

## Constellation Energy (CEG) 1Ç26 Finansal Sonuçları Değerlendirme

### Gelir ve karlılık tarafında birleşme etkisiyle güçlü yıllık artış görüldü

Constellation Energy 1Ç26'da gelirini yıllık bazda 6,8 milyar dolardan 11,1 milyar dolara yükseltti. Faaliyet karı 451 milyon dolardan 2,3 milyar dolara çıkarken, ana ortaklık net karı 118 milyon dolardan 1,59 milyar dolara ulaştı. HBK 0,38 dolardan 4,49 dolara, düzeltilmiş operasyonel HBK ise 2,14 dolardan 2,74 dolara yükseldi. Gelirdeki artışta Ocak ayında tamamlanan Calpine satın almasıyla portföye eklenen üretim varlıkları, kapasite gelirlerindeki yükseliş ve daha destekleyici piyasa koşulları etkili oldu. Satın alınan elektrik ve yakıt giderleri ile operasyonel giderlerde artış görülmesine rağmen, genişleyen üretim ölçeği ve kapasite gelirleri faaliyet karlılığını destekledi.

1Ç2026	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
CEG	11,12	2,74
BBG Tahmin	9,0	2,59

### Üretim portföyü satın alma sonrası daha geniş bir yapıya taşındı

Nükleer üretim 44,7 TWh ile geçen yılki 45,6 TWh seviyesinin hafif altında kaldı. Nükleer kapasite faktörü %94,1'den %92,3'e gerilerken, planlı yakıt yenileme günleri 88'den 99'a yükseldi. Nükleer taraftaki sınırlı yenileme bakım takvimiyle uyumlu seyretti. Doğal gaz, petrol ve yenilenebilir üretim tarafında ise Calpine varlıklarının konsolidasyonu portföy ölçeğini belirgin biçimde artırdı. Doğal gaz, petrol ve pompaj depolamalı hidro filusunda ilk çeyrek zorunlu kesinti oranı %4,5 olurken, yenilenebilir enerji yakalama oranı %96,7 seviyesinde gerçekleşti. Bu yapı Constellation'ın nükleer ağırlıklı üretim gücünü korurken, satın alma sonrası daha geniş ve daha esnek bir üretim tabanına geçtiğini gösterdi.

### Nakit akışı artarken, bilanço ölçeği belirgin biçimde büyüdü

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışı 107 milyon dolardan 425 milyon dolara yükseldi. Sermaye harcamaları 806 milyon dolardan 1,28 milyar dolara yükseldi. Calpine satın almasının ardından toplam varlıklar 57,2 milyar dolardan 96,9 milyar dolara, maddi duran varlıklar 40,8 milyar dolara ulaştı. Kısa vadeli borçlanmalar 5,1 milyar dolar, uzun vadeli borç 17,0 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Bilanço artık daha büyük bir üretim filosunu ve daha yüksek yatırım ihtiyacını taşıyor. Borçluluk ve sermaye harcamaları izlenecek kalemler arasında kalsa da, artan varlık tabanı ve gelir ölçeği birleşmenin finansal karşılığını oluşturmaya başladı.

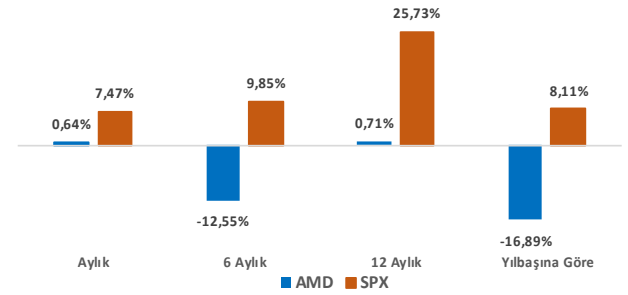
### 2026 beklentisi korunurken, orta vadeli büyüme çerçevesi destekleyici kaldı

Constellation 2026 yılı için 11,00-12,00 dolar aralığındaki düzeltilmiş operasyonel HBK beklentisini korudu. Şirket ayrıca 2026-2029 döneminde baz HBK'de yıllık %20 üzeri büyüme hedefini yineledi. İlk çeyrek sonuçları, satın alma sonrası gelir tabanının genişlediğini, düzeltilmiş operasyonel kazançta yıllık artışın sürdüğünü ve üretim portföyünün daha büyük ölçeğe taşındığını gösterdi. Veri merkezi kaynaklı elektrik talebi, uzun vadeli kontratlama kapasitesi ve bağlantısı hazır sahalar üzerinden yaratılabilecek ek değer ise orta vadeli görünümü destekleyen başlıklar arasında kalıyor. Şirketin 2029 için 195 milyon MWh baz yük temiz üretim öngörmesi ve bunun 147 milyon MWh kısmını uzun vadeli anlaşmalara açık kapasite olarak konumlandırması, büyüme beklentisinin yalnızca dönemsel fiyatlamaya değil, yapısal talep artışına da dayandığını gösteriyor.

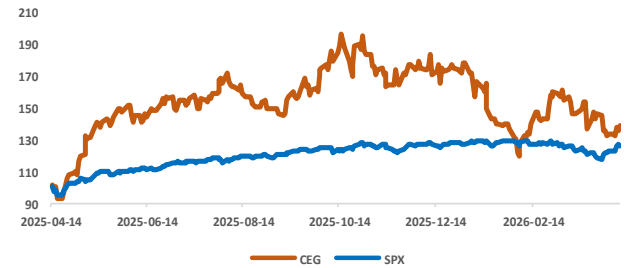
### Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu	CEG			
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)	293,6			
Piyasa Değeri (Bn USD)	106			
Halka Açıklık Oranı %	86			
Sektör	Enerji			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı	243,3	412,7		
Çarpanlar	2024	2025	2026T	2027T
F/K	26,9x	38,1x	25,4x	21,7x
PD/DD	5,3x	7,6x	3,7x	3,8x
FD/FAVÖK	10,7x	20,4x	15,8x	14,4x

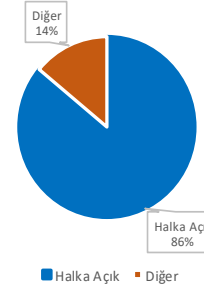
### Hisse Getirisi



### Hisse Performansı



### Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Kusun  
Araştırma

[yusuf.kusun@burganyatirim.com.tr](mailto:yusuf.kusun@burganyatirim.com.tr)

+90 212 317 27 76

## Analist Görüşü

Constellation Energy tarafında ilk çeyrek sonuçları, şirketi model portföyde taşıma gerekçemizi zayıflatmadı. Calpine satın alması sonrası genişleyen üretim portföyünün finansallara yansımaya başladığını, düzeltilmiş operasyonel HBK tarafında yıllık iyileşmenin korunduğunu ve 2026 beklentisinin aşağı revize edilmeden sürdüğünü gördük. Şirketin 1Ç26'da GAAP HBK'yi 4,49 dolar, düzeltilmiş operasyonel HBK'yi ise 2,74 dolar olarak açıklaması ve 2026 için 11,00-12,00 dolar aralığındaki düzeltilmiş operasyonel HBK beklentisini koruması, kısa vadeli maliyet baskılarına rağmen operasyonel kazanç tarafında görünümün bozulmadığını ortaya koydu. Calpine varlıklarının katkısı, kapasite gelirleri ve piyasa koşulları sonuçları desteklerken, nükleer bakım günleri, ZEC gelirlerindeki gerileme ve kış fırtınası kaynaklı yük hizmet maliyetleri karlılığı sınırladı. CEG'de çeyrek performansını yalnızca manşet kar artışıyla değil, birleşme sonrası daha büyük ve daha kontratlanabilir bir üretim tabanına geçişle okumak gerektiğini düşünüyoruz.

Hissenin yıl başından bu yana zayıf performansını operasyonel bir bozulmadan çok, beklenti ve zamanlama kaynaklı bir düzeltme olarak değerlendiriyoruz. CEG 2025'te veri merkezi elektrik talebi, nükleer baz yük kapasitesi ve Microsoft anlaşmasıyla güçlü bir yeniden fiyatlandırma yaşamıştı. 2026'ya gelindiğinde piyasa artık yatırım tezinin gücünden çok bu tezin HBK'ye hangi hızda yansıtacağına odaklandı. Beklenti bandının piyasa çıtasını tam karşılamaması, güçlü ilk çeyrek sonuçlarına rağmen yıl sonu tahmininin sadece korunması ve Crane Clean Energy Center tarafında bağlantı ile regülasyon sürecinin henüz tam netleşmemesi hisse üzerinde baskı yarattı. Faizlerin yüksek kalması da uzun vadeli altyapı ve büyüme temalı hisselerde çarpan hassasiyetini artırıyor, ancak CEG özelindeki zayıf performansı yalnızca faizle açıklamak doğru olmaz. Bizim okuma biçimimizde asıl baskı, 2025 sonrası yükselen beklenti çıtası ve kontratlama görünürlüğünün henüz tam olgunlaşmamış olmasından kaynaklanıyor.

Veri merkezi talebi, CEG'in orta vadeli değerlendirme çerçevesini belirleyen ana alanlardan biri haline gelmiş durumda. Yapay zeka yatırımları arttıkça veri merkezi müşterilerinin ihtiyacı yalnızca daha fazla elektrik değil, kesintisiz, uzun vadeli ve düşük karbonlu elektrik tedariki haline geliyor. Güneş ve rüzgar üretimi enerji dönüşümü açısından kritik olsa da, veri merkezi müşterisi için saatlik süreklilik, şebeke bağlantısı, kapasite güvenilirliği ve uzun vadeli fiyat görünürlüğü daha belirleyici. CEG'nin nükleer ağırlıklı baz yük üretim portföyü burada ayrışıyor. Microsoft ile Crane Clean Energy Center için yapılan 20 yıllık enerji alım anlaşması, nükleer kapasitenin veri merkezi talebiyle nasıl doğrudan eşleşebileceğini gösteren en somut örneklerden biri. PJM bölgesindeki talep projeksiyonlarının veri merkezleri ve büyük ölçekli yüklerle güçlenmesi de, CEG'nin kontratlanabilir üretim kapasitesinin orta vadeli pazarlık gücünü artırıyor.

Calpine satın alması bu denklemi yalnızca bilanço büyüten bir işlem olmaktan çıkarıyor. Satın alma sonrasında Constellation 55 GW'lık üretim kapasitesine ulaşarak nükleer, doğal gaz, petrol, jeotermal, hidro, rüzgar ve güneş tarafında daha geniş bir portföyle hareket etmeye başladı. Nükleer kapasite uzun vadeli ve düşük karbonlu baz yük ihtiyacını karşılarken, Calpine ile gelen doğal gaz portföyü esneklik ve bölgesel erişim sağlıyor. Texas ve California gibi yüksek talep potansiyeli olan bölgelerde artan varlık tabanı, CEG'nin yalnızca PJM'de değil, ERCOT ve diğer pazarlarda da büyük ölçekli elektrik talebine cevap verebilmesini kolaylaştırıyor. Powered land anlaşmaları da ayrı bir değer alanı yaratıyor. Üretim sahalarına yakın, bağlantısı ve altyapısı hazır alanlar veri merkezi müşterileri için zaman ve erişim avantajı sağlarken, CEG'nin uzun vadeli kontratlama gücünü artırıyor.

CEG tarafındaki ana görüşümüz, şirketin artık yalnızca nükleer üretimden gelen savunmacı nakit akışıyla değil, veri merkezi talebiyle daha görünür hale gelen uzun vadeli kontratlama kapasitesiyle de fiyatlanması gerektiği yönünde. İlk çeyrek bilançosu bu görüşü destekleyen bir zemin sundu. Finansallar Calpine sonrası daha büyük ölçeğe geçildiğini gösterirken, 2026 beklentisinin korunması operasyonel görünümde bozulma olmadığını teyit etti. Orta vadede asıl değer yaratım alanı, nükleer baz yük üretiminin veri merkezi müşterileriyle uzun vadeli sözleşmelere dönüşmesi, Calpine portföyünün esneklik sağlaması ve powered land anlaşmalarının ilave HBK katkısı yaratması olacak. Borçluluk, sermaye harcamaları, regülasyon süreçleri ve PJM tarafındaki bağlantı takvimi yakından izlenmeli. Buna rağmen CEG'nin elindeki üretim portföyü, bugünkü elektrik talebi döngüsünde yeniden inşa edilmesi zor ve stratejik değeri artan bir varlık seti sunuyor.

Özetle, Constellation Energy'yi model portföyümüzde %5 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. İlk çeyrek sonuçları finansal tarafta yıllık iyileşmeye, operasyonel tarafta daha büyük üretim ölçeğine, orta vadede ise veri merkezi kaynaklı elektrik talebine karşı daha güçlü bir konumlanmaya işaret etti. Kısa vadede hisse performansı elektrik fiyatları, kapasite gelirleri, borçluluk, faiz hassasiyeti, regülasyon süreci ve yeni veri merkezi anlaşmalarının zamanlamasına duyarlı kalabilir. Ancak uzun vadeli bakışta nükleer baz yük kapasitesi, Calpine sonrası genişleyen üretim portföyü, PJM ve ERCOT tarafındaki talep yoğunluğu ile powered land fırsatları CEG için model portföyde kalma gerekçemizi desteklemeyi sürdürüyor. Geri çekilmeleri, veri merkezi kontratlama görünürlüğü ve bilanço entegrasyon süreci bozulmadığı sürece, orta vadeli pozisyonlanma açısından değerlendirmeye devam ediyoruz.

**Uğur Orhon, CMT**

Araştırma Müdürü / Stratejist  
Araştırma

**Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8  
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye  
ugur.orhon@burganyatirim.com.tr  
www.burganyatirim.com.tr

**Yusuf Küsin**

Araştırma Uzmanı  
Araştırma

**Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8  
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye  
yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr  
www.burganyatirim.com.tr

**Uyarı Notu**

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklar- daki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşamaz.