

IC Enterra

Endeksin Üzerinde Getiri

Üretimdeki güçlü artışa rağmen, düşük piyasa takas fiyatı sonucunda gelirler daraldı...

Analist: Doğu Kurnaz

dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

hakan.aygun@akyatirim.com.tr

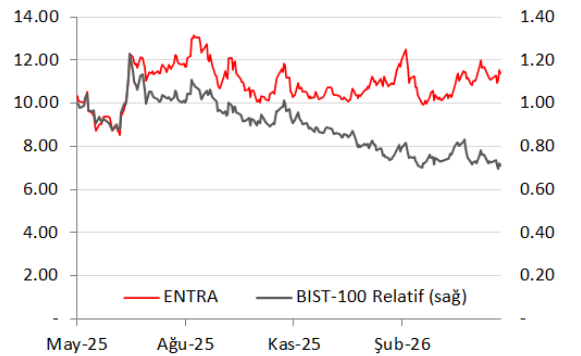
IC Enterra TMS29 düzeltmelerine göre 1Ç26 finansal sonuçlarını açıkladı. Şirket, beklenenden daha düşük gelen ertelenmiş vergi gideri nedeniyle 218 Milyon TL net zarar (kons. 164 Milyon TL net zarar) açıkladı. Olumlu hidrolojinin desteğiyle üretimde yıllık %41'lik güçlü artışa rağmen, Türkiye'nin üretim portföyünde hidroelektrik üretiminin payının artmasının yol açtığı ortalama TL bazlı piyasa fiyatındaki (PTF) %24'lük gerileme sonucunda gelirler %4 daraldı. Çeyreklik satışlar yıllık %4 düşüşle 927 Milyon TL'ye gerilerken (kons. 954 Milyon TL), FAVÖK yıllık %10 düşüşle 633 Milyon TL'ye geriledi (kons. 673 Milyon TL). FAVÖK marjı %68,3'e daraldı (1Ç25: %72,6).

Operasyonel tarafta, brüt kar yüksek amortisman nedeniyle yıllık %91 düşüşle 14 Milyon TL'ye geriledi; finansman gideri öncesi faaliyet karı ise marjinal olarak pozitifte dönerek 8 Milyon TL'ye ulaştı (1Ç25: 907 Milyon TL zarar). Bunun nedeni, geçen yılki bazı yatırım giderleri kalemi altında muhasebeleştirilen 1,19 Milyar TL'lik tek seferlik santral değer düşüklüğünü yansıtmasıydı. Enflasyon etkilerinin hafiflemesinin borç portföyü üzerindeki pozitif etkisiyle 1Ç26'da 741 Milyon TL'ye gerileyen finansman giderleri (1Ç25: 1.706 Milyon TL) net karı destekledi; ancak 1.133 Milyon TL'ye gerileyen parasal kazanç (1Ç25: 1.391 Milyon TL) ve 614 Milyon TL'ye belirgin şekilde yükselen ertelenmiş vergi gideri (1Ç25: 334 Milyon TL) şirketi zararda tuttu. Çeyreklik yatırım harcamaları 40 Milyon TL ile sınırlı kaldı; en büyük tahsis olan 13,5 Milyon TL ise maddi olmayan duran varlıklara yönlendirilerek İtalya projesi lisanslarına yapılan yatırımları yansıttı. Pay başına zarar 0,12 TL'ye daraldı (1Ç25: 0,87 TL).

1Ç26'da IC Enterra 363,6 GWh elektrik üretti (1Ç25: 257,9 GWh, y/y +%41); HES portföyü 326,8 GWh (y/y +%47) ve Erzin GES 36,8 GWh (y/y -%14) katkı sağladı. Güçlü hidro performansı, şirketin hidro tesislerine gelen su girişlerinde yıllık %58'lik artışla desteklendi (Türkiye geneli su girişleri y/y +%122); santral kullanılabilirliği HES için %97,6 ve GES için %97,1 ile yüksek seviyede kaldı.

Yorum ve Tavsiye: Net zarar, beklenenden yüksek ertelenmiş vergi giderinin etkisiyle beklentinin altında kalsa da, üretimdeki %41'lik y/y artış ve kaldıraç metriklerindeki süregelen iyileşme ile birlikte operasyonel performans güçlü seyretmiştir. Beklentilere kıyasla hasılat ve FAVÖK tarafındaki sınırlı sapmanın, güçlü nakit akışı üretimi ve sağlam büyüme planları tarafından kısmen telafi edilmesi nedeniyle piyasa tepkisinin sınırlı negatif olmasını bekliyoruz.

Bloomberg Kodu	ENTRA TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	18.60			
Güncel Fiyat, TL	11.40			
Getiri Potansiyeli	63%			
Halka Açıklık Oranı	20%			
Piyasa Değeri, mn TL	21,033			
Firma Değeri, mn TL	32,652			
Finansal Veriler	2024	2025	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	3,072	4,080	4,335	4,911
FAVÖK, mn TL	2,193	3,045	3,296	3,735
Net Kâr, mn TL	1,966	215	647	1,129
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	10,393	11,200	12,525	15,314
Net Borç/FAVÖK	4.7	3.7	3.8	4.1
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	71.4%	74.6%	76.0%	76.1%
Net Marj	64.0%	5.3%	14.9%	23.0%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	37.6%	32.8%	6.3%	13.3%
FAVÖK, y/y	19.5%	38.8%	8.2%	13.3%
Net Kâr, y/y	23.3%	-89.1%	200.9%	74.5%
Değerleme Verisi				
F/K	8.8	87.9	32.5	18.6
FD/FAVÖK	12.6	9.9	10.2	9.7
FD/Ciro	9.0	7.4	7.7	7.4
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	1A	3A	12A	YBG
BİST-100 Relatif	-0.3%	4.9%	17.9%	11.8%
AOİH, mn TL	-10.4%	-5.9%	-27.4%	-16.4%
	225	213	196	189



Çeyreksel Özet

milyon TL	Özet Finansallar				Piyasa	Piyasa Fark	2025	2024	y/y	
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25						ç/ç
Net Satışlar	927	965	-4%	723	28%	954	-3%	4,628	4,425	5%
FAVÖK	633	701	-10%	454	39%	673	-6%	3,417	3,159	8%
FAVÖK Marjı	68.3%	72.6%	-437 bps	62.8%	546 bps	70.6%	-232 bps	73.8%	71.4%	245 bps
Net Kar	-218	-1,603	-86%	-1,371	-84%	-164	33%	-2,001	2,832	-171%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

IC Enterra'nın konsolide gelirleri geçtiğimiz yıla kıyasla %4 azaldı. Üretimdeki %41'lik artışa rağmen gelirler, ortalama TL bazlı birim fiyattaki %11'lik düşüş (1Ç26: 2.496 TL/MWh, 1Ç25: 2.795 TL/MWh) nedeniyle daraldı; şirket, satış mixi ve ağırlıklı olarak ilişkili taraf alım yapısı sayesinde piyasada görülen %24'lük PTF düşüşünden daha iyi bir performans sergiledi (IC Toptan'a satışlar: 810 Milyon TL veya konsolide gelirlerin %87'si, 1Ç25: 869 Milyon TL). Satış maliyetleri yıllık %14 artışla 913 Milyon TL'ye yükseldi (1Ç25: 798 Milyon TL); bu artış büyük ölçüde GES (güneş) santral varlıklarının 31 Mart 2025 itibarıyla yapılan gerçeğe uygun değer revalüasyonunun (31 Aralık 2022'den bu yana uygulanmakta olan HES revalüasyonu ile birlikte) ardından yıllık %14 artışla 681 Milyon TL'ye yükselen amortisman giderini yansıttı (1Ç25: 598 Milyon TL). Bunun sonucunda brüt kar marjı 1Ç25'teki %17,3 seviyesinden 1Ç26'da %1,6'ya keskin şekilde daraldı. Genel yönetim giderleri yıllık %16 artışla 75 Milyon TL'ye yükselirken, esas faaliyetlerden diğer gelirler yıllık %41 düşüşle 14 Milyon TL'ye geriledi. Finansman giderlerindeki yıllık %57'lik düşüş, ağırlıklı olarak TL cinsinden borçlanmalar üzerindeki enflasyon kaynaklı endekslemenin geçen yıla göre düşük olmasını yansıtırken, toplam banka borçlanmaları anapara geri ödemelerinin ardından çeyreklik %4 düşüşle 12.683 Milyon TL'ye geriledi. Net borç çeyreklik %7 düşüşle 11.508 Milyon TL'ye geriledi (4Ç25: 12.361 Milyon TL); Net Borç/FAVÖK rasyosu 3,64x'e iyileşirken (4Ç25: 3,81x), Brüt Borç/FAVÖK 4,01x oldu (4Ç25: 4,07x). Nakit pozisyonu, 435 Milyon TL'lik güçlü operasyonel nakit akışı (1Ç25: 270 Milyon TL, yıllık +%61) ve 40 Milyon TL'lik görece düşük çeyreklik yatırım harcamalarının (Maddi duran varlıklar 26 Milyon TL + Maddi olmayan duran varlıklar 14 Milyon TL) desteğiyle ç/ç %39 artışla 1.175 Milyon TL'ye güçlendi (4Ç25: 846 Milyon TL).

1Ç26'da IC Enterra 363,6 GWh elektrik üretti (1Ç25: 257,9 GWh, y/y +%41); HES portföyü 326,8 GWh (y/y +%47) ve Erzin GES 36,8 GWh (y/y -%14) katkı sağladı. Güçlü hidro performansı, şirketin hidro tesislerine gelen su girişlerinde yıllık %58'lik artışla desteklendi (Türkiye geneli su girişleri y/y +%122); santral kullanılabilirliği HES için %97,6 ve GES için %97,1 ile yüksek seviyede kaldı. Şirket toplam kurulu gücünü 488 MWe seviyesinde korudu (388 MWe HES, 9 santral genelinde / 100 MWe Erzin-2 GES). Santral bazında çeyreklik üretim açısından, Bağıştaş HES 112 GWh (1Ç25: 90 GWh; +%25), Kadıncık HES 130 GWh (1Ç25: 55 GWh; +%135), Niksar HES 62 GWh (1Ç25: 35 GWh; +%76) ve Erzin GES 37 GWh üretirken (1Ç25: 43 GWh), kalan HES santralleri toplamda 23 GWh katkı sağladı (1Ç25: 35 GWh). Yatırım cephesinde, şirketin açıkladığı yatırım yolu önemli bir kapasite genişlemesini hedeflemekte; yurt içinde, 61 MW Bağıştaş Hibrit GES (Bağıştaş-1 HES'in mevcut elektrik üretim lisansı altında işletilecek; ÇED onayı ve bağlantı izinleri elde edilmiş, finansman çalışmaları devam ediyor) ve depolama entegreli 485 MW'lık projeler (430 MW RES + 55 MW GES, yıllık ~1,5 milyar kWh üretim hedefiyle, 8 projenin tümü için ön lisans alınmış ve 5'i için ÇED onayı temin edilmiş durumda); uluslararası alanda ise 108 MW İtalyan rüzgar projeleri (Troia Wind 64,8 MW ve Bovino Wind 43,2 MW, her ikisi de olumlu şebeke bağlantı görüşü almış olup 2026 sonuna kadar inşaata hazır aşamaya ulaşması beklenmektedir), ayrıca 2027 sonrası yatırım için geliştirme aşamasında olan ek 57,6 MW Serracapriola rüzgar projesi yer almaktadır.

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Satış Gelirleri	1,234	1,754	757	680	965	2,015	924	723	927
Satışların Maliyeti	856	936	774	802	798	898	784	759	913
Brüt Kar	379	818	-17	-122	167	1,117	140	-35	14
Operasyonel Giderler	81	169	61	58	64	102	69	100	75
Faaliyet Karı	297	648	-78	-180	102	1,015	71	-135	-60
Amortisman ve İtfa Payları	616	612	629	614	598	588	588	590	681
FAVÖK	914	1,261	550	434	701	1,603	659	454	633
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	1,015	670	496	-129	-1,320	-275	55	-453	465
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-14	-25	13	-25	18	62	7	63	13
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	12	578	355	298	-1,027	215	90	-136	55
Finansal Gelir / (Gider)	-1,822	-1,472	-1,068	-1,366	-1,701	-1,370	-1,024	-913	-737
Parasal Kazanç / (Kayıp)	2,839	1,589	1,196	963	1,391	818	982	533	1,133
Vergi Öncesi Kar	1,312	1,318	418	-309	-1,217	740	126	-588	404
Vergi Geliri / (Gideri)	-730	1,283	-448	-13	-386	170	-64	-782	-622
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-16	-106	4	-12	-52	31	8	-49	-8
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-714	1,389	-452	-1	-334	139	-71	-734	-614
Vergi Sonrası Net Kar	582	2,601	-30	-322	-1,603	910	62	-1,370	-218
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	-2	3	-1	-1	0	0	-1	0	0
Net Kar	585	2,598	-30	-321	-1,603	910	62	-1,371	-218

Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Satış Gelirleri	12.3%	-35.0%	-29.5%	-40.2%	-21.8%	14.9%	22.1%	6.4%	-3.9%
Operasyonel Giderler	233.0%	675.5%	133.1%	90.3%	-20.7%	-39.9%	12.7%	73.7%	16.2%
Faaliyet Karı	11.5%	-61.4%	-129.1%	-148.0%	-65.6%	56.5%	-190.6%	-24.8%	-159.0%
FAVÖK	6.9%	-44.4%	-35.8%	-53.8%	-23.3%	27.2%	19.7%	4.7%	-9.7%
Net Kar	-63.7%	-164.2%	-101.1%	-113.7%	-374.3%	-65.0%	-311.3%	326.7%	-86.4%

Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Brüt Kar Marjı	30.7%	46.6%	-2.2%	-18.0%	17.3%	55.4%	15.2%	-4.8%	1.6%
Operasyonel Gider Marjı	6.6%	9.6%	8.1%	8.5%	6.7%	5.0%	7.5%	13.9%	8.1%
Faaliyet Kar Marjı	24.1%	37.0%	-10.3%	-26.5%	10.6%	50.4%	7.7%	-18.7%	-6.5%
FAVÖK Marjı	74.0%	71.9%	72.7%	63.9%	72.6%	79.6%	71.3%	62.8%	68.3%
Efektif Vergi Oranı	55.6%	-97.3%	107.3%	-4.1%	-31.7%	-23.0%	50.8%	-133.1%	153.9%
Net Kar Marjı	47.4%	148.2%	-3.9%	-47.3%	-166.2%	45.2%	6.8%	-189.4%	-23.5%
Parasal Kazanç (Kayıp)	230.0%	90.6%	157.9%	141.7%	144.1%	40.6%	106.2%	73.7%	122.2%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	26.6%	44.1%	-69.8%	278.5%	28.0%	123.7%	40.4%	53.4%	46.9%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-82.9%	-26.0%	-198.2%	283.9%	88.7%	131.2%	46.1%	25.1%	46.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	36%	61%	-96%	436%	39%	155%	57%	85%	69%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	135.2%	80.7%	94.6%	82.9%	18.0%	3.9%	4.0%	26.6%	4.3%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-43.4%	16.0%	-27.2%	-33.0%	-45.8%	42.2%	-37.5%	-14.0%	-18.6%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	328	773	-528	1,893	270	2,492	374	387	435
Düzeltilme Öncesi Kar	583	2,601	-30	-322	-1,603	910	62	-1,370	-218
Amortisman ve İtfa Payları	616	612	629	614	598	588	588	590	681
İşletme Sermayesindeki Değişim	-536	280	-206	-224	-442	851	-347	-101	-172
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-335	-2,721	-920	1,825	1,717	142	71	1,269	145
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,351	-1,228	-973	37	586	153	53	-205	-5
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,669	-1,415	-716	-563	-173	-79	-37	-192	-40
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	317	187	-256	601	759	232	90	-13	35
Serbest Nakit Akımı	-1,023	-455	-1,501	1,930	856	2,645	426	182	431
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,586	2,558	647	-2,497	-457	-3,040	-196	-373	-34
Finansal Borçlardaki Değişim	1,217	-482	678	-1,618	0	-2,301	0	159	0
Temettü	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	369	3,040	-31	-879	-457	-739	-196	-532	-34
Çevrim Farkları	-38	-257	-127	-174	-76	-73	-137	10	-67
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	525	1,845	-981	-741	322	-468	93	-181	330

Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26
Dönen Varlıklar	2,005	4,203	3,743	2,859	2,549	1,725	1,782	1,589	2,050
Nakit ve Nakit Benzerleri	956	3,076	1,958	1,079	1,402	933	1,027	846	1,175
Finansal Yatırımlar	0	104	858	693	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	564	435	283	311	542	237	263	285	446
Stoklar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	485	693	1,501	1,469	605	554	492	459	429
Duran Varlıklar	58,098	60,619	60,403	52,263	50,695	50,381	49,732	55,258	54,393
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	57,051	57,761	57,706	49,433	47,795	47,273	46,761	52,572	51,918
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11	105	260	261	294	319	324	322	310
Diğer Duran Varlıklar	1,036	2,753	2,437	2,569	2,605	2,789	2,647	2,364	2,165
Toplam Varlıklar	60,103	64,822	64,146	55,122	53,244	52,106	51,514	56,847	56,443
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,848	7,772	7,984	7,147	6,821	6,093	4,622	6,351	6,034
Finansal Borçlar	6,514	5,988	6,460	5,910	5,913	4,902	3,881	5,674	5,421
Ticari Borçlar	346	690	442	435	215	323	271	231	155
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	987	1,094	1,083	803	693	869	470	446	457
Uzun Vadeli Yükümlülükler	16,400	14,764	14,194	12,365	12,308	10,949	11,647	11,768	11,900
Finansal Borçlar	13,683	11,687	10,907	10,831	10,359	8,887	9,626	7,652	7,373
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,717	3,077	3,287	1,534	1,949	2,062	2,022	4,116	4,527
Özkaynaklar	35,855	42,286	41,967	35,610	34,115	35,064	35,244	38,728	38,509
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	35,862	42,288	41,967	35,609	34,114	35,064	35,245	38,728	38,510
Ödenmiş Sermaye	2,924	3,076	2,824	2,030	2,414	2,278	2,119	1,845	1,845
Rezerv ve Diğer Kalemler	31,787	27,127	26,877	21,419	20,989	21,018	21,141	26,114	25,889
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	567	8,902	9,112	9,327	12,314	12,461	12,616	12,770	10,993
Dönem Net Karı / (Zararı)	585	3,183	3,153	2,832	-1,603	-693	-631	-2,001	-218
Azınlık Payları	-7	-2	0	0	0	1	0	0	0
Toplam Kaynaklar	60,103	64,822	64,146	55,122	53,244	52,106	51,514	56,847	56,443
Yatırım Sermayesi (IC)	57,813	59,962	60,663	52,805	50,934	49,981	49,746	55,324	54,656
İşletme Sermayesi	218	-256	-159	-124	327	-86	-7	54	290
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	4%	-5%	-3%	-3%	8%	-2%	0%	1%	6%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	-285	-657	260	542	239	-400	14	67	262
Toplam Borç	20,197	17,674	17,367	16,741	16,272	13,789	13,507	13,326	12,794
Net Borç / (Nakit)	19,241	14,495	14,550	14,969	14,870	12,855	12,480	12,480	11,619
Net Borç / G12A FAVÖK	3.9	3.6	4.0	4.7	5.0	3.9	3.7	3.7	3.5
Net Borç / Özkaynaklar	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-18,850	-17,175	-17,066	-16,066	-15,701	-13,423	-13,063	-12,827	-11,910

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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.