

Tavsiye Yok

Hisse Fiyatı: 4,94 TL
12 Aylık Hedef: 7,6 TL

Alper Özdemir

alper.ozdemir@akyatirim.com.tr

Enerjisa

Enerjisa'yı 7,6TL hedef fiyat ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Enerjisa, Türkiye elektrik piyasasında lider elektrik dağıtım ve perakende şirkettir. Şirketin elektrik dağıtımını üstlendiği üç bölge Türkiye'nin en kalabalık ve ülke ortalamasının üzerinde nüfus artışına sahip Ankara, İstanbul (Asya yakası), Adana ve Gaziantep dağıtım bölgelerini kapsamaktadır. Yatırıma ihtiyacı olan dağıtım altyapısının modernize edilmesi amacıyla Enerjisa'nın yatırım bütçesi 2016-2020 yıllarını kapsayan üçüncü tarife döneminde ikinci tarife dönemine kıyasla reel bazda %53 artırılmıştır. Ayrıca, Enerjisa dağıtım şebekesine yaptığı yatırımlar karşılığında %13,61 seviyesinde reel sermaye getirisi elde etmektedir. Buna ek olarak, şirket, verimlilik ve kalite ölçütlerindeki performansa bağlı olarak ödüllendirilmekte ve faaliyet gelirlerine ciddi katkı sağlayabilmektedir. Enerjisa'nın faaliyet karının %98'nin düzenlemeye tabi gelir kaynaklarından sağlanması itibarıyla oldukça öngörülebilir bir karlılık görünümüne sahiptir.

Hisse fiyatı olumlu beklentileri yansıtmıyor

Hisse fiyatı sene başındaki halka arzdan bu yana %22 düşen Enerjisa endeksinin %6 altında getiri sağladı. Özellikle yılın ikinci yarısında yükselen faiz oranlarının yarattığı baskının Ağustos'tan itibaren yaşanan normalleşme süreciyle birlikte azalması gerektiğini düşünüyoruz. Diğer taraftan, 2018-2020 yılları arasında yıllık %20 seviyesindeki operasyonel gelir büyümesi beklentimiz, şirketin faaliyetleriyle ilgili olumlu görünümün bir yansıması olarak görülebilir. Artan borçlanma faiz oranlarının etkisiyle şirketin yatırım harcamalarını bir miktar düşüreceği beklentisiyle, nakit akışındaki büyümenin operasyonel gelirlerdeki büyümenin üzerinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Faaliyetler ile ilgili güçlü beklentiler ve hisse fiyatı arasındaki uyumsuzluğu göz önünde bulundurduğumuzda, hissenin firma değeri 2019 operasyonel gelirlerinin sadece 3,2 katına denk gelmektedir.

Borçluluğun düşmeye devam etmesi beklenebilir

Enerjisa düzenlenmiş varlık tabanını (DVT, şirketin yapmış olduğu ancak henüz itfa edilmemiş yatırımlar) 2016-2020 yıllarını kapsayan tarife döneminin ilk yarısı itibarıyla 1,5 kat artışla 6,7milyar TL'ye yükseltti. Şirketin DVT'ndeki güçlü büyümeyi, düzenlemeye esas yatırım harcamaları tavanını aşan ek yatırım harcamaları sağlamıştır. Söz konusu ek yatırımların bir miktar düşürülmesi yönündeki beklentimize göre, şirketin 2019 yılında ilk defa pozitif serbest nakit akışı sağlayabileceğini düşünüyoruz. Diğer yandan, şirketin borçluluğunun önümüzdeki iki yıl gerilemeye devam etmesini bekliyoruz. 2019'da net borcun operasyonel gelirlere oranının 2,3'e gerilemesini öngörüyoruz. Şirket'in temettü verimi önümüzdeki üç yılda ortalama %11 civarında oluşabilir.

Sisteme yeni teşvikler sunulabilir

2018'in ikinci yarısından itibaren artan borçlanma faizleri ve istenilen vadelerde finansman bulma konusundaki zorluklar elektrik dağıtım şirketlerinin yatırım harcamalarının önünde engel teşkil etmektedir. Bu durum, sektörün yatırım harcamalarına dayalı getiri oranlarının düşmesine neden olmaktadır. Faizlerin Ağustos ayındaki tepe noktalarından bir miktar düşmüş olmasına rağmen, dağıtım şirketlerinin üzerindeki faiz baskısı devam etmektedir. Hatırlanacağı üzere, EPDK benzer şartlarda 2017 sonunda reel sermaye getiri oranını %11,9'dan %13,6'ya yükseltmişti. Düzenleyici kurumun cari durumda yine devreye girebileceğini ve reel makul getiri oranını yeniden artırmak dahil sisteme yeni teşvikler sunabileceğini düşünüyoruz.

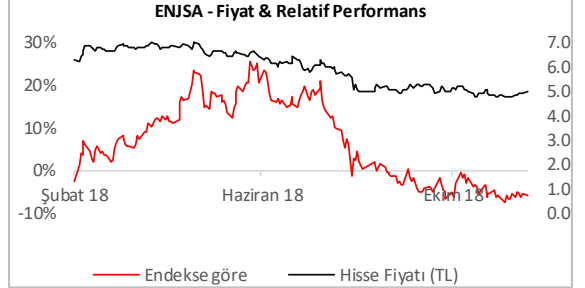
Riskler

Borçlanma piyasasındaki sıkılaşma, dağıtım ve perakende tarifesindeki olası olumsuz değişiklikler ve müşterilerin ödeme davranışlarındaki bozulmalar en önemli riskler arasında gösterilebilir.

Hisse Bilgisi

Hisse Kodu (Reuters, Bloomberg)	ENJSA:IS / ENJSA TL
Piyasa Değeri (mn TL)	5,834
Hisse Adedi (bin)	1,181
Halka Açıklık	20%
Ortalama Günlük Hacim (mn TL)	19.2
Net Borç (3Ç18)	8,959
BIST-100 Endeksi (TL)	95,416

Hisse verileri 4 Aralık 2018 itibarıyla



Hisse Performansı

	1Hafta	1Ay	3Ay	1Yıl
Nominal	1%	-3%	-3%	-22%
Endeks Relatif*	0%	-6%	-5%	-6%

*BIST100'e karşı

Beklentiler (TRYmn)

	2016	2017	2018T	2019T
Operasyonel Gelirler	1,938	2,539	3,748	4,663
FAVÖK	1,495	2,555	3,159	3,559
Varlık Tabanı	3,915	5,322	6,869	8,381
Düzeltilmiş Net Kar	377	522	817	880
FD/Satışlar	7.6	5.8	3.9	3.2
FD/FAVÖK	15.5	11.2	7.1	6.6
F/K	3.4	2.9	2.4	2.3

Ortaklık Yapısı

Sabancı Holding	40%
EON	40%
Diğer	20%

Operasyonel Gelirler: FAVÖK+Yatırım harcamaları geri ödemeleri-olağandışı kalemler

Düzeltilmiş Net Kar: Net kar - olağandışı kalemler

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2018