreçte ortalama 135 milyon dolar faaliyet karı elde eden şirket, 2021 yılından sonra bu uzun dönemli ortalamayı kırarak inşaat faaliyeti gelirlerini ileri bir boyuta taşımıştır. Şirketin 2021, 2022 ve 2023 yılı esas faaliyet kar ortalaması 350 milyon dolara çıkmıştır.



İnşaat faaliyetlerindeki bu operasyonel kar başarısı, akıllı yatırımcının haklı olarak bu durumun sürdürülebilir olup olmadığını sormasını sağlayacaktır. Bu durumu daha somut bir şekilde anlamak için şirketin devam eden işlerine bakmamız gerekiyor. Aşağıdaki tabloda şirketin ülkelere göre sipariş hacmini (backlog) görebilirsiniz. 1Ç24 sonu itibarıyla yaklaşık 5,0 milyar USD sipariş hacmi olan şirket, bu işlerin 2 milyar dolardan fazlasını 2024 yılı içerisinde tamamlamayı planlıyor.

Diğer sütunda ise inşaat işlerinin cirosu mevcuttur. Gri ile işaretli olan son iki satırda ciro ve backlog tahminlerimiz bulunuyor. Şirketin ortalama backlog ve ciro büyümesini güncel işlerin tahmini bitiş tarihlerini ile birleştirerek kendi beklentilerimizi oluşturduk. Buna göre Şirket'in backlog'unun 2024 sonunda 5,27 milyar dolar düzeyinde olmasını öngörüyoruz.

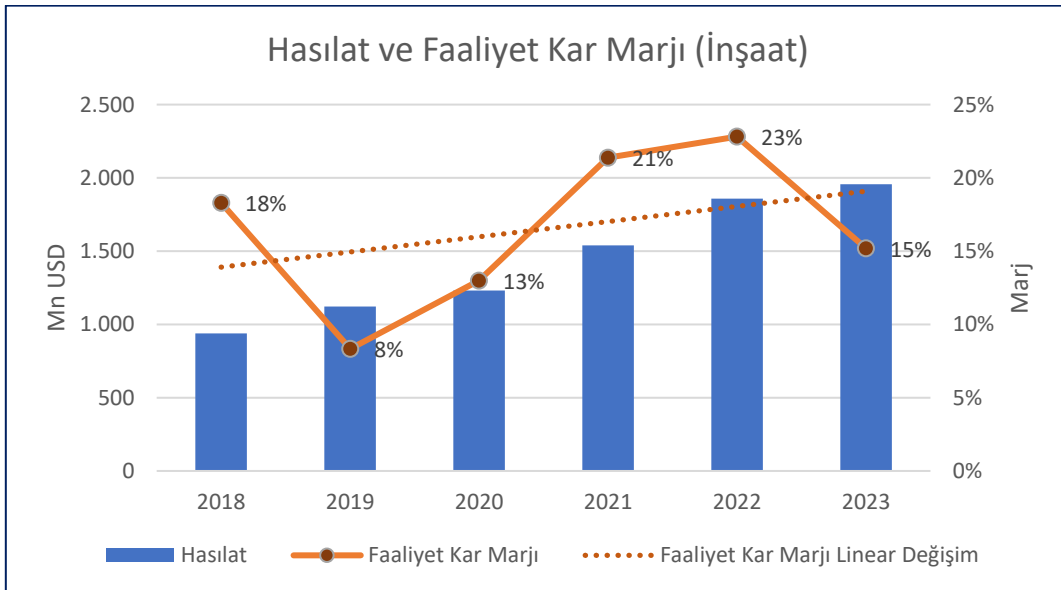
Tarih	Backlog (Mn \$)	İnşaat Geliri (Mn \$)
31.12.2018	2.783	939
31.12.2019	2.816	1.121
31.12.2020	3.039	1.230
31.12.2021	4.194	1.538
31.12.2022	4.122	1.860
31.12.2023	4.968	1.956
31.12.2024T	5.266	2.259
31.12.2025T	-	2.435

Aşağıdaki tabloda da şirketin bakiye siparişlerinin ülkelere göre listesini bulabilirsiniz.

Enka Backlog (Mn USD)		
Ülke	31.12.2023	31.03.2024
Özel Projeler	1.053	1.016
Kuzey Makedonya	771	767
Sırbistan	644	601
İngiltere	571	592
Suudi Arabistan	237	238
Kazakistan	192	166
ABD	178	178
Almanya	171	375
Moğolistan	98	76
Türkiye	69	87
Libya	52	46
Diğer	932	899
Toplam	4.968	5.041

Şirket, bu listeye ek olarak geçtiğimiz aylarda iki yeni büyük iş aldığını duyurdu. Bu işlerden ilki 27 Mayıs 2024 tarihinde duyurulan 880 milyon euro tutarındaki Libya Kuzey Bingazi Basit Çevrim Enerji Santrali Projesi ve Elektrik Ekipmanları temini projesidir. Projenin yaklaşık 50 ayda tamamlanması planlanıyor. Diğer yeni proje ise 24 Nisan 2024 tarihinde duyurulan 175 milyon dolar tutarındaki Tüpraş projesi. Bu projenin de 32 ayda tamamlanması planlanıyor.

Enka'nın tarihsel verilerini incelediğimizde karlılık konusunda birçok inşaat firmasından daha stabil ve kontrollü olduğu gözükmektedir. Şirketin son 6 yıldaki dolar bazında esas faaliyet kar marjı %17 ortalamasında gerçekleşmiştir. Şirketin dolar bazlı hasılatı da aynı süreçte yılda ortalama %16 büyüdüğü gözükmektedir. Buna rağmen lineer kar marjı grafiğinin yukarı yönlü olduğu ön plana çıkıyor. Şirket cirosunu büyütürken operasyonel verimliliğini geliştirerek karlılığını da arttırmaktadır.



Aşağıdaki tabloda Enka'nın faaliyet gösterdiği ülkeler için IMF'nin GSYH büyüme tahminlerini bulabilirsiniz. Özellikle Enka'nın aktif olduğu gelişmekte olan ülkelerdeki GSYH büyüme tahminleri Enka'nın güçlü iş potansiyeline işaret etmektedir. Tabloda ortalama GSYH büyümesi hesaplanırken ülkelere eşit ağırlık verildi. Enka'nın aktif inşaat projelerinin bulunduğu ülkeler üzerinden ağırlıklı bir ortalama hesaplamamız durumunda 2024 yılı için yaklaşık %3,6 kadar bir GSYH büyümesi ortaya çıktığını tahmin ediyoruz. Bu da aşağıdaki 2024 ortalaması için sunulan %3,3 seviyesinin hafif üzerinde kalıyor.

Reel GSYH Büyümesi (%)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ABD	2,5	2,7	1,9	2,0	2,1	2,1
Almanya	-0,3	0,2	1,3	1,5	1,1	0,8
İngiltere	0,1	0,5	1,5	1,7	1,7	1,6
Kazakistan	5,1	3,1	5,6	2,2	3,7	2,3
Kuzey Makedonya	1,0	2,7	3,7	3,9	3,9	3,8
Libya	10,2	7,8	6,9	4,2	2,0	2,1
Moğolistan	7,0	6,5	6,0	5,5	5,4	5,2
Rusya	3,6	3,2	1,8	1,2	1,3	1,2
Sırbistan	2,5	3,5	4,5	4,0	4,0	4,0
Suudi Arabistan	-0,8	2,6	6,0	4,0	3,5	3,0
Türkiye	4,5	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5
Ortalama	3,2	3,3	3,9	3,0	2,9	2,7
Medyan	2,5	3,1	3,7	3,3	3,4	2,3

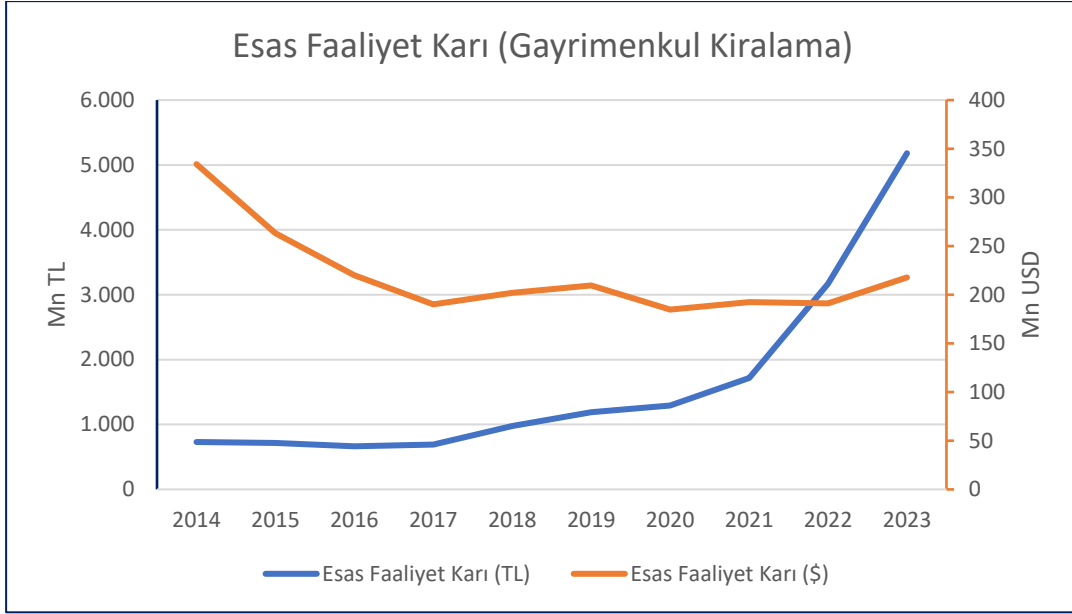
Veriler 11.07.2024 tarihinde International Monetary Fund (IMF) web sitesinden alınmıştır.

Gayrimenkul Kiralama

Enka'nın zengin gayrimenkul portföyünde alışveriş merkezi, ofis ve otel yapıları bulunmaktadır. Gayrimenkul yapılarının neredeyse tamamı Rusya'da bulunan şirketin, kendi yürüttüğü işletmeler sayesinde stabil artış gösteren bir kira geliri bulunmaktadır. Rusya ve Batı ülkeleri arasındaki devam eden politik gerginlik sebebiyle Rus rublesinde gerçekleşebilecek döviz dalgalanmaları bir risk faktörü olarak belirtilebilir. Uzun dönemli kira sözleşmeleri döviz bazlıdır ancak ödemeler ruble cinsinden yapılmaktadır.

Şirket, 1Ç24 bilançosunda "yatırım amaçlı gayrimenkulleri" 1,8 milyar USD olarak değerlendirmektedir. Bu değerlendirme bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından hesaplanmıştır. Bilançodaki defter değerine bağlı kalmak yerine indirgenmiş nakit akımı hesabına ekleyerek yapmayı daha doğru buluyoruz. Bu boyuttaki ve farklı konseptlerdeki yapıların başka mülklerle direkt kıyaslanması ve metrekare fiyat bazından değerlendirilmesi gerçekçi sonuçlar doğurmayabilir. Bu sebeple gayrimenkullere bir varlık yerine "iş modeli" olarak bakmayı ve sağlanabilecek kazanç üzerinden bir değerlendirme yapmayı daha doğru buluyoruz.

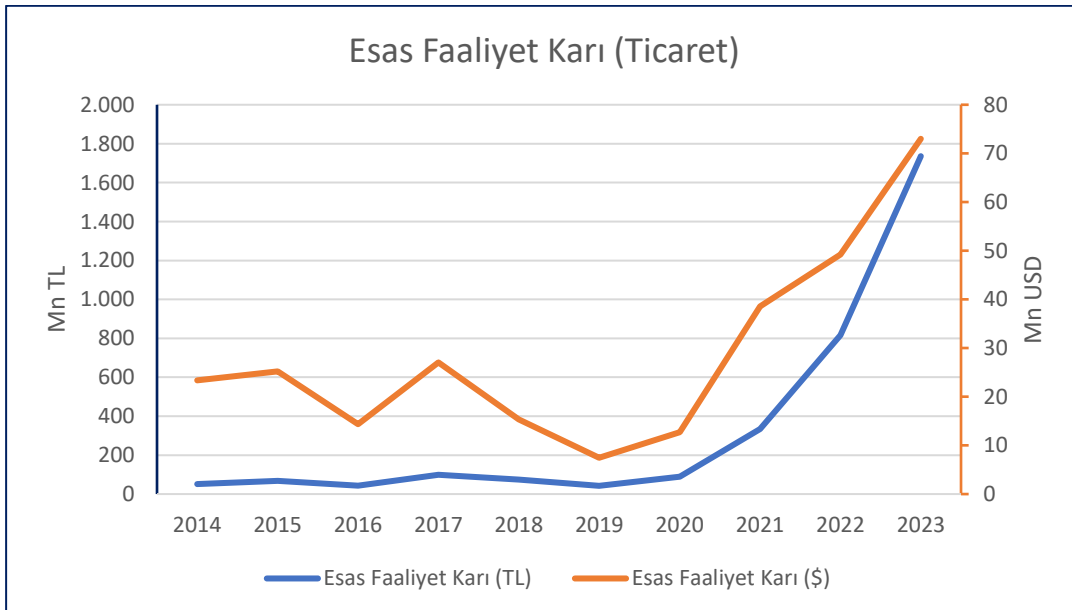
Enka'nın Dolar bazlı gayrimenkul gelirinin 2014 yılından 2017'ye kadar bir düşüş trendinde olup sonra sabit kaldığını görüyoruz. The World Bank verilerine göre Rus rublesinin reel efektif döviz kuru 2013'deki 107 seviyesinden 2016'da 79,3 seviyesine düşmüştür. Rusya'daki ofis ve ticari alanların metrekare kiralardaki düşüşle rubledeki yaklaşık %26 kadar reel değer kaybın Enka'nın gayrimenkul kiralama karına negatif yansıdığı gözüküyor. 2014 yılındaki kiralamadan esas faaliyet karı 334 milyon dolar seviyesinde iken 2016 yılında 220 milyon dolara kadar, toplamda %34 düşüş göstermiştir.



Son 10 yıllık dönemde gayrimenkul kiralama segmenti esas faaliyet karı 220 milyon dolar ortalamaya sahiptir. Şirket 2023 yılında ise 218 milyon dolar esas faaliyet kar ile bu ortalamasına yakın bir performans sağlamıştır. Tüm bu analizlerimizden yola çıkarak, Enka'nın gayrimenkullerinde sürekli olarak %90 üzerinde bir doluluk oranı sağladığını da göz önünde bulundurarak gelecek yıllarda dolar bazlı ekonomik büyümeye yakın bir kira artışı beklenebilir. Şirketin mevcut durumda gayrimenkul portföyünü büyüme planı bulunmamaktadır.

Ticaret

Şirketin gelirlerinin içinde daha küçük paya sahip olan ancak yüksek karlılık sağlayan bir iş bölümü de ticaret altında sınıflandırdığı inşaat ve endüstriyel makinelerin tedariği, seyahat organizasyonları/sistemleri ve hava taksi işletmeciliği işleridir. Bu segmentteki hasılat ve karın büyük bir bölümü Japonya ve Çin'den alınan makinelerin Türkiye'de yapılan satışlarından elde ediliyor. 2023 yılı Şubat ayında gerçekleşen deprem felaketi sonrasında inşaat makinelerine artan talep nedeniyle hasılat ve operasyonel karda ciddi bir artış yaşandı. Ek olarak, 2021 ve 2022 yılında artan inşaat ve gayrimenkul yatırımları şirketin makine ticaretine pozitif yansıdı.



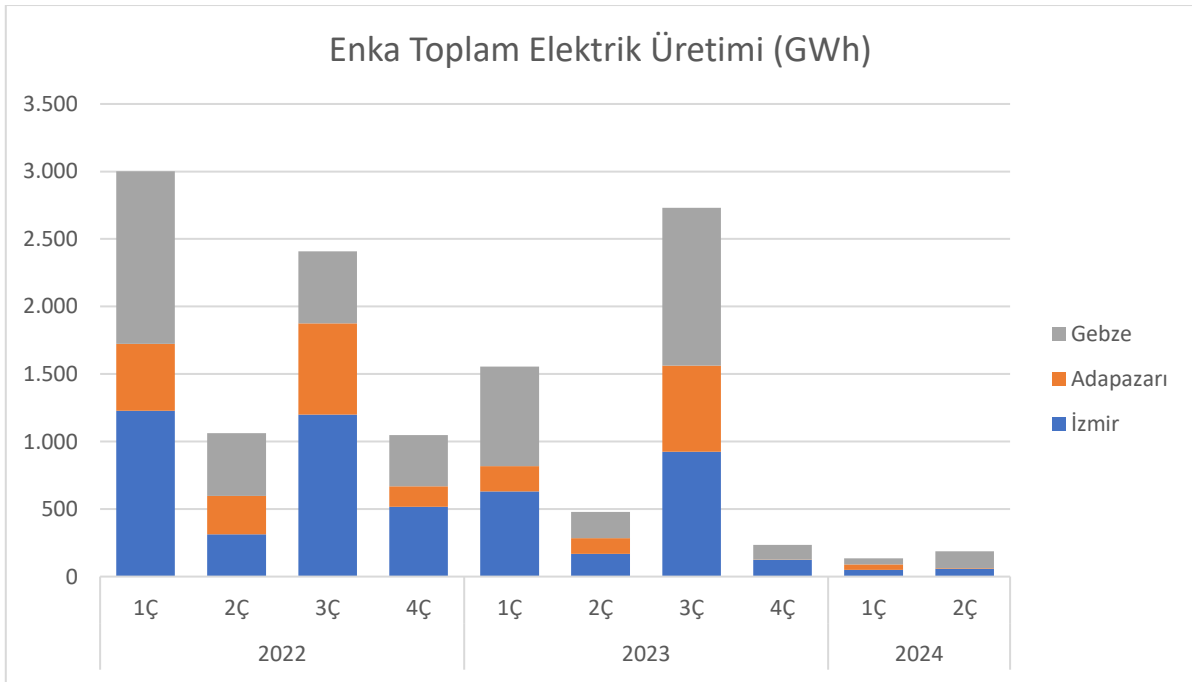
Bununla birlikte, Enka'nın ticaret başlığı altındaki çalışmaları son 10 yılda hem TL hem de USD bazında ciddi bir artış kaydetmiştir. 2014 yılında esas faaliyet karının sadece %3,2'sini oluşturan bu kalem, 2023 yılında %13,4'e yükselmiştir. Karlılık oranının inşaat segmentinin üzerinde seyretmesi dolayısıyla ticaret segmentindeki payın artması konsolide karlılığı olumlu yönde etkilemiştir. Ancak, depremden kaynaklı talebin azalmasıyla 2024 cirosunda bir miktar düşüş görülebilir.

Enerji

Enka yaklaşık 4,0 GW elektrik üretim kapasitesiyle Türkiye'deki en büyük kurulu güce sahip özel şirkettir. Şirket bu kapasiteye göre yıllık 32.000 GWh'a kadar üretim yaparak Türkiye'nin enerji ihtiyacının %10'unu karşılayabilir.

Buna rağmen, 2023'ün özellikle 4. Çeyreğinde başlayarak şirketin enerji gelirinde ciddi bir düşüş meydana geldi. Üretim kaynaklı bu düşüş güncel elektrik üretimlerine baktığımızda 2024 yılı 2. çeyrekte de devam etmektedir. Elektrik piyasa takas fiyatı (PTF) 2023 Ocak ayındaki 3.431 TL/MWh seviyesinden 2023 Haziran ayındaki 1.623 TL/MWh ortalamasına kadar geriledi. 2024 yılının ilk yarısında 2.001 TL olan PTF, şirketin karlı bir üretim gerçekleştirmesi için yeterli olmamaktadır. Enerji üretimindeki düşüşü şirket santrallerini daha az çalıştırarak kendi tercihiyle gerçekleştirmektedir.

Aşağıdaki grafikte Enka'nın çeyrekssel bazda toplam üretim hacmini görebilirsiniz. 3 ayrı doğalgaz santrali bulunan şirketin (Adapazarı, Gebze, İzmir) santrallere göre üretim seviyeleri farklı renklerde sunulmuştur.



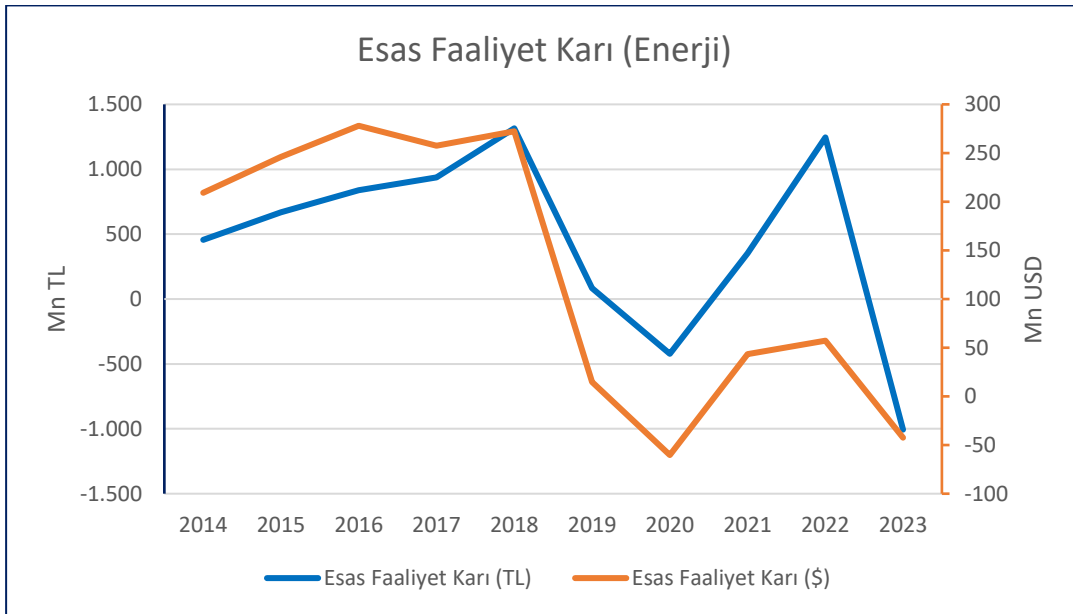
Elektrik piyasa takas fiyatında Haziran 2024 yılında başlayarak bir miktar artış meydana geldi. 1 Temmuz 2024 tarihi itibariyle mesken abone grubu için %38, tarımsal faaliyetler grubu için %30 ve kamu ve özel sektör grubu düşük kademede %38 ve yüksek kademede %20 oranında fiyat artışı oldu. Elektrik fiyatlarındaki artış sonrası piyasa takas fiyatı da artış gösterdi. Temmuz 2024'ün ilk 14 gününde PTF önceki aya oranla %21 artarak 2.528 TL/MWh oldu. Yükselen piyasa takas fiyatının, spot fiyat üzerinden satış yapan Enka'ya pozitif yansımaları ve şirketin elektrik üretimini arttırmasını bekliyoruz.



Veriler EPIAŞ Şeffaflık Platformundan alınmıştır.

Aynı zamanda, Enka iki yeni elektrik üretim santrali ile enerji üretiminde büyüme yönünde çalışmalarını sürdürmektedir. Şirketin Kırklareli’nde inşaatını yapmakta olduğu 850 MW kapasiteye sahip doğal gaz kombine çevrim elektrik santrali projesi bulunmaktadır. Kontrat değeri 462 milyon dolar olan projenin 2025 yılı 3. çeyrek sonu tamamlanması öngörülmüştür. Şirket, Bulgaristan’da yapmakta olduğu 45MW kapasiteli güneş enerjisi santrali projesi ile de yenilenebilir enerji konusunda ilk adımını atmıştır. Bu projenin de 2024 Aralık ayında tamamlanması planlanıyor. Bu sebeple özellikle 2025 yılının son çeyreğinde yıllık elektrik üretim kapasitesi yaklaşık 39.000 GWh olacak şirketin enerji segmentinde pozitif bir değişim yaşayacağını öngörüyoruz.

İnşaatı devam eden Kırklareli santrali yıllık 6.800 GWh’lık bir üretim yaparak 510 milyon dolar kadar ek bir ciro oluşturma potansiyeli sağlıyor. Bu cironun elde edilmesi için elektrik piyasa takas fiyatının şu anki fiyatını koruyarak 75 dolar ortalamada olması yeterli olmaktadır. Diğer yandan Bulgaristan’daki yeni santralin de yıllık 63GWh üretim imkanı sunması planlanıyor. Bu iki yeni santralin üretim kapasitesinin %75-80’i oranında çalışacağını ve ortalama 75 dolardan elektrik satışı yapacağını varsayarsak, 2026 yılında enerji segmenti gelirinde yaklaşık 386-412 milyon dolar artış ile 1.072 milyon dolar ciro olacağını öngörüyoruz.



1. Çeyrek 2024 Finansal Sonuçları

Enka'nın toplam hasılatı 2023 1. çeyrekteki 928 milyon dolar seviyesinden %36,4 düşerek 2024 ilk çeyrekte 590 milyon dolar oldu. Esas faaliyet karı da benzer şekilde önceki yıldan %35,0 düşerek 77,2 milyon dolar düzeyine geriledi. Net dönem karı ise %25,8 azalarak 157 milyon dolar olarak açıklandı. Bu miktarın yaklaşık 152 milyon dolar kadarı ana ortaklık paylarına aittir.

Segment bazında işleri incelediğimizde değişimin en büyük kaynağının enerji sektörü olduğu gözükmektedir. Şirketin enerji işlerinden geliri 1Ç2023'te 325 milyon dolar iken 1Ç2024'te ciddi miktarda düşerek 19,3 milyon dolar oldu. Enerjideki bu büyük kaybın temel sebebi elektrik piyasa takas fiyatlarının (PTF) önceki yıla göre dolar bazında %50'den daha fazla düşmüş olmasıdır. Doğalgaz temelli elektrik üretimi yapan Enka'nın elektrik fiyatlarının düşük olduğu dönemlerde brüt kar elde edemediği gözükmektedir.

Şirketin diğer ana iş segmentlerine baktığımızda inşaat işlerinin cirosunun da 1Ç24'de %7,0 düştüğü gözükmektedir. İnşaat segmentinin net karı da yaklaşık %19,6 gerileyerek 134 milyon dolar oldu. Gayrimenkul kiralama işlerinde ciro sınırlı oranda düşerken net kar %19,3 artarak 38,1 milyon dolara ulaştı. Son olarak, ticaret işlerinden ciroda hafif bir büyüme olurken net kar %96,4 kadar büyümeyle 7,9 milyon dolar oldu.

Değerleme

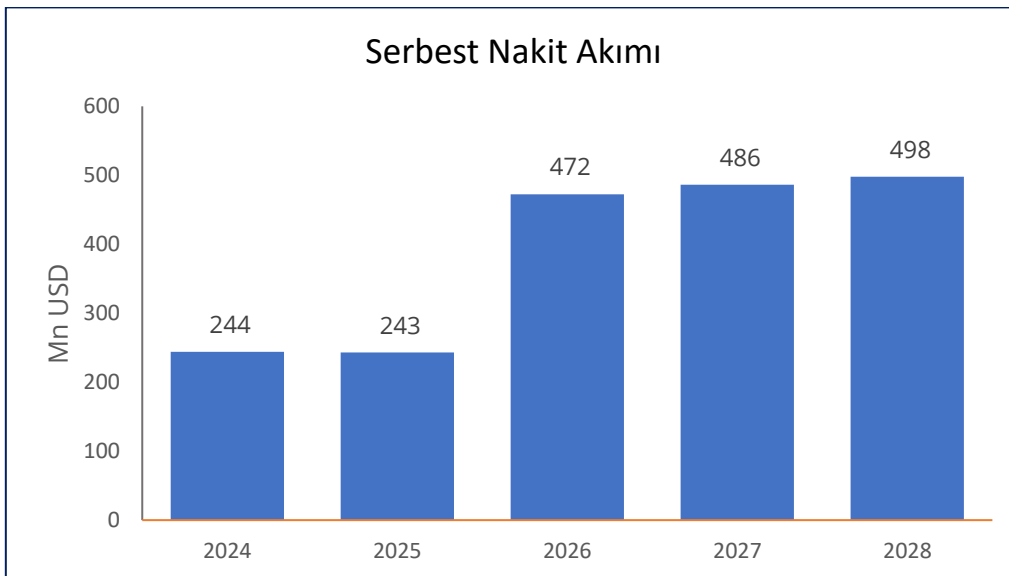
Değerleme modelimizde kullanılan varsayımları aşağıdaki tabloda sunulmuştur. USD/TRY 12 ay ileri kur tahmini Merkez Bankası anketleri ve araştırma ekibimizin beklentileri doğrultusunda belirlendi.

Yapılan Varsayımlar	
Vergi Oranı	25%
İskonto Oranı	13%
Büyüme Oranı	2%
USDTRY (Güncel Kur)	32,83
USDTRY 12 Aylık Tahmin	42,00

Aşağıdaki tabloda Enka'nın 4 ana iş kalemine göre hasılat ve esas faaliyet karını görebilirsiniz. Tabloda 2018'den 2023 yılına kadar gerçekleşmiş olan verileri baz alarak yaptığımız araştırma sonucunda ulaştığımız tahminler yer almaktadır. 2024 ile 2028 arasındaki hesapladığımız hasılat ve esas faaliyet karlarında şirketin hem tarihsel verilerini hem de ileriye dönük hedeflerini göz önünde bulundurduk.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Hasılat (Mn USD)	2.881	1.893	1.659	2.859	3.770	3.226	3.167	3.689	3.903	3.991	4.080
İnşaat	939	1.121	1.230	1.538	1.859	1.956	2.259	2.435	2.230	2.275	2.320
Gayrimenkul Kiralama	328	346	289	304	334	320	328	341	355	369	384
Enerji	1.457	318	0	797	1.336	701	348	674	1.072	1.093	1.115
Ticaret	157	108	139	219	240	248	232	239	246	254	261
Esas Faaliyet Karı (Mn USD)	661	325	297	603	721	546	656	719	751	771	791
İnşaat	172	93	160	329	424	297	384	414	379	387	394
Gayrimenkul Kiralama	202	209	185	193	191	218	205	213	221	230	239
Enerji	272	15	-60	43	57	-42	26	50	107	109	112
Ticaret	15	7	13	39	49	73	41	42	43	45	46
Amortisman	95	111	90	83	107	102	108	111	115	118	118
Yatırım Harcamaları	137	151	110	153	77	115	286	326	120	122	124
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-198	385	17	674	-554	20	70	81	86	88	90
Serbest Nakit Akımı (FCFF)	651	-181	185	-293	1.125	377	244	243	472	486	498

Yukarıdaki tahminlerden ortaya çıkan serbest nakit akım için 5 yıllık öngörümüzü aşağıdaki grafikte bulabilirsiniz. 2024 yılının ilk yarısı tamamlandığı için sadece ikinci yarıdaki serbest nakit akımı beklentisi üzerinden değerlememizi gerçekleştirdik.



Hedef Fiyatın Hesaplanması (Mn USD)	
Firma Değeri	3.946
Nakit (+)	1.230
Finansal Yatırımlar (+)	4.078
Borç (-)	122
Adil Değer	9.132
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri	10.319
Toplam Pay Sayısı	6.000.000.000

12 Aylık Hedef Fiyat (USD)	1,72
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	72,00
Cari Fiyat (USD)	1,33
Cari Fiyat (TL)	43,62
Getiri Potansiyeli	65%

Nakit, borç ve finansal yatırımlar 1Ç24 itibariyle şirket finansallarından alınmıştır.

ENKAI

Finansal Veriler

Milyon USD	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Ciro	3.770	3.226	3.167	3.689	3.903
Ciro Büyümesi	31,8%	-14,4%	-1,8%	16,5%	5,8%
Esas Faaliyet Karı	721	546	656	719	751
Esas Faaliyet Kar Büyümesi	20%	-24%	20%	10%	4%
Esas Faaliyet Kar Marjı	19%	17%	21%	19%	19%
Amortisman	107	102	108	111	115
FAVÖK	828	648	764	830	866
FAVÖK Büyümesi	20,8%	-21,7%	17,8%	8,7%	4,3%
FAVÖK Marjı	22,0%	20,1%	24,1%	22,5%	22,2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-576	366	297	581	388
Diğer Gelir/Giderler	-34	-15	-24	-25	-26
Vergi Öncesi Kâr	111	896	929	1.276	1.113
Vergi Gideri	95	152	232	319	278
Net Kâr	16	744	697	957	834
Net Kâr Büyümesi	-97,3%	4508,6%	-6,3%	37,3%	-12,8%
Net Kâr Marjı	0,4%	23%	22%	26%	21%
Temettü			418	574	501
Temettü Verimi			5%	7%	6%
Özkaynaklar	6.904	7.423	7.702	8.085	8.419
Net Nakit	4.409	5.073	5.088	5.174	5.361
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-554	20	70	81	86
F/K	393,2	10,8	11,4	8,3	9,5
PD/DD	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9
Özkaynak Kârlılığı	0,2%	10%	9%	12%	10%

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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 analizler 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.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.