

GİRİŞİM ELEKTRİK & EUROPOWER

Küresel şebeke yatırım döngüsü büyümeyi destekleyecek...

Girişim Elektrik ve Europower Enerji'yi "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz... Girişim Elektrik, %52,7 pay ile Europower'ın ana ortağıdır. Girişim Elektrik enerji projelerine yönelik entegre mühendislik ve anahtar teslim mühendislik, tedarik ve inşaat hizmetleri sunarken, iştiraki Europower; orta, yüksek ve alçak gerilim elektrik ve elektromekanik ürünleri ile sistemlerinin üretimini gerçekleştirmektedir. Bunlar arasında hücreler (switchgear), trafo merkezleri, otomasyon sistemleri, transformatörler (trafo) ve güneş panelleri yer almakta olup, ayrıca üçüncü taraflara ürün test hizmetleri de verilmektedir.

Sektörde güçlü talep... Elektrifikasyon, yenilenebilir enerji entegrasyonu ve artan veri merkezi talebi nedeniyle gelişmiş ekonomilerde elektrik talep büyümesi yıllar süren durgunluğun ardından yeniden hız kazanmıştır. Elektrik şebekeleri enerji dönüşümünün en önemli darboğazlarından biri haline gelirken küresel ölçekte iletim ve dağıtım yatırımlarında önemli artış gerektirmektedir. IEA'ya göre yıllık küresel şebeke yatırımlarının günümüzdeki yaklaşık 400 milyar dolardan, 2030 yılına kadar 600 milyar dolara yaklaşması gerekmektedir. IEA ayrıca dünya genelinde 2.500 GW'ın üzerinde yenilenebilir enerji, enerji depolama vb. projelerin şebekeye bağlantı sırası beklediğini vurgularken iletim ve dağıtım altyapısına yatırım ihtiyacına işaret etmektedir.

Trafo sektöründe yapısal arz sıkışıklığı... Artan elektrik talebi trafo talebini desteklerken yoğun mühendislik gereksinimleri, test ve sertifikasyon süreçleri ile yeni kapasitelerdeki bekleme süreleri, teslim sürelerinin uzamasına ve güç trafolarında cazip fiyatlamaya neden olmaktadır. Europower yakın zamanda bu olumlu piyasa koşullarında güç trafosu üretimine başlamıştır.

Güçlü kâr büyümesi... Güç trafosu satışlarının ağırlığının artmasıyla beraber Girişim Elektrik ve Europower'ın FAVÖK'lerinin önümüzdeki 5 yılda sırasıyla yıllık bileşik bazda %26 ve %34 büyümesini bekliyoruz. Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı kısa vadede nakit akışı üzerinde baskı yaratabilecek olsa da, 2027 yılından itibaren bu şirketlerin güçlü nakit üretimi gerçekleştireceğini öngörüyoruz.

Başlıca risk unsurları şunlardır: Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı, uygulama ve devreye alma riskleri, girdi maliyetlerindeki oynaklık (bakır, CRGO çeliği vb.), jeopolitik gelişmeler, projelerin döngüsel yapısı, müşteri yoğunlaşması, altyapı projelerinde kamu harcamalarına bağımlılık.

Endeksin Üzerinde Getiri (Takip Listesine Ekleme)

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	GESAN T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	162.00			
Güncel Fiyat, TL	87.15			
Getiri Potansiyeli	86%			
Halka Açıklık Oranı	28%			
Piyasa Değeri, mn TL	40,089			
Firma Değeri, mn TL	50,382			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	20,597	33,570	51,559	67,098
FAVÖK, mn TL	3,750	6,961	11,813	16,131
Net Kâr, mn TL	903	989	3,523	5,205
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,251	3,872	443	-5,209
Net Borç/FAVÖK	0.9	0.6	0.0	-0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.2%	20.7%	22.9%	24.0%
Net Marj	4.4%	2.9%	6.8%	7.8%
Temettü Verimi	-	-	1.4%	4.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	35.6%	63.0%	53.6%	30.1%
FAVÖK, y/y	13.7%	85.6%	69.7%	36.5%
Net Kâr, y/y	-32.8%	9.5%	256.2%	47.8%

Bloomberg Kodu	EUPWR T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	149.60			
Güncel Fiyat, TL	87.85			
Getiri Potansiyeli	70%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	57,981			
Firma Değeri, mn TL	61,450			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	13,000	22,622	38,338	49,898
FAVÖK, mn TL	2,368	5,256	9,887	13,662
Net Kâr, mn TL	600	2,358	5,644	8,339
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	2,323	2,348	-73	-4,578
Net Borç/FAVÖK	1.0	0.4	-0.0	-0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.2%	23.2%	25.8%	27.4%
Net Marj	4.6%	10.4%	14.7%	16.7%
Temettü Verimi	-	-	0.6%	2.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	58.2%	74.0%	69.5%	30.2%
FAVÖK, y/y	57.6%	121.9%	88.1%	38.2%
Net Kâr, y/y	169.1%	292.8%	139.3%	47.8%

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ VE DEĞERLEME ÖZETİ	1
GİRİŞİM ELEKTRİK	3
Girişim Elektrik Finansal Tablolar	4
Yatırım Teması ve Riskleri	5
Değerleme ve Tavsiye	6
Şirket Genel Bakış	9
Finansal Analiz ve Tahminler	11
EUROPOWER ENERJİ	14
Europower Finansal Tablolar	15
Yatırım Teması ve Riskleri	16
Değerleme ve Tavsiye	17
Şirket Genel Bakış	19
Finansal Analiz ve Tahminler	21
SEKTÖR GENEL BAKIŞI	25
Trafo Endüstrisi	25
Güneş Panelleri	29
Çekinç	31

GİRİŞİM ELEKTRİK

Elektrik altyapı projelerinde tek durak çözüm sağlayıcısı...

Girişim Elektrik'i 162 TL'lik 12A hedef fiyatımız ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz... Girişim Elektrik, Europower Enerji'nin %53 hissesine sahip ana ortak konumundadır. İki şirket benzer dinamiklerden faydalanmakla birlikte, Europower grubun üretim kolunu, Girişim Elektrik ise EPC (mühendislik, tedarik ve taahhüt) tarafını temsil etmektedir. Her iki şirket de elektrifikasyon ve hızlanan şebeke yatırımları temasından yararlanmaktadır. Hissenin BIST100 endeksine göre daha iyi performans göstermesini beklememizin temel nedenleri; i) %86 yükseliş potansiyeli ile cazip değerlendirme, ii) sektörde "tek durak çözüm sağlayıcısı" olarak güçlü konumu, iii) yapısal arz sıkışıklığının desteklediği güçlü temellere sahip güç trafosu faaliyetlerinin başlamasıyla oluşabilecek yeniden değerlendirme hikayesi ve iv) elektrifikasyon eğilimi, şebeke altyapısının yenilenmesi ve yenilenebilir enerji üretiminin artan payının iletim ve dağıtım şebekelerine yönelik yatırımları artırması gibi hem kısa hem de uzun vadede şirket ürünlerine yönelik talebi destekleyen faktörlerdir.

Türkiye'nin önde gelen elektrik altyapı şirketlerinden biri... Girişim Elektrik, enerji projelerinde entegre mühendislik ve anahtar teslim proje hizmetleri sunmaktadır. Şirket ayrıca yüksek, orta ve alçak gerilim elektrik ve elektromekanik ürünleri ile sistemlerinin üretimini gerçekleştirmekte (Europower), otomasyon ve yazılım çözümleri geliştirmekte, güneş paneli üretimi (Peak PV) yapmakta ve üçüncü taraflara ürün test hizmetleri sunmaktadır.

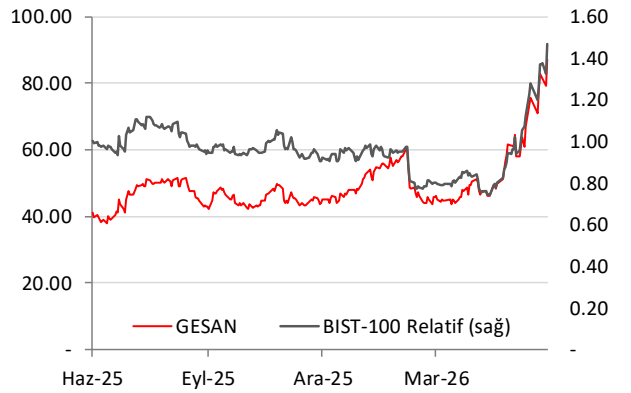
Güçlü talep ve arz problemi nedeniyle cazip olan güç trafosu faaliyetleri sayesinde güçlü kâr büyümesi... Uzayan teslim süreleri, yüksek giriş bariyerleri ve küresel ölçekte hızlanan kamu yatırımları, güç trafolarında fiyatlama dinamiklerini ve sipariş görünürlüğünü desteklemektedir. Güç trafosu faaliyetlerinin 2027 yılında Girişim Elektrik'in kombine FAVÖK'ünün yaklaşık %30'unu oluşturmasını bekliyoruz. Güç trafosu iş kolunun katkısıyla şirketin konsolide FAVÖK'ünün 2025-2030 döneminde ABD doları bazında %26 bileşik yıllık büyüme oranı (YBBO) yakalayacağını öngörüyoruz.

Başlıca risk faktörleri; yüksek işletme sermayesi ihtiyacı, taahhüt işinin doğası gereği döngüsellik ve proje bazlı gelir yapısı, uygulama ve operasyonel riskler, jeopolitik riskler, TL'de olası sert değer kayıpları, hammadde fiyatlarındaki oynaklık, müşteri yoğunlaşması, rekabet, TEİAŞ yatırımlarına olan bağımlılık ve taahhüt iş kolunun üretim faaliyetleri için önemli bir müşteri konumunda olması nedeniyle grup içi işlemlerdir.

Endeksin Üzerinde Getiri (Takip Listesine Eklene)

Analist: Ezgi Yılmaz
ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	GESAN TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	162.00			
Güncel Fiyat, TL	87.15			
Getiri Potansiyeli	86%			
Halka Açıklık Oranı	28%			
Piyasa Değeri, mn TL	40,089			
Firma Değeri, mn TL	50,382			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	20,597	33,570	51,559	67,098
FAVÖK, mn TL	3,750	6,961	11,813	16,131
Net Kâr, mn TL	903	989	3,523	5,205
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	3,251	3,872	443	-5,209
Net Borç/FAVÖK	0.9	0.6	0.0	-0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.2%	20.7%	22.9%	24.0%
Net Marj	4.4%	2.9%	6.8%	7.8%
Temettü Verimi	-	-	1.4%	4.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	35.6%	63.0%	53.6%	30.1%
FAVÖK, y/y	13.7%	85.6%	69.7%	36.5%
Net Kâr, y/y	-32.8%	9.5%	256.2%	47.8%
Değerleme Verisi				
F/K	23.4	40.5	11.4	7.7
FD/FAVÖK	8.0	7.5	4.5	3.3
FD/Ciro	1.5	1.6	1.0	0.8
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	41.9%	100.1%	104.8%	87.8%
BİST-100 Relatif	55.6%	84.9%	41.4%	53.9%
AOİH, mn TL	1,895	878	394	637



GESAN FİNANSAL TABLOLAR

Gelir Tablosu (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	20,597	33,570	51,559	67,098
Brüt Kar	4,902	8,843	14,692	19,897
Operasyonel Giderler	-1,661	-2,689	-3,811	-4,840
Faaliyet Karı	3,241	6,154	10,881	15,057
FAVÖK	3,750	6,961	11,813	16,131
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	450	-1,066	-590	-601
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0
Yatırım Faalaliyetlerinden Gelir / (Gider)	109	170	210	252
Finansal Gelir / (Gider)	-821	-443	-372	-292
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-1,441	-2,009	-1,284	-1,346
Vergi Öncesi Kar	1,538	2,805	8,845	13,070
Vergi Geliri / (Gideri)	-429	-701	-2,654	-3,921
Azınlık Payları	206	1,115	2,669	3,943
Net Kar	903	989	3,523	5,205
Hisse Başı Net Kar	2.0	2.1	7.7	11.3
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.8	3.4

Nakit Akım Tablosu (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Karı	3,241	6,154	10,881	15,057
Amortisman ve İfa Payları	509	807	932	1,074
İşletme Sermayesindeki Değişim	-6,064	-5,569	-5,242	-4,707
Ödenen Vergi	-86	-1,659	-2,932	-4,069
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,908	-1,115	-1,644	-1,983
Serbest Nakit Akımı	-4,307	-1,382	1,996	5,371
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	-21%	-4%	4%	8%
Ödenen Temettü	0	0	-352	-1,562
Net Nakitteki Artış (Azalış)	-3,033	-620	3,429	5,653

Büyüme, Reel	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	35.6%	63.0%	53.6%	30.1%
Brüt Kar	7.8%	89.9%	76.8%	38.4%
FAVÖK	13.7%	85.6%	69.7%	36.5%
Net Kar	-32.8%	9.5%	256.2%	47.8%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2028T
Brüt Kar Marjı	23.8%	26.3%	28.5%	29.7%
Operasyonel Gider Marjı	-8.1%	-8.0%	-7.4%	-7.2%
Faaliyet Kar Marjı	15.7%	18.3%	21.1%	22.4%
FAVÖK Marjı	18.2%	20.7%	22.9%	24.0%
Net Kar Marjı	4.4%	2.9%	6.8%	7.8%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	6.6%	5.2%	12.9%	14.3%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	5.1%	4.2%	11.4%	13.2%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	21,250	30,951	43,993	58,877
Nakit ve Nakit Benzerleri	826	824	3,155	8,227
Ticari Alacaklar	2,688	4,841	7,887	10,446
Stoklar	5,998	8,292	11,102	14,204
Diğer Dönen Varlıklar	11,738	16,995	21,850	26,000
Duran Varlıklar	9,934	13,222	17,107	21,437
Maddi Duran Varlıklar	8,162	10,918	14,250	18,008
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,034	1,344	1,666	1,999
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	739	961	1,191	1,430
Toplam Varlıklar	31,185	44,173	61,100	80,315
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,094	12,039	17,456	22,535
Finansal Borçlar	1,832	1,553	1,398	1,258
Ertelenmiş Gelirler	1,003	3,955	6,711	9,448
Ticari Borçlar	3,824	4,901	7,506	9,761
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,435	1,631	1,841	2,068
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,224	4,964	3,884	3,328
Finansal Borçlar	2,245	3,143	2,200	1,760
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,980	1,821	1,684	1,568
Özkaynaklar	18,867	27,170	39,759	54,452
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13,639	19,088	27,321	36,337
Ödenmiş Sermaye	460	460	460	460
Rezerv ve Diğer Kalemler	6,593	9,077	11,848	14,217
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	5,683	8,562	11,491	16,455
Dönem Net Karı / (Zararı)	903	989	3,523	5,205
Azınlık payları	5,228	8,082	12,438	18,114
Toplam Kaynaklar	31,185	44,173	61,100	80,315

Borçluluk	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç (Nakit)	3,251	3,872	443	-5,209
Net Borç / FAVÖK	0.9	0.6	0.0	-0.3

Rasyo Analizi	2025	2026T	2027T	2028T
F / K	41.3	44.6	14.6	11.4
FD / FAVÖK	12.2	8.1	5.5	4.5
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.9%	3.9%

Makro Tahminler	2025	2026T	2027T	2028T
US\$/TL Ortalama	39.51	46.60	54.83	63.60
US\$/TL Yıl sonu	42.86	50.69	59.16	68.26
EUR/TL Ortalama	44.77	54.60	65.26	76.32
EUR/TL Yıl sonu	50.45	59.82	70.99	81.92
TÜFE Endeks	110.39	143.50	177.94	213.53

YATIRIM TEMASI

Küresel elektrifikasyon temasından faydalanma... Girişim Elektrik; elektrik iletimi, dağıtımı, trafo merkezleri, yenilenebilir enerji altyapısı ve anahtar teslim enerji projeleri alanlarında faaliyet göstermekte olup, birden fazla yapısal büyüme temasından faydalanabilecek konumdadır. Artan şebeke yatırımları, yenilenebilir enerji kurulumları ve sanayide elektrifikasyon eğilimi, şirketin ürün ve hizmetlerine yönelik uzun vadeli talebi desteklemektedir. Ayrıca, savaş sonrası yeniden inşa sürecine girebilecek bölgelerde enerji altyapısının yenilenmesi ihracat fırsatları yaratabilir.

Güçlü talep ve arz problemi nedeniyle cazip olan güç trafosu faaliyetleri sayesinde güçlü kâr büyümesi... Uzun teslim süreleri, yüksek giriş bariyerleri ve küresel ölçekte hızlanan kamu yatırımları güç trafolarında olumlu fiyatlamaya dinamiklerini ve sipariş görünürlüğüne desteklemektedir. Güç trafosu faaliyetlerinin 2027 yılında Girişim Elektrik kombine FAVÖK'ünün yaklaşık %30'unu oluşturmasını bekliyoruz. Güç trafosu satışlarının artan katkısıyla Girişim Elektrik'in konsolide FAVÖK'ünün 2025-2030 döneminde dolar bazında yıllık bileşik %26 büyüme kaydetmesini öngörüyoruz.

Şirket, yenilenebilir enerji altyapısına yönelik elektrik ekipmanları ve çözümleri alanında güçlü bir uzmanlık geliştirmiştir. Türkiye ve çevre bölgelerde yenilenebilir enerji kapasitesi büyümeye devam ederken, Girişim Elektrik artan altyapı yatırımlarından faydalanabilecek güçlü bir konumda bulunmaktadır.

Grup için yeniden değerlendirme potansiyeli... Europower'ın (halihazırda uluslararası benzer şirketlere göre yaklaşık %35 iskontolu işlem görmektedir) güç trafosu yatırımlarını başarıyla devreye alması durumunda, Girişim Elektrik hisselerinde de yeniden değerlendirme görülebilir. Değerlememize göre Girişim Elektrik'in toplam değerinin yaklaşık %70'i Europower iştirakinden kaynaklanmaktadır.

YATIRIM RİSKLERİ

İşletme sermayesi ihtiyacı nakit yaratımını baskılayabilir... Büyük taahhüt projeleri başlangıçta net işletme sermayesi ihtiyacını artırabilir. Bu nedenle hızlı büyüme, kârlılık güçlü kalsa bile faaliyetlerden yaratılan nakit akışı üzerinde geçici baskı oluşturabilir. Girişim Elektrik'in net işletme sermayesi/satışlar oranı 2023 yılında %46, 2024 yılında %60 ve 2025 yılında %74 seviyesine yükselmiştir. Bu oranın orta ve uzun vadede yaklaşık %45-50 seviyelerinde kalacağını öngörüyoruz. Şirketin kısa vadeli finansal borcu (uzun vadeli borçların kısa vadeli kısmı 800 milyon TL) 1Ç26 sonunda 2,4 milyar TL seviyesindeyken, brüt nakit pozisyonu 516 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirketin bankalarla borçlarını çevirmekte zorlanmayacağını varsayıyoruz.

Elektrik taahhüt faaliyetleri döngüsel ve proje bazlıdır... Girişim'in gelirlerinin önemli bir kısmı altyapı projelerinin zamanlamasına, kamu ihalelerine ve müşteri yatırım kararlarına bağlıdır. Proje kazanımlarındaki gecikmeler, finansman koşullarındaki bozulmalar veya kamu harcamalarındaki değişimler gelir büyümesi ve kârlılıkta dalgalanmalara yol açabilir.

Diğer risk faktörleri... Jeopolitik riskler, TL'de olası sert değer kayıpları, hammadde fiyatlarındaki oynaklık, rakiplerin kapasite artırımları sonucunda fiyatlamaya ortamının zayıflaması, müşteri yoğunlaşması, proje yüklenicileri arasındaki rekabet, TEİAŞ yatırımlarına bağımlılık ve taahhüt faaliyetlerinin üretim kolu için önemli bir müşteri olması nedeniyle grup içi işlemler diğer önemli risk unsurlarıdır.

DEĞERLEME VE TAVSİYE

Endeks Üzeri Getiri tavsiyesi ile araştırma kapsamına alıyoruz... Girişim Elektrik için 162 TL 12 aylık hedef fiyat ile “Endeks Üzeri Getiri” tavsiyesi veriyoruz. Girişim Elektrik, Europower Enerji'nin %53 oranında hissesine sahip ana ortak konumundadır. İki şirket benzer dinamiklerden faydalanmakla birlikte, Europower grubun üretim kolunu temsil ederken, Girişim Elektrik taahhüt faaliyetleriyle elektrifikasyon ve hızlanan şebeke yatırımları temasından faydalanmaktadır. Hissenin BIST100 endeksinin üzerinde performans göstermesini beklememizin nedenleri şunlardır: i) 12 aylık dönemde %86 toplam getiri potansiyeline işaret eden cazip değerlendirme, ii) sektörde “tek durak çözüm sağlayıcısı” olarak güçlü konum, iii) yapısal arz sıkışıklığının desteklediği güçlü temellere sahip güç trafosu segmentinde üretimin başlamasıyla ortaya çıkan yeniden değerlendirme hikayesi, iv) elektrifikasyon eğilimi, şebeke altyapısının yenilenmesi ve yenilenebilir enerji üretiminin artan payının iletim ve dağıtım yatırımlarını artırması gibi kısa ve uzun vadeli talep destekleyicileri.

Girişim Elektrik hisseleri için parçaların toplamı (SOTP) yöntemini kullandık ve şirketi iki iş koluna ayırdık: i) elektrik taahhüt faaliyetleri ve ii) Europower altında toplanan üretim faaliyetleri. Her iki iş kolunu da dolar bazlı karma değerlendirme yöntemi ile değerlendik ve benzer şirket analizinde dolar bazlı medyan çarpanları %10 iskonto ile kullandık. Değerlememizde risksiz getiri oranı varsayımını %8,5 olarak alırken, terminal dönemde bu oranı %6,5'e düşürdük.

Girişim Elektrik Net Aktif Değeri (USDmn)				
Şirket	Ağırlık	Hedef Çarpan	Hedef Özkaynak Değeri	GESAN'ın Payı
Elektrik Taahhüt Faaliyetleri				100.0%
12A Hedef Değer - İNA	50%		497	
12A Hedef Değer - 2026T FD/FAVÖK Çarpanı	50%	10.6	358	
Taahhüt Faaliyeti Değerleme			427	427
Europower (EUPWR)				52.7%
12A Hedef Değer - İNA	50%		1,963	
12A Hedef Değer - 2026T FD/FAVÖK Çarpanı	25%	22.5	2,207	
12A Hedef Değer - 2026T F/K FAVÖK Çarpanı	25%	29.3	1,363	
Europower Değerleme			1,874	988
12A Hedef Piyasa Değeri (USDmn)				1,415
1Q27T USD/TRY				52.69
<i>12A Hedef Piyasa Değeri (milyon TL)</i>				74,560
12M Target Price, TRY/share				162.1
Mevcut Hisse Fiyatı				87.2
Getiri Potansiyeli				86%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Girişim Elektrik hisseleri, sektördeki güçlü görünüm ve Europower aracılığıyla güç trafosu üretimine girişin etkisiyle yılbaşından bu yana BIST100 endeksinin %54 üzerinde performans göstermiştir. Değerlememize göre Europower, Girişim Elektrik değerinin yaklaşık %70'ini oluşturmaktadır. Şirket, 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanına göre trafo ve güç ekipmanları üreticilerinden oluşan benzer şirket grubuna kıyasla yaklaşık %70 iskontolu işlem görmektedir. Buna karşın, 2026 tahmini F/K çarpanına göre yaklaşık %40 primlidir. Değerlemede trafo ve elektrik ekipmanları segmentinin ağırlığı nedeniyle, Girişim Elektrik için taahhüt şirketlerinden ziyade bu sektördeki benzer şirketlerin daha uygun karşılaştırma grubu olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin elektrik ekipmanlarını

ve diğer ürünleri kendi bünyesinde üretmesi sayesinde taahhüt faaliyetleri benzer şirket ortalamasına göre daha yüksek marjlar üretmektedir. Girişim Elektrik'in EPC iş kolunda FAVÖK marjı 2022-2025 döneminde ortalama %19,3 seviyesinde gerçekleşirken, 2025 yılında %16,4 olmuştur. Karşılaştırma grubunda ise medyan FAVÖK marjı 2025 yılında %8,3, 2026-2028 döneminde ise %9-10 aralığındadır.

Girişim Elektrik İNA Analizi

USDmn	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Bakiye Siparişler, yıl-sonu	349	425	469	507	523	529	532	533	533	533
Yeni Proje Kazanımları	250	320	320	320	320	320	320	320	320	320
Satış Gelirleri	231.9	244.6	276.1	281.2	304.5	313.8	317.5	319.0	319.6	319.8
% değişim	18%	5%	13%	2%	8%	3%	1%	0%	0%	0%
Satışlar/Bakiye Siparişler	70%	70%	65%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
FVÖK	35.2	37.7	43.4	44.7	49.2	51.3	51.8	52.0	52.0	51.9
FVÖK Marjı	15.2%	15.4%	15.7%	15.9%	16.1%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.2%
FAVÖK	38.3	40.8	46.7	48.1	52.7	54.9	55.6	55.8	55.9	56.0
FAVÖK Marjı	16.5%	16.7%	16.9%	17.1%	17.3%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
FAVÖK Büyümesi	19%	7%	14%	3%	10%	4%	1%	0%	0%	0%
Ödenen Vergiler (-)	-8.8	-9.4	-10.8	-11.2	-12.3	-12.8	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-4.2	3.7	17.9	-2.0	-12.2	-4.8	-2.0	-0.8	-0.3	-0.1
NiŞ/Satışlar	72.1%	66.9%	52.7%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%
Yatırım Harcamaları (-)	-5.0	-9.8	-11.0	-11.2	-12.2	-12.6	-12.7	-12.8	-12.8	-12.8
Yatırım Harcamaları /Satışlar	-2.2%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	20.2	25.3	42.7	23.6	16.0	24.7	27.9	29.3	29.8	30.1
İskonto Faktörü	0.93	0.85	0.77	0.71	0.64	0.59	0.53	0.49	0.44	0.41
SNA Bugünkü Değer	166									
Sonsuz Büyüme Oranı	4.0%									
Sonsuz Değer	317									
Firma Değeri	483									
Net Borç	46									
Toplam Özkaynak Değeri	437									
12A Hedef Piyasa Değeri	497									

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Elektrik Taahhüt Sektöründe Benzer Şirketler

Şirket	Bölge	Piy. Değ. (USDmn)	FD/FAVÖK				F/K			
			2025	2026T	2027T	2028T	2025	2026T	2027T	2028T
Quanta Services		104,113	41.52	30.25	26.44	23.23	101.24	48.61	41.40	34.88
Mastec Inc		28,581	15.52	20.27	16.53	14.09	71.62	40.78	30.48	24.00
MYR Group		6,803	26.84	20.55	18.11	16.32	57.45	39.90	35.04	30.41
Dycom Industries		13,780	21.46	14.38	12.67	11.34	49.01	29.45	24.36	20.67
Everus Construction Group		7,796	27.24	21.68	19.34	17.58	38.64	34.16	30.76	27.48
KEC Industries		1,368	10.03	9.11	7.45	6.31	19.94	16.90	12.35	9.12
Kalpataru Projects International		2,311	9.82	8.86	7.46	7.50	19.62	18.42	14.61	12.33
Power Construction Corp of China		12,673	10.79	8.34	7.67	8.71	9.10	8.38	7.90	7.37
Kinden Corp		8,781	11.30	-	-	8.88	19.03	19.72	18.47	15.84
Spie		9,463	9.51	8.84	8.33	7.49	47.46	15.52	13.92	12.78
Vinci		84,625	7.28	6.56	6.27	6.19	15.27	14.09	12.85	12.08
Median of Entire Group			11.3	11.7	10.5	8.9	38.6	19.7	18.5	15.8
Girişim Elektrik		1,260	12.22	8.06	5.45	4.49	41.32	44.64	14.63	11.42
Premium/ Discount (-)			8%	-31%	-48%	-49%	7%	126%	-21%	-28%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Europower Enerji (EUPWR) İNA Analizi

USDmn	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Satış Gelirleri	441	649	737	867	921	878	895	943	972	1,002
% değişim	45%	47%	14%	18%	6%	-5%	2%	5%	3%	3%
FVÖK	93	158	192	220	223	206	208	219	224	230
FVÖK Marjı	21.0%	24.3%	26.1%	25.4%	24.2%	23.5%	23.3%	23.2%	23.1%	22.9%
FAVÖK	102	167	201	229	232	215	217	228	233	239
FAVÖK Marjı	23.1%	25.7%	27.3%	26.5%	25.2%	24.5%	24.3%	24.2%	24.0%	23.8%
FAVÖK Büyümesi	84%	64%	21%	14%	1%	-7%	1%	5%	2%	2%
Ödenen Vergiler (-)	-24	-40	-49	-56	-57	-52	-53	-55	-57	-58
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-38	-35	-30	-47	-25	3	-14	-8	-12	-12
Niş/Satışlar	52%	41%	40%	39%	40%	41%	42%	41%	41%	41%
Yatırım Harcamaları (-)	-17	-18	-18	-25	-25	-50	-45	-35	-35	-35
Yatırım Harcamaları /Satışlar	-4%	-3%	-2%	-3%	-3%	-6%	-5%	-4%	-4%	-3%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	23	74	104	102	126	116	106	130	130	133
İskonto Faktörü	0.93	0.84	0.76	0.69	0.63	0.57	0.52	0.47	0.43	0.39
SNA Bugünkü Değer	596									
Sonsuz Büyüme Oranı	4.0%									
Sonsuz Değer	1,213									
Firma Değeri	1,809									
Net Borç	56									
Azınlık Payları	22									
Toplam Özkaynak Değeri	1,731									
12A Hedef Piyasa Değeri	1,963									

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Trafo ve Güç Ekipmanları Üretimi Sektöründe Benzer Şirketler

Şirket	Bölge	Piy. Değ. (USDmn)	FD/FAVÖK				F/K			
			2025	2026T	2027T	2028T	2025	2026T	2027T	2028T
GE Vernova	ABD	250,944	98.83	39.11	25.95	19.08	51.38	39.96	38.56	28.25
Schneider Electric	Fransa	181,989	20.91	17.90	15.79	14.30	38.67	28.28	24.33	21.24
Siemens Energy Grid Technologies	Almanya	156,189	34.58	18.97	14.48	12.08	99.90	35.76	25.95	20.46
HD Hyundai Electric	Güney Kore	22,386	29.10	25.25	20.42	17.35	43.42	35.74	28.52	23.66
Hyosung Heavy Industries	Güney Kore	21,334	37.33	26.62	20.66	17.91	58.31	38.61	29.85	23.97
LS Electric	Güney Kore	21,906	56.63	42.45	31.76	25.61	108.59	69.92	50.28	39.31
Sanil Electric	Güney Kore	4,531	34.11	24.68	19.26	16.46	43.24	31.96	24.79	20.49
Daihen Corp	Japonya	2,396	15.89	-	-	9.53	25.56	21.39	18.16	15.50
Fortune Electric	Taiwan	8,417	46.45	29.48	22.10	19.60	59.19	39.85	29.50	25.91
TBEA Co	Çin	17,549	11.45	-	-	6.79	21.17	15.63	12.13	10.16
Sieyuan Electric - A	Çin	21,177	37.28	26.23	19.35	15.13	48.30	33.14	24.35	18.28
China XD Electric - A	Çin	10,821	32.03	-	-	17.42	61.23	46.43	37.69	31.62
Huaming Power	Çin	2,606	20.41	15.67	13.32	11.96	26.38	21.18	17.65	15.00
Ningbo Sanxing	Çin	3,074	13.05	6.48	5.28	6.57	17.34	11.66	9.32	9.31
Transformers and Rectifiers India	Hindistan	1,003	23.50	-	-	11.12	33.48	29.56	23.24	12.88
Voltamp Transformers	Hindistan	1,062	26.11	-	-	19.80	30.69	-	-	-
Hitachi Energy	Hindistan	16,182	110.66	-	-	38.72	144.63	-	-	-
Astor	Türkiye	6,816	24.09	17.65	10.61	7.23	35.04	24.73	12.08	6.77
Medyan Çarpanlar			30.57	24.97	19.30	15.80	43.33	32.55	24.57	20.47

Europower	Türkiye	1,260	24.2	12.8	7.7	6.1	89.9	27.1	13.2	10.3
Prim/İskonto (-)			-21%	-49%	-60%	-61%	108%	-17%	-46%	-50%
Girişim Elektrik	Türkiye	871	12.2	8.1	5.5	4.5	41.3	44.6	14.6	11.4
Prim/İskonto (-)			-60%	-68%	-72%	-72%	-5%	37%	-40%	-44%

Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

ŞİRKET GENEL BAKIŞ

Girişim Elektrik, 1999 yılında kurulmuş olup elektrik iletim, dağıtım ve yenilenebilir enerji sistemlerine odaklanan bir mühendislik, tedarik ve taahhüt (EPC) ile enerji altyapı şirketidir. Şirket; mühendislik ve tasarım hizmetleri, anahtar teslim yenilenebilir enerji santrali projeleri, yüksek, orta ve alçak gerilim elektrik ve elektromekanik ekipman üretimi, otomasyon ve yazılım çözümleri, güneş paneli üretimi ve üçüncü taraflara test hizmetleri gibi geniş bir faaliyet alanında yer almaktadır. Europower ve diğer iştirakleri sayesinde Girişim Elektrik, anahtar teslim proje uygulamalarını üretim faaliyetleriyle birleştiren dikey entegre bir elektrifikasyon platformuna dönüşmüştür. Yaklaşık 330 milyon dolar büyüklüğündeki taahhüt bakiye sipariş portföyüyle şirket, Türkiye'nin önde gelen elektrik altyapı oyuncularından biri olup; AG, OG ve YG ekipmanları ile hizmetlerinde entegre mühendislik, anahtar teslim proje ve ticaret çözümleri sunmaktadır.

Girişim Elektrik'in Ana Faaliyet Şirketleri

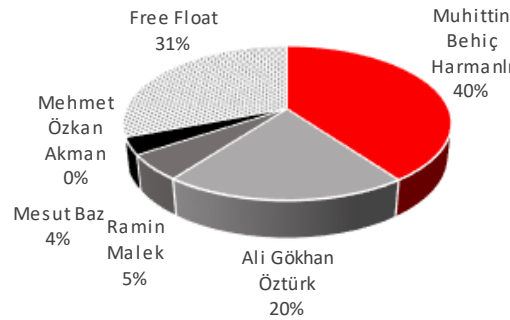
Şirket	Faaliyet	Ortaklık payı
Girişim Elektrik	Elektirik Taahhüt	100.0%
Europower (EUPWR)	İmalat	52.7%
Europower	Dağıtım Trafosu ve Diğer Ürünler	100.0%
Europower World	Güç Trafosu	100.0%
Peak PV	Güneş Paneli	60.0%
Euromek	Akım ve Ölçü Trafosu	60.0%

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Europower Enerji, Girişim Elektrik'in %53 oranındaki iştiraki olup grubun üretim kolunu oluşturmaktadır. Şirket; güç, dağıtım ve kapasitif gerilim trafoları, şalt ekipmanları, kesiciler, SCADA ve otomasyon panoları, trafo merkezleri, demiryolu sistemleri için ayırıcılar ve güneş panelleri üretmektedir. Europower %100 bağlı ortaklığı Europower World aracılığıyla yıllık 40.000 MVA kapasiteye ulaşacak güç trafosu faaliyetlerine yeni başlamıştır. Şirket, %60 iştirak ettiği Peak PV aracılığıyla yıllık 1 GW güneş paneli üretim kapasitesine de sahiptir. Yakın zamanda Peak PV'nin halka arz süreci için SPK'ya başvuruda bulunulmuştur.

Şirket; yenilenebilir enerji yatırımları, iletim ve dağıtım şebekelerinin modernizasyonu, sanayide elektrifikasyon ve artan bölgesel altyapı harcamaları gibi yapısal büyüme temalarından faydalanabilecek güçlü bir konumdadır. Yurt içi faaliyetlerinin yanı sıra Kuzey Afrika, Balkanlar ve Doğu Avrupa'da da faaliyet göstermektedir.

GESAN: Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket

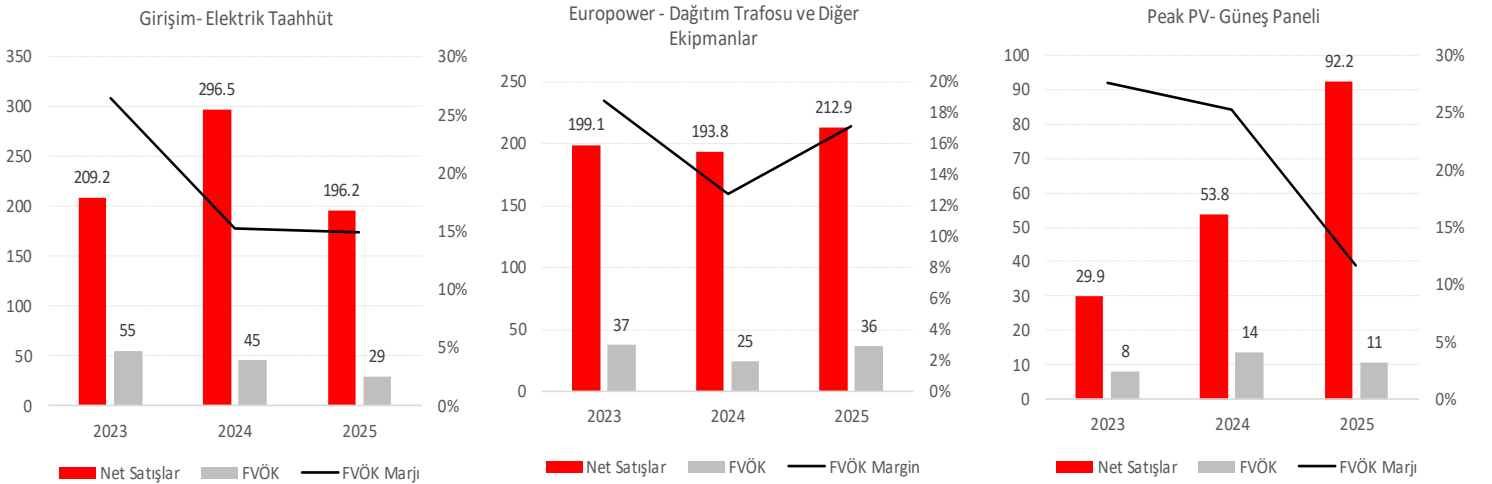
Girişim Elektrik, elektrik taahhüt işleri, iletim altyapısı ve yüksek gerilim mühendisliği alanlarında deneyime sahip girişimciler tarafından kurulmuştur. Kurucular ilk olarak anahtar teslim iletim ve dağıtım projeleriyle uzmanlık kazanmış, ardından yenilenebilir enerji altyapısı, trafo merkezleri ve üretim faaliyetlerine yönelmiştir. Bu mühendislik odaklı yaklaşım bugün de şirketin iş modelinin temelini oluşturmaktadır.

Girişim Elektrik Ağustos 2021’de, Europower ise Nisan 2023’te halka arz edilmiştir. Şirketin yönetim yapısında kurucu ortaklara yönetim kontrolü ve yönetim kurulu oluşumunda ilave haklar sağlayan imtiyazlı paylar bulunmaktadır. Girişim Elektrik’in toplam 460 milyon adet payının 80 milyonu A grubu, 380 milyonu B grubu paylardan oluşmaktadır. A grubu paylar genel kurulda 5 oy hakkına sahipken, B grubu paylar 1 oy hakkına sahiptir.

2025 yılında Girişim Elektrik’in gelirleri yıllık %11 artışla 481 milyon dolara ulaşırken, FAVÖK’ü %7 düşüşle 87 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde net kâr %45 gerileyerek 21 milyon dolara düşmüştür. İhracat gelirleri 2025’te 47 milyon dolar seviyesinde gerçekleşirken toplam satışların %10’unun oluşturmuştur. Güç trafosu satışlarının artmasıyla beraber şirketin ihracat payının da artmasını bekliyoruz. 1Ç26 döneminde ise gelirler ve FAVÖK sırasıyla %46 ve %126 artışla 154 milyon dolar ve 53 milyon dolara yükselmiştir. Bu performans ağırlıklı olarak AG ve OG ekipman satışlarındaki güçlü seyir ile güneş paneli iş kolunun katkısından kaynaklanmıştır.

Girişim Elektrik finansallarını beş segment altında raporlamaktadır: 1) Girişim (elektrik taahhüt), 2) Europower (dağıtım trafoları ve diğer AG/OG/YG ürünleri), 3) Peak PV (güneş paneli), 4) Europower World (güç trafoları), 5) Euromek (akım ve kapasitif gerilim trafoları). Son yıllarda konsolide finansallara en büyük katkıyı elektrik taahhüt, dağıtım trafoları ve diğer ekipmanlar ile güneş paneli faaliyetleri sağlamıştır. Yeni devreye alınan güç trafosu faaliyetlerinin ise orta ve uzun vadede karlılıktaki artışın en önemli belirleyicisi olması beklenmektedir.

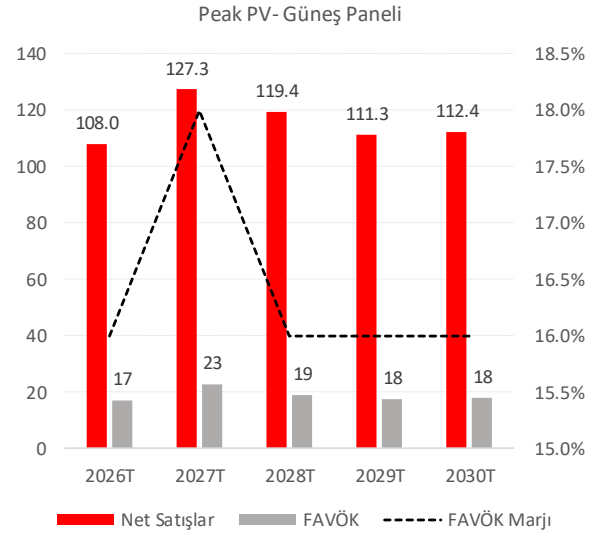
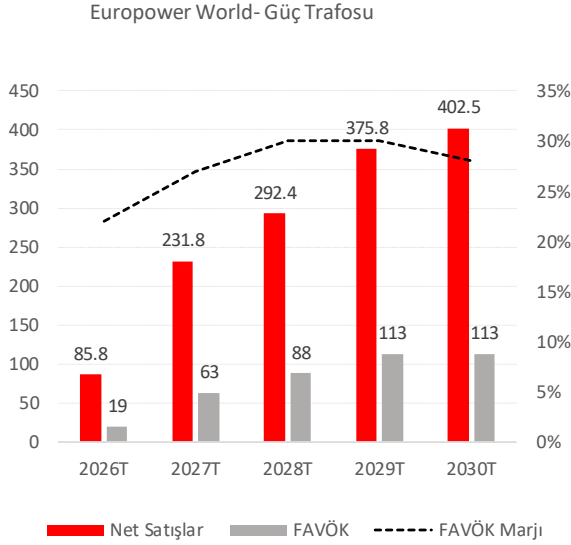
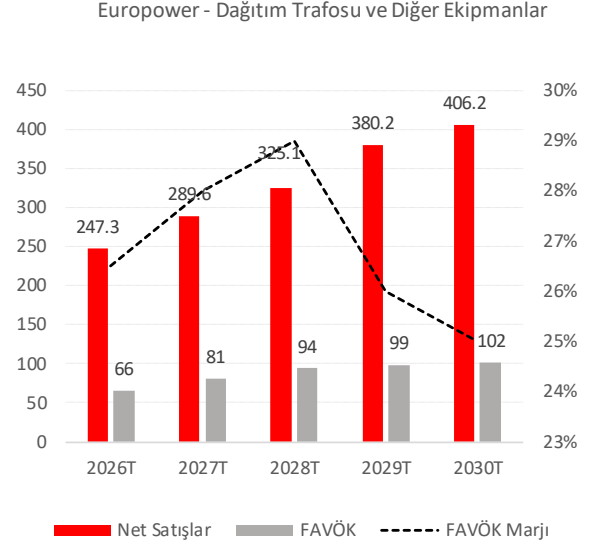
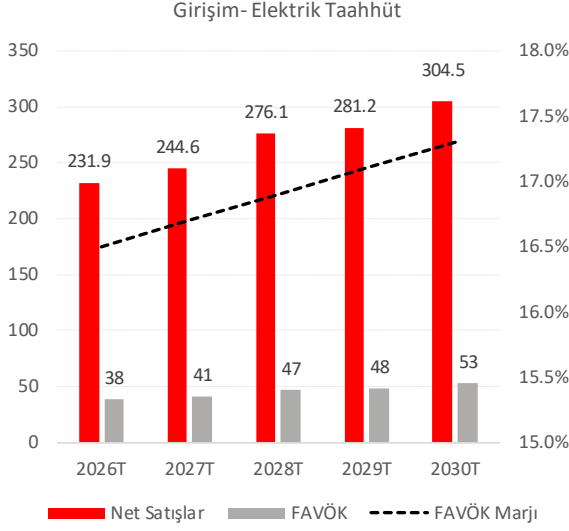
GESAN Mali Tablolara Katkısı Olan Ana İş Kolları - 2023-2025 (USDmn)



Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

FİNANSAL ANALİZ VE TAHMİNLER

GESAN Mali Tablolara Katkısı Olan Ana İş Kolları (USDmn)



Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Yüksek işletme sermayesi ihtiyacına karşın elektrik taahhüt faaliyetleri istikrarlı gelir üretmeye devam ediyor... Projeksiyonlarımıza, devam eden şebeke yatırımları ve yenilenebilir enerji altyapı harcamalarının özellikle 2026-2027 döneminde elektrik taahhüt segmenti gelirlerinde büyümeyi destekleyeceğini tahmin ediyoruz. Önümüzdeki 2-3 yıllık dönemde gelirlerin yıllık %15 bandında büyülebileceğini öngörüyoruz. FAVÖK'ün 2025'teki 32 milyon dolarlık seviyesinden 2027'de 40 milyon doların üzerine çıkması, FAVÖK marjının ise 2025 yılındaki %16,4 seviyesinden uzun vadede yaklaşık %17,5'e kademeli olarak yükselmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, iş kolunun yüksek işletme sermayesi ihtiyacını koruduğunu düşünüyoruz. Net işletme sermayesinin satışların yaklaşık %75'ine denk gelmesi, ağırlıklı olarak iletim hatları, trafo merkezleri ve altyapı projelerinde görülen yüksek sözleşme varlıkları ile uzun tahsilat sürelerinden

kaynaklanmaktadır. Bu durum serbest nakit akışı yaratımını sınırlandırır da elektrik taahhüt segmenti istikrarlı bir bakiye sipariş portföyü, tekrar eden müşteri ilişkileri ve Europower'ın ekipman üretim faaliyetleri için sipariş yaratımını destekleyen stratejik bir platform sağlamaya devam etmektedir.

Üretim faaliyetlerine ilişkin beklentilerimizi Europower finansal analiz bölümünde detaylı olarak açıkladık. Özetlemek gerekirse:

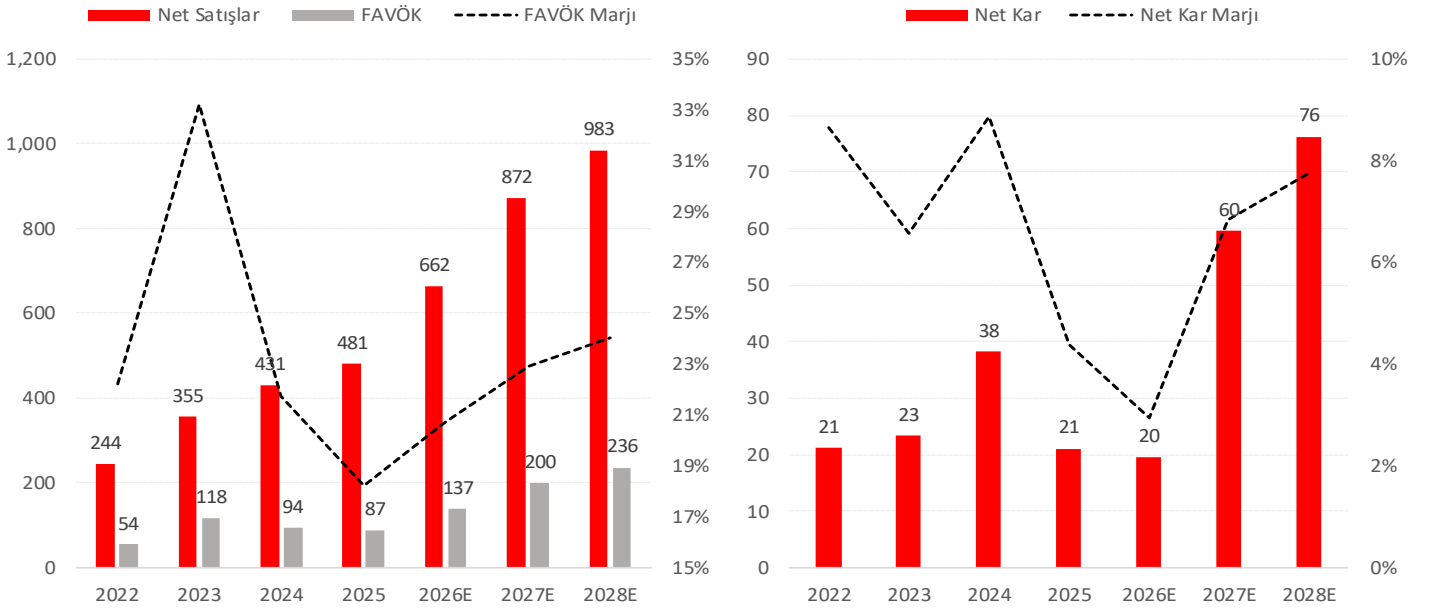
Güç trafolarının kârlılığın ana sürükleyicisi haline gelmesini bekliyoruz... Europower, 2025 yılının sonunda yıllık 10.000 MVA başlangıç kapasitesiyle güç trafosu üretimine başlamıştır. Bu kapasitenin 2026 yıl sonuna kadar 40.000 MVA seviyesine çıkarılması planlanmaktadır. Olumlu sektör koşulları ve artan kapasite kullanım oranlarından faydalanarak güç trafosu gelirlerinin 2026 yılında 86 milyon dolardan 2027 yılında 232 milyon dolara yükselmesini bekliyoruz. Aynı dönemde FAVÖK'ün ise 19 milyon dolardan 63 milyon dolara çıkacağını öngörüyoruz. Bu segmentin orta vadede Girişim Elektrik'in kârlılığına en büyük ikinci katkıyı sağlayan faaliyet alanı haline gelmesini bekliyoruz.

Dağıtım trafoları ve dikey entegrasyon ilave marj artışını destekleyebilir... Dağıtım trafosu kapasitesinin önümüzdeki yıllarda önemli ölçüde artırılması planlanırken, CRGO saclarının şirket bünyesinde işlenmeye başlanmasının üretim maliyetlerini düşürerek kârlılığı desteklemesini bekliyoruz. Ayrıca Europower'ın geniş AG, OG ve YG ürün portföyünün hem yurt içi hem de ihracat pazarlarında devam eden şebeke ve iletim yatırımlarından faydalanmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

Peak PV hacim büyümesi sağlarken fiyatlama ortamı zayıf kalmaya devam ediyor... Güneş paneli faaliyetlerinin Girişim Elektrik'in devam eden EPC projelerinden faydalanarak kapasite kullanım oranı ve satış hacimlerini desteklemesini bekliyoruz. Ancak küresel güneş paneli pazarında devam eden fiyat baskısının, trafo faaliyetlerine kıyasla marj artışını sınırlayabileceğini düşünüyoruz.

GESAN: Gelir ve FAVÖK Projeksiyonları (USDmn)

GESAN: Net Kar Projeksiyonları (USDmn)



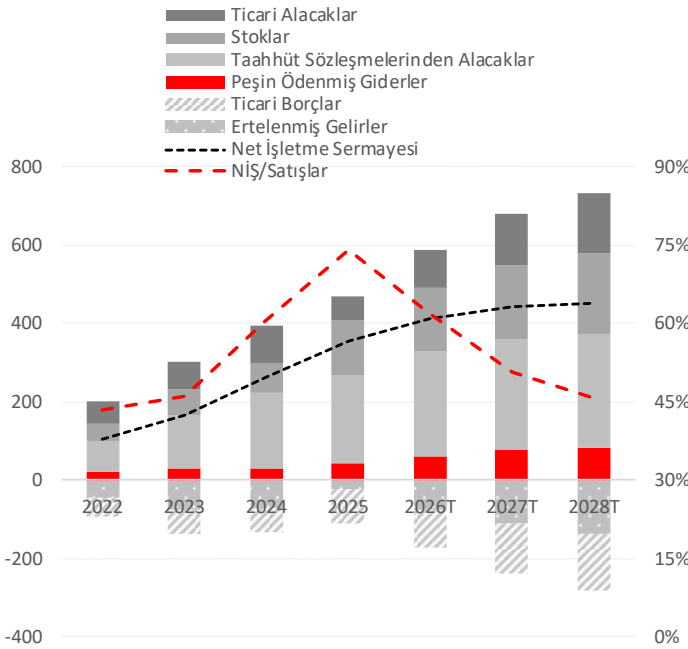
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Konsolide bazda güçlü kârlılık büyümesi öngörüyoruz... Üretim faaliyetlerindeki kapasite artışlarının etkisiyle Girişim Elektrik'in konsolide FAVÖK'ünün dolar bazında 2026 yılında %57, 2027 yılında ise %45 büyümesini bekliyoruz.

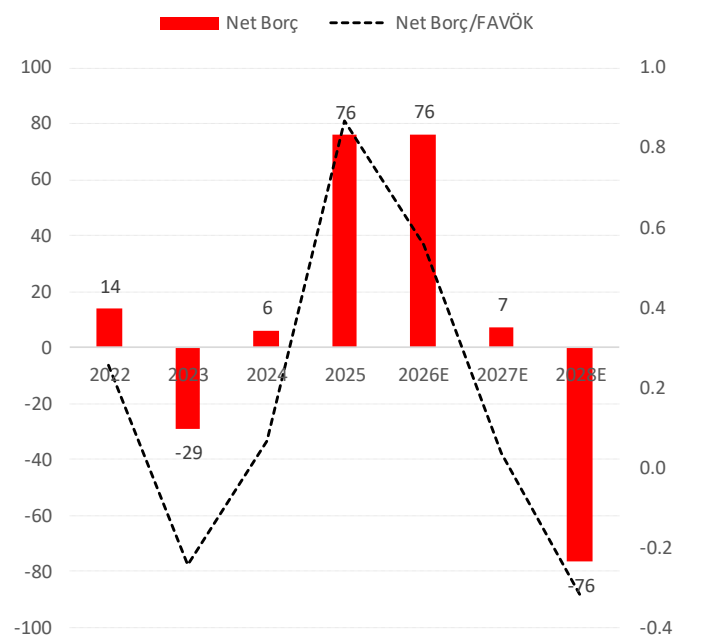
İşletme sermayesi ihtiyacı kısa vadede baskı unsuru olmaya devam ediyor... Güç trafosu üretimi için yapılan stok birikimi ve hammadde alımları kısa vadede nakit akışı üzerinde baskı yaratabilir. 2026 yılındaki net işletme sermayesi çıkışının önemli kısmının yeni güç trafosu faaliyetlerinden kaynaklanmasını bekliyoruz. Güç trafosu faaliyetlerindeki kapasite artışı öncesinde gerçekleştirilen hammadde stoklaması nedeniyle net işletme sermayesi/satışlar oranı 2025 yılında %74 seviyesindeyken, 2026 yılında %62 seviyesine gerilemesini öngörüyoruz. İş modelinin doğası gereği bu oranın orta ve uzun vadede yaklaşık %50 seviyelerinde kalmasını bekliyoruz.

Artan kârlılık 2027 sonrasında daha güçlü nakit yaratımını destekleyebilir... Artan kapasite kullanımı ve yükselen kârlılık sayesinde şirketin 2029'da net nakit pozisyonuna geçebileceğini düşünüyoruz. FAVÖK üretiminin işletme sermayesi ihtiyacı ve diğer finansman nakit çıkışlarıyla dengelenebileceği göz önüne alındığında, Girişim Elektrik'in net borç pozisyonunun 2026'da yıllık bazda sabit kalmasını bekliyoruz. Ancak güç trafosu faaliyetlerinde kapasite kullanımının kademeli olarak artmasıyla net borç pozisyonunun 2027 yılında belirgin şekilde gerilemesini ve 2028 yılında net nakit pozisyonuna dönüşmesini öngörüyoruz.

GESAN: Net İşletme Sermayesi (USDmn)



GESAN: Net Borç ve Kaldıraç (USDmn)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

EUROPOWER

Güç trafosu işine giriş kârlılık artışını destekleyecek.....

Europower Enerji'yi 150 TL 12 aylık hedef fiyat ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesi ile araştırma kapsamına alıyoruz. Hissenin BIST100 endeksinin üzerinde performans göstermesini beklememizin temel nedenleri; i) %70 toplam getiri potansiyeline işaret eden cazip değerlendirme ve benzer şirketlere göre iskonto, ii) yapısal olarak sıkı arz koşullarına sahip güç trafosu pazarına girişle ortaya çıkabilecek yeniden değerlendirme hikâyesi, iii) elektrifikasyon eğilimi, şebeke altyapısının yenilenmesi ve yenilenebilir enerji yatırımlarının desteklediği güçlü talep görünümü, iv) sipariş yaratımı ve kamu şirketleriyle ilişkiler açısından görünürlük sağlayan Girişim Elektrik ekosistemi ile entegrasyon ve v) savaş sonrası yeniden inşa sürecine girebilecek bölgelere ihracat fırsatlarıdır.

Europower Enerji, Girişim Elektrik'in üretim kolu olarak faaliyet göstermektedir... Şirket; şalt ekipmanları, trafo merkezleri, otomasyon sistemleri ve trafolar dahil olmak üzere AG, OG ve YG elektrik altyapı ekipmanlarının üretimine odaklanmaktadır. Ayrıca yakın zamanda SPK'ya halka arz başvurusu yapmış olan %60 iştiraki Peak PV aracılığıyla 1 GW kapasite ile güneş paneli üretim faaliyetleri yürütmektedir. Bunun yanında, yenilenebilir enerji projeleri ve sanayi kuruluşlarına mühendislik ve anahtar teslim enerji çözümleri sunmaktadır.

Yapısal olarak güçlü büyüme dinamiklerine sahip güç trafosu pazarına giriş... Uzun teslim süreleri, yüksek giriş bariyerleri ve küresel ölçekte hızlanan kamu yatırımları güç trafolarında fiyatlamaya ortamını ve sipariş görünürlüğünü desteklemektedir. Güç trafosu faaliyetlerinin 2027'de satışların ve FAVÖK'ün yaklaşık %40'ını oluşturmasını bekliyoruz.

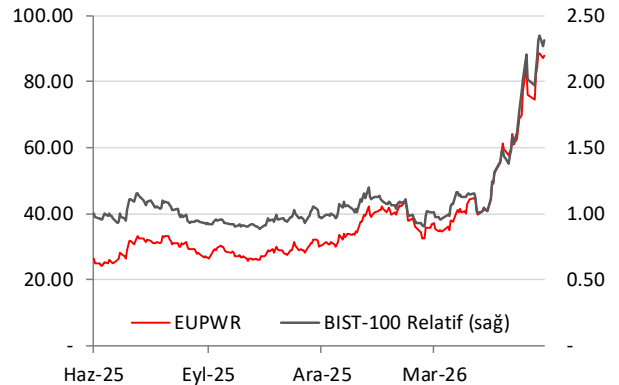
2025-2030 döneminde FAVÖK'ün yıllık bileşik %34 büyümesini öngörüyoruz. Bu büyümenin temel nedenleri; i) güçlü fiyatlamaya ortamı eşliğinde güç trafosu üretiminin başlaması, ii) dağıtım trafolarında kapasite artışı ve CRGO sac kesim süreçlerinin şirket bünyesine alınmasıyla dikey entegrasyonun artması ve iii) Girişim Elektrik'in mevcut ve potansiyel taahhüt projelerine bağlı olarak güneş paneli iş kolunda satış hacimlerinin artmasıdır.

Başlıca riskler; yeni tesisin devreye alınmasına ilişkin uygulama riskleri, yüksek işletme sermayesi ihtiyacı, jeopolitik riskler, TL'de olası sert değer kayıpları, hammadde fiyatlarındaki oynaklık, rakiplerin yeni kapasite yatırımları sonucu fiyatlamaya ortamının zayıflaması, müşteri yoğunlaşması ve proje zamanlamalarına bağlı gelir dalgalanmalarıdır.

Endeksin Üzerinde Getiri (Takip Listesine Ekleme)

Analist: Ezgi Yılmaz
ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	EUPWR TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	149.60			
Güncel Fiyat, TL	87.85			
Getiri Potansiyeli	70%			
Halka Açıklık Oranı	27%			
Piyasa Değeri, mn TL	57,981			
Firma Değeri, mn TL	61,450			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	13,000	22,622	38,338	49,898
FAVÖK, mn TL	2,368	5,256	9,887	13,662
Net Kâr, mn TL	600	2,358	5,644	8,339
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	2,323	2,348	-73	-4,578
Net Borç/FAVÖK	1.0	0.4	-0.0	-0.3
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	18.2%	23.2%	25.8%	27.4%
Net Marj	4.6%	10.4%	14.7%	16.7%
Temettü Verimi	-	-	0.6%	2.7%
Büyüme				
Ciro, y/y	58.2%	74.0%	69.5%	30.2%
FAVÖK, y/y	57.6%	121.9%	88.1%	38.2%
Net Kâr, y/y	169.1%	292.8%	139.3%	47.8%
Değerleme Verisi				
F/K	33.0	24.6	10.3	7.0
FD/FAVÖK	9.8	11.7	6.0	4.1
FD/Ciro	1.8	2.7	1.6	1.1
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	48.6%	147.2%	226.3%	167.8%
AOİH, mn TL	62.9%	128.5%	125.3%	119.5%
	2,749	1,436	570	1,024



EUPWR FİNANSAL TABLOLAR

Gelir Tablosu (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2027T
Net Satışlar	13,000	22,622	38,338	49,898
Brüt Kar	2,967	6,295	11,621	15,877
Operasyonel Giderler	-981	-1,541	-2,308	-2,869
Faaliyet Karı	1,986	4,754	9,313	13,008
FAVÖK	2,368	5,256	9,887	13,662
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	69	-202	-173	-143
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	102	133	165	197
Finansal Gelir / (Gider)	-361	-513	-450	-359
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-763	-645	-808	-1,020
Vergi Öncesi Kar	1,033	3,527	8,047	11,683
Vergi Geliri / (Gideri)	-227	-882	-2,012	-2,921
Azınlık Payları	206	287	392	423
Net Kar	600	2,358	5,644	8,339
Hisse Başı Net Kar	0.9	3.6	8.6	12.6
Hisse Başı Temettü	0.0	0.0	0.9	2.5

Nakit Akım Tablosu (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2027T
Faaliyet Karı	1,986	4,754	9,313	13,008
Amortisman ve İfa Payları	383	502	574	654
İşletme Sermayesindeki Değişim	-3,638	-3,373	-4,006	-4,471
Ödenen Vergi	194	-1,213	-2,375	-3,329
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,871	-862	-1,065	-1,229
Serbest Nakit Akımı	-2,947	-192	2,442	4,634
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	-23%	-1%	6%	9%
Ödenen Temettü	0	0	-564	-1,668
Net Nakitteki Artış (Azalış)	-2,660	-26	2,422	4,505

Büyüme, Reel	2025	2026T	2027T	2027T
Net Satışlar	58.2%	74.0%	69.5%	30.2%
Brüt Kar	53.3%	139.4%	95.9%	39.7%
FAVÖK	57.6%	121.9%	88.1%	38.2%
Net Kar	169.1%	292.8%	139.3%	47.8%

Karlılık	2025	2026T	2027T	2027T
Brüt Kar Marjı	22.8%	27.8%	30.3%	31.8%
Operasyonel Gider Marjı	-7.5%	-6.8%	-6.0%	-5.7%
Faaliyet Kar Marjı	15.3%	21.0%	24.3%	26.1%
FAVÖK Marjı	18.2%	23.2%	25.8%	27.4%
Net Kar Marjı	4.6%	10.4%	14.7%	16.7%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	5.7%	14.9%	22.9%	23.1%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	4.5%	12.5%	20.7%	21.7%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL) - UMS29	2025	2026T	2027T	2027T
Dönen Varlıklar	11,968	18,278	28,709	40,679
Nakit ve Nakit Benzerleri	534	676	2,795	7,028
Ticari Alacaklar	1,984	3,861	6,681	8,875
Stoklar	4,200	6,285	8,947	11,408
Diğer Dönen Varlıklar	5,251	7,457	10,286	13,368
Duran Varlıklar	6,874	9,296	12,018	14,997
Maddi Duran Varlıklar	5,594	7,632	9,954	12,519
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1,033	1,342	1,665	1,998
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	248	322	400	480
Toplam Varlıklar	18,842	27,575	40,727	55,676
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,580	7,315	11,536	14,729
Finansal Borçlar	1,082	1,006	906	815
Ertelenmiş Gelirler	935	2,649	4,702	6,307
Ticari Borçlar	2,108	3,145	5,351	6,965
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	455	515	578	642
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,815	3,170	2,889	2,642
Finansal Borçlar	1,774	2,018	1,816	1,635
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,041	1,152	1,073	1,007
Özkaynaklar	11,447	17,090	26,302	38,305
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	10,544	15,867	24,596	36,055
Ödenmiş Sermaye	660	660	660	660
Rezerv ve Diğer Kalemler	6,071	7,892	9,786	11,743
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	3,213	4,957	8,507	15,313
Dönem Net Karı / (Zararı)	600	2,358	5,644	8,339
Azınlık payları	903	1,223	1,706	2,250
Toplam Kaynaklar	18,842	27,575	40,727	55,676

Borçluluk	2025	2026T	2027T	2027T
Net Borç (Nakit)	2,323	2,348	-73	-4,578
Net Borç / FAVÖK	1.0	0.4	0.0	-0.3

Rasyo Analizi	2025	2026T	2027T	2027T
F / K	89.9	27.1	13.2	10.3
FD / FAVÖK	24.2	12.8	7.7	6.1
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	1.0%	2.9%

Makro Tahminler	2025	2026T	2027T	2027T
US\$/TL Ortalama	39.51	46.60	54.83	63.60
US\$/TL Yıl sonu	42.86	50.69	59.16	68.26
EUR/TL Ortalama	44.77	54.60	65.26	76.32
EUR/TL Yıl sonu	50.45	59.82	70.99	81.92
TÜFE Endeks	110.39	143.50	177.94	213.53

YATIRIM TEMASI

Şirket yapısal olarak güçlü büyüme dinamiklerine sahip güç trafosu pazarından faydalanacak... Europower'ın Europower World tesisi aracılığıyla yüksek gerilim güç trafoları segmentine girmesi, şirketi küresel elektrifikasyon değer zincirinin arzın kısıtlı olduğu bir segmentinde konumlandırmaktadır. Uzun teslim süreleri, yüksek giriş bariyerleri ve küresel kamu yatırımlarındaki artış güç trafolarında fiyatlama dinamiklerini ve sipariş görünürlüğünü desteklemektedir. Güç trafosu faaliyetlerinin 2027 yılında Europower gelirlerinin ve FAVÖK'ünün yaklaşık %40'ını oluşturmasını bekliyoruz.

Güçlü yapısal talep dinamikleri büyümeyi destekliyor... Şirket; yenilenebilir enerji yatırımları, şebeke modernizasyonu, iletim yatırımları ve sanayide elektrifikasyon gibi uzun vadeli büyüme temalarından faydalanabilecek konumdadır. Avrupa Birliği Şebeke Eylem Planı, ABD'de artan kamu hizmeti yatırımları ve Türkiye'nin yenilenebilir enerji hedefleri, kısa ve orta vadede OG ve YG ekipmanlarına yönelik talebin güçlü seyretmesini desteklemektedir. Ayrıca savaş sonrası yeniden inşa yatırımları ihracat fırsatları yaratabilir.

Dikey entegrasyon ve elektrik taahhüt ekosistemi önemli avantajlar sunuyor... Girişim Elektrik ekosisteminin bir parçası olması, Europower'a proje uygulamaları, mühendislik bilgi birikimi ve kamu hizmet şirketleriyle ilişkiler açısından önemli avantajlar sağlamaktadır. Bu yapı; trafo, şalt ekipmanları, trafo merkezleri ve anahtar teslim altyapı projelerinde sipariş yaratımı, proje yönetimi ve çapraz satış fırsatlarını destekleyebilir.

Yeniden değerlendirme potansiyeli bulunuyor... Europower hisseleri uluslararası benzer şirketlere göre yaklaşık %35 iskontolu işlem görmektedir. Şirketin güç trafosu üretimini başarıyla büyütmesi, uluslararası sertifikasyon süreçlerini tamamlaması ve ihracat referansları oluşturması halinde, küresel trafo üreticilerine uygulanan değerlendirme çarpanlarına yaklaşabileceğini düşünüyoruz.

YATIRIM RİSKLERİ

Yeni güç trafosu yatırımının devreye alınması kritik önem taşıyor... Europower'ın yatırım hikâyesi büyük ölçüde yeni güç trafosu tesisinin başarılı şekilde devreye alınmasına bağlıdır. Büyük güç trafoları, OG ürünlere kıyasla daha karmaşık mühendislik, test süreçleri ve müşteri onay gereklilikleri içermektedir. Devreye alma, test veya müşteri kabul süreçlerinde yaşanabilecek gecikmeler gelir yaratımını öteleyebilir ve yatırım getirisini baskılayabilir.

Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı nakit akışı üzerinde baskı yaratabilir... Şirketin büyüme süreci stok, sözleşme varlıkları ve borçluluğun artmasına neden olmuştur. Net işletme sermayesi/satışlar oranı 2023 yılında %36, 2024 yılında %56 ve 2025 yılında %63 seviyesine yükselmiştir. 1Ç26 sonu itibarıyla kısa vadeli finansal borçlar 1,1 milyar TL seviyesinde bulunurken, brüt nakit pozisyonu 440 milyon TL'dir. Şirketin mevcut borçlarını bankalar aracılığıyla çevirmekte zorlanmayacağını varsayıyoruz.

Diğer riskler... Jeopolitik riskler, TL'de olası sert değer kayıpları, hammadde fiyatlarındaki oynaklık, rakiplerin yeni kapasite yatırımlarıyla fiyatlama ortamının zayıflaması, müşteri yoğunlaşması ve proje zamanlamalarına bağlı dalgalanmalar diğer önemli risk unsurlarıdır.

DEĞERLEME VE TAVSİYE

Europower Enerji için 150 TL 12 aylık hedef fiyat ile “Endeks Üzeri Getiri” tavsiyesi veriyoruz. Hissenin BIST100 endeksine göre daha iyi performans göstermesini beklememizin temel nedenleri; i) %70 toplam getiri potansiyeline işaret eden cazip değerlendirme ve benzer şirketlere göre iskonto, ii) güç trafosu segmentine girişin yaratabileceği yeniden değerlendirme potansiyeli, iii) elektrifikasyon, şebeke yenileme yatırımları ve yenilenebilir enerji kaynaklı talep artışı ve iv) Girişim Elektrik'in EPC ekosistemiyle entegrasyon sayesinde sağlanan sipariş görünürlüğüdür.

Benzer şirketlere göre iskontolu işlem görüyor... Europower hisseleri, sektördeki güçlü görünüm ve güç trafosu segmentine girişin etkisiyle yılbaşından bu yana BIST100 endeksinin %120 üzerinde performans göstermiştir. Buna rağmen hisse, uluslararası benzer şirket grubunun 2026 tahmini FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre sırasıyla %49 ve %17 iskontolu işlem görmektedir. Benzer şirket analizimizde çarpanlara %10 iskonto uyguladık.

Benzer şirketlere kıyasla daha yüksek büyüme potansiyeli sunuyor... Karşılaştırma grubundaki şirketlerin 2025-2028 döneminde ortalama FAVÖK ve net kâr büyümesi sırasıyla %30 ve %33 seviyesindedir. Europower ise aynı dönemde sırasıyla %54 ve %106 yıllık bileşik büyüme oranlarıyla sektörün en yüksek büyüme potansiyeline sahip şirketleri arasında yer almaktadır. Bu büyümenin arkasındaki temel unsurlar; güç trafosu üretiminin başlaması, dağıtım trafolarında kapasite artışı ve CRGO sac işleme faaliyetleriyle desteklenen marj iyileşmesi ile güneş paneli iş kolundaki hacim büyümesidir.

Europower hisselerini değerlerken %50 ağırlık DCF analizine, %25 ağırlık 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanına ve %25 ağırlık 2026 tahmini F/K çarpanına verilmiştir. DCF analizinde ve benzer şirket değerlemesinde ABD doları bazlı varsayımlar kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı %8,5 olarak alınırken terminal dönemde %6,5 olarak varsayılmıştır.

Europower Enerji (EUPWR) Değerleme Özeti

Metod	Ağırlık	Hedef	
		Çarpan	Özkaynak Değeri
12A Hedef Değer - İNA	50%		1,963
12A Hedef Değer - 2026T FD/FAVÖK Çarpanı	25%	22.5	2,207
12A Hedef Değer - 2026T F/K FAVÖK Çarpan	25%	29.3	1,363
Europower Değerleme			1,874
1Q27T USD/TRY			52.69
12A Hedef Piyasa Değeri (milyon TL)			98,733
12M Target Price, TRY/share			149.6
Mevcut Hisse Fiyatı			87.9
Getiri Potansiyeli			70%

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Trafo ve Güç Ekipmanları Üretimi Sektöründe Benzer Şirketler

Şirket	Bölge	Piy. Değ. (USDmn)	FD/FAVÖK				F/K			
			2025	2026T	2027T	2028T	2025	2026T	2027T	2028T
GE Vernova	ABD	250,944	98.83	39.11	25.95	19.08	51.38	39.96	38.56	28.25
Schneider Electric	Fransa	181,989	20.91	17.90	15.79	14.30	38.67	28.28	24.33	21.24
Siemens Energy Grid Technologies	Almanya	156,189	34.58	18.97	14.48	12.08	99.90	35.76	25.95	20.46
HD Hyundai Electric	Güney Kore	22,386	29.10	25.25	20.42	17.35	43.42	35.74	28.52	23.66
Hyosung Heavy Industries	Güney Kore	21,334	37.33	26.62	20.66	17.91	58.31	38.61	29.85	23.97
LS Electric	Güney Kore	21,906	56.63	42.45	31.76	25.61	108.59	69.92	50.28	39.31
Sanil Electric	Güney Kore	4,531	34.11	24.68	19.26	16.46	43.24	31.96	24.79	20.49
Daihen Corp	Japonya	2,396	15.89	-	-	9.53	25.56	21.39	18.16	15.50
Fortune Electric	Taiwan	8,417	46.45	29.48	22.10	19.60	59.19	39.85	29.50	25.91
TBEA Co	Çin	17,549	11.45	-	-	6.79	21.17	15.63	12.13	10.16
Sieyuan Electric - A	Çin	21,177	37.28	26.23	19.35	15.13	48.30	33.14	24.35	18.28
China XD Electric - A	Çin	10,821	32.03	-	-	17.42	61.23	46.43	37.69	31.62
Huaming Power	Çin	2,606	20.41	15.67	13.32	11.96	26.38	21.18	17.65	15.00
Ningbo Sanxing	Çin	3,074	13.05	6.48	5.28	6.57	17.34	11.66	9.32	9.31
Transformers and Rectifiers India	Hindistan	1,003	23.50	-	-	11.12	33.48	29.56	23.24	12.88
Voltamp Transformers	Hindistan	1,062	26.11	-	-	19.80	30.69	-	-	-
Hitachi Energy	Hindistan	16,182	110.66	-	-	38.72	144.63	-	-	-
Astor	Türkiye	6,816	24.09	17.65	10.61	7.23	35.04	24.73	12.08	6.77
Medyan Çarpanlar			30.57	24.97	19.30	15.80	43.33	32.55	24.57	20.47

Europower	Türkiye	1,260	24.2	12.8	7.7	6.1	89.9	27.1	13.2	10.3
Prim/İskonto (-)			-21%	-49%	-60%	-61%	108%	-17%	-46%	-50%

Girişim Elektrik	Türkiye	871	12.2	8.1	5.5	4.5	41.3	44.6	14.6	11.4
Prim/İskonto (-)			-60%	-68%	-72%	-72%	-5%	37%	-40%	-44%

Kaynak: Bloomberg, AK Yatırım Araştırma

Europower Enerji (EUPWR) İNA Analizi

USDmn	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Satış Gelirleri	441	649	737	867	921	878	895	943	972	1,002
% değişim	45%	47%	14%	18%	6%	-5%	2%	5%	3%	3%
FVÖK	93	158	192	220	223	206	208	219	224	230
FVÖK Marjı	21.0%	24.3%	26.1%	25.4%	24.2%	23.5%	23.3%	23.2%	23.1%	22.9%
FAVÖK	102	167	201	229	232	215	217	228	233	239
FAVÖK Marjı	23.1%	25.7%	27.3%	26.5%	25.2%	24.5%	24.3%	24.2%	24.0%	23.8%
FAVÖK Büyümesi	84%	64%	21%	14%	1%	-7%	1%	5%	2%	2%
Ödenen Vergiler (-)	-24	-40	-49	-56	-57	-52	-53	-55	-57	-58
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-38	-35	-30	-47	-25	3	-14	-8	-12	-12
Niş/Satışlar	52%	41%	40%	39%	40%	41%	42%	41%	41%	41%
Yatırım Harcamaları (-)	-17	-18	-18	-25	-25	-50	-45	-35	-35	-35
Yatırım Harcamaları /Satışlar	-4%	-3%	-2%	-3%	-3%	-6%	-5%	-4%	-4%	-3%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	23	74	104	102	126	116	106	130	130	133
İskonto Faktörü	0.93	0.84	0.76	0.69	0.63	0.57	0.52	0.47	0.43	0.39
SNA Bugünkü Değer	596									
Sonsuz Büyüme Oranı	4.0%									
Sonsuz Değer	1,213									
Firma Değeri	1,809									
Net Borç	56									
Azınlık Payları	22									
Toplam Özkaynak Değeri	1,731									
12A Hedef Piyasa Değeri	1,963									

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

ŞİRKET GENEL BAKIŞ

Europower Enerji, 2008 yılında kurulmuş olup elektrik iletim, dağıtım ve sanayi elektrifikasyonu değer zincirinde faaliyet gösteren bir güç ekipmanları üreticisidir. Şirket, Girişim Elektrik ekosisteminin üretim kolu olarak faaliyet göstermekte ve şalt ekipmanları, trafo merkezleri, mobil trafo merkezleri, metal mahfazalı hücreler, otomasyon sistemleri, dağıtım trafoları, güç trafoları, akım trafoları ve kapasitif gerilim trafoları dahil olmak üzere AG, OG ve YG elektrik altyapı ekipmanlarının üretimine odaklanmaktadır. Şirket ayrıca %60 iştiraki Peak PV aracılığıyla 1 GW güneş paneli üretim kapasitesine sahiptir. Üretim faaliyetlerinin yanı sıra kamu hizmet şirketleri, yenilenebilir enerji projeleri ve sanayi kuruluşlarına mühendislik, test ve anahtar teslim enerji çözümleri sunmaktadır.

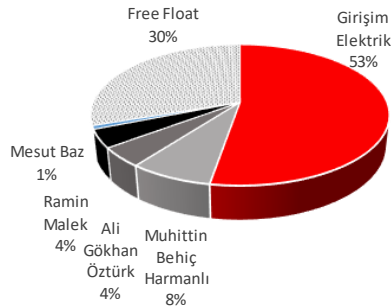
Europower Enerji Ana Operasyonlar

Europower (EUPWR)	Üretim	% pay
Europower	Dağıtım Trafosu ve Diğer Güç Ekipmanları	100%
Europower World	Güç Trafosu	100%
Peak PV	Güneş Paneli	60%
Euromek	ÖlçüTrafosu	60%

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Güç trafolarına yapılan yatırım şirket açısından stratejik bir dönüm noktasıdır... Şirketin son dönemdeki en önemli stratejik hamlesi, Ankara'da kurulan yeni Europower World tesisi aracılığıyla yüksek gerilim güç trafoları segmentine giriş yapmasıdır. Europower, yıllık 40.000 MVA kapasiteye sahip güç trafosu fabrikası için yaklaşık 100 milyon dolar yatırım gerçekleştirmiştir. Tesis 2025 yıl sonunda faaliyete başlamış olup finansallara katkısının 2026 yılının ikinci çeyreğinden itibaren görünür hale gelmesi beklenmektedir. Tesis, yaklaşık 1.000 MVA ve 550 kV seviyesine kadar güç trafosu üretimini hedeflemekte olup şirketi daha yüksek katma değerli ve mühendislik yoğun ürün segmentlerine taşımaktadır. Küresel güç trafosu pazarında arz sıkışıklığı, uzun teslim süreleri, sınırlı test kapasitesi ve artan kamu hizmeti yatırımları sektör görünümünü destekleyen unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

EUPWR Ortaklık Yapısı



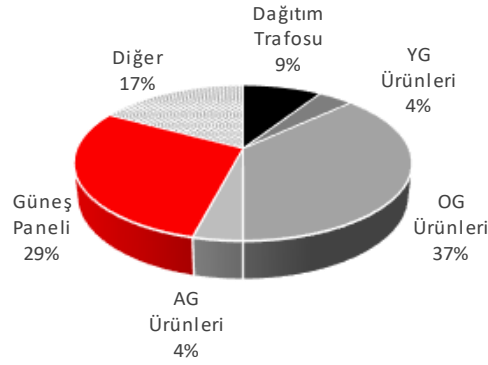
Kaynak: Şirket

Şirket hisselerinin %52,7'si Girişim Elektrik'e aittir ve kontrol ana ortakta bulunmaktadır. Europower Nisan 2023'te halka arz edilmiştir. Şirketin kurumsal yönetim

Yapısında kurucu ortaklara yönetim kurulu oluşumu ve yönetim kontrolü açısından ilave haklar sağlayan imtiyazlı paylar bulunmaktadır. Toplam 660 milyon adet payın 105 milyonu A grubu, 555 milyonu ise B grubu hisselerden oluşmaktadır. A grubu hisseler genel kurulda 5 oy hakkına sahipken B grubu hisseler 1 oy hakkına sahiptir. Europower'ın iş modeli, ağırlıklı olarak yüksek gerilim taahhüt işleri, iletim altyapısı ve anahtar teslim enerji projeleri alanlarında deneyim kazanmış Girişim Elektrik yönetim ekibi tarafından geliştirilmiştir.

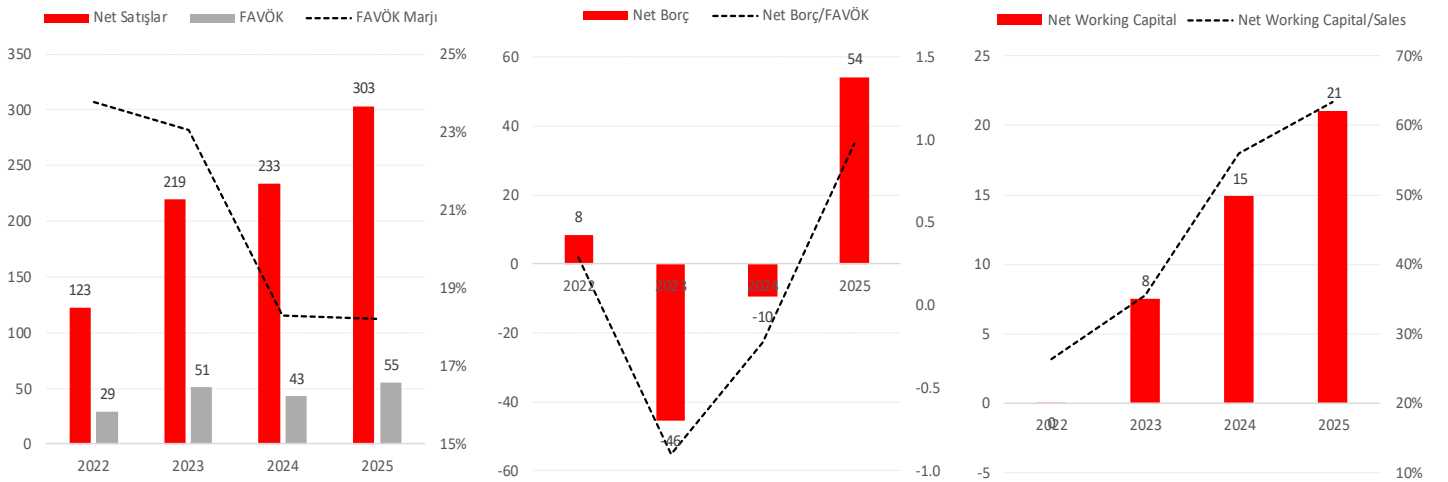
2025 yılında şirketin gelirleri yıllık %30 artışla 303 milyon dolara yükselirken, FAVÖK'ü %30 artışla 55 milyon dolar olarak gerçekleştirmiştir. Net kâr ise yıllık %121 artışla 14 milyon dolara ulaşmıştır. 2025 yılında ihracat tutarı 40 milyon dolar olurken satışların %13'üne denk gelmiştir. Güç trafosu satışlarının zamanla artmasıyla beraber şirketin ihracat payı da önemli ölçüde artacaktır. 1Ç26 döneminde gelirler ve FAVÖK sırasıyla 118 milyon dolar ve 43 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiş olup yıllık bazda %80 ve %269 büyümeye kaydetmiştir. Bu performans ağırlıklı olarak AG, OG ve YG ekipman segmentlerindeki güçlü satışlar ile güneş paneli faaliyetlerinin artan katkısından kaynaklanmıştır.

EUPWR Gelir Dağılımı (2025)



Kaynak: Şirket

EUPWR: Finansal Özet (USDmn)



Source: The Company, AK Investment Research

FINANSAL ANALİZ VE TAHMİNLER

Güç Trafoları (Europower World)

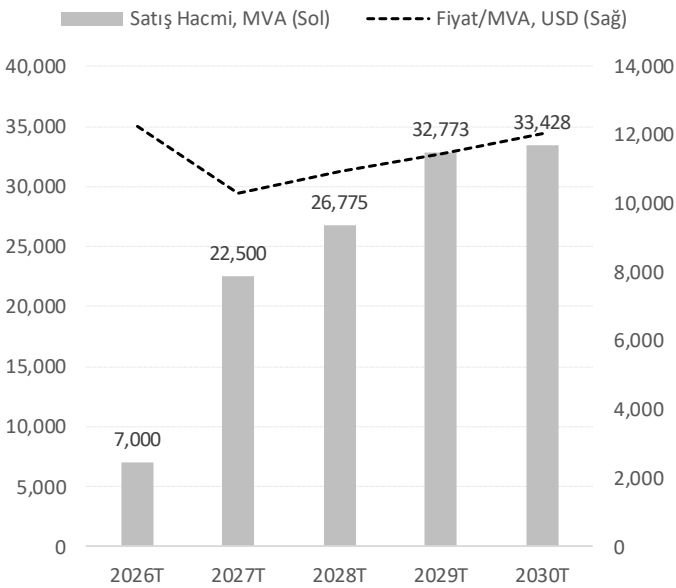
Güç trafosu faaliyetleri kısa ve orta vadede büyümenin ana motoru olacak... Europower, güç trafosu üretimine 2025 yılının sonunda yıllık 10.000 MVA başlangıç kapasitesiyle başlamıştır. Fabrika kapasitesinin 2026 yıl sonuna kadar 40.000 MVA seviyesine çıkarılması planlanmaktadır. Satış hacminin 2026 yılında 7.000 MVA, 2027 yılında ise 22.500 MVA seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Güç trafosu pazarındaki yapısal arz sıkışıklığı nedeniyle tahminlerimiz üzerinde yukarı yönlü riskler bulunduğunu düşünüyoruz.

Güç trafosu faaliyetlerinden elde edilen gelir ve FAVÖK katkısının 2026 yılında sırasıyla 85 milyon dolar ve 19 milyon dolar seviyesinde olmasını bekliyoruz. Daha yüksek kapasite kullanım oranları ve yeni kapasitenin tam etkisinin devreye girmesiyle birlikte kârlılık büyümesinin 2027 yılında hızlanacağını öngörüyoruz. Buna bağlı olarak, 2027'de gelirlerin 232 milyon dolar, FAVÖK'ün ise 63 milyon dolar seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Bu da 2026 yılındaki %22 seviyesine kıyasla 2027 yılında yaklaşık %27 FAVÖK marjına işaret etmektedir. Tahmin dönemimiz boyunca güç trafosu segmentinde ortalama 90 milyon dolar FAVÖK öngörüyoruz.

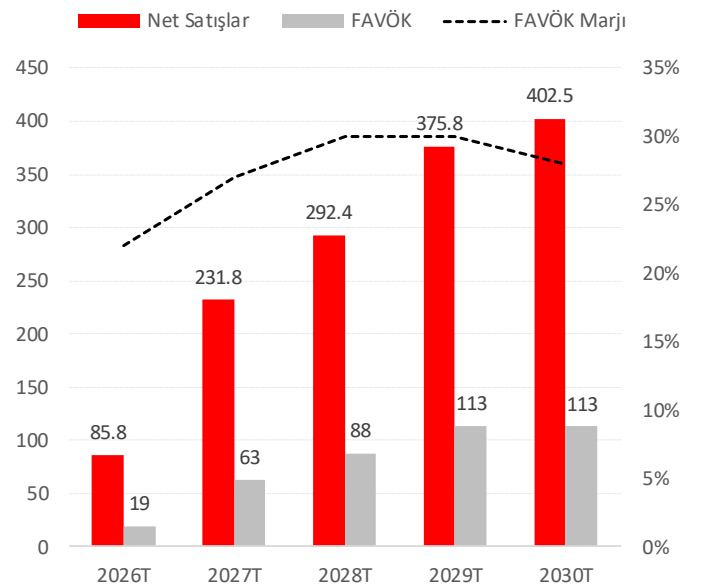
Güçlü fiyat ortamına rağmen, düşük MVA trafo satışlarının payının artmasıyla birlikte, 2027 yılında MVA başına fiyatın %16 oranında düşeceğini varsaydık. Arz sıkıntısı nedeniyle 2028-2030 döneminde fiyat artışları öngörüyoruz. Yeni güç trafosu kapasiteleri ve talepteki doygunlukla birlikte fiyatlandırma ortamında bozulma varsayımıyla, 2031-2032 yılları için ortalama fiyat/MVA'da %8 ve %5'lik bir düşüş öngördük.

FAVÖK marjının 2028-2029 döneminde yaklaşık %30 seviyesinde zirve yapmasını, uzun vadede ise güç trafosu arzındaki sıkışıklığın azalması ve olası fiyat düzeltmeleri nedeniyle kademeli olarak %26 seviyesine gerilemesini bekliyoruz.

Güç Trafolarında Hacim ve Fiyat Projeksiyonu



Güç Trafosunda Net Satış ve FAVÖK Projeksiyonu (USDmn)

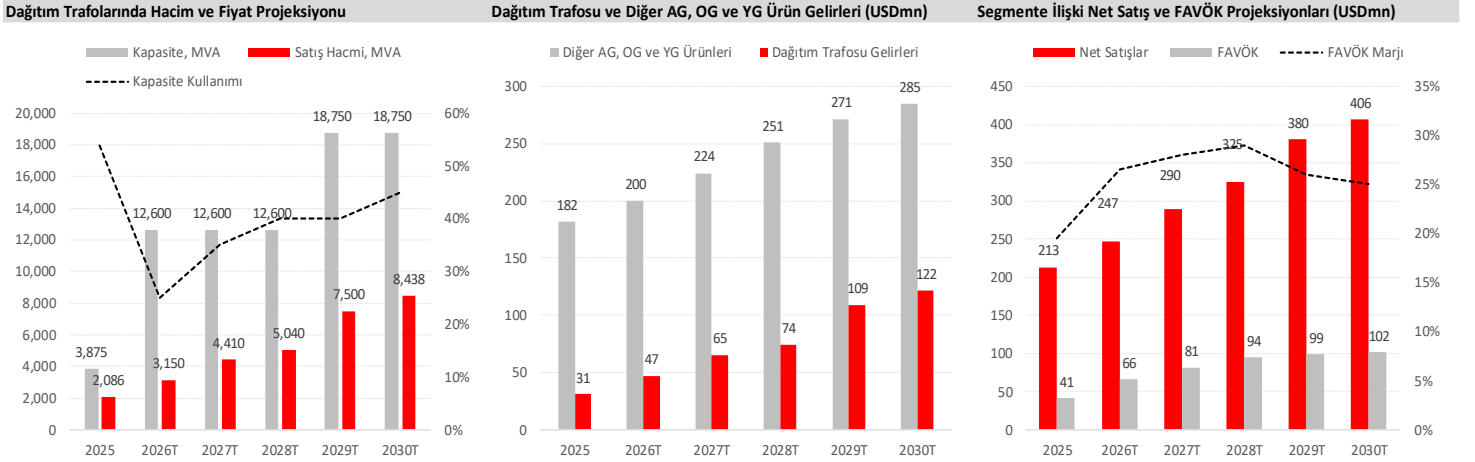


Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Dağıtım Trafoları ve Diğer AG, OG ve YG Ürünleri (Europower)

Dağıtım trafolarında kapasite artışı ve trafo çekirdek malzemesinin şirket bünyesinde üretilmesi marjları destekleyebilir... Dağıtım trafolarındaki üretim kapasitesinin, üretim sürecindeki bazı iyileştirmeler sayesinde yıllık 3.875 MVA'dan 2026 yılında 12.600 MVA'ya ve 2029 yılında 18.750 MVA'ya yükselmesini bekliyoruz. Yönetim, yeni kapasitenin katkısıyla dağıtım trafosu gelirlerinde yaklaşık %50 büyümeye öngörmektedir. Bunun yanında Europower, yeni tesisinde trafo çekirdeğinin temel girdisi olan CRGO (trafo sacı) çelik sacların kesim işlemini dışarıdan satın almak yerine kendi bünyesinde gerçekleştirecektir. Yönetim, bu sürecin şirket içinde yürütülmesiyle marjlarda iyileşme beklemektedir.

Şebeke ve iletim yatırımlarındaki hızlanmayla AG, OG ve YG ürünlerinde güçlü talep devam ediyor... AG, OG ve YG ürünlerine yönelik talebin kısa ve orta vadede güçlü kalmasını bekliyoruz. Buna göre gelirlerde dolar bazında yıllık %10 büyümeye varsaydık. Güçlü fiyatlandırma ortamı ve hacim artışının etkisiyle bu segmentte 2026 yılında FAVÖK'ün %50'nin üzerinde büyümesini ve FAVÖK marjında yaklaşık 700 baz puanlık iyileşme gerçekleşmesini öngörüyoruz.



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

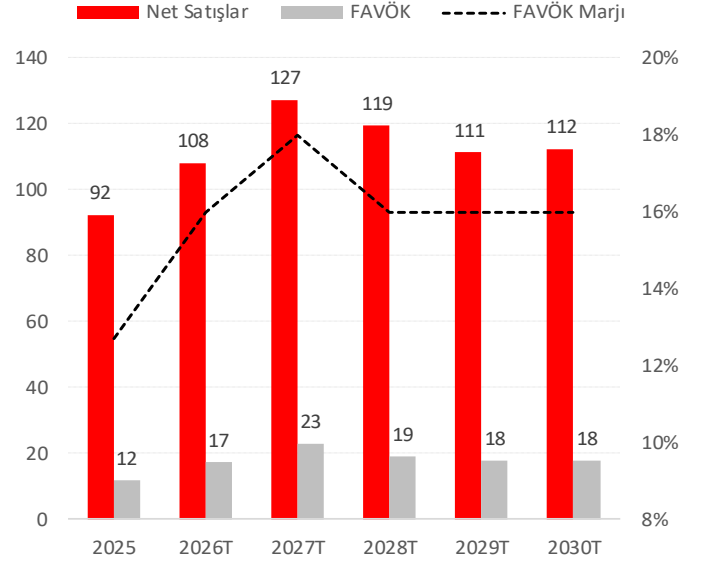
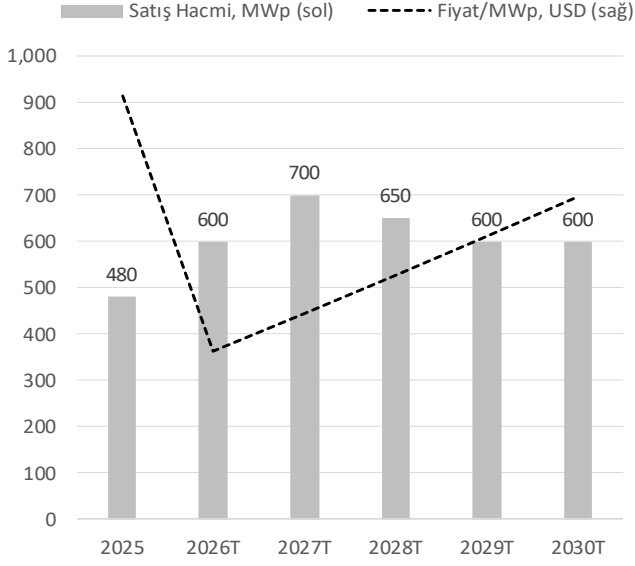
Güneş Panelleri (Peak PV)

Girişim Elektrik'in mevcut ve potansiyel EPC projeleri güneş paneli işinde hacim büyümesini destekliyor... Peak PV'nin güneş paneli faaliyetlerinde en önemli müşteri ana ortak Girişim Elektrik'tir. Girişim Elektrik'in devam eden ve potansiyel elektrik taahhüt projeleri sayesinde Peak PV'nin kapasite kullanım oranının kısa ve orta vadede yüksek seyretmesini bekliyoruz. Bununla birlikte küresel güneş paneli fiyatları son yıllarda Çin kaynaklı rekabet nedeniyle aşağı yönlü bir eğilim göstermektedir. Çin menşeli ürünlere yönelik bazı koruyucu önlemler bulunmasına rağmen, tahmin dönemimiz boyunca fiyatlandırma ortamının baskı altında kalacağını düşünüyoruz.

Peak PV'de 2025 yılındaki yaklaşık %100'lük büyümenin ardından 2026 yılında ilave %25 hacim büyümesi bekliyoruz. Hacim artışı ve daha yüksek kapasite kullanım oranı sayesinde bu segmentte FAVÖK'ün 2026 yılında %50'nin üzerinde büyümesini öngörüyoruz. Daha yüksek kapasite kullanım oranı marjları desteklese de, fiyat baskısı nedeniyle tahminlerimize yönelik aşağı yönlü risklerin devam ettiğini düşünüyoruz.

Güneş Panelinde Hacim ve Fiyat Projeksiyonu

Güneş Panelinde Net Satış ve FAVÖK Projeksiyonu (USDmn)



Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Europower Konsolide Görünüm

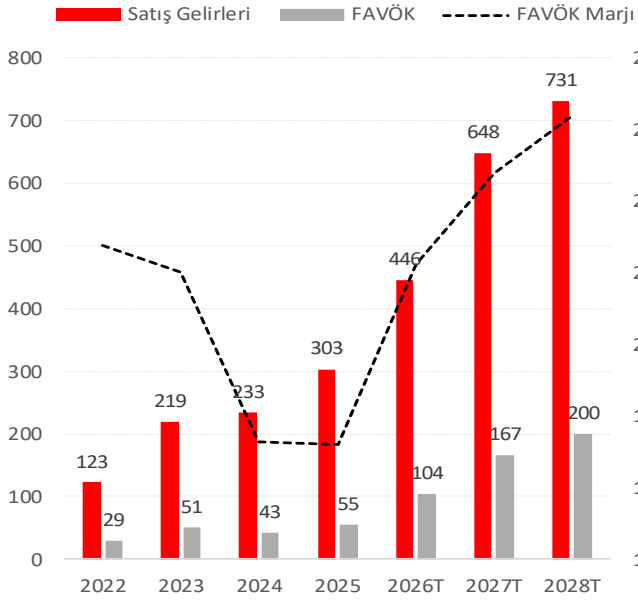
2025-2030 döneminde konsolide FAVÖK'te yıllık bileşik %32 büyüme öngörüyoruz... Bu güçlü büyümenin temel nedenleri şunlardır: i) Güç trafosu üretiminin başlaması ve bu iş kolundaki güçlü fiyatlandırma ortamı, ii) Dağıtım trafolarında kapasite artışı ve CRGO çelik kesim faaliyetlerinin şirket bünyesine alınması sayesinde artan dikey entegrasyon ve marj iyileşmesi, iii) Girişim Elektrik'in mevcut ve potansiyel EPC projelerine bağlı olarak güneş paneli iş kolunda artan satış hacimleri.

Büyüme ile birlikte marjların da güçlenmesini bekliyoruz... Yüksek marjlı güç trafosu faaliyetlerinin toplam gelirler içindeki payının artması ve diğer ürün gruplarında güçlü fiyatlandırma sayesinde marjların iyileşmesini bekliyoruz. Buna göre konsolide FAVÖK marjının 2025 yılındaki %18,2 seviyesinden 2026 yılında %23,1'e ve 2027 yılında %25,8'e yükselmesini öngörüyoruz. FAVÖK marjının 2028 yılında %27,5 ile zirve yaptıktan sonra fiyatlandırma ortamının normalleşmesiyle kademeli olarak gerilemesini bekliyoruz. Uzun vadede ise güç trafosu segmentinin katkısı sayesinde konsolide FAVÖK marjının yaklaşık %24 seviyesinde gerçekleşeceğini ve bunun 2025 seviyelerinin belirgin şekilde üzerinde kalacağını düşünüyoruz.

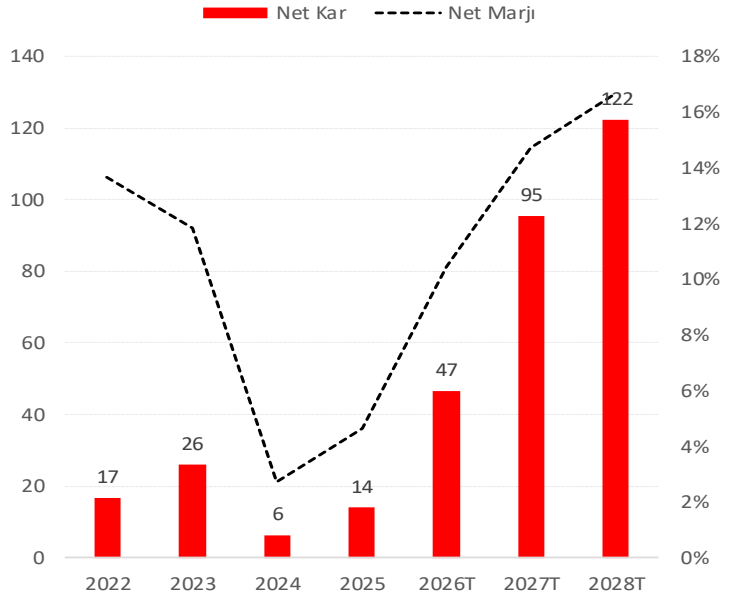
Yüksek işletme sermayesi ihtiyacı nakit akışı üzerinde baskı yaratıyor... Güç trafosu üretiminin başlamasından önce yapılan hammadde alımları ve yükselen fiyat beklentileri nedeniyle yüksek stok tutulması kısa vadede işletme sermayesi ihtiyacını artırmaktadır. Net işletme sermayesi/satışlar oranı 2025 yılında %63 seviyesinde gerçekleşirken, bu oranın 2026 yılında %51'e ve orta-uzun vadede %40-45 aralığına gerilemesini bekliyoruz.

Büyük ölçekli yeni yatırım olmaması halinde 2027 yılında net nakit pozisyonuna geçilmesini bekliyoruz... FAVÖK yaratımı ve işletme sermayesindeki olası iyileşme sonucunda Europower'ın net borç pozisyonunun 2025 sonundaki 54 milyon dolardan 2026 sonunda 36 milyon dolara gerilemesini bekliyoruz. **2027 yılından itibaren ise güç trafosu faaliyetlerinin artan katkısı ve işletme sermayesinde beklediğimiz kısmi normalleşme sayesinde net nakit pozisyonunda belirgin iyileşme öngörüyoruz.** Bu doğrultuda, önemli ölçekli yeni bir yatırım yapılmaması halinde şirketin 2027 yılında net nakit pozisyonuna geçmesini bekliyoruz.

EUPWR: Gelir ve FAVÖK Projeksiyonları (USDmn)

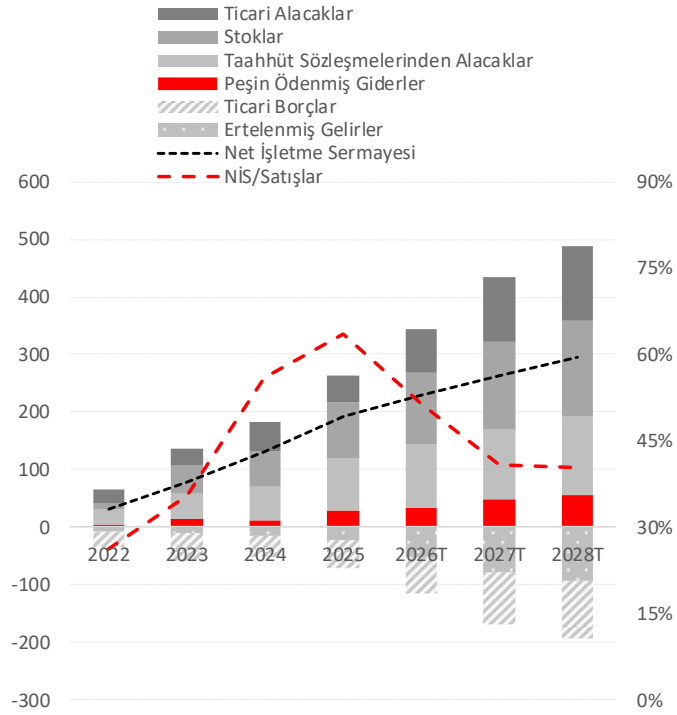


EUPWR: Net Kar Projeksiyonları (USDmn)

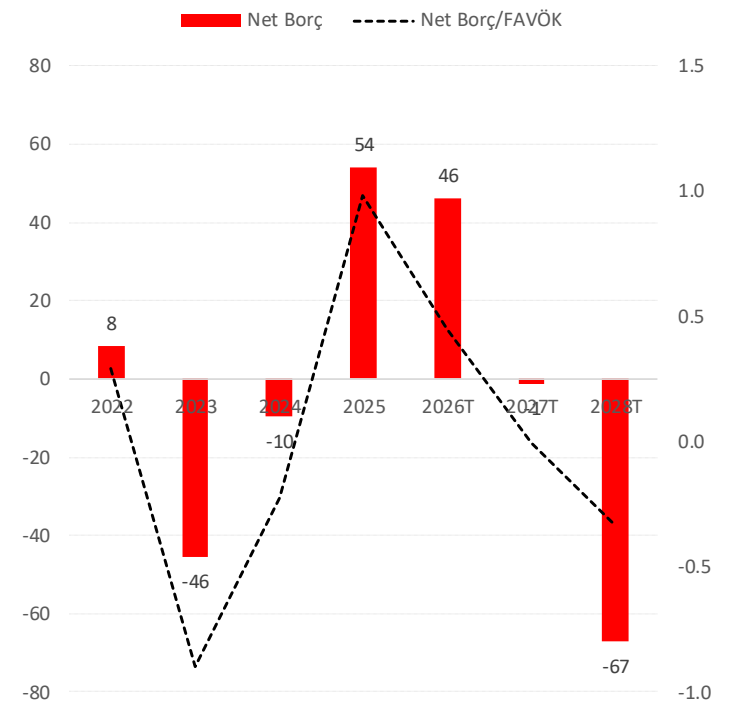


Kaynak: AK Yatırım Araştırma

EUPWR: Net İşletme Sermayesi (USDmn)



EUPWR: Net Borç ve Kaldıraç (USDmn)



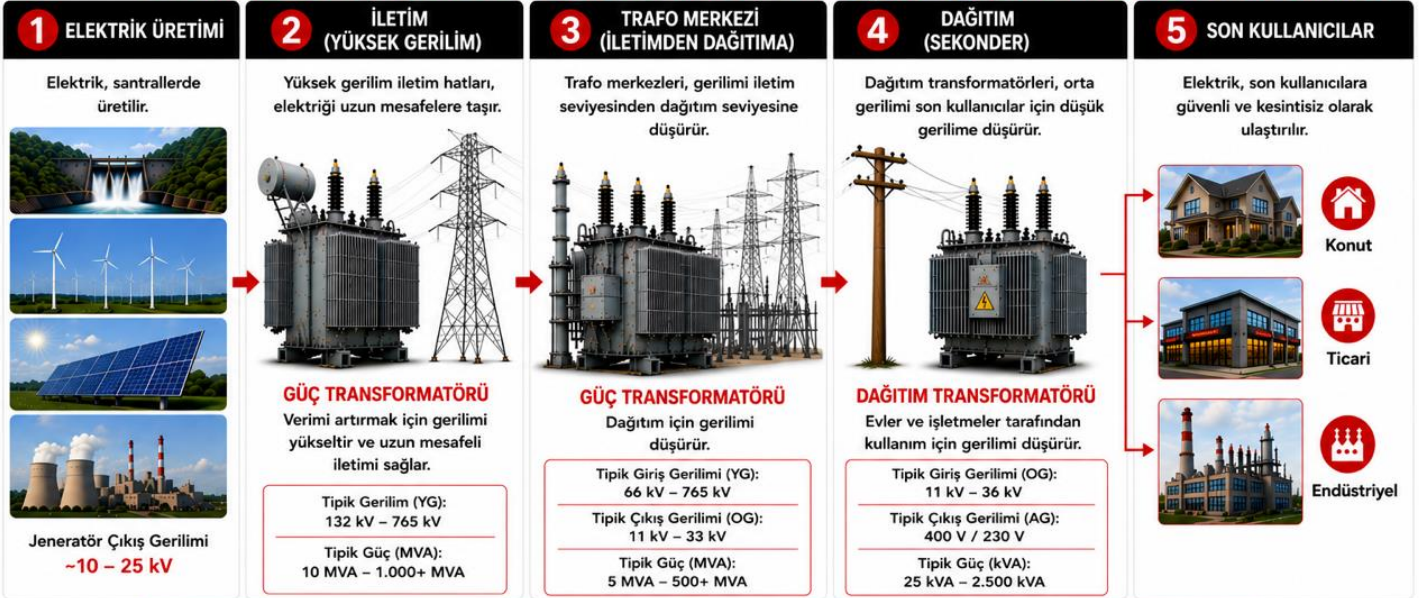
Kaynak: AK Yatırım Araştırma

SEKTÖR GENEL BAKIŞI

Trafo Endüstrisi

Trafo (transformatör), elektrik enerjisini elektromanyetik indüksiyon yoluyla devreler arasında aktaran statik bir elektrik ekipmanıdır ve alternatif akım (AC) sistemlerinde gerilim dönüşümünü sağlar. Trafolar, elektriğin uzun mesafelere verimli şekilde iletilmesi için gerilimi yükseltmek veya sanayi, ticari ve konut kullanıcıları için güvenli kullanım seviyelerine düşürmek amacıyla kullanılır. Yüksek gerilim, elektriğin daha düşük kayıplarla uzun mesafelerde taşınmasına olanak tanırken, son kullanıcıya ulaşmadan önce gerilimin güvenli seviyelere düşürülmesi gerekir. Trafolar, gerilim seviyelerinin düzenlenmesinde kritik rol oynar. MVA (Mega Volt-Amper), bir trafonun taşıyabileceği toplam elektriksel kapasiteyi ifade eder ve sektörün temel hacim ölçüsüdür. Sektörde gelirler genellikle satılan MVA miktarı ile MVA başına fiyatın çarpımı üzerinden modellenir.

HANGİ TRANSFORMATÖR ELEKTRİK SİSTEMİ VE ŞEBEKESİNDE NEREDE KULLANILIR?



GÜÇ TRANSFORMATÖRLERİ

- Üretim santrallerinde ve trafo merkezlerinde (iletim ve şebeke) kullanılır.
- Yüksek güç kapasitelerine sahiptir (MVA).
- Uzun mesafeli iletimi verimli hale getirir.



DAĞITIM TRANSFORMATÖRLERİ

- Dağıtım şebekelerinde (direk tipi, yer tipi veya pad montajı) kullanılır.
- Orta gerilimi (11 kV – 36 kV) düşük gerilime (400/230 V) düşürür.
- Son kullanıcılar için daha düşük güç kapasitelerine sahiptir (kVA).

BU TRANSFORMATÖRLERİ KİMLER SATIN ALIR?

GÜÇ TRANSFORMATÖRLERİ – ALICILAR (YÜKSEK GERİLİM SEVİYESİ)



DAĞITIM TRANSFORMATÖRLERİ – ALICILAR (DAĞITIM SEVİYESİ)



Trafolar genel olarak iki ana kategoriye ayrılır:

i) **Güç Trafoları:** Güç trafoları; iletim sistemlerinde, trafo merkezlerinde, büyük enerji santrallerinde, yenilenebilir enerji tesislerinde, büyük veri merkezlerinde ve ağır sanayide kullanılan büyük ölçekli, özel tasarımı ve yüksek gerilimli ekipmanlardır. Bu ürünler genellikle daha yüksek mühendislik, yüksek ve ultra yüksek gerilim kapasitesine, daha

uzun teslim sürelerine, MVA başına daha yüksek fiyat seviyelerine ve daha güçlü fiyatlama gücüne sahiptir.

ii) Dağıtım Trafoları: Dağıtım trafoları, yerel elektrik dağıtım şebekelerinde kullanılan daha küçük ve daha standartlaştırılmış ürünlerdir. Bu segment daha çok hacim odaklıdır ve kentleşme ile dağıtım şebekesi yatırımlarına bağlı büyür. Güç trafolarına kıyasla daha kısa üretim sürelerine, daha düşük teknik kompleksiteye ve daha yoğun rekabet ortamına sahiptir.

Trafolar elektrik değer zincirinin tamamında kullanılmaktadır... Jeneratör çıkışında bulunan yükseltici trafolar enerji santrallerini iletim şebekelerine bağlarken, yüksek gerilim güç trafoları iletim ağları içindeki enerji akışını düzenler. Dağıtım trafoları ise gerilimi son kullanıcı seviyesine indirir ve şehirler, sanayi tesisleri ile ticari altyapılarda yaygın olarak kullanılır. Güneş ve rüzgâr santralleri gibi yenilenebilir enerji projeleri de üretim tesislerini şebekeye bağlayabilmek için trafo ve trafo merkezi yatırımlarına ihtiyaç duymaktadır. Bunun yanında batarya depolama projeleri ve veri merkezleri giderek daha fazla özel orta ve yüksek gerilim trafo altyapısına ihtiyaç duymaktadır.

Trafo üretim maliyetleri hem hammadde hem de mühendislik yoğunluğundan etkilenmektedir... En önemli girdiler arasında bakır, trafo sacı (CRGO), alüminyum, trafo yağı ve yalıtım malzemeleri yer almaktadır. Özellikle bakır ve CRGO çeliği, trafonun verimliliğini, termal performansını ve elektriksel güvenilirliğini doğrudan etkilediği için kritik öneme sahiptir. Bu nedenle bakır ve elektrik çeliği fiyatlarındaki değişimler sektörün kârlılığı ve fiyatlama dinamikleri üzerinde önemli etkiye sahiptir. Büyük güç trafoları özel mühendislik çalışmaları, nitelikli iş gücü ve uzun üretim döngüleri gerektirdiğinden iş gücü verimliliği ve üretim uzmanlığı önemli rekabet avantajları yaratmaktadır.

Test süreçleri teslim sürelerini uzatmakta ve sektör arzını sınırlamaktadır... Trafo ve şebeke ekipmanı üreticileri, uluslararası standartlara uygun sertifikasyon alabilmek için Hollanda'daki KEMA gibi yüksek güç ve yüksek gerilim laboratuvarlarında tip testlerinden geçmek zorundadır. KEMA onayı alındıktan sonra üreticiler teslimat öncesinde her ürünü kendi laboratuvarlarında veya üçüncü taraf laboratuvarlarda test ederek kalite kontrol sürecini tamamlamaktadır. Girişim Elektrik ve Europower, üretim tesislerinde gerekli test altyapısına sahiptir.

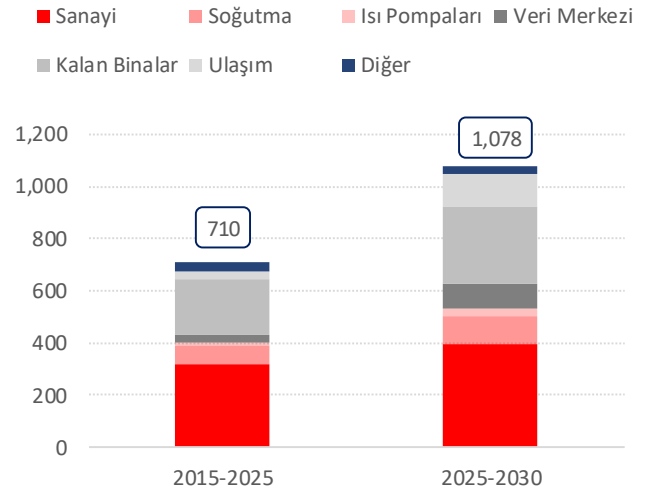
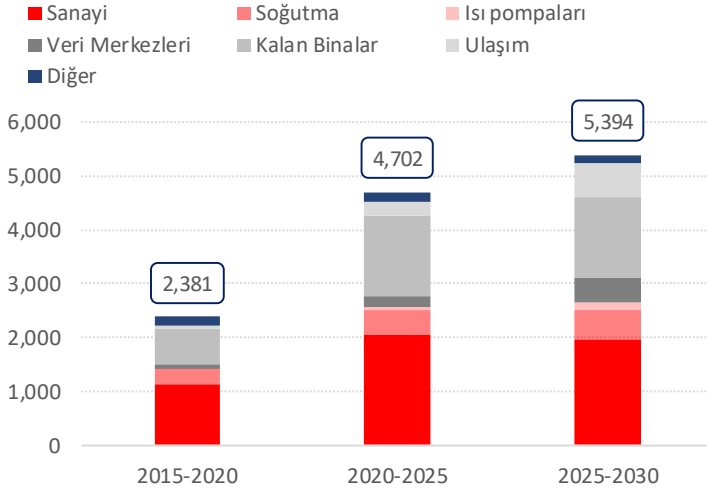
Trafo sektörü aynı anda birçok yapısal büyüme dinamiğinden faydalanmaktadır... Yenilenebilir enerji yatırımları, şebeke modernizasyonu, elektrifikasyon, elektrikli araçların yaygınlaşması, batarya depolama yatırımları ve yapay zekâ kaynaklı veri merkezi talebindeki hızlı artış; küresel ölçekte iletim ve dağıtım altyapısına olan ihtiyacı artırmaktadır. **Elektrik sistemleri daha dağıtık ve yenilenebilir enerji ağırlıklı hale geldikçe, iletim hatları, trafo merkezleri ve gerilim dönüşüm ekipmanlarına olan ihtiyaç da belirgin şekilde yükselmektedir.**

Elektrik talebindeki büyüme, iletim ve dağıtım şebekelerinde daha yüksek yatırım gerektiriyor... IEA'nın 2026 Elektrik Raporu'na göre gelişmiş ekonomilerde elektrik talebi, elektrifikasyonun hızlanması, yenilenebilir enerji entegrasyonu ve veri merkezi yatırımlarının etkisiyle yeniden güçlü büyüme dönemine girmektedir. Raporda şebekelerin enerji dönüşümünün temel darboğazlarından biri haline geldiği ve küresel ölçekte iletim ve dağıtım yatırımlarında önemli artış gerektiği vurgulanmaktadır. IEA tahminlerine göre küresel yıllık şebeke yatırımlarının bugün yaklaşık 400 milyar dolar

seviyesinden 2030 yılına kadar yaklaşık 600 milyar dolar seviyesine yükselmesi gerekmektedir. Ayrıca dünya genelinde 2.500 GW'tan fazla yenilenebilir enerji, depolama ve büyük ölçekli enerji projesi şebeke bağlantısı beklenmektedir. Bu durum gerekli iletim ve dağıtım yatırımlarının büyüklüğünü ortaya koymaktadır.

Küresel Toplam Elektrik Talebi Büyümesi (TWh)

Küresel Toplam Elektrik Talebi Yıllık Ortalama Büyümesi (TWh)



Kaynak: IEA

Kaynak: IEA

ABD dünyanın en hızlı büyüyen trafo pazarlarından biri haline geliyor... Reuters'ın Wood Mackenzie verilerine dayandırdığı değerlendirmeye göre ABD'de jeneratör yükseltici trafo talebi 2019 yılından bu yana yaklaşık %274 artarken, trafo merkezi güç trafosu talebi aynı dönemde %100'ün üzerinde yükselmiştir. Bu artışın arkasında kamu hizmeti şirketlerinin yatırım harcamaları, yapay zekâ bağlantılı veri merkezi yatırımları, yenilenebilir enerji projeleri ve genel elektrifikasyon eğilimleri bulunmaktadır. Sonuç olarak büyük güç trafolarında teslim süreleri belirgin şekilde uzamış ve arz koşulları sıkışmıştır.

Avrupa da büyük bir şebeke yatırım döngüsüne girmiştir... AB Şebeke Eylem Planı kapsamında Avrupa Komisyonu, 2030 yılına kadar yaklaşık 584 milyar avro tutarında şebeke yatırımına ihtiyaç olduğunu öngörmektedir. Ayrıca 2040 yılına kadar toplam iletim ve dağıtım yatırım ihtiyacının 1,2 trilyon avroyu aşacağı tahmin edilmektedir. Almanya kuzey-güney yönlü büyük iletim ve HVDC projelerini hızlandırırken, İtalya'nın şebeke işletmecisi Terna da 2025-2034 dönemi için 23 milyar avronun üzerinde iletim yatırımı açıklamıştır.

Yenilenebilir enerji kapasitesindeki artış iletim sistemlerinde gerilim düzenleme ihtiyacını artırıyor... IEA projeksiyonlarına göre 2030 yılına kadar devreye alınacak yeni elektrik üretim kapasitesinin büyük kısmı yenilenebilir enerji kaynaklarından gelecektir. Bu büyümede en büyük payı güneş enerjisi oluşturacaktır. Yenilenebilir enerji üretiminin artması, şebekede gerilim regülasyonu, bağlantı ekipmanları, trafo merkezleri ve trafolarla yönelik talebi desteklemektedir.

Türkiye de önemli uzun vadeli büyüme potansiyeli sunmaktadır... Türkiye'nin Ulusal Enerji Planı ve güncellenen yenilenebilir enerji hedefleri kapsamında rüzgâr ve güneş enerjisi kurulu gücünün 2035 yılına kadar yaklaşık 120 GW seviyesine çıkarılması

hedeflenmektedir. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın açıklamalarına göre iletim ve dağıtım altyapısına yönelik yatırım ihtiyacının 2035 yılına kadar yaklaşık 28 milyar dolar seviyesine ulaşabileceği belirtilmektedir. Bu durum trafolar, trafo merkezleri ve yüksek gerilim ekipmanları için uzun vadeli talebi desteklemektedir.

Küresel güç trafosu pazarı hızla büyümektedir... Küresel güç trafosu pazarının büyüklüğü 2025 yılında yaklaşık 30 milyar dolar olarak tahmin edilirken, 2035 yılına kadar 50 milyar dolar seviyesine ulaşması beklenmektedir. Son yıllarda talep artışı, özellikle yüksek gerilim güç trafolarında üretim kapasitesinin büyüme hızını aşmıştır. Bunun sonucunda büyük güç trafolarında teslim süreleri önemli ölçüde uzayarak 24-36 aya kadar çıkmıştır. Wood Mackenzie, yalnızca ABD pazarında güç trafolarında yaklaşık %30, dağıtım trafolarında ise yaklaşık %10 arz açığı bulunduğunu tahmin etmektedir.

Küresel ve yerel üreticiler kapasite artırımı için yatırım yapıyor... Büyük küresel OEM üreticileri ve bölgesel üreticiler; büyük güç trafoları, ultra yüksek gerilim ekipmanları ve şebeke altyapısı bileşenlerine yönelik ek üretim kapasitesi yatırımlarını hızlandırmaktadır. Örneğin **Siemens Energy**, Nürnberg'deki trafo tesisine yönelik 220 milyon avruluk kapasite artış yatırımı açıklamış olup, bu yatırımın üretim kapasitesini 2028 yılına kadar yaklaşık %50 artırması beklenmektedir. Şirket ayrıca Charlotte'ta yaklaşık 420 milyon dolar yatırımla yeni bir trafo fabrikası kurmaktadır. **Hitachi Energy** de Virginia'da yeni bir trafo fabrikası için yaklaşık 457 milyon dolar yatırım açıklamıştır. Bunun yanında izolasyon sistemleri ve burç üretimi dahil olmak üzere trafo bileşenleri üretimine yönelik ilave 250 milyon dolar yatırım taahhüdünde bulunmuştur. **GE Vernova**, **Hyosung HICO** ve **WEG** de Kuzey Amerika'da trafo ve şebeke ekipmanları üretim kapasitelerini artırmaktadır. Asya tarafında **HD Hyundai Electric** yaklaşık 200 milyon dolar tutarında ultra yüksek gerilim trafosu yatırımı açıklamış olup yatırımın 2027 yılında tamamlanması hedeflenmektedir. Benzer şekilde **Toshiba Energy Systems & Solutions**, Hindistan'daki EHV trafo kapasitesini yıllık yaklaşık 30.000 MVA'dan 42.000 MVA'ya çıkarmaktadır. Türkiye'de ise **Astor Enerji**, güç trafosu kapasitesini 32.000 MVA'dan 102.000 MVA'ya yükseltmek amacıyla yaklaşık 150 milyon dolar yatırım yapmaktadır. Bununla birlikte sektör; kompleks mühendislik, nitelikli iş gücü eksikliği ve uzun sertifikasyon süreçleri nedeniyle arz artış hızını sınırlayan yapısal kısıtlarla karşı karşıya kalmaya devam etmektedir. Ayrıca trafo üretim tesislerinde kullanılan bazı sermaye ekipmanlarının tedarikinde yaşanan sorunlar yatırım sürelerini uzatabilmektedir.

Türkiye'deki sektör oyuncuları... Dağıtım trafolarında üretim kapasitesi açısından pazar oldukça parçalı bir yapıdadır. Bunun temel nedeni bu segmentte giriş engellerinin güç trafolarına kıyasla daha düşük olmasıdır. Buna karşılık Türkiye'de güç trafosu üreten yalnızca beş şirket bulunmaktadır: Astor, Best Transformer, Eltaş, Europower ve Sönmez Trafo. Daha önce belirtildiği gibi Astor, 2015 yılında başladığı güç trafosu üretiminde kapasitesini 32.000 MVA'dan 102.000 MVA'ya çıkarmak için yatırım yapmaktadır. Sektörün önemli ihracatçılarından biri olan Best Transformer, 1990'lı yıllardan bu yana güç trafosu üretmekte olup yaklaşık 50.000 MVA toplam kapasiteye sahiptir. Europower ise güç trafosu işine yeni girmiş olup 2026 sonuna kadar kurulacak 40.000 MVA başlangıç kapasitesine sahiptir. Gelirlerinin yarısından fazlasını ihracattan elde eden Eltaş, güç trafosu üretimine 2016 yılında başlamış olup yaklaşık 20.000 MVA kapasiteye sahiptir. Sönmez Trafo da 1990'lı yıllardan bu yana güç trafosu alanında faaliyet gösteren önemli sektör oyuncularından biridir.

Mevcut piyasa koşulları güçlü fiyatlama dinamiklerini desteklemektedir... Sıkı arz koşulları, yüksek şebeke yatırımları ve uzun teslim süreleri; üretim kapasitesi bulunan şirketlerin fiyatlama gücünü ve kârlılıklarını desteklemektedir. Açıklanan büyük yatırımlara rağmen projelerin önemli bölümü 2026-2028 döneminde kademeli olarak devreye girecektir. Bu nedenle trafo pazarının kısa ve orta vadede arz açısından görece sıkı kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Özellikle yüksek gerilim güç trafoları, dağıtım trafolarına kıyasla daha güçlü sektör dinamikleri sunmaktadır.

Güneş Paneli (PV Modül) Endüstrisi

Türkiye’de stratejik büyüme alanlarından biri... Güneş paneli sektörü; güneş enerjisi kurulu gücündeki hızlı artış, hükümetin yenilenebilir enerji hedefleri, yerli üretim güneş paneli ve ekipmanlarına yönelik teşvikler ile ithalatı koruyucu önlemler sayesinde Türkiye’de stratejik bir büyüme alanı olarak öne çıkmaktadır.

Artan elektrik talebi, sanayide öz tüketim amaçlı yatırımlar ve enerji dönüşümü politikaları sektör büyümesini destekleyen temel unsurlardır. Türkiye’de güneş enerjisi santrallerinin kurulu gücü 2015 yılında 1 GW seviyesindeyken 2026 yılında 26 GW’a ulaşmış olup, yıllık ortalama yaklaşık 2,3 GW artış göstermiştir. Son iki yıldaki kapasite artışları ise uzun dönem ortalamasının oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Kurulu güç 2024 yılında 8,3 GW, 2025 yılında ise 5,5 GW artmıştır. Büyüme ağırlıklı olarak lisanssız çatı tipi ve endüstriyel güneş enerjisi projelerinden kaynaklanırken, büyük ölçekli santral yatırımları da bu büyümeye katkı sağlamıştır. İhracat odaklı üreticiler de özellikle Avrupa Birliği’nin Sınırda Karbon Düzenleme Mekanizması (SKDM) kapsamında karbon azaltım gerekliliklerine uyum sağlamak amacıyla yenilenebilir enerji yatırımlarını hızlandırmaktadır. Hükümetin uzun vadeli yenilenebilir enerji stratejisi, güneş enerjisini elektrik üretim kapasitesi artışının temel bileşenlerinden biri olarak konumlandırmaya devam etmektedir. Türkiye’nin toplam kurulu gücünün 2035 yılında 190 GW’a ulaşması beklenirken, güneş enerjisi kurulu gücünün 53 GW seviyesine yükselmesi öngörülmektedir. Bu da 2035’e kadar güneş enerjisinde yıllık yaklaşık 3 GW’lık kapasite artışına işaret etmektedir.

Küresel güneş paneli talebinin de güçlü kalması bekleniyor... Orta ve uzun vadede küresel kurulu güç artışının büyük bölümünün güneş enerjisinden gelmesi beklendiğinden, güneş panellerine yönelik küresel talebin de güçlü seyretmesi öngörülmektedir. Örneğin ABD güneş enerjisi pazarının 2035 yılına kadar yıllık bileşik %11 büyüme göstermesi ve bu dönemde yaklaşık 500 GW yeni kapasitenin devreye alınması beklenmektedir (Kalyon PV sunumu). ABD pazarındaki büyüme ve Çin kaynaklı ürünlere bağımlılığın azaltılmasına yönelik eğilimler, Türkiye’den ABD’ye yapılan güneş hücresi ihracatında önemli artışlara yol açmıştır.

Türkiye güneş enerjisi ekipman üretim sektörü son dönemde dikey entegrasyon yatırımlarına odaklandı... Türkiye’de güneş paneli üretim kapasitesi yaklaşık 40 GW seviyesindedir. Peak PV gibi birçok yerli üretici, ithal güneş hücreleri kullanarak modül montajı gerçekleştirmektedir. Yurt içi güneş enerjisi kurulumları hızlı şekilde büyümeye devam ederken, özellikle Çin kaynaklı küresel arz fazlası modül fiyatları ve kâr marjları üzerinde dünya genelinde ciddi baskı yaratmıştır. Bu nedenle ölçek ekonomisi, teknolojik verimlilik, dikey entegrasyon ve ihracat kabiliyeti giderek daha önemli rekabet avantajları haline gelmiştir. Son yıllarda üreticiler dikey entegrasyon, wafer üretimi ve ara ürünlerin yerleştirilmesine yönelik yatırımlara ağırlık vermiştir.

Güneş Paneli Sektöründe Faaliyet Gösteren Halka Açık Şirketler (USDmn)

Şirket	Ticker	Mevcut Kapasite	Yatırım Planları	Piy. Değ.	Net Satışlar			FAVÖK			Net Kar		
					2024	2025	y/y	2024	2025	y/y	2024	2025	y/y
CW Enerji	CWENE	1.8 GW modül and 1.2 GW TOPCon hücre kapasitesi	Güneş pili kapasitesini başlangıçta 2,5 GW'a ve 2028'de 5 GW'a doğru genişletirken aynı zamanda EVA, cam, alüminyum çerçeve ve bağlantı kutusu üretimine de yatırım yapılıyor.	868	299	382	28%	60	74	24%	10	52	398%
Kalyon PV	KLYPV	1.9 GW modül, 2.1 GW TOPCon Plus hücre, 1 GW wafer ve 1 GW ingot kapasitesi	Yakın zamanda yeni G12R TOPConPlus hücre üretim hattı devreye alındı ve dikey entegrasyon yatırımlarına devam ediliyor.	534	166	189	14%	22	51	133%	-10	-16	n.m.
Smart Güneş Teknolojileri	SMRTG	2.4 GW modül, 0.8GW hücrel, 1.5GW wafer kapasitesi	Hücre üretim kapasitesi 2026'da 0,8 GW'tan 2,2 GW'a çıkarılacak.	438	332	247	-26%	48	51	8%	13	-10	n.m.
Alfa Solar	ALFAS	2 GW modül kapasitesi	Astronergy ile entegre gofret ve güneş pili üretim tesisi için ortak girişim, başlangıç kapasitesi 2,5 GW.	506	219	192	-12%	16	16	0%	6	0	n.m.

Kaynak: Şirketler, AK Yatırım Araştırma

Teknolojide hızlı dönüşüm... TOPCon ve TOPCon Plus teknolojileri sektör genelinde baskın yatırım teması haline gelmiştir. Neredeyse tüm büyük kapasite artışları yüksek verimli güneş hücreleri ve büyük ölçekli santral uygulamalarına yönelik modül teknolojilerine odaklanmaktadır. Bu durum, sektörün eski nesil PERC teknolojilerinden uzaklaşarak yeni nesil teknolojilere geçiş yaptığını göstermektedir. Rekabetin artması ve Çin kaynaklı arz fazlası nedeniyle küresel modül fiyatları üzerindeki baskının devam etmesi, bu teknolojik dönüşümü daha da kritik hale getirmektedir.

Yerli üretimi destekleyen ithalat koruma önlemleri... Türkiye, Çin'den ve Çin menşeli diğer üreticilerden ithal edilen güneş panellerine yönelik anti-damping vergileri uygulamaktadır. Ayrıca Hırvatistan, Ürdün, Malezya, Tayland ve Vietnam kaynaklı ürünlere karşı da çeşitli koruma tedbirleri bulunmaktadır. Panel bazındaki kısıtlamaların yanı sıra Türkiye, belirli güneş enerjisi girdileri ve bileşenleri üzerinde gümrük vergileri ve gözetim uygulamaları da yürütmektedir.

Genel değerlendirme... Teknolojik dönüşümün hızlı olması nedeniyle rekabet koşulları zorlayıcı ve sermaye ihtiyacı yüksek olsa da, güneş paneli sektörünün uzun vadeli talep görünümü güçlü kalmaya devam etmektedir. Enerji dönüşümü teması, güçlü iç talep büyümesi, destekleyici regülasyonlar ve enerji arz güvenliği açısından stratejik önemi sayesinde Türkiye güneş paneli sektörü cazibesini korumaktadır. Bununla birlikte sektör genelindeki kârlılık giderek daha fazla operasyonel verimliliğe, teknolojik rekabet gücüne ve küresel fiyat baskılarını yönetebilme kabiliyetine bağlı olacaktır.

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 dayanılarak 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.