

## ENJSA

## Öneri

Hisse Fiyat: 26,20 TL

AL

Hedef Fiyat: 35,96 TL

Yükseliş Potansiyeli: %37,3

EnerjiSA Enerji 1996 yılında Sabancı Holding şirketlerinin enerji ihtiyacını karşılaması amacıyla kurulmuştur. 2007 yılında Sabancı Holding-Verbund ortaklığı gerçekleştirilmiştir. 2012 yılında Verbund Enerjisa'da sahip olduğu hisseleri E.ON firmasına devretmiştir ve 2013 yılında E.ON ile Sabancı Holding ortaklığı başlamıştır.

Enerjisa Enerji A.Ş., elektrik dağıtımı ve satışından oluşan iki ana iş kolunu yürütmektedir; 14 ilde 10.1 milyon müşteriye ulaşarak yaklaşık 21 milyonu aşkın kullanıcıya dağıtım hizmeti sağlamaktadır. Aynı zamanda insan, teknoloji ve çözüm odaklı elektrik dağıtım yatırımları ve operasyonları sayesinde sürdürülebilirliğe önemli katkılar sağlamaktadır.

Enerji sektörünün odaklandığı mevcut problemlere çözümler üretmek ve sunmak, üretilecek hızlı çözümlerle değişim ve kriz zamanlarında dahi kolay uygulanabilecek, ölçeklenebilir teknolojiler geliştirmek ve gelecek nesil girişimcilerin oluşmasına ve büyümesine katkıda bulunmak amacı ile 2020 yılı içerisinde Enerjisa Dağıtım Şirketleri Ar-Ge Müdürlüğü tarafından "İvme Girişim Hızlandırma Programı" başlatılmıştır. Enerji sektöründe etki yaratan girişimleri desteklemeyi hedefleyen İvme Girişim Hızlandırma Programı girişimleri Enerjisa Dağıtım Şirketleri ile buluşturmakta, güncel problemlerle birlikte geleceğin fırsatlarını ele alırken girişimlerin prototip ürün ile ticarileşme arasında aşmakta zorlandığı basamağı aşamalarına yardımcı olmayı ele almaktadır.

Bugüne kadar 54 proje ile 20 yayına ilave olarak 9 patent/faydalı model başvurusu gerçekleştirilmiştir.

Değerleme tarafında; gelir yaklaşımına %60, piyasa yaklaşımını ise %40 ağırlıklandırılarak dikkate alındığında, ENJSA'nın tahmini piyasa değeri 42,488m TL olarak hesaplanmıştır, tahmini hisse fiyatı ise 35,96 TL olmuştur. ENJSA, piyasa çarpanları yönteminde ise sektör ortalaması, 11,24x olan FD/FAVÖK çarpanı ve 2,51x olan FD/Satışlar çarpanları ele alınmıştır. Tüm hesaplamalar sonucunda, şirketin iskontoğu işlem gördüğünü düşünerek, ENJSA ile ilgili "AL" önerisinde bulunuyoruz.

## Özet Veriler

|            |              |
|------------|--------------|
| Hisse Kodu | ENJSA        |
| Pazar      | Yıldız Pazar |
| Endeks     | XU100        |
| Cari Fiyat | 26.20        |
| Sektör     | Elektrik     |

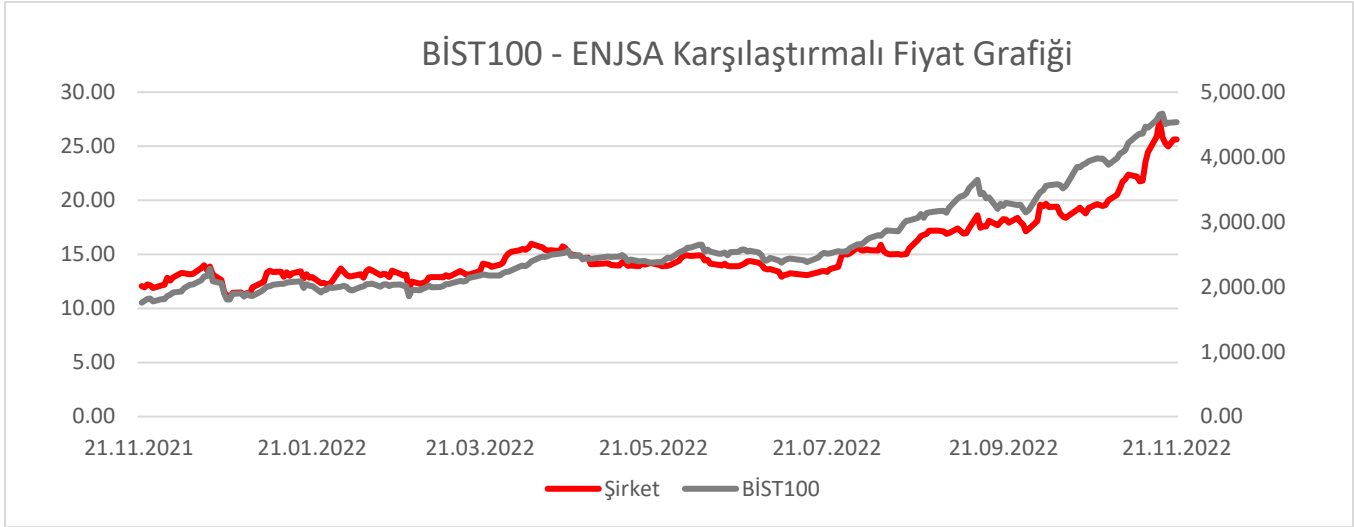
## Piyasa Verileri

|                                           |           |
|-------------------------------------------|-----------|
| F/K                                       | 12.44     |
| PD/DD                                     | 3.43      |
| Halka Açıklık (%)                         | %20       |
| Hisse Adedi (m)                           | 1,181     |
| Piyasa Değeri (m TL)                      | 30,944    |
| Piyasa Değeri (m USD)                     | 1,662     |
| Net Borç (m TL)                           | 10,304.23 |
| İhracat Oranı (%)                         | 0.00      |
| Günlük Ort İşlem Hacmi (m TL) (son 1 yıl) | 161.91    |

| Tahmin ve Rasyo    | 2020G  | 2021G  | 2022T  | 2023T  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| Net Satışlar(m TL) | 21,757 | 30,548 | 67,266 | 88,993 |
| Yıllık Büyüme (%)  | 0%     | 40%    | 120%   | 32%    |
| Brüt Kar (m TL)    | 5,639  | 8,282  | 17,826 | 23,138 |
| Yıllık Büyüme (%)  | 0%     | 47%    | 115%   | 30%    |
| FAVÖK (m TL)       | 3,540  | 5,372  | 11,906 | 14,951 |
| Yıllık Büyüme (%)  | 0%     | 52%    | 122%   | 26%    |
| Net Kar (m TL)     | 1,088  | 2,282  | 4,018  | 5,315  |
| Yıllık Büyüme (%)  | 0%     | 110%   | 76%    | 32%    |
| FAVÖK Marjı        | 16.3%  | 17.6%  | 17.7%  | 16.8%  |
| Net Kar Marjı      | 5.0%   | 7.5%   | 6.0%   | 6.0%   |

## ENJSA Değerleme Raporu

22.11.2022

**Değerleme Özeti**

Enerjisa'nın hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA ve aynı sektördeki Benzer Şirket çarpanları yöntemleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı yaklaşımına göre hedef şirket değeri 42,272m TL olarak hesaplanmıştır. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranını %9, beta katsayısını 0,81, piyasa risk primini %10,0, risksiz faiz oranını %21,2 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %20,05 olarak varsaydık.

Benzer şirket çarpanları yöntemini kullanırken, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar rasyolarına eşit ağırlıklar vererek 68,573 TL hedef şirket değerine ulaştık.

Ağırlıklı ortalama hedef fiyatımıza ulaşmak için, İNA yöntemiyle ulaştığımız şirket değerine %60, benzer şirket çarpanları yöntemiyle hesapladığımız tahmini şirket değerine ise %40 ağırlık verdik. Ağırlıklandırılarak bulunmuş 52,792 TL şirket değerine 10,304m TL net borçluluk tutarının eklenmesiyle, ENJSA için 42,488 m TL hedef piyasa değerine ulaşarak, hedef fiyatımızı 35,96 TL olarak belirledik.

**Tablo 1:**

| Değerleme Özeti              | Tahmini<br>Şirket Değeri<br>(m TL) | Ağırlıklandırılmış<br>Ağırlık | Değer         |
|------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|---------------|
| İndirgenmiş Nakit Akımı      | 42,272                             | 60%                           | 25,363        |
| Benzer Şirket Çarpanları     | 68,573                             | 40%                           | 27,429        |
| <b>Tahmini Şirket Değeri</b> |                                    |                               | <b>52,792</b> |
| Net Borçluluk (@31.12.2020)  |                                    |                               | (10,304)      |
| <b>Tahmini Piyasa Değeri</b> |                                    |                               | <b>42,488</b> |
| Ödenmiş Sermaye              |                                    |                               | 1,181.07      |
| <b>Tahmini Hisse Fiyatı</b>  |                                    |                               | <b>35.97</b>  |
| Güncel Fiyat                 |                                    |                               | 26.20         |
| <b>Yükseliş Potansiyeli</b>  |                                    |                               | <b>37.3%</b>  |

Kaynak: Alnus Yatırım

## ENJSA Değerleme Raporu

22.11.2022

Tablo 2: İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Değerleme

Gelir Yaklaşımı altında İNA yöntemi uygulanmaktadır. Bu yöntemle göre varlığın gelecekte yaratması beklenen nakit akımları dikkate alınır. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması kapsamında, varlığın gelir/giderini, işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmaktadır. Gelecekte yaratılması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının varlığın risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmaktadır.

| m TL                              | 2019         | 2020         | 2021         | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | DED           |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Gelirler                          | 19,453       | 21,757       | 30,548       | 67,266        | 88,993        | 105,537       | 117,566       | 128,608       | 140,182       |
| Büyüme (%)                        | 6.0%         | 11.8%        | 40.4%        | 120.2%        | 32.3%         | 18.6%         | 11.4%         | 9.4%          | 9.0%          |
| Hizmet Maliyeti                   | (14,109)     | (16,118)     | (22,266)     | (49,441)      | (65,855)      | (79,153)      | (89,351)      | (97,742)      | (106,539)     |
| <b>Brüt Kar</b>                   | <b>5,344</b> | <b>5,639</b> | <b>8,282</b> | <b>17,826</b> | <b>23,138</b> | <b>26,384</b> | <b>28,216</b> | <b>30,866</b> | <b>33,644</b> |
| Brüt Kar Marjı (%)                | 27.5%        | 25.9%        | 27.1%        | 26.5%         | 26.0%         | 25.0%         | 24.0%         | 24.0%         | 24.0%         |
| Faaliyet Giderleri                | (1,798)      | (2,099)      | (2,910)      | (5,919)       | (8,187)       | (9,498)       | (10,581)      | (11,575)      | (12,616)      |
| <b>FAVÖK</b>                      | <b>3,547</b> | <b>3,540</b> | <b>5,372</b> | <b>11,906</b> | <b>14,951</b> | <b>16,886</b> | <b>17,635</b> | <b>19,291</b> | <b>21,027</b> |
| FAVÖK Marjı (%)                   | 18.2%        | 16.3%        | 17.6%        | 17.7%         | 16.8%         | 16.0%         | 15.0%         | 15.0%         | 15.0%         |
| Amortisman                        | (373)        | (444)        | (473)        | (673)         | (890)         | (1,055)       | (1,176)       | (1,286)       | (4,766)       |
| <b>FVÖK</b>                       | <b>3,174</b> | <b>3,096</b> | <b>4,899</b> | <b>11,233</b> | <b>14,061</b> | <b>15,831</b> | <b>16,459</b> | <b>18,005</b> | <b>16,261</b> |
| FVÖK Marjı (%)                    | 16.3%        | 14.2%        | 16.0%        | 16.7%         | 15.8%         | 15.0%         | 14.0%         | 14.0%         | 14.0%         |
| Kurumlar Vergisi                  |              |              |              | (2,247)       | (2,812)       | (3,166)       | (3,292)       | (3,601)       | (3,252)       |
| Vergi / FVÖK (%)                  |              |              |              | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         |
| Amortisman (-)                    | 373          | 444          | 473          | 673           | 890           | 1,055         | 1,176         | 1,286         | 4,766         |
| <b>Operasyonel Nakit Akımları</b> | <b>3,547</b> | <b>3,540</b> | <b>5,372</b> | <b>9,659</b>  | <b>12,139</b> | <b>13,720</b> | <b>14,343</b> | <b>15,690</b> | <b>17,775</b> |
| NİS Değişimi                      | 1,895        | 434          | (1,413)      | (2,174)       | (2,834)       | (2,418)       | (2,753)       | (3,322)       | (1,193)       |
| Yatırım Harcamaları               | -251.89      | -310.18      | -753.88      | (2,287)       | (3,026)       | (3,588)       | (3,997)       | (4,373)       | (4,766)       |
| Yatırım/Satışlar (%)              | 1.3%         | 1.4%         | 2.5%         | 3.4%          | 3.4%          | 3.4%          | 3.4%          | 3.4%          | 3.4%          |
| <b>Serbest Nakit Akımları</b>     | <b>5,190</b> | <b>3,664</b> | <b>3,205</b> | <b>5,198</b>  | <b>6,279</b>  | <b>7,714</b>  | <b>7,593</b>  | <b>7,996</b>  | <b>11,815</b> |
| AOSM                              |              |              |              | 26.7%         | 26.7%         | 26.7%         | 26.7%         | 26.7%         | 26.7%         |
| AOSM - Sens                       |              |              |              | 26.7%         | 26.7%         | 26.7%         | 26.7%         | 26.7%         | 26.7%         |
| Kısmi Dönem Etkisi                |              |              |              | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          | 1.00          |               |
| Ortalama Dönem Etkisi             |              |              |              | 0.50          | 1.50          | 2.50          | 3.50          | 4.50          |               |
| İndirgeme Oranı                   |              |              |              | 0.89          | 0.70          | 0.55          | 0.44          | 0.34          | 0.34          |
| <b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>    |              |              |              | <b>4,617</b>  | <b>4,401</b>  | <b>4,265</b>  | <b>3,313</b>  | <b>2,752</b>  | <b>22,924</b> |
| FD/FAVÖK                          |              |              | 7.9          | 3.6           | 2.8           | 2.5           | 2.4           | 2.2           |               |
| FD/Net Satışlar                   |              |              | 1.4          | 0.6           | 0.5           | 0.4           | 0.4           | 0.3           |               |

| m TL                       |                   | %           |
|----------------------------|-------------------|-------------|
| İndirgenmiş Nakit Akımları | 19,348.3          | 46%         |
| Devam Eden Dönem           | 22,923.9          | 54%         |
| <b>Şirket Değeri</b>       | <b>42,272.3</b>   | <b>100%</b> |
| <b>Net Borç</b>            | <b>(10,304.2)</b> |             |
| Nakit                      | 412.0             |             |
| Toplam Mali Borçlar        | (10,716.2)        |             |
| Finansal Yatırımlar        | -                 |             |
| <b>Hisse Değeri</b>        | <b>31,968.0</b>   |             |

## ENJSA Değerleme Raporu

22.11.2022

**Tablo 3: Türkiye’de Benzer Şirketler**

Piyasa yaklaşımında kapsamında Enerjisa ile aynı sektör grubunda olan ZOREN, AKENR ve AYEN şirketleri dikkate alınmıştır. Sektörün ortalama çarpanları; 11,24x olan FD/FAVÖK çarpanı ve 2,51x olan FD/Satışlar çarpanları eşit olarak dikkate alındığında tahmini firma değeri 68,573 TL olarak hesaplanmıştır.

| Şirket               | Piyasa Değeri<br>(TL m ) | Tahminler    |             |
|----------------------|--------------------------|--------------|-------------|
|                      |                          | FD/FAVÖK     | FD/Satışlar |
|                      |                          | Anlık        | Anlık       |
| ZOREN                | 19,850.0                 | 14.95x       | 2.51x       |
| AKENR                | 4,382.3                  | 11.24        | 2.15        |
| AYEN                 | 11,649.5                 | 9.77         | 4.59        |
| <b>Ortalama</b>      |                          | <b>11.24</b> | <b>2.51</b> |
| Şirket (FD/FAVÖK)    | 60,356.77                | 11.24        |             |
| Şirket (FD/Satışlar) | 76,789.02                |              | 2.51        |

|                 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|-----------------|------------|------------|
| Şirket Satışlar | 30,548     | 67,266     |
| Şirket FAVÖK    | 5,372      | 11,906     |
| Şirket Net Kar  | 2,282      | 4,018      |

|                             | FD/FAVÖK      | FD/Satış |
|-----------------------------|---------------|----------|
| Şirket Cari Yıl Değerleri   | 60,357        | 76,789   |
| Yöntem Ağırlığı             | 50%           | 50%      |
| <b>Tahmini Firma Değeri</b> | <b>68,573</b> |          |

## ENJSA Değerleme Raporu

22.11.2022

| Bilanço                                                                                   | 2017/12   | 2018/12   | 2019/12   | 2020/12   | 2021/12   | %Değ.    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                                                                    | 4,077.43  | 5,872.18  | 5,781.80  | 6,852.87  | 12,795.63 | 86.7%    |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                                                                 | 172.75    | 562.35    | 469.79    | 588.57    | 411.99    | -30.0%   |
| Finansal Yatırımlar                                                                       | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 126.11    | 0.00      | -100.0%  |
| Ticari Alacaklar                                                                          | 2,382.44  | 3,512.39  | 3,009.46  | 2,943.67  | 5,572.81  | 89.3%    |
| Diğer Alacaklar                                                                           | 495.00    | 458.45    | 1,022.45  | 588.92    | 1,193.57  | 102.7%   |
| Türev Araçlar                                                                             | 19.87     | 313.03    | 7.83      | 36.07     | 1,548.31  | 4193.0%  |
| Stoklar                                                                                   | 101.75    | 147.96    | 131.95    | 169.54    | 447.45    | 163.9%   |
| Peşin Ödenmiş Giderler                                                                    | 144.61    | 71.36     | 41.47     | 44.11     | 65.01     | 47.4%    |
| Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar                                                    | 11.22     | 8.57      | 0.06      | 0.01      | 187.65    |          |
| Diğer Dönen Varlıklar                                                                     | 57.94     | 6.97      | 0.25      | 7.76      | 52.55     | 577.4%   |
| Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar                                              | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.0%     |
| <b>Duran Varlıklar</b>                                                                    | 14,508.55 | 16,720.63 | 17,613.66 | 17,822.64 | 18,538.01 | 4.0%     |
| Finansal Yatırımlar                                                                       | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.0%     |
| Diğer Alacaklar                                                                           | 473.51    | 983.55    | 737.74    | 933.74    | 685.08    | -26.6%   |
| Maddi Duran Varlıklar                                                                     | 154.06    | 358.78    | 483.54    | 902.26    | 1,444.09  | 60.1%    |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                                                                 | 0.00      | 0.00      | 145.48    | 140.77    | 256.20    | 82.0%    |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                                                             | 7,687.30  | 6,745.20  | 6,548.41  | 6,357.04  | 6,225.44  | -2.1%    |
| Peşin Ödenmiş Giderler                                                                    | 4.84      | 2.58      | 1.64      | 4.51      | 3.83      | -15.1%   |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                                                                  | 209.96    | 2.85      | 244.04    | 362.03    | 318.90    | -11.9%   |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                                                                   | 18,585.98 | 22,592.81 | 23,395.46 | 24,675.51 | 31,333.64 | 27.0%    |
| <b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>                                                          | 4,832.03  | 7,011.91  | 9,234.70  | 8,287.61  | 14,256.38 | 72.0%    |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                                                                  | 795.66    | 998.17    | 676.28    | 1,098.80  | 1,040.27  | -5.3%    |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları                                          | 1,143.28  | 2,435.64  | 3,015.74  | 1,573.12  | 5,294.87  | 236.6%   |
| Ticari Borçlar                                                                            | 1,512.50  | 2,480.92  | 2,611.62  | 1,914.36  | 3,981.14  | 108.0%   |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar                                          | 49.98     | 43.22     | 52.36     | 57.94     | 81.81     | 41.2%    |
| Diğer Borçlar                                                                             | 185.99    | 223.90    | 2,078.34  | 2,579.08  | 2,888.20  | 12.0%    |
| Türev Araçlar                                                                             | 1.80      | 3.58      | 66.66     | 140.06    | 43.72     | -68.8%   |
| Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)     | 605.66    | 74.75     | 8.28      | 6.96      | 0.45      | -93.5%   |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü                                                              | 3.73      | 52.42     | 79.73     | 173.08    | 93.16     | -46.2%   |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                                                                   | 179.96    | 364.11    | 289.03    | 345.55    | 369.72    | 7.0%     |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                                                           | 323.47    | 290.91    | 305.48    | 329.93    | 344.66    | 4.5%     |
| Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler                      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.0%     |
| <b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>                                                   | 7,873.54  | 9,281.99  | 7,326.26  | 9,234.59  | 7,726.24  | -16.3%   |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                                                                  | 5,269.08  | 5,765.05  | 5,378.46  | 7,090.39  | 4,381.08  | -38.2%   |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                                                                   | 92.73     | 115.37    | 167.22    | 224.18    | 315.42    | 40.7%    |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                                                              | 1,090.45  | 1,378.78  | 1,477.87  | 1,366.98  | 1,504.91  | 10.1%    |
| <b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>                                                               | 12,705.58 | 16,293.90 | 16,560.96 | 17,522.20 | 21,982.62 | 25.5%    |
| <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>                                                                 | 5,880.40  | 6,298.92  | 6,834.50  | 7,153.31  | 9,351.02  | 30.7%    |
| <b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>                                                      | 5,880.40  | 6,298.92  | 6,834.50  | 7,153.31  | 9,351.02  | 30.7%    |
| Ödenmiş Sermaye                                                                           | 1,181.07  | 1,181.07  | 1,181.07  | 1,181.07  | 1,181.07  | 0.0%     |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler) | -5.24     | -3.46     | -3.46     | -3.46     | -3.46     | 0.0%     |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)    | 0.00      | 23.36     | -2.25     | -62.49    | 986.69    | -1679.0% |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                                                       | 185.27    | 216.61    | 251.55    | 320.12    | 394.23    | 23.2%    |
| Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları                                                      | 690.60    | 1,344.55  | 1,743.11  | 2,209.64  | 2,551.63  | 15.5%    |
| Net Dönem Karı veya Zararı                                                                | 988.01    | 747.70    | 1,033.62  | 1,087.68  | 2,282.37  | 109.8%   |
| <b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>                                                        | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.0%     |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                                                                   | 18,585.98 | 22,592.81 | 23,395.46 | 24,675.51 | 31,333.64 | 27.0%    |

## ENJSA Değerleme Raporu

22.11.2022

| Gelir Tablosu                                                                         | 2017/12         | 2018/12         | 2019/12         | 2020/12         | 2021/12         | %Değ.         |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| Hasılat                                                                               | 12,344.82       | 18,346.79       | 19,453.09       | 21,757.20       | 30,547.68       | 40.4%         |
| Satışların Maliyeti                                                                   | 8,412.33        | 12,380.27       | 14,108.61       | 16,117.83       | 22,265.85       | 38.1%         |
| <b>TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)</b>                                         | <b>3,932.49</b> | <b>5,966.52</b> | <b>5,344.47</b> | <b>5,639.37</b> | <b>8,281.83</b> | <b>46.9%</b>  |
| <b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>                                                               | <b>3,932.49</b> | <b>5,966.52</b> | <b>5,344.47</b> | <b>5,639.37</b> | <b>8,281.83</b> | <b>46.9%</b>  |
| <b>FAALİYET GİDERLERİ (-)</b>                                                         | <b>1,518.65</b> | <b>1,848.86</b> | <b>2,170.49</b> | <b>2,543.19</b> | <b>3,382.73</b> | <b>33.0%</b>  |
| Genel Yönetim Giderleri                                                               | 1,518.65        | 1,848.86        | 2,170.49        | 2,543.19        | 3,382.73        | 33.0%         |
| Pazarlama Giderleri                                                                   | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.0%          |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri                                                     | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.0%          |
| <b>NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI</b>                                                  | <b>2,413.84</b> | <b>4,117.67</b> | <b>3,173.99</b> | <b>3,096.18</b> | <b>4,899.10</b> | <b>58.2%</b>  |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                                                    | 187.06          | 373.55          | 552.30          | 646.10          | 831.97          | 28.8%         |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler                                                    | 360.19          | 1,680.02        | 662.08          | 1,004.44        | 1,216.48        | 21.1%         |
| <b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>                                                    | <b>2,240.71</b> | <b>2,811.19</b> | <b>3,064.21</b> | <b>2,737.85</b> | <b>4,514.59</b> | <b>64.9%</b>  |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                                                     | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.0%          |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler                                                     | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.0%          |
| <b>Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar</b> | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.0%</b>   |
| <b>FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)</b>                        | <b>2,240.71</b> | <b>2,811.19</b> | <b>3,064.21</b> | <b>2,737.85</b> | <b>4,514.59</b> | <b>64.9%</b>  |
| Finansman Gelirleri                                                                   | 88.49           | 104.87          | 170.63          | 64.09           | 108.09          | 68.7%         |
| Finansman Giderleri                                                                   | 1,045.48        | 1,594.07        | 1,843.48        | 1,389.23        | 1,479.57        | 6.5%          |
| <b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)</b>                              | <b>1,283.72</b> | <b>1,322.00</b> | <b>1,391.36</b> | <b>1,412.71</b> | <b>3,143.11</b> | <b>122.5%</b> |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri</b>                                   | <b>295.71</b>   | <b>574.30</b>   | <b>357.73</b>   | <b>325.02</b>   | <b>860.75</b>   | <b>164.8%</b> |
| Dönem Vergi (Gideri) Geliri                                                           | 51.34           | 85.95           | 492.10          | 537.99          | 989.97          | 84.0%         |
| Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri                                                      | 244.37          | 488.35          | -134.37         | -212.96         | -129.22         | -39.3%        |
| <b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)</b>                                     | <b>988.01</b>   | <b>747.70</b>   | <b>1,033.62</b> | <b>1,087.68</b> | <b>2,282.37</b> | <b>109.8%</b> |
| <b>DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)</b>                                     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>     | <b>0.0%</b>   |
| <b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>                                                            | <b>988.01</b>   | <b>747.70</b>   | <b>1,033.62</b> | <b>1,087.68</b> | <b>2,282.37</b> | <b>109.8%</b> |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar                                                           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.0%          |
| Ana Ortaklık Payları                                                                  | 988.01          | 747.70          | 1,033.62        | 1,087.68        | 2,282.37        | 109.8%        |
| <b>Dönem İçi Ayrılan Kıdem Tazminatı</b>                                              | <b>25.45</b>    | <b>29.01</b>    | <b>42.87</b>    | <b>39.87</b>    | <b>67.97</b>    | <b>70.5%</b>  |
| <b>Yabancı Para Varlıklar</b>                                                         | <b>5.67</b>     | <b>240.35</b>   | <b>258.92</b>   | <b>147.80</b>   | <b>222.76</b>   | <b>50.7%</b>  |
| <b>Yabancı Para Yükümlülükler</b>                                                     | <b>1,516.46</b> | <b>1,520.05</b> | <b>645.32</b>   | <b>819.27</b>   | <b>1,465.10</b> | <b>78.8%</b>  |
| <b>Türev Enstrümanların Net Pozisyonu</b>                                             | <b>1,590.48</b> | <b>531.46</b>   | <b>2,041.05</b> | <b>929.79</b>   | <b>1,184.17</b> | <b>27.4%</b>  |
| <b>Yabancı Para Pozisyonu Net</b>                                                     | <b>79.69</b>    | <b>272.77</b>   | <b>1,746.82</b> | <b>1,684.07</b> | <b>4,721.11</b> | <b>180.3%</b> |
| <b>Amortisman Giderleri, İtfa ve Tükenme Payları</b>                                  | <b>235.33</b>   | <b>258.18</b>   | <b>372.87</b>   | <b>444.08</b>   | <b>472.59</b>   | <b>6.4%</b>   |

| Önemli Parametreler     | 2017/12 | 2018/12 | 2019/12 | 2020/12 | 2021/12 |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| RoA                     | 5%      | 4%      | 4%      | 5%      | 8%      |
| RoA                     | 17%     | 12%     | 16%     | 16%     | 28%     |
| Stok Devir Hızı         | 82.89   | 78.73   | 102     | 103     | 68      |
| Alacak Devir Gün Sayısı | 67.26   | 64.69   | 55      | 55      | 48      |
| Borç Devir Gün Sayısı   | 57.06   | 58.87   | 66      | 51      | 48      |

## YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve 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.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

### Alnus Yatırım Araştırma Ekibi

Volkan Dükkancık

**Araştırma Direktörü**

İhsan Yıldırım

**Araştırma Uzman Yrd.**