

## Enerji krizine rağmen düşük elektrik fiyatı yukarı yönlü potansiyeli sınırlıyor

Enerji krizine rağmen artan petrol ve doğalgaz fiyatları Türkiye’de de elektrik şirketlerini gündeme getirdi. Fakat zamlara rağmen olağanüstü hidrolojik koşullar elektrik fiyatını baskılamayı başardı. 2026’nın ilk çeyreğinde elektrik fiyatı, yıllık %26’lık düşüşle 53 USD seviyesini gördü. Mart ayının bitmesiyle saatlik PTF limiti %33 zamlarla 4500TL’ye çıkarılırken elektrik santralleri için doğalgaz tarifesine %20 zam yapıldı. Saatlik fiyat limiti dolar bazında %10 artmış olsa da (2026 İş Yatırım Ortalama Dolar Kuru Tahmini: 46.5TL) hidroelektrik santralleri, doğalgaz santrallerinin yerini alarak elektrik fiyatını yüksek oranda baskıladı. Zamdan sonraki tabloya baktığımızda\* 2025 Nisan’ın ilk haftası 62 USD/MWs olan ortalama PTF, 2026 Nisan’ın ilk haftası 24 USD/MWs seviyesine kadar geriledi. Türkiye genelinde barajlara gelen su %122 artarken HESlerin Mart ayında toplam üretimdeki payı da %27 (5 yıl ortalaması %14) seviyesine çıktı. Üstüne kar yağışlarının da etkisi ile barajlı santrallerin Temmuz ayına kadar yüksek katkı vermesini öngörüyoruz. Temmuz ve Ağustos aylarında üretimin pik yapmasıyla da fiyattaki yukarı yönlü etkiyi görmeye başlayabiliriz. Fakat doğalgaz zammına tekrar baktığımızda doğalgaz santrallerinin yakıt maliyetinin yalnızca %4 arttığını görüyoruz. Hidrolarla birlikte düşündüğümüzde bu sene doğalgaz santrallerinin fiyattaki etkisinin ise sınırlı olması bekliyoruz. Böylece yukarı yönlü fiyat etkisi dolar bazlı artış gösteren saatlik fiyat limitinden gelecektir. Ne yazık ki bunun da yeterli olmayacağı görüşündeyiz ve **2026 için ortalama PTF’nin %6 düşüş ile 63 USD/MWs seviyesinde olacağını tahmin ediyoruz. Elektrik fiyatlarının aşağı yönlü seyredeceği bu senaryoda belirttiğimiz koşullara sahip şirketlerin görece dirençli bir sene geçirmesini bekliyoruz; i.) YEKDEM oranı yüksek şirketler ii.) hidroelektrik üretim oranı yüksek şirketler iii.) barajlı hidroelektrikler sayesinde ortalama satış fiyatı PTF üzerinde olan şirketler iv.) kurulu güç artışına sahip şirketler v.) yurtdışı kurulu gücü yüksek şirketler**

Sayıdığımız koşulların birden fazlasını aynı anda sağlayan şirketlerin bu yıl çarpan etkisi ile pozitif ayrışmasını bekliyoruz. **Öte yandan değerlememizde de değişikliğe giderek uzun vadeli PTF tahminimizi 73USD/MWs seviyesinden 63 USD/MWs seviyesine indiriyoruz.** Güncellediğimiz finansallar ve makro tahminler ile AKFYE, AKSEN, AYDEM, GWIND, MOGAN ve ENJSA için hedef fiyatlarımızı aşağıdaki gibi güncellerken geçen ay takip listemize eklediğimiz ENTRA için hedef fiyatımızı sabit tutuyoruz. **Varılan ateşkes anlaşmasının bozulması ve uzun süren bir savaş ortamının doğal gaz ve petrol fiyatlarında öngörülerin üzerinde kalıcı artışlara sebep olması ise tahminimiz için yukarı yönlü risk oluşturuyor.**

Tablo 1: Özet

	Hedef Fiyat (TL/hisse)	Önceki (TL/hisse)	Artış Potansiyeli, %	Öneri	2026 FAVÖK Tahmini, mn USD	Değişim, %	2026 YEKDEM Satış Beklentisi, %	2026 Hidroelektrik Satış Oranı, %	Barajlı Hidroelektrik Kurulu Güç Oranı, %	2026 Kurulu Güç Artışı, MW	Yurtdışı Kurulu Güç Oranı, %
AKFYE	27.2 TL	27.1 TL	20%	TUT	97	30%	66%	24%	0%	0	0%
AKSEN	117.5 TL	88.2 TL	45%	AL	417	33%	0%	0%	0%	1,060	62%
AYDEM	40.3 TL	40.6 TL	31%	AL	144	24%	31%	63%	19%	0	0%
ENTRA	15.9 TL	15.9 TL	42%	AL	84	16%	0%	86%	55%	61	0%
GWIND	39.0 TL	54.9 TL	39%	AL	46	-3%	29%	0%	0%	0	0%
MOGAN	16.6 TL	15.9 TL	15%	TUT	175	9%	44%	8%	0%	0	0%
ENJSA	169.3 TL	155.3 TL	36%	AL							

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

\*2 –7 Nisan Tarihleri

Alihan Gürleyen  
agurleyen@isyatirim.com.tr  
+90 212 350 25 00

## DEĞERLEME

Tablo 2: Çarpan Özeti

	Artış Potansiyeli	Piyasa Değeri (mn USD)	FD/FAVÖK		
			2026T	2027T	2028T
AKFYE	20%	607	9.2x	9.2x	8.4x
AKSEN	45%	2,236	7.9x	6.0x	6.2x
AYDEM	31%	485	6.9x	6.4x	5.9x
ENTRA	42%	491	8.6x	9.3x	9.8x
GWIND	39%	340	8.2x	9.7x	9.6x
MOGAN	15%	792	8.5x	7.8x	7.7x

Kaynak: Şirket, İş Yatırım. Çarpan hesaplamaları için İş Yatırım net borç tahminleri kullanılmıştır.

Takip listemizde bulunan tüm elektrik üreticileri için uzun vadeli elektrik fiyatı tahminimizi 73USD/MWs seviyesinden 67USD/MWs seviyesine indiriyoruz.

**Akfen Yenilenebilir (AKFYE.IS)**

AKFYE için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 12 aylık 27.21TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

**Riskler:** Düşük kapasite faktörleri, elektrik fiyatı

**Aksa Enerji (AKSEN.IS)**

AKSEN için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 12 aylık 117.5TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

**Riskler:** Kur şoku, kapasite artışlarının gecikmesi

**Aydem Enerji (AYDEM.IS)**

AYDEM için yaptığımız %100 İNA bazlı makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 12 aylık 40.3TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

**Riskler:** İkinci yarıyıldaki kötü hidroloji, elektrik fiyatları, kur şoku

**Galata Wind (GWIND.IS)**

GWIND için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede Avrupa yatırımlarındaki gecikme riski sebebiyle özsermaye maliyetine 4 puan risk primi ekliyoruz. Makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 12 aylık 39TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Riskler:** Elektrik fiyatları, yatırımlarda gecikmeler

**Mogan Enerji (MOGAN.IS)**

MOGAN için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 12 aylık 16.6TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz ve AL tavsiyemizi TUT'a çekiyoruz.

**Riskler:** İkinci yarıyıldaki zayıf RES ve HES üretimi, elektrik fiyatları, kur şoku

**IC Enterra Yenilenebilir (ENTRA.IS)**

Geçtiğimiz ay takip listemize eklediğimiz ENTRA için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede 15.92TL hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Riskler:** İkinci yarıyılıda zayıf HES üretimi, elektrik fiyatları, kur şoku

#### **Enerjisa Enerji (ENJSA.IS)**

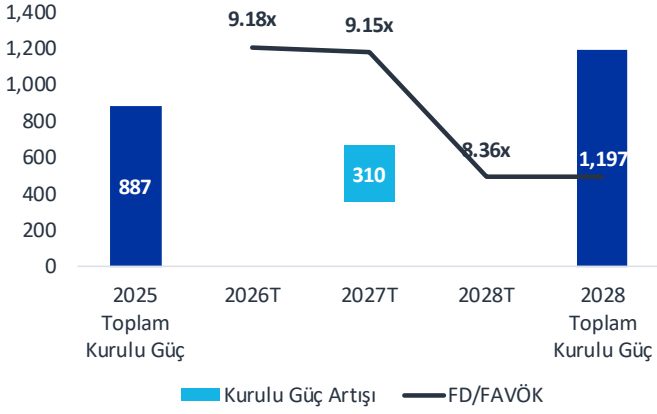
ENJSA için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede makro tahminlerimizi güncelledikten sonra 12 aylık hedef fiyatımızı 169TL/hisse olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Riskler:** Reel faizlerdeki düşüşün gecikmesi net kar üzerinde baskı uygulayabilir

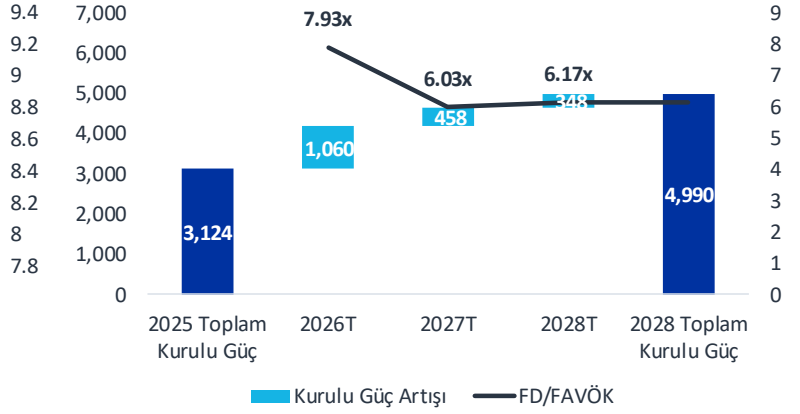
**Tablo 3: Makroekonomik Varsayımlar**

	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
GSYİH büyüme, %	5.0	3.3	3.6	2.7	4.0	4.0
TÜFE (yıl sonu), %	64.8	44.4	30.9	27.5	21.0	22.0
TÜFE (ortalama), %	53.9	58.5	34.9	30.0	22.3	21.1
Cari Denge / GSYİH (%)	-3.6	-0.8	-1.6	-2.7	-2.0	-2.0
Para Piyasası Faizi, %	42.5	47.5	38.0	34.0	24.0	26.0
Gösterge 10 yıllık TL tahvil faizi	25.0	29.5	28.9	30.0	26.0	26.0
30 yıllık Dolar cinsi Eurobond faizi	7.7	8.2	7.4	7.8	7.6	7.5
TL/Dolar (ortalama)	23.7	32.8	39.5	46.5	55.0	64.1
TL/Dolar (yıl sonu)	29.4	35.2	42.9	50.8	59.0	70.0
TL/Euro (ortalama)	25.7	35.5	44.7	54.5	64.1	74.0
TL/Euro (yıl sonu)	32.7	36.7	50.5	59.4	68.4	80.5
Avro/Dolar (ortalama)	1.08	1.08	1.11	1.17	1.17	1.16
Avro/Dolar (yıl sonu)	1.10	1.04	1.17	1.17	1.16	1.15

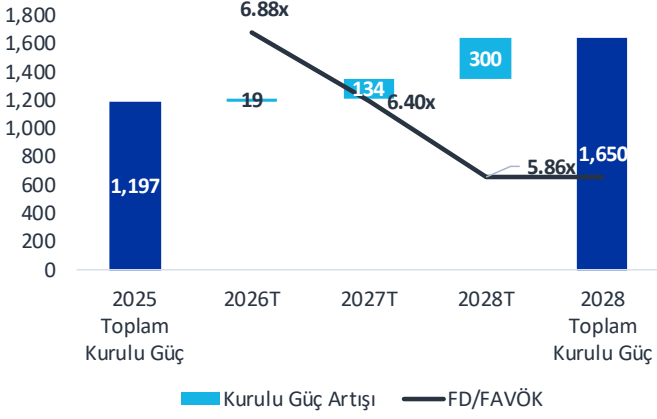
Şekil 1: AKFYE Kurulu Güç Artışı (MW)



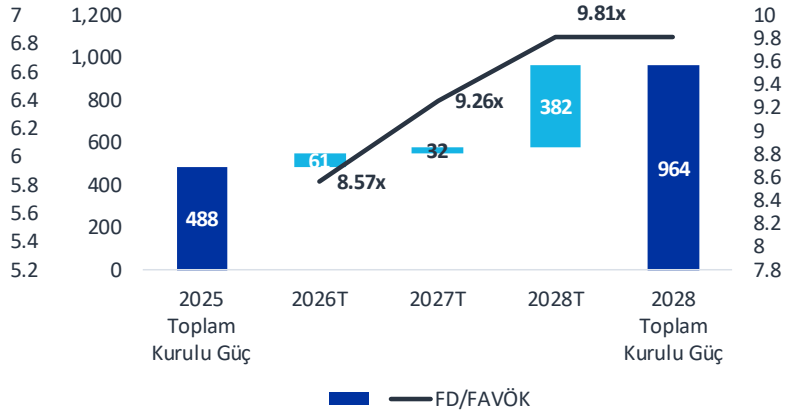
Şekil 2: AKSEN Kurulu Güç Artışı (MW)



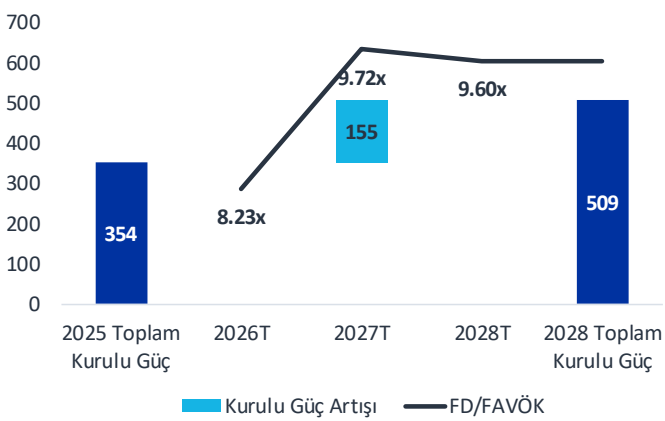
Şekil 3: AYDEM Kurulu Güç Artışı (MW)



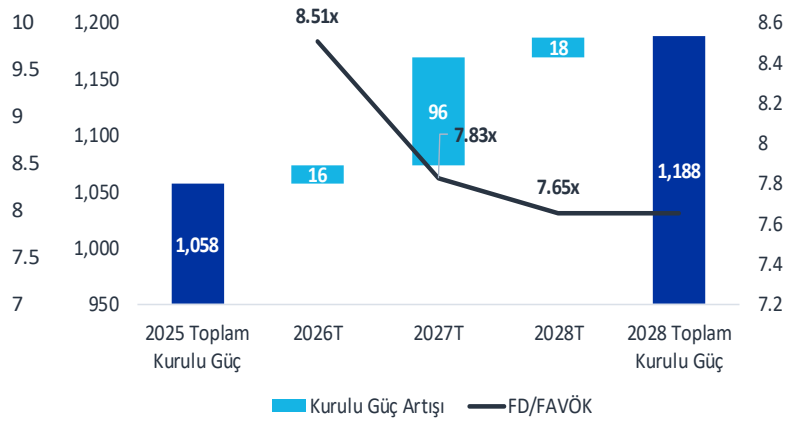
Şekil 4: ENTRA Kurulu Güç Artışı (MW)



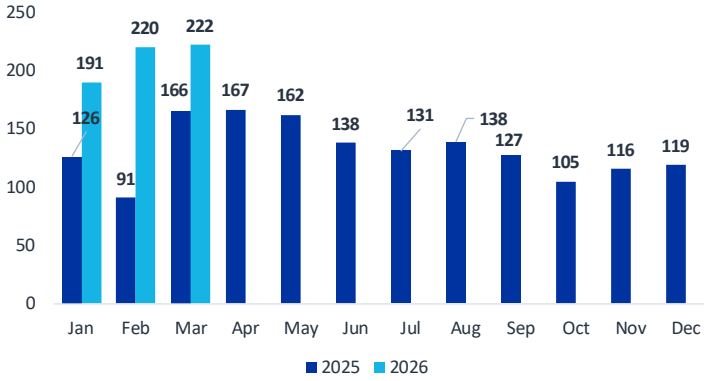
Şekil 5: GWIND Kurulu Güç Artışı (MW)



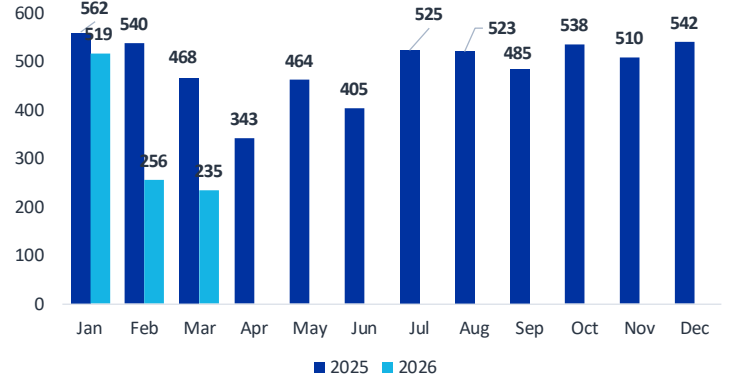
Şekil 5: MOGAN Kurulu Güç Artışı (MW)



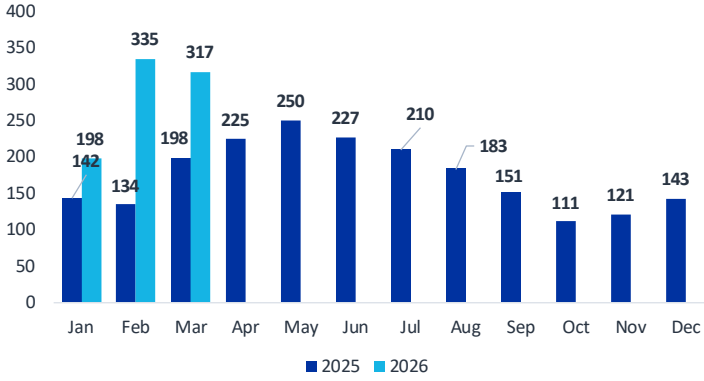
Şekil 6: AKFYE Elektrik Üretimi (GWs)



Şekil 7: AKSEN Elektrik Üretimi (GWs)



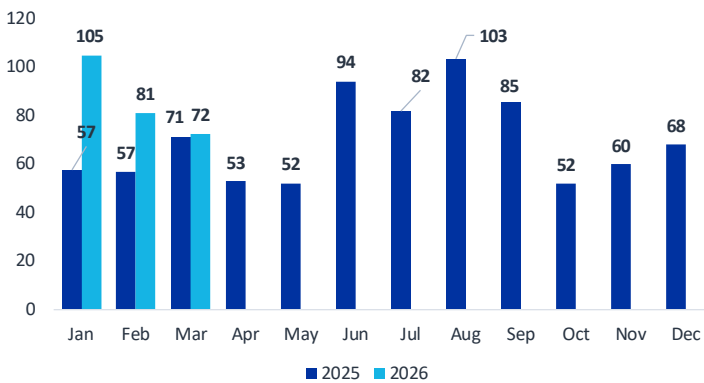
Şekil 8: AYDEM Elektrik Üretimi (GWs)



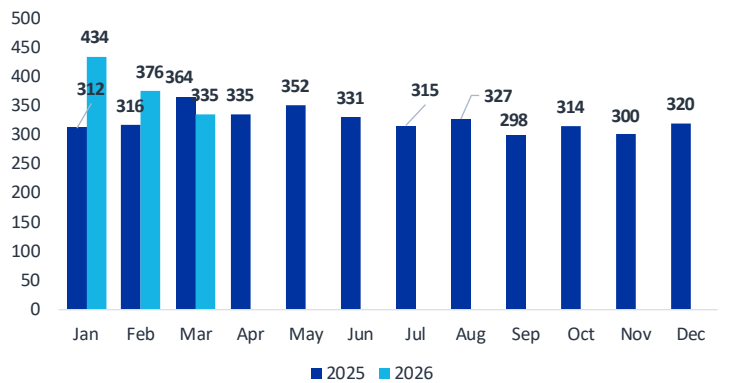
Şekil 9: ENTRA Elektrik Üretimi (GWs)



Şekil 10: GWIND Elektrik Üretimi (GWs)



Şekil 11: MOGAN Elektrik Üretimi (GWs)



## Akfen Yenilenebilir Enerji

4/13/2026

## Hedef Fiyat Değişikliği

TUT

Yükselme Potansiyeli 20%

AKFYE için 12 aylık hedef fiyatımızı %20 artış potansiyeli ile 27.21TL (önceki: 27.14TL) olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi TUT'a çekiyoruz.

AKFYE'in i.) yüksek YEKDEM oranı ii.) dengeli portföyü ve hidroelektrik üretimi iii.) geçen sene ikinci yarı devreye giren kapasitelerin bu sene tam katkı verecek olması sebebiyle beğenmeye devam etsek de bu koşulların büyük ölçüde fiyatlandığını düşünüyoruz. Öte yandan benzer sebeplerle bu sene düşük elektrik fiyatlarından kaynaklı negatif etkinin sınırlı olmasını bekliyoruz.

**Kurulu güçten gecikmeli FAVÖK etkisi.** AKFYE geçtiğimiz sene kurulu gücünü 699MW seviyesinden 887MW'a çıkardı. Fakat bu yeni kapasiteler yıla yayıldığı için FAVÖK katkıları oldukça sınırlıydı. Bu sene bu santrallerin tam katkı vermesi ve hidroların performansı nedeniyle FAVÖK'te dolar bazında %24 artış bekliyoruz.

**Yüksek YEKDEM satış oranı düşen piyasa fiyatlarına karşı koruma sağlayacak.** Bu sene elektrik fiyatının zayıf seyretmesini beklesek de AKFYE'nin satışlarının %57'sinin YEKDEM tarifesi üzerinden yapılmasını öngörüyoruz. Burada ek RES kapasitelerinin YEKDEM'e dahil olmayacağını da hatırlatmak isteriz. Eğer dahil olsaydı bu oran %71'i bulacaktı. Yine de bu haliyle AKFYE, piyasada en çok YEKDEM maruziyetine sahip şirketlerden biri olarak öne çıkıyor.

## Değerleme

AKFYE için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede uzun vadeli elektrik fiyatını 67USD/MWs (önceki: 73USD/MWs) olarak güncelliyoruz. Makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 27.21TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

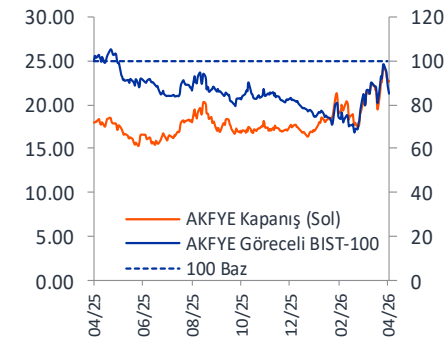
**Riskler:** Düşük kapasite faktörleri, elektrik fiyatı

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	22.60
12 Aylık Hedef Fiyat*	27.21
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	27.14
Piyasa Değeri (mn)	27,051
Halka Açık PD (mn)	7,688
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	121.7
Hisse sayısı (Adet mn)	1,197
Takas Saklama Oranı (%)	28
Yabancı Oranı (%)	28
*Güncelleme tarihi: 4/13/2026	

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	13.9	37.7	25.6
ABD \$	12.5	32.5	6.8
BIST-100 Relatif	6.8	10.2	-16.6

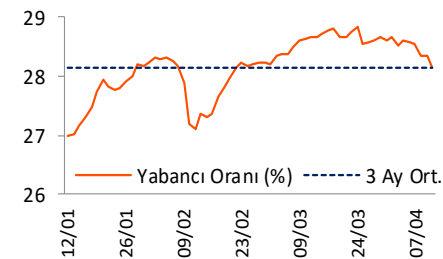
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	7.0	5.8	3.7
PD/DD	0.4	0.4	0.4
FD/FAVÖK	9.2	9.8	7.3

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 17.33 24.06

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 28.36



Alihan Gürleyen

agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

Akfen Yenilenebilir Enerji

Faaliyet Konusu

Hidroelektrik, güneş ve rüzgar enerjisinden oluşan yenilenebilir enerji üretimi.

Ortaklık Yapısı (%)

Akfen Holding Anonim Şirke	56.45
Diğer	28.43
Akfen International Holding B.V.	15.12

Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>6,499</b>	<b>7,390</b>	<b>8,158</b>	<b>7,667</b>	<b>10,112</b>	<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>3,121</b>	<b>3,854</b>	<b>4,153</b>	<b>3,034</b>	<b>2,636</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>2,542</b>	<b>2,277</b>	<b>2,639</b>	<b>2,435</b>	<b>3,277</b>	Nakit ve Nakit Benzerleri	1,478	2,709	1,941	963	99
Operasyonel Giderler	324	487	498	468	617	Ticari Alacaklar	611	578	894	840	1,108
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>2,218</b>	<b>1,790</b>	<b>2,141</b>	<b>1,967</b>	<b>2,660</b>	Stoklar	0	3	832	788	1,030
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-1,742	1,709	1,224	1,150	1,517	Diğer Dönen Varlıklar	1,033	564	486	442	399
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	<b>Duran Varlıklar</b>	<b>60,832</b>	<b>92,490</b>	<b>104,513</b>	<b>131,618</b>	<b>155,662</b>
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	-106	25	0	0	0	Maddi Duran Varlıklar	53,820	84,093	95,040	121,481	143,570
Net Finansman Gelir (Gideri)	1,721	-2,682	2,502	3,947	7,054	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,646	5,954	6,776	7,602	8,749
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>-1,350</b>	<b>841</b>	<b>5,866</b>	<b>7,064</b>	<b>11,231</b>	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	2,365	2,443	2,697	2,535	3,343
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-1,566	-1,648	1,467	1,766	2,808	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>63,953</b>	<b>96,344</b>	<b>108,666</b>	<b>134,652</b>	<b>158,298</b>
Azınlık Payları	16	3	5	6	9	<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>4,381</b>	<b>5,973</b>	<b>4,374</b>	<b>6,733</b>	<b>6,238</b>
<b>Net Kar</b>	<b>200</b>	<b>2,486</b>	<b>4,395</b>	<b>5,292</b>	<b>8,414</b>	Finansal Borçlar	2,759	3,785	3,342	5,759	4,959
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>200</b>	<b>2,486</b>	<b>4,395</b>	<b>5,292</b>	<b>8,414</b>	Ticari Borçlar	1,233	1,663	454	430	562
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	5,264	5,709	3,200	2,603	3,053	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	389	524	579	544	717
<b>FAVÖK</b>	<b>3,699</b>	<b>4,061</b>	<b>4,667</b>	<b>4,369</b>	<b>5,861</b>	<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>13,265</b>	<b>19,168</b>	<b>29,946</b>	<b>49,523</b>	<b>65,881</b>
<b>Büyümler &amp; Opr. Perf.</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	Finansal Borçlar	8,237	12,459	7,797	13,439	11,571
<b>Büyümler</b>						Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	13.7%	10.4%	-6.0%	31.9%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,029	6,709	22,148	36,084	54,310
Faaliyet Karı	-	-19%	20%	-8%	35%	<b>Özkaynaklar</b>	<b>46,306</b>	<b>71,203</b>	<b>74,346</b>	<b>78,396</b>	<b>86,178</b>
FAVÖK	-	10%	15%	-6%	34%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	46,179	71,034	74,176	78,222	85,997
Net Kar	-	1144%	77%	20%	59%	Ödenmiş Sermaye	1,197	1,197	1,197	1,197	1,197
<b>Operasyonel Performans</b>						Rezerv ve Diğer Kalemler	44,453	67,022	68,584	71,940	76,772
Brüt Marj	39.1%	30.8%	32.3%	31.8%	32.4%	Dönem Net Karı (Zararı)	200	2,486	4,395	5,292	8,414
Faaliyet Kar Marjı	34.1%	24.2%	26.2%	25.7%	26.3%	Azınlık Payları	127	169	171	174	181
FAVÖK Marjı	56.9%	55.0%	57.2%	57.0%	58.0%	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>63,952</b>	<b>96,344</b>	<b>108,666</b>	<b>134,652</b>	<b>158,298</b>
Efektif Vergi Oranı	-147.8%	250.0%	-25.0%	-20.7%	-16.9%	<b>Nakit Akım (mn ₺)</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>
Net Kar Marjı	3.1%	33.6%	53.9%	69.0%	83.2%	<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>-1,926</b>	<b>5,087</b>	<b>2,440</b>	<b>3,794</b>	<b>4,157</b>
Özkaynak Karlılığı	-	4.2%	6.1%	6.9%	10.2%	Düzeltilme Öncesi Kar	461	2,489	2,174	1,545	1,610
Aktif Karlılığı	-	3.1%	4.3%	4.4%	5.7%	Düzeltilme & İtfa Payları	2,559	2,272	2,315	2,241	2,928
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	7.8%	3.3%	2.2%	2.1%	İşletme Sermayesindeki Değ.	-712	1,527	-2,050	8	-382
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	-29.6%	68.8%	29.9%	49.5%	41.1%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-4,234	-1,200	0	0	0
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-	-23.1%	37.9%	-	12.6%	<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-8,508</b>	<b>-6,795</b>	<b>653</b>	<b>-12,551</b>	<b>-2,879</b>
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	Sabit Sermaye Yatırımları	-8,508	-6,822	-29	-13,231	-3,541
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	12.4	7.0	5.8	3.7	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	0	27	682	680	662
FD / FAVÖK (x)	11.6	10.6	9.2	9.8	7.3	<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>-10,434</b>	<b>-1,709</b>	<b>3,093</b>	<b>-8,757</b>	<b>1,277</b>
FD / FAVKÖK (x)	-	-	-	a.d	a.d	<b>Finansman Faal. Kay.Nakit</b>	<b>10,169</b>	<b>2,656</b>	<b>-3,618</b>	<b>7,926</b>	<b>-1,961</b>
FD / Satışlar (x)	6.6	5.8	5.3	5.6	4.2	Finansal Borçlardaki Değişim	-4,036	3,456	-3,618	7,926	-1,961
PD / Defter Değeri (x)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Nakit Akışı / PD	a.d	a.d	10.0%	a.d	4.1%	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	14,205	-800	0	0	0
Hisse Başı Kazanç (₺)	0.17	2.08	3.67	4.42	7.03	<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>-265</b>	<b>1,349</b>	<b>-1,067</b>	<b>-831</b>	<b>-683</b>
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m						
Temettü Verimi	0.0%	0.000%	0.000%	0.000%	0.0%						
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	9,518	12,378	9,198	18,235	16,431						
Net Borç / FAVÖK (x)	2.57	3.05	1.97	4.17	2.80						
Net Borç / Özsermaye (x)	0.21	0.17	0.12	0.23	0.19						

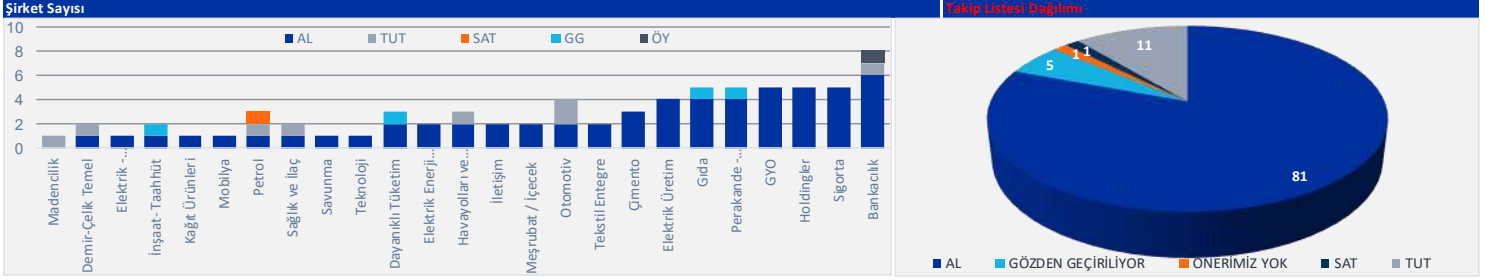
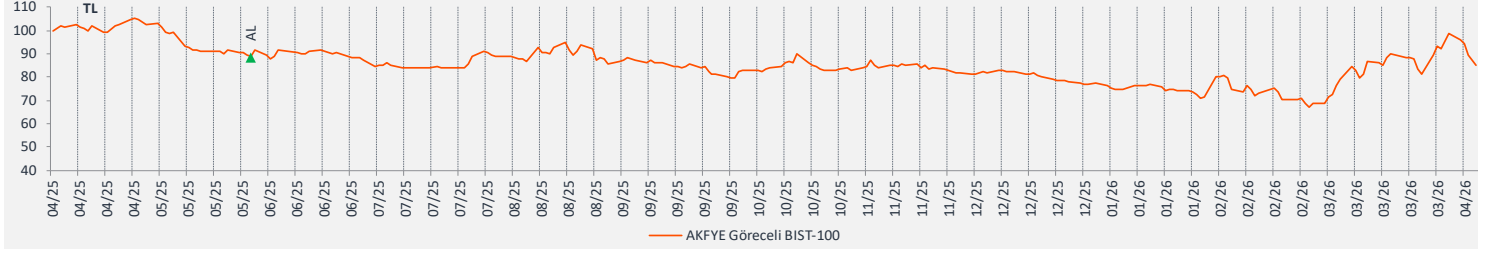
Kaynak: İş Yatırım

\*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

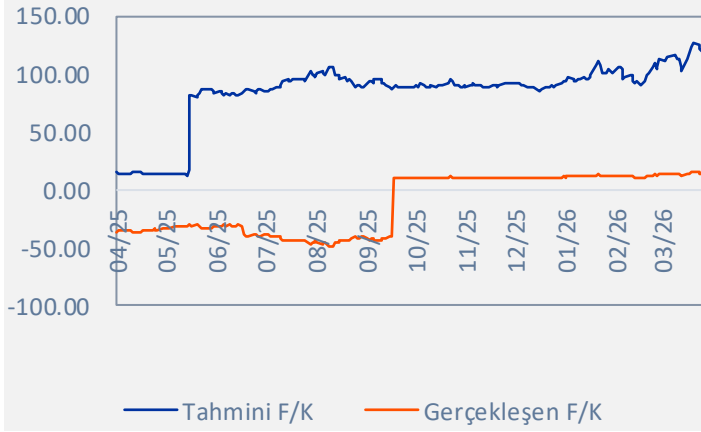
Not: Tutarlar 31 Aralık 2026 tarihi itibarıyla TL satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

## Akfen Yenilenebilir Enerji

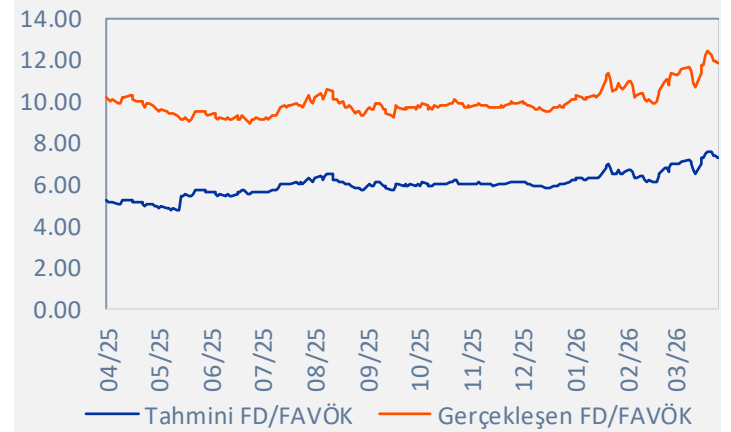
### Göreceli Getiri / Öneriler



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



# Aksa Enerji

4/13/2026

## Hedef Fiyat Değişikliği

AKSEN için 12 aylık hedef fiyatımızı %45 artış potansiyeli ile 117.5TL (önceki: 88TL) olarak güncelliyoruz ve model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz. **AKSEN'in i.) bu sene düşük elektrik fiyatı beklentimize rağmen düşük Türkiye maruziyeti ii.) yurtdışındaki alım garantili anlaşmalar ile öngörülebilir nakit akış iii.) agresif kurulu güç artışı ve FAVÖK büyümesi** sebebiyle beğenmeye devam ediyor ve bu sene de pozitif ayrışacağına inanıyoruz.

**2026 yılında 1.060MW kurulu güç artışı.** Bu yıl 240MW Kazakistan (Nisan), 145MW Gabon (Haziran), 179MW Gana (Geçen senenin son çeyreğinde devreye girdi ve bu sene tam katkı verecek), 160MW Senegal, 100MW Mersin RES (Ekim), 50MW Alıç RES, 41MW Pamuk GES (Yılın ikinci yarısı), 50MW Müstakil Depolama Tesisi (Yılın ikinci yarısı), toplam 1.060MW yeni kurulu gücün tam olmasa da (Gana Kumasi tam katkı) kısmen katkı verecek olması ve geçen sene ikinci yarıda devreye giren 430MW Talimercan santralının de katkısıyla yıl sonu FAVÖK'ün 417 mn USD'ye ulaşarak %32 büyümesini bekliyoruz.

**Yurtiçinde sonuçlar geçen seneye göre zayıf gelebilir.** Yurtiçinde Bolu Göynük Kömür Santrali, EÜAŞ 75USD/MWs alım garantisi ve KKTC santralindeki alım garantisine rağmen geçen sene doğalgaz santralinde gözlenen yüksek baz etkisi sebebiyle bu sene yurtiçi FAVÖK katkısında daralma görebiliriz. Bolu Göynük, 75USD/MWs EÜAŞ katkısı olsa da kapasite mekanizmasının kalkmasıyla FAVÖK katkısı geçen seneye benzer olacaktır. Antalya Doğalgaz Santrali'nin ise Temmuz ayına kadar da fiyatlar nedeniyle üretimin zayıf devam etmesini ve ikinci yarıda elle tutulur bir katkı vermesini bekliyoruz. Yılın ikinci yarısı gelecek yenilenebilir enerji kapasitelerinin yardımıyla da geçen sene 87 mn USD olan Türkiye FAVÖK'ünün bu sene 37 mn USD ile sınırlı kalmasını öngörüyoruz.

**Net finansman giderleri bu sene net karı baskılayabilir.** AKSEN için bu sene 489 mn USD yatırım harcaması beklerken artan FAVÖK ile birlikte net borç/FAVÖK rasyosunun 3.52x seviyesinden 3.27x seviyesine düşmesini öngörüyoruz. Fakat artan finansman giderleri sebebiyle (özellikle kur farkı etkisi) net karın reel olarak %13 küçüleceğini tahmin ediyoruz.

### Değerleme

AKSEN için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede herhangi bir değişikliğe gitmiyor, makro tahminlerimizi ve 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 117.5TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

**Riskler:** Kur şoku, kapasite artışlarının gecikmesi

## AL Yükselme Potansiyeli 45%

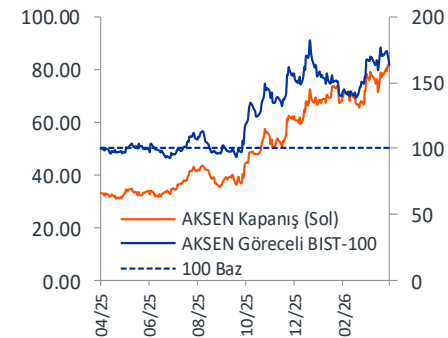
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	81.30
12 Aylık Hedef Fiyat*	117.50
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	88.18
Piyasa Değeri (mn)	99,701
Halka Açık PD (mn)	19,392
Ort. İşlem Hacmi (3AY)	417.1
Hisse sayısı (Adet mn)	1,226
Takas Saklama Oranı (%)	19
Yabancı Oranı (%)	5

\*Güncelleme tarihi: 4/13/2026

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	12.8	12.1	142.5
ABD \$	11.5	7.9	106.3
BIST-100 Relatif	5.8	-10.3	60.9

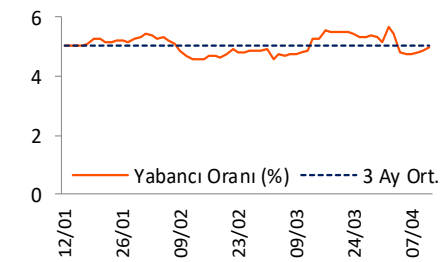
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	28.1	15.0	11.0
PD/DD	1.5	1.3	1.2
FD/FAVÖK	7.9	5.5	5.2

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	65.70	81.70
---------------------------	-------	-------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	4.85
-------------------	----------	------



Alihan Gürleyen

agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

**Faaliyet Konusu**

Elektrik enerjisi üretimi.

**Ortaklık Yapısı (%)**

Akfen Holding Anonim Şirke	56.45
Diğer	28.43
Akfen International Holding B.V.	15.12

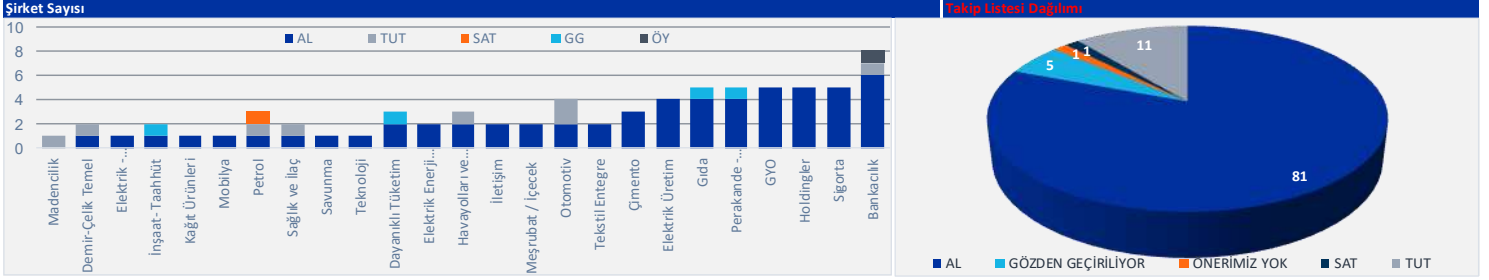
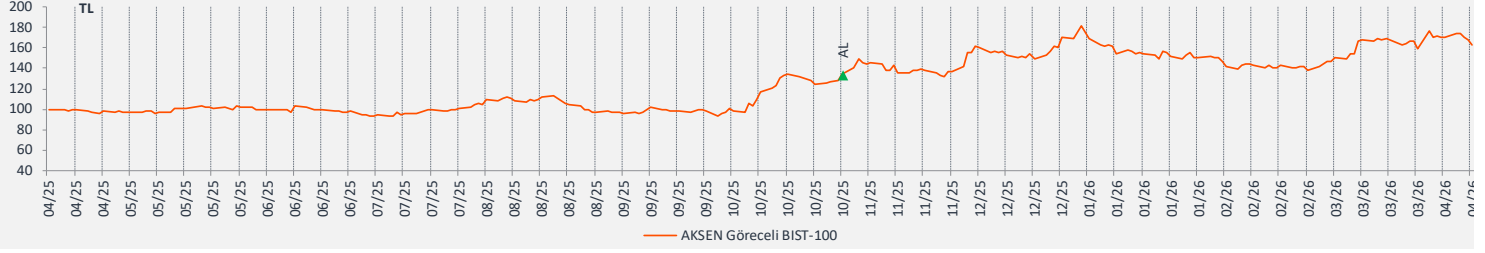
Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>40,340</b>	<b>54,041</b>	<b>52,455</b>	<b>67,094</b>	<b>72,676</b>	<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>18,888</b>	<b>25,488</b>	<b>24,375</b>	<b>31,063</b>	<b>33,690</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>8,527</b>	<b>13,445</b>	<b>15,797</b>	<b>21,877</b>	<b>23,068</b>	Nakit ve Nakit Benzerleri	1,344	8,313	8,069	10,321	11,180
Operasyonel Giderler	1,947	2,279	2,683	3,642	4,058	Ticari Alacaklar	12,725	9,751	9,341	11,948	12,942
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>6,580</b>	<b>11,165</b>	<b>13,114</b>	<b>18,235</b>	<b>19,010</b>	Stoklar	1,757	2,836	2,511	3,097	3,398
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	320	1,067	1,025	1,347	1,305	Diğer Dönen Varlıklar	3,063	4,588	4,454	5,697	6,171
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	<b>Duran Varlıklar</b>	<b>86,648</b>	<b>139,739</b>	<b>149,639</b>	<b>172,077</b>	<b>176,181</b>
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	-137	1,059	0	0	0	Maddi Duran Varlıklar	78,785	130,279	142,188	162,759	165,688
Net Finansman Gelir (Gideri)	-774	-4,519	-6,430	-5,499	-1,539	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,066	4,403	2,542	3,039	3,692
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>5,989</b>	<b>9,584</b>	<b>7,709</b>	<b>14,083</b>	<b>18,776</b>	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	5,797	5,057	4,909	6,279	6,801
Vergi Giderleri (Gelirleri)	2,231	4,036	3,083	5,633	7,511	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>105,536</b>	<b>165,228</b>	<b>174,014</b>	<b>203,140</b>	<b>209,872</b>
Azınlık Payları	1,200	890	582	879	961	<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>27,685</b>	<b>33,453</b>	<b>29,394</b>	<b>29,385</b>	<b>28,354</b>
<b>Net Kar</b>	<b>2,558</b>	<b>4,656</b>	<b>4,043</b>	<b>7,571</b>	<b>10,305</b>	Finansal Borçlar	16,959	25,011	21,578	19,617	17,687
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>2,558</b>	<b>4,656</b>	<b>4,043</b>	<b>7,571</b>	<b>10,305</b>	Ticari Borçlar	7,943	5,563	5,022	6,194	6,796
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	6,919	13,199	18,097	24,652	24,645	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,783	2,879	2,794	3,574	3,871
<b>FAVÖK</b>	<b>9,151</b>	<b>17,235</b>	<b>21,180</b>	<b>30,285</b>	<b>32,156</b>	<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>21,073</b>	<b>48,733</b>	<b>60,343</b>	<b>81,709</b>	<b>78,578</b>
<b>Büyümler &amp; Opr. Perf.</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	Finansal Borçlar	18,685	43,925	55,677	75,740	72,112
<b>Büyümler</b>						Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	34.0%	-2.9%	27.9%	8.3%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,388	4,808	4,667	5,969	6,466
Faaliyet Karı	-	70%	17%	39%	4%	<b>Özkaynaklar</b>	<b>56,777</b>	<b>83,042</b>	<b>84,276</b>	<b>92,046</b>	<b>102,940</b>
FAVÖK	-	88%	23%	43%	6%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	51,822	75,939	76,971	84,329	94,451
Net Kar	-	82%	-13%	87%	36%	Ödenmiş Sermaye	1,226	1,226	1,226	1,226	1,226
<b>Operasyonel Performans</b>						Rezerv ve Diğer Kalemler	47,700	69,719	71,701	75,745	83,315
Brüt Marj	21.1%	24.9%	30.1%	32.6%	31.7%	Dönem Net Karı (Zararı)	2,559	4,656	4,043	7,571	10,305
Faaliyet Kar Marjı	16.3%	20.7%	25.0%	27.2%	26.2%	Azınlık Payları	4,955	7,103	7,305	7,717	8,488
FAVÖK Marjı	22.7%	31.9%	40.4%	45.1%	44.2%	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>105,536</b>	<b>165,228</b>	<b>174,014</b>	<b>203,140</b>	<b>209,872</b>
Efektif Vergi Oranı	-47.5%	-53.7%	-40.0%	-33.1%	-27.1%	<b>Nakit Akım (mn ₺)</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>
Net Kar Marjı	6.3%	8.6%	7.7%	11.3%	14.2%	<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>16,070</b>	<b>15,048</b>	<b>15,855</b>	<b>22,996</b>	<b>28,452</b>
Özkaynak Karlılığı	-	7.3%	5.3%	9.4%	11.5%	Düzeltilme Öncesi Kar	3,759	5,547	4,625	8,450	11,266
Aktif Karlılığı	-	3.4%	2.4%	4.0%	5.0%	Amortisman & İtfa Payları	2,570	4,191	7,041	10,704	11,840
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	11.5%	12.3%	15.1%	13.9%	İşletme Sermayesindeki Değ.	2,907	-368	-1,322	-3,206	-2,289
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	39.8%	27.8%	30.2%	34.3%	39.1%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	6,834	5,677	5,511	7,049	7,635
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-19.0%	-21.9%	-24.8%	-3.2%	28.1%	<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-23,724</b>	<b>-26,906</b>	<b>-28,877</b>	<b>-25,142</b>	<b>-8,053</b>
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	Sabit Sermaye Yatırımları	-23,633	-23,032	-25,117	-20,333	-2,844
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	24.4	28.1	15.0	11.0	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-91	-3,873	-3,760	-4,809	-5,209
FD / FAVÖK (x)	18.4	9.7	7.9	5.5	5.2	<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>-7654</b>	<b>-11,858</b>	<b>-13,022</b>	<b>-2,146</b>	<b>20,399</b>
FD / FAVKÖK (x)	-	-	-	a.d	a.d	<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>7,984</b>	<b>18,836</b>	<b>14,571</b>	<b>5,799</b>	<b>-17,679</b>
FD / Satışlar (x)	4.2	3.1	3.2	2.5	2.3	Finansal Borçlardaki Değişim	28,260	20,534	23,188	31,510	11,638
PD / Defter Değeri (x)	2.2	1.5	1.5	1.3	1.2	Temettü Ödemeleri	-2,359	0	0	0	0
Nakit Akışı / PD	a.d	a.d	a.d	a.d	18.0%	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-17918	-1,698	-8617	-25,711	-29,317
Hisse Başı Kazanç (₺)	2.09	3.80	3.30	6.17	8.40	<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>-121</b>	<b>6,547</b>	<b>1,549</b>	<b>3,652</b>	<b>2,720</b>
Hisse Başı Temettü (₺)	1.92	n.m	n.m	n.m	n.m						
Temettü Verimi	3.9%	0.000%	0.000%	0.000%	0.0%						
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	0	60,624	69,186	85,036	78,620						
Net Borç / FAVÖK (x)	0.00	3.52	3.27	2.81	2.44						
Net Borç / Özsermaye (x)	0.00	0.80	0.90	1.01	0.83						
Kaynak: İş Yatırım											

\*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

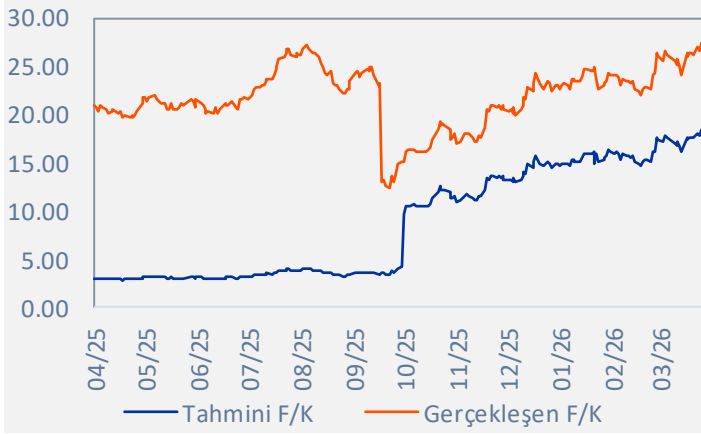
Not: Tutarlar 31 Aralık 2026 tarihi itibarıyla TL satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

Aksa Enerji

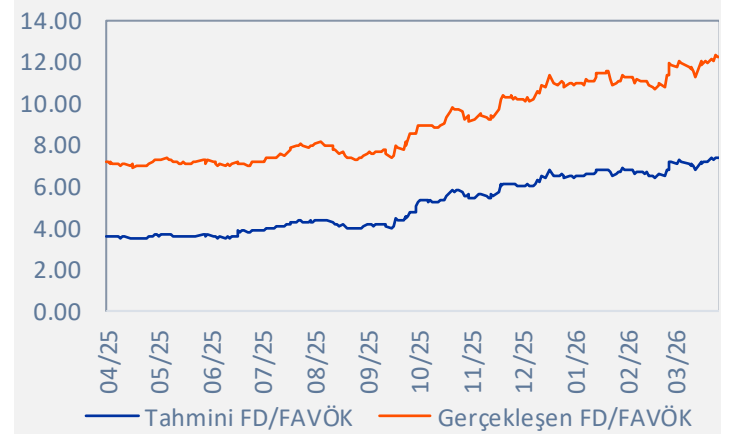
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



## Aydem Enerji

4/13/2026

## Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 31%

AYDEM için 12 aylık hedef fiyatımızı %31 artış potansiyeli ile 40.3TL (önceki: 40.6TL) olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

AYDEM'in i.) hidro kaynaklı elektrik üretimindeki artış ii.) barajlı hidrolar ile fiyat yönetimi iii.) yüksek nakit yaratımı ile düşen borçluluk sebebi ile geçen seneye göre önemli bir toparlama yaşamasını bekliyoruz.

**Yüksek hidro üretimi ve baraj doluluk oranları kurulu güç artışı olmamasına rağmen FAVÖK'te büyümeye işaret ediyor.** Yıla iyi başlayan güçlü hidro performansın, yüksek doluluk oranına ulaşan barajlar ile birlikte Temmuz ayına kadar devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca piyasa fiyatının düşük seyretmesini beklesek de barajlar sayesinde AYDEM'in piyasa fiyatı üzerinde satış yapabildiğini de hatırlatmak isteriz. Bu durum geçen sene PTF 67 USD/MWs ortalama ile kapanırken AYDEM'in 82 USD/MWs ortalama fiyattan satış yapmasıyla sonuçlandı. Bu sene de benzer şekilde primli satış yapmasını bekliyoruz. Hatta PTF limitinin dolar bazında 89 USD/MWs (ortalama dolar kuru ile) 97 USD/MWs'a çıkmış olması pik saatlerdeki fiyata daha geniş bir alan bırakıyor. Biz modelimizde bu spreadi geçtiğimiz senelere yakınsak da bu durum FAVÖK için yukarı yönlü bir riske işaret ediyor. %27 seviyesine ulaşmasını beklediğimiz YEKDEM satış oranı da düşük fiyat riskini bir miktar sınırlıyor. İzinlerin gecikmesiyle Mart ayında 12MW kabulü gelen ek RES kapasitesi ve yıl içerisinde gelecek 6MW kapasitede ufak da olsa katkı sağlayacaktır. Sonuç olarak zayıf geçen 2025'de 116 mn USD FAVÖK'ün ardından 2026 yılında %22 artışla 142 mn USD FAVÖK bekliyoruz.

**Düşen borçluluk ve 2028 yılına kadar yüksek nakit üretimi.** Bu senenin iyi geçmesiyle birlikte net borç/FAVÖK oranının 4.38x seviyesinden 3.03x'e düşmesini modelliyoruz. 2025 yıl ortasında tahvilin yapılandırılması ile şirket, 2028'e kadar ana para ödemesi yapmayacak. Böylelikle yüksek nakit yaratım kapasitesi sayesinde 2027 ve 2028 yılındaki yatırımlar için de rahat boşluk olduğunu düşünüyoruz.

## Değerleme

AYDEM için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede uzun vadeli elektrik fiyatını 67USD/MWs (önceki: 73USD/MWs) olarak güncelliyoruz. Makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 40.3TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

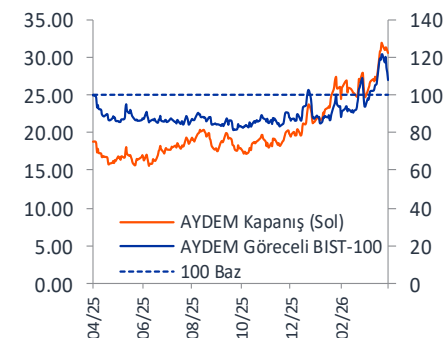
**Riskler:** İkinci yarıyıldaki kötü hidroloji, elektrik fiyatları, kur şoku

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	30.66
12 Aylık Hedef Fiyat*	40.30
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	40.63
Piyasa Değeri (mn)	21,615
Halka Açık PD (mn)	3,984
Ort. İşlem Hacmi (3AY)	82.6
Hisse sayısı (Adet mn)	705
Takas Saklama Oranı (%)	18
Yabancı Oranı (%)	27
*Güncelleme tarihi: 4/13/2026	

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	17.2	36.0	59.0
ABD \$	15.8	30.9	35.2
BIST-100 Relatif	9.9	8.8	5.5

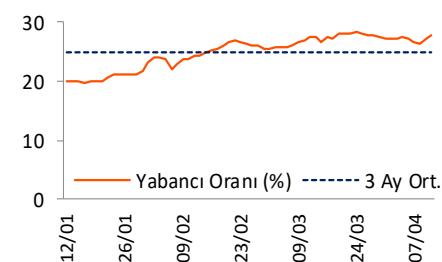
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	-14.6	-25.3	-15.4
PD/DD	0.6	0.6	0.6
FD/FAVÖK	6.9	6.8	6.4

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 21.70 32.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 27.13



Alihan Gürleyen

agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

Faaliyet Konusu	Ortaklık Yapısı (%)
Enerji	Aydem Enerji Yatırımları An 81.56 Diğer 18.44

Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	8,395	16,473	9,437	9,617	10,264	Dönen Varlıklar	8,684	4,413	8,443	8,187	25,523
Brüt Kar (Zarar)	2,050	3,583	3,884	4,044	4,287	Nakit ve Nakit Benzerleri	4,302	1,740	5,477	5,201	22,389
Operasyonel Giderler	821	1,093	755	769	821	Ticari Alacaklar	4,031	2,235	2,586	2,635	2,812
Esas Faaliyet Karı	1,229	2,490	3,129	3,275	3,466	Stoklar	26	41	37	40	41
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	1,239	289	496	430	474	Diğer Dönen Varlıklar	324	397	343	312	281
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	63,245	82,980	75,304	75,177	88,666
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	-24,242	34	283	289	308	Maddi Duran Varlıklar	59,356	78,958	69,742	69,599	82,996
Net Finansman Gelir (Gideri)	-1,517	-5,031	-6,149	-5,292	-6,374	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,099	3,003	4,977	4,983	5,035
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	-20,257	-2,216	-2,241	-1,299	-2,126	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	790	1,020	584	596	636
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-5,250	1,359	-560	-325	-532	Toplam Varlıklar	71,929	87,394	83,746	83,364	114,189
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,700	3,569	2,234	4,114	4,249
Net Kar	-15,006	-3,575	-1,681	-974	-1,595	Finansal Borçlar	8,081	2,818	1,254	3,138	3,233
Düzeltilmiş Net Kar	-15,006	-3,575	-1,681	-974	-1,595	Ticari Borçlar	293	375	609	611	655
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	11,555	5,005	7,756	7,583	8,293	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	326	377	371	365	362
FAVÖK	6,305	6,365	7,196	7,258	7,761	Uzun Vadeli Yükümlülükler	28,338	36,913	37,197	36,752	69,484
Büyümler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Finansal Borçlar	22,898	26,769	26,046	22,930	51,235
Büyümler						Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	96.2%	-42.7%	1.9%	6.7%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,440	10,143	11,151	13,822	18,250
Faaliyet Karı	-	103%	26%	5%	6%	Özkaynaklar	34,891	46,913	44,316	42,498	40,455
FAVÖK	-	1%	13%	1%	7%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	34,891	46,913	44,316	42,498	40,455
Net Kar	-	n.m	n.m	n.m	n.m	Ödenmiş Sermaye	705	705	705	705	705
Operasyonel Performans						Rezerv ve Diğer Kalemler	48,999	49,589	45,292	42,890	41,572
Brüt Marj	24.4%	21.7%	41.2%	42.1%	41.8%	Dönem Net Karı (Zararı)	-15,006	-3,575	-1,681	-974	-1,595
Faaliyet Kar Marjı	14.6%	15.1%	33.2%	34.1%	33.8%	Azınlık Payları	0	0	0	0	0
FAVÖK Marjı	75.1%	38.6%	76.3%	75.5%	75.6%	Toplam Kaynaklar	71,929	87,394	83,746	83,364	114,189
Efektif Vergi Oranı	-33.0%	78.2%	-25.0%	-20.7%	-16.9%	Nakit Akım (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Kar Marjı	-	-21.7%	-17.8%	-10.1%	-15.5%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	4,632	8,886	6,812	7,051	8,831
Özkaynak Karlılığı	-	a.d	a.d	a.d	a.d	Düzeltilme Öncesi Kar	-15,006	-3,575	-1,681	-974	-1,595
Aktif Karlılığı	-	a.d	a.d	a.d	a.d	Amortisman & İtfa Payları	3,836	3,585	3,571	3,553	3,821
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	6.7%	9.7%	9.9%	9.9%	İşletme Sermayesindeki Değ.	465	4,595	-263	-482	-617
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	55.2%	53.9%	72.2%	73.3%	86.0%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	15,337	4,281	5,184	4,954	7,221
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	42.6%	59.5%	84.1%	39.3%	-48.3%	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-1,060	923	1,124	-3,267	-13,789
Rasyo Analizi	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Sabit Sermaye Yatırımları	-880	-363	-189	-4,650	-17,882
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	a.d	a.d	a.d	a.d	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-179	1,286	1,313	1,383	4,093
FD / FAVÖK (x)	7.9	7.8	6.9	6.8	6.4	Serbest Nakit Akım	3,573	9,809	7,936	3,783	-4,958
FD / FAVÖK (x)	-	-	-	-	-	Finansman Faal. Kay. Nakit	-3,065	-10,715	-3,513	-3,226	21,524
FD / Satışlar (x)	5.9	3.0	5.2	5.1	4.8	Finansal Borçlardaki Değişim	0	-6,896	-35	0	27,034
PD / Defter Değeri (x)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6	Temettü Ödemeleri	-486	0	0	0	0
Nakit Akışı / PD	14.5%	39.9%	32.3%	15.4%	a.d	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-2,578	-3,819	-3,478	-3,226	-5,510
Hisse Başı Kazanç (₺)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	Net Nakit Değişimi	508	-906	4,423	558	16,566
Hisse Başı Temettü (₺)	0.69	n.m	n.m	n.m	n.m						
Temettü Verimi	1.9%	0.000%	0.000%	0.000%	0.0%						
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	28,754	27,846	21,823	20,867	32,079						
Net Borç / FAVÖK (x)	4.56	4.38	3.03	2.88	4.13						
Net Borç / Özsermaye (x)	0.82	0.59	0.49	0.49	0.79						

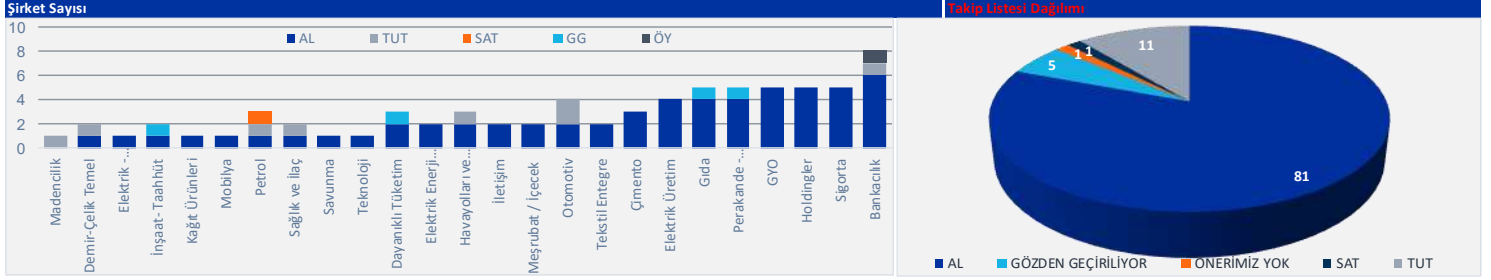
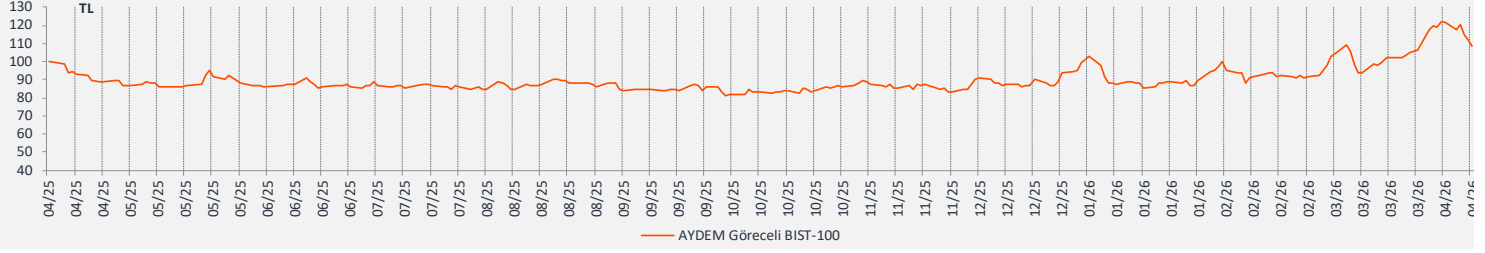
Kaynak: İş Yatırım

\*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

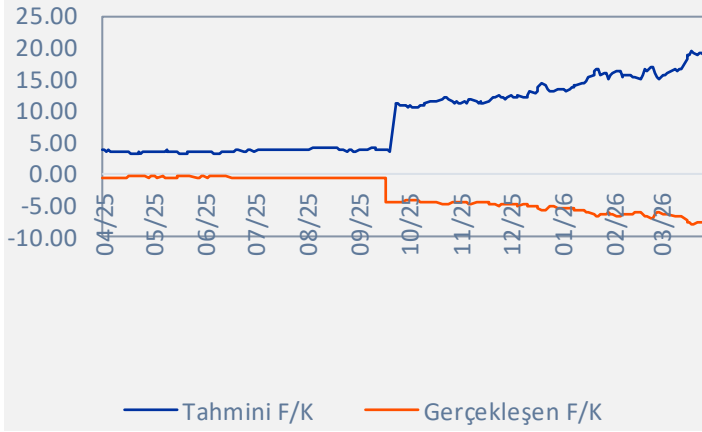
Not: Tutarlar 31 Aralık 2026 tarihi itibarıyla TL satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

## Aydem Enerji

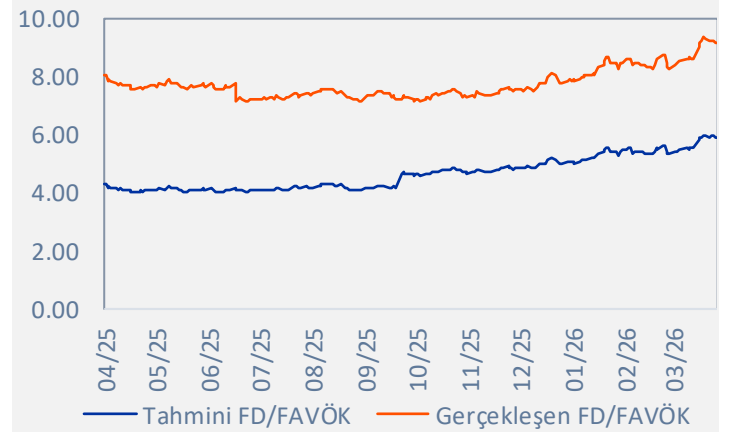
### Göreceli Getiri / Öneriler



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



# İc Enterra Yenilenebilir

4/13/2026

## Hedef Fiyat Değişikliği

ENTRA için 12 aylık hedef fiyatımızı %42 artış potansiyeli ile 15.9TL hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

ENTRA'nın i.) güçlü hidro üretimi ii.) barajlı santraller sayesinde primli satış fiyatı sebebiyle bu sene pozitif ayrışabileceğini düşünüyoruz. Böylece yıl sonu FAVÖK rakamının 84 mn USD'ye ulaşarak %16 büyümesini öngörüyoruz.

### Değerleme

Geçtiğimiz ay takip listemize eklediğimiz ENTRA için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede 15.92TL hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Riskler:** İkinci yarıyıldan itibaren HES üretimi, elektrik fiyatları, kur şoku

**AL**  
**Yükselme Potansiyeli 42%**

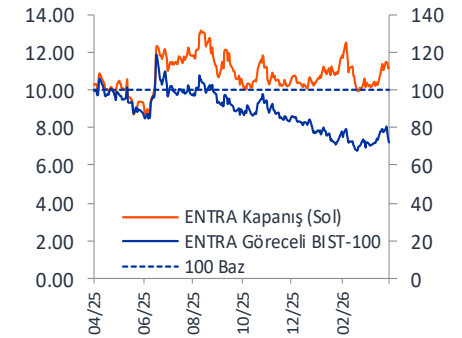
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	11.18
12 Aylık Hedef Fiyat*	15.92
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	15.92
Piyasa Değeri (mn)	20,627
Halka Açık PD (mn)	4,125
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	214.7
Hisse sayısı (Adet mn)	1,845
Takas Saklama Oranı (%)	20
Yabancı Oranı (%)	5

\*Güncelleme tarihi: 2/19/2026

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	5.6	9.6	5.5
ABD \$	4.3	5.5	-10.3
BIST-100 Relatif	-1.0	-12.3	-30.0

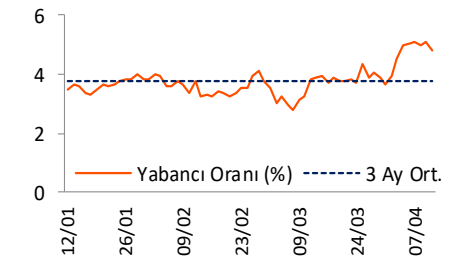
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	46.7	-21.7	-47.1
PD/DD	0.5	0.5	0.5
FD/FAVÖK	8.6	8.2	6.3

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 9.94 12.51

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 5.07



**Alihan Gürleyen**  
agurleyen@isyatirim.com.tr  
+90 212 350 25 00

Ic Enterra Yenilenebilir

Faaliyet Konusu

IC Enterra Yenilenebilir Enerji şirketi bünyesinde hidroelektrik, güneş enerji santralleri ile rüzgâr ve enerji depolamaya yönelik yatırımlar bulunduruyor.

Ortaklık Yapısı (%)

IC İçtaş Enerji Yatırım Holdii 79.97  
Diğer 20.03

Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	3,917	5,362	5,490	5,694	7,353	Dönen Varlıklar	2,531	1,842	1,823	1,832	2,203
Brüt Kar (Zarar)	936	1,609	2,062	2,219	3,420	Nakit ve Nakit Benzerleri	955	1,593	1,003	1,040	1,344
Operasyonel Giderler	327	389	329	333	408	Ticari Alacaklar	276	330	361	374	483
Esas Faaliyet Karı	609	1,220	1,733	1,886	3,011	Stoklar	0	0	0	0	0
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-45	174	67	59	74	Diğer Dönen Varlıklar	687	531	459	417	376
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	46,264	64,026	65,111	79,109	85,265
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	31	1,101	-781	136	140	Maddi Duran Varlıklar	43,759	60,913	61,916	75,792	81,071
Net Finansman Gelir (Gideri)	-759	-1,487	-1,294	-3,559	-3,970	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	231	373	391	409	438
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	2,425	-1,089	670	-1,444	-664	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	2,274	2,739	2,804	2,908	3,756
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-82	1,231	168	-361	-166	Toplam Varlıklar	48,795	65,867	66,933	80,940	87,468
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,327	7,359	6,096	5,207	4,495
Net Kar	2,507	-2,320	503	-1,083	-498	Finansal Borçlar	5,212	6,574	5,156	4,261	3,493
Düzeltilmiş Net Kar	2,507	-2,320	503	-1,083	-498	Ticari Borçlar	385	268	423	428	485
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	2,878	2,729	4,080	4,778	5,941	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	730	517	517	517	517
FAVÖK	2,797	3,960	4,247	4,417	5,775	Uzun Vadeli Yükümlülükler	10,946	13,635	15,969	32,268	40,281
Büyümler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Finansal Borçlar	9,532	8,866	11,855	28,528	36,908
Büyümler						Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	36.9%	2.4%	3.7%	29.1%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,414	4,769	4,115	3,741	3,373
Faaliyet Karı	-	100%	42%	9%	60%	Özkaynaklar	31,522	44,873	44,868	43,465	42,693
FAVÖK	-	42%	7%	4%	31%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	31,522	44,873	44,868	43,465	42,693
Net Kar	-	n.m	n.m	n.m	n.m	Ödenmiş Sermaye	1,845	1,845	1,845	1,845	1,845
Operasyonel Performans						Rezerv ve Diğer Kalemler	26,663	44,840	42,521	43,023	41,941
Brüt Marj	23.9%	30.0%	37.6%	39.0%	46.5%	Dönem Net Karı (Zararı)	2,507	-2,320	503	-1,083	-498
Faaliyet Kar Marjı	15.5%	22.8%	31.6%	33.1%	41.0%	Azınlık Payları	0	0	0	0	0
FAVÖK Marjı	71.4%	73.8%	77.4%	77.6%	78.5%	Toplam Kaynaklar	48,795	65,867	66,933	80,940	87,468
Efektif Vergi Oranı	4.3%	144.2%	-25.0%	-20.7%	-16.9%	Nakit Akım (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Kar Marjı	64.0%	-43.3%	9.2%	-19.0%	-6.8%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	2,369	4,081	3,587	5,355	4,863
Özkaynak Karlılığı	-	a.d	1.1%	a.d	a.d	Düzeltilme Öncesi Kar	2,507	-2,320	503	-1,083	-498
Aktif Karlılığı	-	a.d	0.8%	a.d	a.d	Amortisman & İtfa Payları	2,188	2,740	2,515	2,531	2,763
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	5.2%	6.6%	6.9%	7.5%	İşletme Sermayesindeki Değ.	-607	-45	-476	-536	-1,356
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	60.5%	76.1%	65.3%	94.0%	66.1%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-1,718	3,706	1,045	4,442	3,954
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-18.9%	88.8%	7.9%	-	-41.3%	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-3,111	679	-3,155	-16,193	-7,900
Rasyo Analizi	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Sabit Sermaye Yatırımları	-3,863	-558	-3,535	-16,475	-8,263
Düzeltilmiş F / K (x)	9.4	a.d	a.d	a.d	a.d	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	752	1,237	379	282	363
FD / FAVÖK (x)	13.0	9.2	8.6	8.2	6.3	Serbest Nakit Akım	-742	4,760	432	-10,838	-3,037
FD / FAVÖK (x)	-	-	-	a.d	a.d	Finansman Faal. Kay.Nakit	2,030	-4,711	-197	11,049	3,527
PD / Satışlar (x)	9.3	6.8	6.6	6.4	4.9	Finansal Borçlardaki Değişim	-182	-2,482	2,256	14,146	7,171
PD / Defter Değeri (x)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Nakit Akışı / PD	a.d	20.3%	1.8%	a.d	a.d	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	2,211	-2,229	-2,453	-3,096	-3,644
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.36	n.m	0.27	n.m	n.m	Net Nakit Değişimi	1,288	-271	235	211	491
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m						
Temettü Verimi	0.0%	0.000%	0.000%	0.000%	0.0%						
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	13,788	14,461	16,008	31,749	39,057						
Net Borç / FAVÖK (x)	4.93	3.65	3.77	7.19	6.76						
Net Borç / Özsermaye (x)	0.44	0.32	0.36	0.73	0.91						

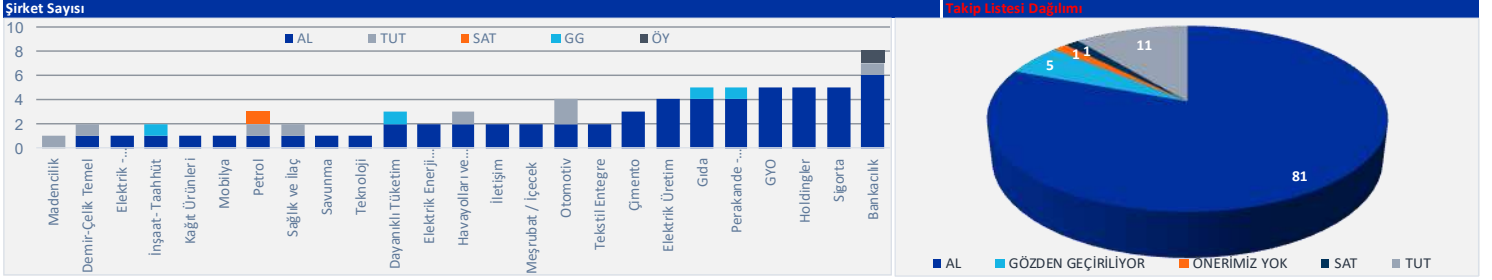
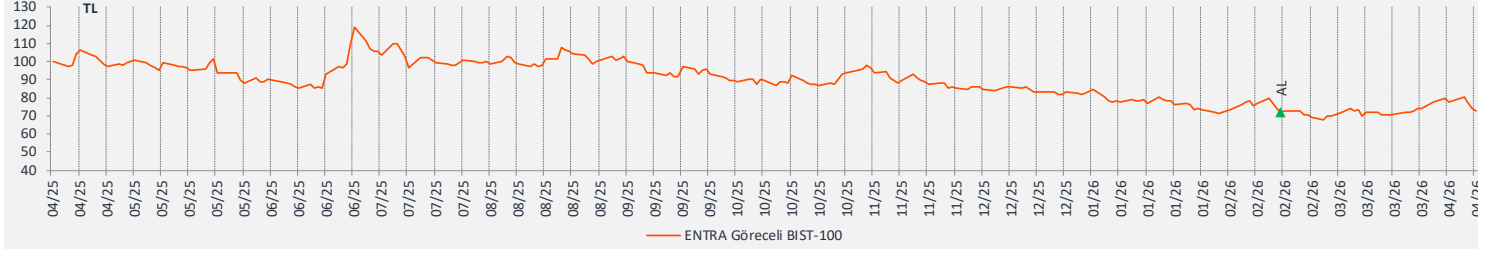
Kaynak: İş Yatırım

\*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

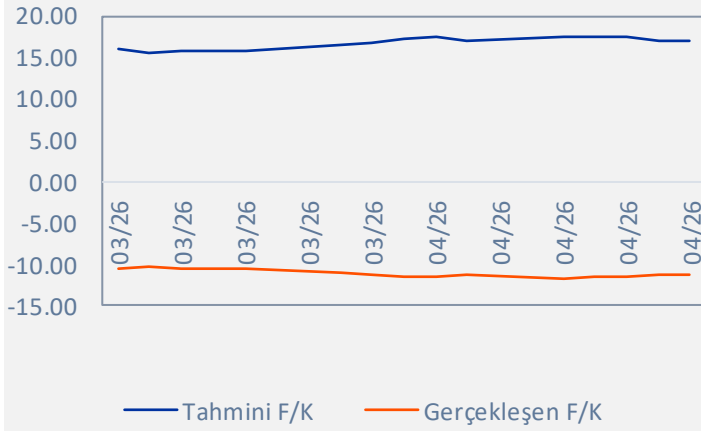
Not: Tutarlar 31 Aralık 2026 tarihi itibarıyla TL satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

## İç Enterra Yenilenebilir

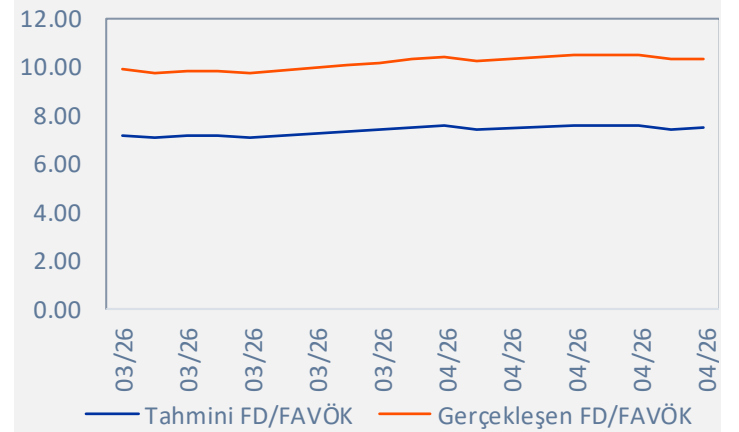
## Göreceli Getiri / Öneriler



## Tahmini F/K &amp; Gerçekleşen F/K



## Tahmini FD/FAVÖK &amp; Gerçekleşen FD/FAVÖK



## Galata Wind Enerji

4/13/2026

## Hedef Fiyat Değişikliği

AL

Yükselme Potansiyeli 39%

GWIND için 12 aylık hedef fiyatımızı %39 artış potansiyeli ile 39TL (önceki: 54.89TL) olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz. **GWIND'in i.) yüksek kurulu güç artışları ii.) Avrupa yatırımları iii.) düşük borçluluk** sebebiyle beğenmeye devam ediyoruz.

GWIND'de bu sene kurulu güç artışı olmayacak. Geçtiğimiz seneye kıyasla da Taşpınar RES santralinde yerli katkı payının biterek YEKDEM satış fiyatının 94 USD/MWs'ten 73 USD/MWs'e düşmesi ve düşük PTF beklentimiz nedeniyle FAVÖK rakamının yıllık bazda reel olarak %10 daralmasını bekliyoruz.

2030 yılında 1GW'a ulaşmasını beklediğimiz kurulu güç beklentimizi 2031 yılı ile güncelliyoruz. Buna rağmen kurulu güçteki bu %188 oranındaki artış uzun vadede GWIND için hala cazip bir tablo sunmaya devam ediyor.

## Değerleme

GWIND için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede uzun vadeli elektrik fiyatını 67USD/MWs (önceki: 73USD/MWs) olarak güncelliyoruz. Ayrıca modelimizde Avrupa yatırımlarını da birer yıl öteliyoruz. Makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 39TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

**Riskler:** Elektrik fiyatları, yatırımlarda gecikmeler

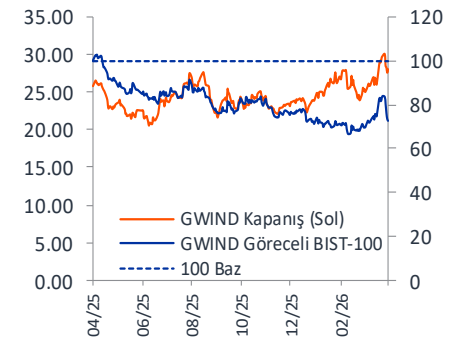
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	28.08
12 Aylık Hedef Fiyat*	39.00
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	54.89
Piyasa Değeri (mn)	15,163
Halka Açık PD (mn)	4,537
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	118.6
Hisse sayısı (Adet mn)	540
Takas Saklama Oranı (%)	30
Yabancı Oranı (%)	11

\*Güncelleme tarihi: 4/13/2026

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	11.3	25.7	9.8
ABD \$	10.0	21.0	-6.7
BIST-100 Relatif	4.3	0.6	-27.2

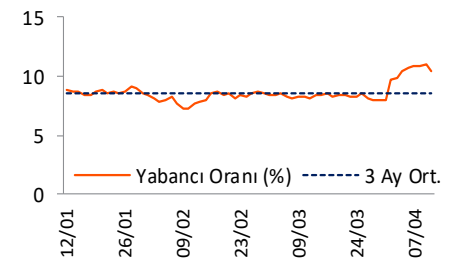
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	21.1	19.1	19.1
PD/DD	0.9	0.9	0.9
FD/FAVÖK	8.2	8.8	7.5

## Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 23.94 30.08

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 11.06



Alihan Gürleyen

agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

Galata Wind Enerji

Faaliyet Konusu

Galata Wind yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı (%)

Doğan Şirketler Grubu Hold	70
Diğer	30

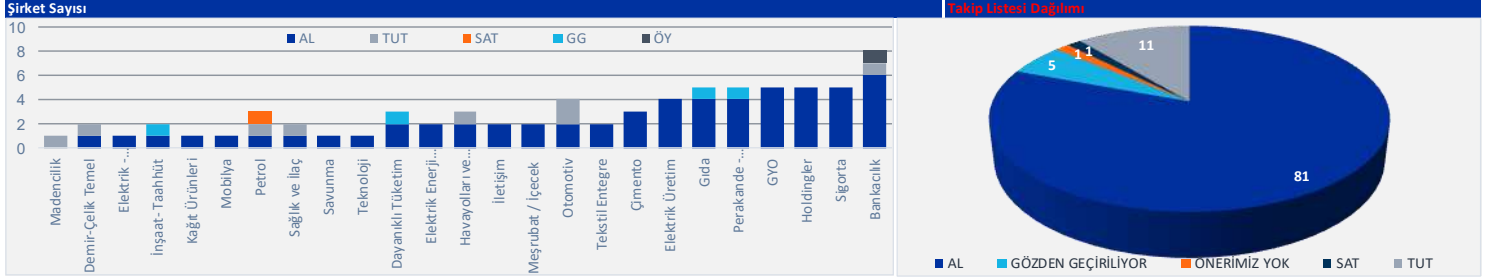
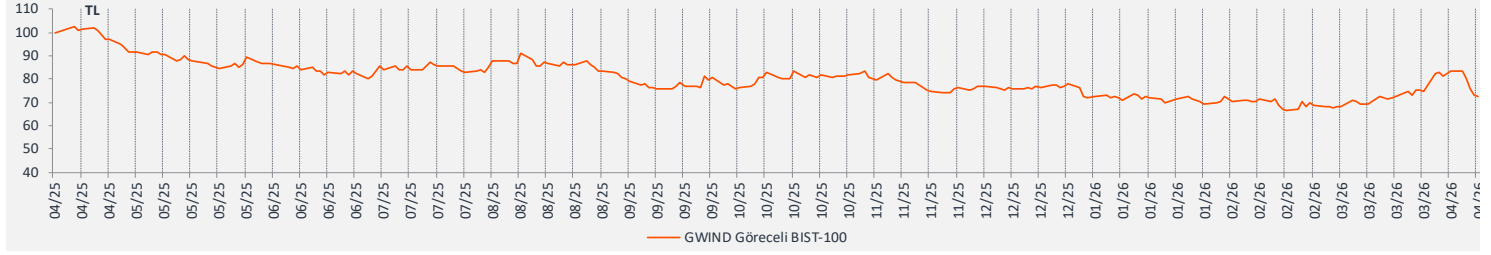
Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	3,014	3,748	3,518	3,239	3,800	4,726	6,956	Dönen Varlıklar	2,062	2,793	2,591	2,388	2,786
Brüt Kar (Zarar)	1,582	1,716	1,615	1,514	1,749	2,177	3,187	Nakit ve Nakit Benzerleri	1,681	2,347	2,203	2,028	2,380
Operasyonel Giderler	288	381	334	308	361	449	661	Ticari Alacaklar	281	363	308	284	333
Esas Faaliyet Karı	1,294	1,336	1,281	1,207	1,388	1,728	2,526	Stoklar	9	6	13	16	19
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	142	626	414	361	392	521	641	Diğer Dönen Varlıklar	91	77	66	60	54
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	16,821	23,140	25,261	28,693	36,401
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	0	0	0	0	0	0	0	Maddi Duran Varlıklar	11,368	14,598	15,733	18,183	24,186
Net Finansman Gelir (Gideri)	98	-227	-606	-364	-574	-432	-778	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,813	7,434	8,489	9,552	11,092
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1,534	1,735	1,088	1,204	1,207	1,816	2,389	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	640	1,107	1,039	957	1,123
Vergi Giderleri (Gelirleri)	470	657	272	301	302	454	597	Toplam Varlıklar	18,883	25,932	27,852	31,081	39,187
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,029	1,129	3,482	6,836	14,100
Net Kar	1,063	1,078	816	903	905	1,362	1,792	Finansal Borçlar	717	903	3,191	6,570	13,786
Düzeltilmiş Net Kar	1,063	1,078	816	903	905	1,362	1,792	Ticari Borçlar	176	78	151	137	163
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1,757	1,908	2,030	1,857	2,214	2,692	3,998	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	136	149	140	129	151
FAVÖK	2,227	2,565	2,302	2,158	2,516	3,146	4,595	Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,521	6,788	5,960	5,320	5,489
Büyümler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T			Finansal Borçlar	2,204	3,347	2,730	2,346	2,000
Büyümler								Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Net Satışlar	-	24.4%	-6.1%	-7.9%	17.3%			Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,317	3,441	3,230	2,974	3,489
Faaliyet Karı	-	3%	-4%	-6%	15%			Özkaynaklar	13,333	18,015	18,411	18,925	19,598
FAVÖK	-	15%	-10%	-6%	17%			Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13,333	18,015	18,411	18,925	19,598
Net Kar	-	1%	-24%	11%	0%			Ödenmiş Sermaye	540	540	540	540	540
Operasyonel Performans								Rezerv ve Diğer Kalemler	11,580	16,248	17,054	17,575	18,327
Brüt Marj	52.5%	45.8%	45.9%	46.8%	46.0%			Dönem Net Karı (Zararı)	1,064	1,078	816	903	905
Faaliyet Kar Marjı	42.9%	35.6%	36.4%	37.3%	36.5%			Azınlık Payları	0	0	0	0	0
FAVÖK Marjı	73.9%	68.4%	65.4%	66.6%	66.2%			Toplam Kaynaklar	18,883	25,932	27,852	31,081	39,187
Efektif Vergi Oranı	-39.1%	-48.3%	-25.0%	-20.7%	-16.9%			Nakit Akım (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Kar Marjı	35.3%	28.8%	23.2%	27.9%	23.8%			İşletme Faal. Kay. Net Nakit	1,904	2,129	1,895	1,833	1,977
Özkaynak Karlılığı	-	6.9%	4.5%	4.8%	4.7%			Düzeltilme Öncesi Kar	1,063	1,078	816	903	905
Aktif Karlılığı	-	4.8%	3.0%	3.1%	2.6%			Amortisman & İtfa Payları	792	1,229	1,021	951	1,128
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	9.9%	8.7%	7.1%	7.0%			İşletme Sermayesindeki Değ.	-245	-177	58	-22	-56
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	63.2%	56.8%	53.9%	56.6%	52.0%			Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	293	0	0	0	0
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	22.8%	-5.3%	52.9%	18.2%	-47.6%			Yatırım Faal. Kay. Nakit	-1,216	-2,328	-34	-1,244	-3,786
Rasyo Analizi	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T			Sabit Sermaye Yatırımları	-2,556	-2,328	-34	-1,244	-3,786
Düzeltilmiş F / K (x)	16.2	16.0	21.1	19.1	19.1			Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	1340	0	0	0	0
FD / FAVÖK (x)	8.5	7.4	8.2	8.8	7.5			Serbest Nakit Akım	687	-198	1861	589	-1,810
FD / FAVKÖK (x)	-	-	-	-	-			Finansman Faal. Kay. Nakit	905	865	-1,499	-381	2,527
FD / Satışlar (x)	6.3	5.1	5.4	5.9	5.0			Finansal Borçlardaki Değişim	1,673	1,328	2,588	4,023	8,477
PD / Defter Değeri (x)	1.3	1.0	0.9	0.9	0.9			Temettü Ödemeleri	-677	0	0	0	0
Nakit Akışı / PD	4.0%	a.d	10.8%	3.4%	a.d			Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-91	-464	-4087	-4,404	-5,951
Hisse Başı Kazanç (₺)	1.97	2.00	1.51	1.67	1.68			Net Nakit Değişimi	1,549	666	362	208	717
Hisse Başı Temettü (₺)	1.25	n.m	n.m	n.m	n.m								
Temettü Verimi	3.5%	0.000%	0.000%	0.000%	0.0%								
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	1,240	1,198	3,717	6,888	13,406								
Net Borç / FAVÖK (x)	0.56	0.47	1.61	3.19	5.33								
Net Borç / Özsermaye (x)	0.09	0.07	0.20	0.36	0.68								
Kaynak: İş Yatırım													

\*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

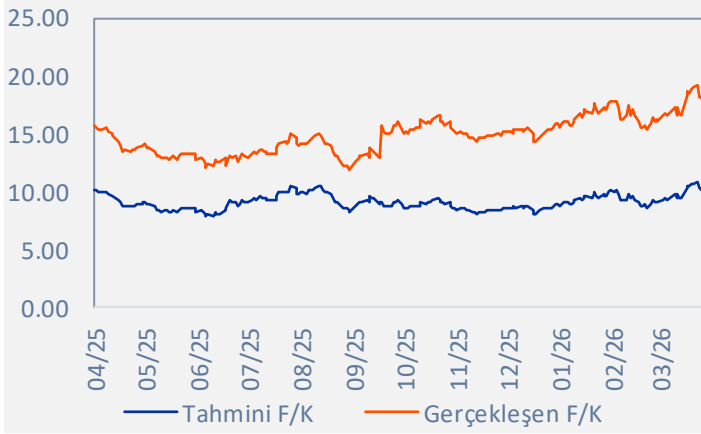
Not: Tutarlar 31 Aralık 2026 tarihi itibarıyla TL satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

## Galata Wind Enerji

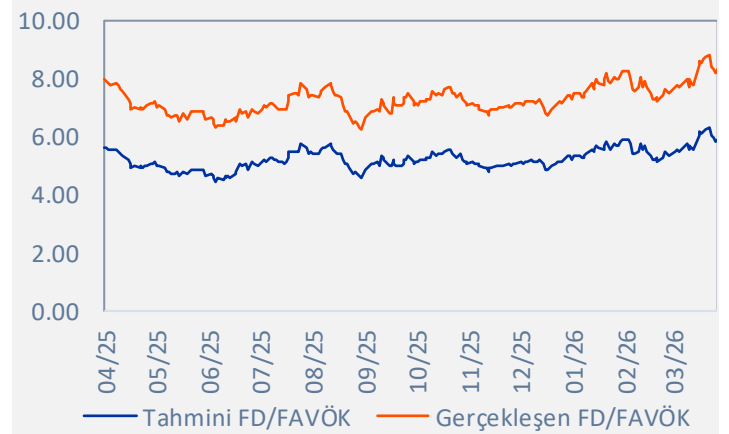
### Göreceli Getiri / Öneriler



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



# Mogan Enerji

4/13/2026

## Hedef Fiyat Değişikliği

### TUT

### Yükselme Potansiyeli 15%

**MOGAN için 12 aylık hedef fiyatımızı %15 artış potansiyeli ile 16.6TL (önceki: 15.96TL) olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi TUT'a çekiyoruz.**

**MOGAN'ın i.) JES kaynaklı istikrarlı ve öngörülebilir nakit akışı ii.) dengeli üretim portföyü iii.) azalan borçluluk** sebebiyle beğenmeye devam ediyoruz fakat sınırlı kurulu güç artışı sebebiyle orta ve uzun vadede hisse fiyatında yukarı yönlü hareket sağlayacak bir hikaye olduğunu düşünmüyoruz.

Hidro ve RES'lerden kaynaklı elektrik üretiminde önemli artışlar olsa da fiyatın düşük olması sebebiyle FAVÖK rakamının reel olarak sadece %4 artmasını bekliyoruz. Ayrıca YEKDEM satışlarının da yaklaşık %44 seviyesinde olmasını bekliyoruz. Böylece düşük elektrik fiyatına karşı önemli derecede korunma sağlanmasını öngörüyoruz.

Yüksek nakit yaratım kapasitesi sayesinde net borç/FAVÖK rasyosunun 4.38x seviyesinden 3.41x'e düşmesini öngörüyoruz. Sınırlı kurulu güç artışı sebebiyle de 2030 yılında bu rasyonun 0.8x'e kadar gerileyebileceğini tahmin ediyoruz. Bu sebeple MOGAN'ın Arnavutluk ve yurtiçi kapasite artışları için borçluluk tarafında n bir engel olmadığını düşünüyoruz.

Ayrıca 2026 yılında ise (parasal kazanç kaynaklı) net zararın net kara dönmesini bekliyoruz.

### Değerleme

MOGAN için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede uzun vadeli elektrik fiyatını 67USD/MWs (önceki: 73USD/MWs) olarak güncelliyoruz. Makro tahminlerimizi güncelleyip 2027 yıl ortası 55TL dolar tahminimizi kullanarak 16.6TL/hisse hedef fiyata ulaşıyoruz.

**Riskler:** İkinci yarıyıldaki zayıf RES ve HES üretimi, elektrik fiyatları, kur şoku

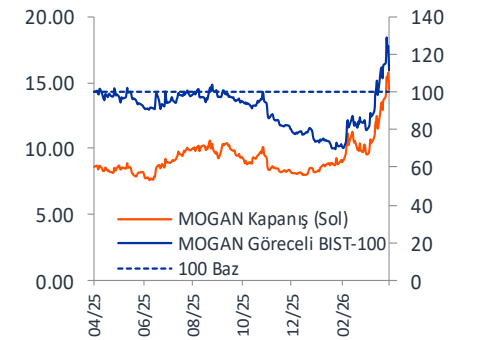
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	14.48
12 Aylık Hedef Fiyat*	16.60
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	15.96
Piyasa Değeri (mn)	35,333
Halka Açık PD (mn)	3,777
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	142.1
Hisse sayısı (Adet mn)	2,440
Takas Saklama Oranı (%)	11
Yabancı Oranı (%)	5

\*Güncelleme tarihi: 4/13/2026

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	40.3	76.8	65.7
ABD \$	38.7	70.2	40.9
BIST-100 Relatif	31.6	41.5	9.9

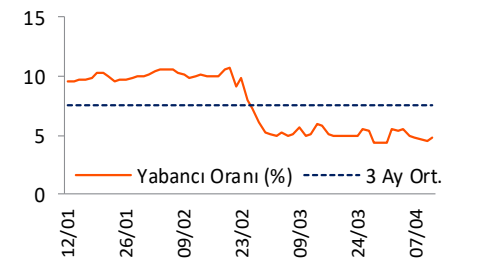
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	10.3	10.0	7.5
PD/DD	0.3	0.3	0.3
FD/FAVÖK	8.5	8.3	8.7

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	8.32	15.71
---------------------------	------	-------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	4.58
-------------------	----------	------



Alihan Gürleyen

agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

Mogan Enerji

Faaliyet Konusu

MOGAN Enerji, jeotermal, hidroelektrik ve rüzgar enerjisi olmak üzere tümüyle yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı (%)

Müşfik Hamdi Yamantürk	39.14
Tevfik Yamantürk	39.14
Güriş İnşaat Ve Mühendislik Anonim Şirketi	11.03
Diğer	10.69

Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
<b>Net Satış Gelirleri</b>	<b>16,426</b>	<b>16,709</b>	<b>16,692</b>	<b>16,488</b>	<b>15,957</b>	<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>6,692</b>	<b>4,840</b>	<b>3,708</b>	<b>3,399</b>	<b>3,543</b>
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>1,040</b>	<b>-1,980</b>	<b>-1,156</b>	<b>-972</b>	<b>-1,202</b>	Nakit ve Nakit Benzerleri	3,837	3,110	1,031	785	1,003
Operasyonel Giderler	1,493	1,689	511	474	479	Ticari Alacaklar	1,747	990	915	903	874
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>-453</b>	<b>-3,669</b>	<b>-1,667</b>	<b>-1,446</b>	<b>-1,681</b>	Stoklar	444	512	1,565	1,531	1,504
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	-51	-193	-46	-51	-28	Diğer Dönen Varlıklar	664	229	198	180	162
Net Finansman Gelir (Gideri)	12,798	-9,514	7,330	7,288	9,520	<b>Duran Varlıklar</b>	<b>146,988</b>	<b>184,689</b>	<b>205,655</b>	<b>230,925</b>	<b>267,491</b>
<b>Vergi Öncesi Kar (Zarar)</b>	<b>-12,079</b>	<b>-13,104</b>	<b>5,951</b>	<b>6,121</b>	<b>8,130</b>	Maddi Duran Varlıklar	137,689	178,897	200,215	225,333	261,619
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-6,496	228	1,488	1,530	2,032	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,160	4,916	4,566	4,728	5,036
<b>Net Kar</b>	<b>-4,826</b>	<b>-11,690</b>	<b>3,913</b>	<b>4,025</b>	<b>5,346</b>	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	5,140	875	875	864	836
<b>Düzeltilmiş Net Kar</b>	<b>-4,826</b>	<b>-11,690</b>	<b>3,913</b>	<b>4,025</b>	<b>5,346</b>	<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>153,680</b>	<b>189,529</b>	<b>209,363</b>	<b>234,324</b>	<b>271,035</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	15,513	8,513	7,251	7,420	6,499	<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>16,977</b>	<b>16,100</b>	<b>14,267</b>	<b>12,445</b>	<b>11,889</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>9,017</b>	<b>8,741</b>	<b>8,738</b>	<b>8,950</b>	<b>8,531</b>	Finansal Borçlar	11,277	12,792	10,804	9,045	8,567
<b>Büyümler &amp; Opr. Perf.</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	Ticari Borçlar	3,188	2,044	2,201	2,153	2,115
<b>Büyümler</b>						Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,512	1,264	1,263	1,247	1,207
Net Satışlar	-	1.7%	-0.1%	-1.2%	-3.2%	<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>50,666</b>	<b>60,351</b>	<b>62,064</b>	<b>67,988</b>	<b>82,268</b>
Faaliyet Karı	-	n.a	n.a	n.a	n.a	Finansal Borçlar	29,401	28,593	20,064	16,798	15,910
FAVÖK	-	-3%	0%	2%	-5%	Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Net Kar	-	n.m	n.m	3%	33%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,265	31,757	42,000	51,189	66,359
<b>Operasyonel Performans</b>						<b>Özkaynaklar</b>	<b>86,045</b>	<b>113,078</b>	<b>133,032</b>	<b>153,891</b>	<b>176,877</b>
Brüt Marj	6.3%	-11.9%	-6.9%	-5.9%	-7.5%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	74,264	96,971	116,375	136,668	158,903
Faaliyet Kar Marjı	-2.8%	-22.0%	-10.0%	-8.8%	-10.5%	Ödenmiş Sermaye	2,440	2,440	2,440	2,440	2,440
FAVÖK Marjı	54.9%	52.3%	52.3%	54.3%	53.5%	Rezerv ve Diğer Kalemler	76,233	105,804	110,222	130,792	152,040
Efektif Vergi Oranı	-68.6%	2.2%	-25.0%	-20.7%	-16.9%	Dönem Net Karı (Zararı)	-4,826	-11,690	3,913	4,025	5,346
Net Kar Marjı	-29.4%	-70.0%	23.4%	24.4%	33.5%	Azınlık Payları	11,781	16,107	16,657	17,222	17,973
Özkaynak Karlılığı	-	a.d	3.7%	3.2%	3.6%	<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>153,688</b>	<b>189,529</b>	<b>209,363</b>	<b>234,324</b>	<b>271,035</b>
Aktif Karlılığı	-	a.d	2.0%	1.8%	2.1%	<b>Nakit Akım (mn ₺)</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	5.3%	3.7%	3.4%	2.6%	<b>İşletme Faal. Kay. Net Nakit</b>	<b>1,081</b>	<b>8,522</b>	<b>6,500</b>	<b>7,602</b>	<b>6,135</b>
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	6.6%	51.0%	38.9%	46.1%	38.4%	Düzeltilme Öncesi Kar	-5,668	-13,333	-3,505	-3,276	-4,365
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	5.0%	56.5%	30.1%	18.9%	3.0%	Amortisman & İtfa Payları	9,521	12,410	10,712	10,893	10,494
<b>Rasyo Analizi</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	İşletme Sermayesindeki Değ.	111	4,595	-707	-15	6
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	a.d	10.3	10.0	7.5	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-2,883	4,850	0	0	0
FD / FAVÖK (x)	8.2	8.5	8.5	8.3	8.7	<b>Yatırım Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-258</b>	<b>923</b>	<b>-1,473</b>	<b>-4,486</b>	<b>-5,649</b>
FD / FAVÖK (x)	-	-	-	a.d	a.d	Sabit Sermaye Yatırımları	-943	-363	-2,154	-5,166	-6,310
FD / Satışlar (x)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.7	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	685	1,286	682	680	662
PD / Defter Değeri (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	<b>Serbest Nakit Akım</b>	<b>823</b>	<b>9,445</b>	<b>5028</b>	<b>3,116</b>	<b>486</b>
Nakit Akışı / PD	2.0%	23.5%	12.5%	7.7%	1.2%	<b>Finansman Faal. Kay. Nakit</b>	<b>-54</b>	<b>-10,715</b>	<b>-6,936</b>	<b>-3,559</b>	<b>-604</b>
Hisse Başı Kazanç (₺)	n.m	n.m	1.60	1.65	2.19	Finansal Borçlardaki Değişim	-9,725	-6,896	-6,936	-3,559	-604
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Temettü Verimi	0.0%	0.000%	0.000%	0.000%	0.0%	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	9671	-3,819	0	0	0
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	36,842	38,276	29,837	25,058	23,474	<b>Net Nakit Değişimi</b>	<b>770</b>	<b>-1,270</b>	<b>-2,991</b>	<b>-622</b>	<b>-259</b>
Net Borç / FAVÖK (x)	4.09	4.38	3.41	2.80	2.75						
Net Borç / Özsermaye (x)	0.50	0.39	0.26	0.18	0.15						

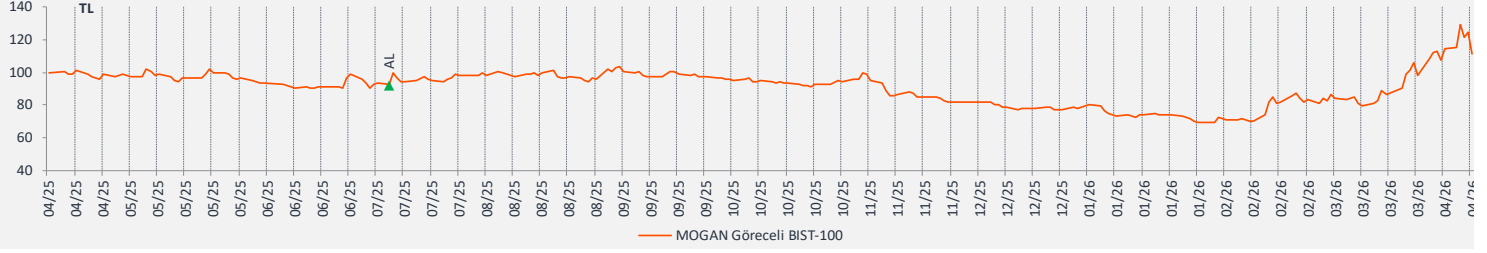
Kaynak: İş Yatırım

\*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

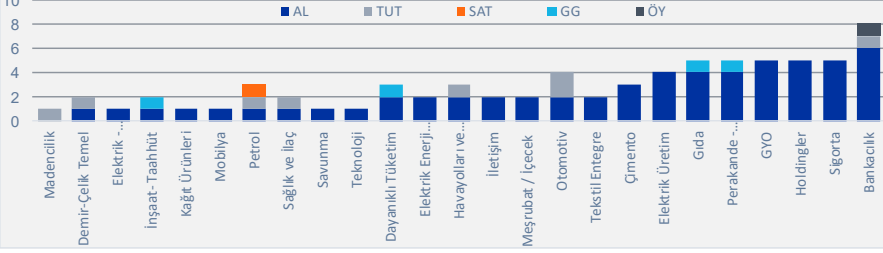
Not: Tutarlar 31 Aralık 2026 tarihi itibarıyla TL satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

## Mogan Enerji

### Göreceli Getiri / Öneriler



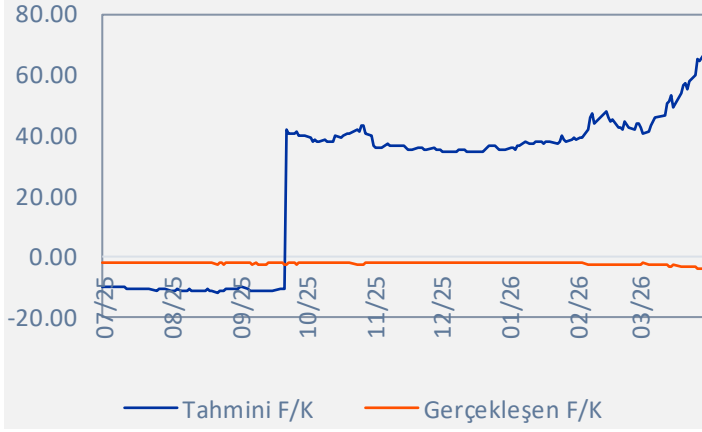
### Şirket Sayısı



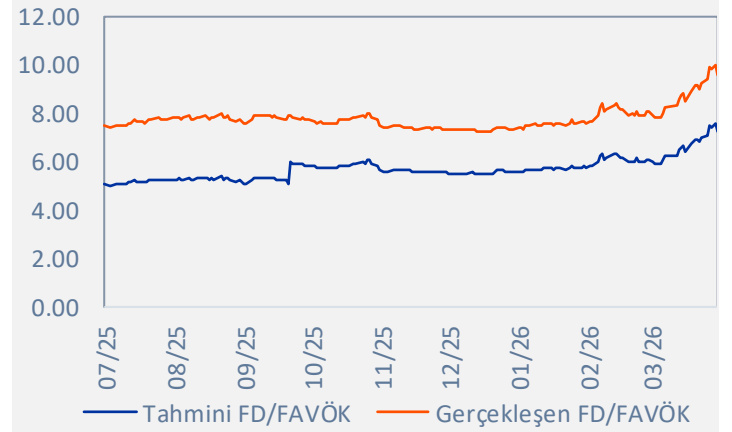
### Yakıp Listesi Dağılımı



### Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



### Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



# Enerjisa Enerji

4/13/2026

## Hedef Fiyat Değişikliği

ENJSA için 12 aylık hedef fiyatımızı %36 artış potansiyeli ile 169TL (önceki: 155TL) olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyarak model portföyümüzde tutmaya devam ediyoruz.

ENJSA'nın i.) defansif iş modeli ii.) enflasyon üstü öngörülebilir reel getirisi iii.) azalan borçluluk sebebiyle beğenmeye devam ediyoruz.

Savaş riskinden kaynaklı enflasyon beklentilerinin arttığı bir ortamda düşük betası ve olası enflasyon senaryosuna karşı defansif yapısı ile piyasadaki pozitif ayrışmasını bekliyoruz. Şirket, şu anda 2.5x FD/DVT çarpanıyla işlem görüyor. Güncellediğimiz makro tahminlerimiz ile varlık tabanı tahminimizi de yukarı taşıyoruz. Böylece enflasyon beklentimizin üstünde %39 artış ile bu yılın sonunda varlık tabanının 117 milyar TL'ye (önceki: 113 milyar TL) ulaşmasını öngörüyoruz.

### Değerleme

ENJSA için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlemede makro tahminlerimizi güncelledikten sonra 12 aylık hedef fiyatımızı 169TL/hisse olarak güncelliyoruz ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Riskler:** Reel faizlerdeki düşüşün gecikmesi net kar üzerinde baskı uygulayabilir

	Yeni Beklenti	Önceki Beklenti
Faaliyet Geliri	73,831	77,736
DVT	113,415	116,518
Baz Alınan Net Kar	11,448	11,242

## AL Yükselme Potansiyeli 36%

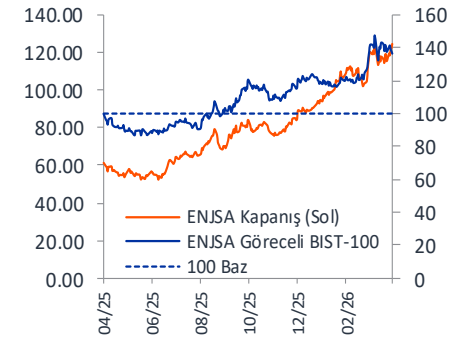
Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	14.48
12 Aylık Hedef Fiyat*	16.60
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	15.96
Piyasa Değeri (mn)	35,333
Halka Açık PD (mn)	3,777
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	142.1
Hisse sayısı (Adet mn)	2,440
Takas Saklama Oranı (%)	11
Yabancı Oranı (%)	5

\*Güncelleme tarihi: 4/13/2026

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	8.4	37.9	108.6
ABD \$	7.1	32.7	77.4
BIST-100 Relatif	1.6	10.4	38.4

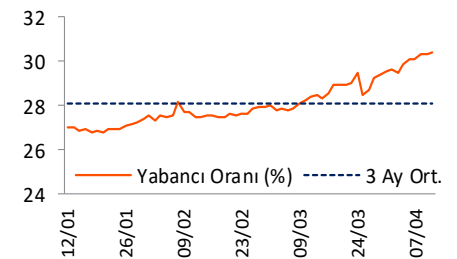
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	42.8	24.3	26.3
PD/DD	1.4	1.4	1.4
FD/FAVÖK	4.4	4.3	4.2

### Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 95.65 124.60

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 30.35



Alihan Gürleyen  
agurleyen@isyatirim.com.tr  
+90 212 350 25 00

Enerjisa Enerji

Faaliyet Konusu

Enerjisa Enerji, elektrik dağıtım ve perakende servis hizmetleri konusunda faaliyet gösteren, Sabancı Holding ve E.ON ortaklığıdır.

Ortaklık Yapısı (%)

Hacı Ömer Sabancı Holding 40  
Diğer 20

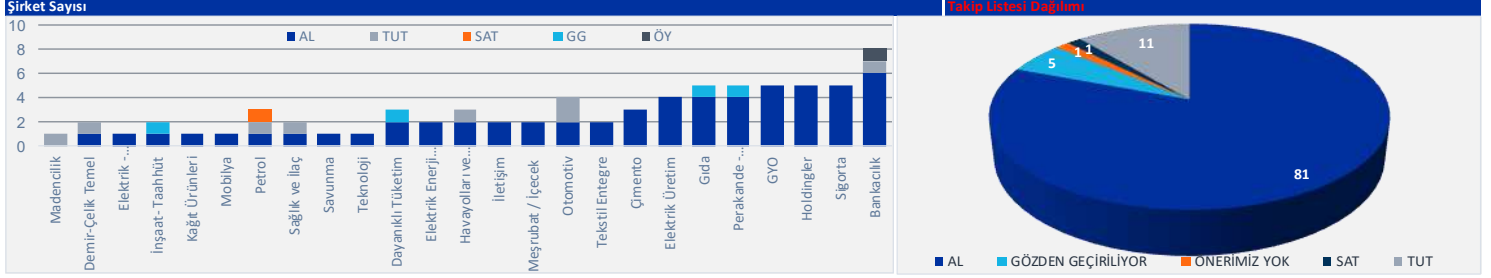
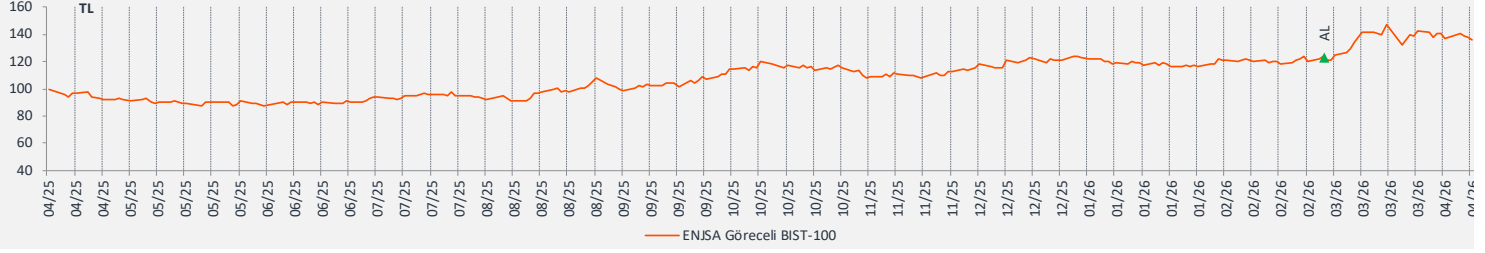
Income Statement (mn ₺)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Sales	249,460	233,065	319,347	319,712	324,066	Dönen Varlıklar	67,265	66,773	78,404	79,475	81,040
Gross Profit (Loss)	55,923	59,506	73,343	73,589	75,125	Nakit ve Nakit Benzerleri	12,419	4,179	5,645	5,624	5,764
Operating Expenses	20,688	28,808	27,751	27,874	28,206	Ticari Alacaklar	26,770	34,155	33,636	33,515	34,346
Core Operating Profit	33,137	47,063	45,591	45,716	46,919	Stoklar	5,044	3,551	6,013	5,990	6,142
Non-operating Income (Exp.)	1,259	1,192	2,275	1,826	1,504	Diğer Dönen Varlıklar	22,768	31,732	33,111	34,345	34,788
Net Financial Income (Exp.)	-32,017	-40,799	-40,656	-34,836	-36,699	Duran Varlıklar	168,017	171,825	236,139	247,846	257,913
PBT	3,590	5,848	7,210	12,706	11,724	Maddi Duran Varlıklar	12,465	17,450	18,186	19,364	20,829
Tax Expense (Income)	-9,942	-2,677	3,300	5,816	5,367	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	59,064	73,272	84,248	89,843	96,642
Net Profit	-6,352	3,171	3,910	6,890	6,357	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	92,044	128,356	133,705	138,640	140,443
Recurring Net Profit	-7,307	4,043	3,910	6,890	6,357	Toplam Varlıklar	235,281	238,598	314,544	327,322	338,954
NOPAT	26,938	51,765	51,642	49,819	51,507	Kısa Vadeli Yükümlülükler	88,455	84,579	137,347	159,948	180,325
EBITDA	39,349	53,428	54,943	55,635	56,873	Finansal Borçlar	39,158	32,870	75,695	98,899	118,688
Büyümler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Ticari Borçlar	25,982	28,318	32,646	32,523	33,345
Büyümler						Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	22,475	29,824	29,005	28,525	28,292
Net Satışlar	-	-6.6%	35.1%	-0.4%	2.5%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	49,369	58,251	60,581	52,070	44,387
Faaliyet Karı	-	42%	-6%	0%	2%	Finansal Borçlar	31,459	34,626	36,011	30,952	26,385
FAVÖK	-	36%	1%	0%	2%	Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Net Kar	-	n.m	33%	59%	-3%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	17,420	30,122	24,570	21,118	18,002
Operasyonel Performans						Özkaynaklar	97,457	95,768	116,616	115,304	114,241
Brüt Marj	22.4%	25.5%	22.8%	22.8%	22.7%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	97,457	95,768	116,616	115,304	114,241
Faaliyet Karı Marjı	13.3%	20.2%	14.0%	14.0%	14.0%	Ödenmiş Sermaye	1,181	1,181	1,181	1,181	1,181
FAVÖK Marjı	15.8%	22.9%	17.1%	17.2%	17.1%	Rezerv ve Diğer Kalemler	100,802	116,555	111,225	107,637	106,968
Efektif Vergi Oranı	-35.9%	-9.0%	-7.6%	-10.2%	-7.9%	Dönem Net Karı (Zararı)	-6,352	3,171	4,209	6,691	6,473
Net Kar Marjı	-2.5%	1.4%	1.3%	2.1%	2.0%	Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Özkaynak Karlılığı	-	3.3%	4.0%	5.8%	5.6%	Toplam Kaynaklar	235,281	238,598	314,544	327,322	338,954
Aktif Karlılığı	-	1.3%	1.5%	2.1%	1.9%						
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	a.d	91.7%	42.8%	41.2%	Nakit Akım (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	12.9%	17.4%	5.1%	8.7%	9.8%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	32,229	40,500	16,007	27,335	31,627
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	4.5%	6.8%	-7.6%	-3.8%	-2.3%	Düzeltilme Öncesi Kar	-6,352	3,171	4,209	6,691	6,473
Rasyo Analizi	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Amortisman & İtfa Payları	6,213	6,365	9,511	9,902	9,955
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	a.d	39.8	25.0	25.9	İşletme Sermayesindeki Değ.	-6,982	-1,134	-2,385	1,195	1,420
FD / FAVÖK (x)	6.1	4.5	4.5	4.5	4.4	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,164	40,925	4,672	9,547	13,780
FD / FAVKÖK (x)	-	-	-	-	-	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-21,006	-24,739	-40,005	-39,344	-39,022
FD / Satışlar (x)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	Sabit Sermaye Yatırımları	-2,667	-2,925	-3,627	-3,567	-3,538
PD / Defter Değeri (x)	1.7	1.7	1.4	1.5	1.5	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-19,416	-27,813	-36,378	-35,777	-35,484
Nakit Akışı / PD	6.7%	9.4%	a.d	a.d	a.d	Serbest Nakit Akım	11,223	15,762	-23,998	-12,009	-7,395
Hisse Başı Kazanç (₺)	n.m	2.69	3.56	5.67	5.48	Finansman Faal. Kay.Nakit	-4,696	-21,070	25,464	12,968	8,548
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	n.m	5.13	6.03	8.03	Finansal Borçlardaki Değişim	29,198	15,585	44,210	37,531	38,639
Temettü Verimi	0.0%	0.000%	4.100%	3.660%	4.1%	Temettü Ödemeleri	-5,245	-4,031	-6,062	-5,890	-6,423
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	56,692	80,729	106,062	124,226	139,310	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	5,798	-41,596	-12,684	-18,673	-23,668
Net Borç / FAVÖK (x)	1.44	1.51	1.97	2.30	2.53	Net Nakit Değişimi	6,357	-6,768	1,466	959	1,154
Net Borç / Özsermaye (x)	0.58	0.84	0.91	1.08	1.22						
Kaynak: İş Yatırım											

\*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

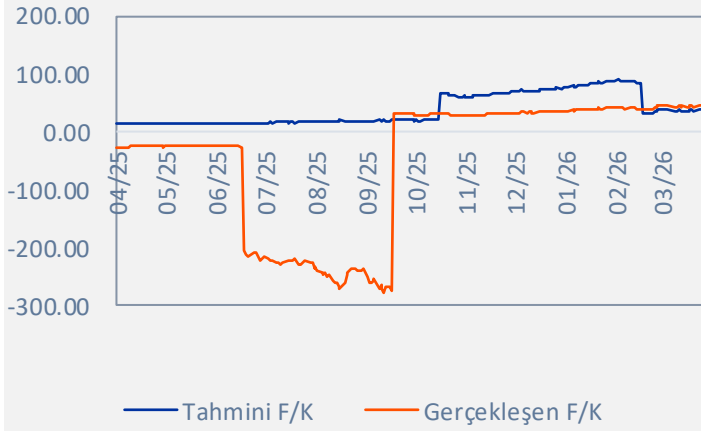
Not: Tutarlar 31 Aralık 2026 tarihi itibarıyla TL satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

Enerjisa Enerji

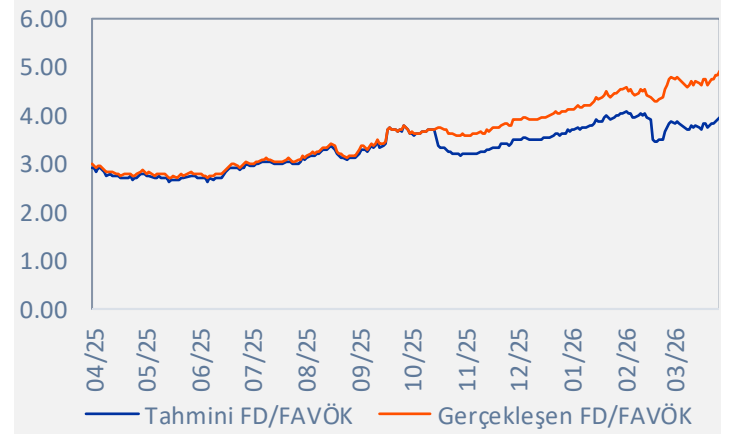
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K

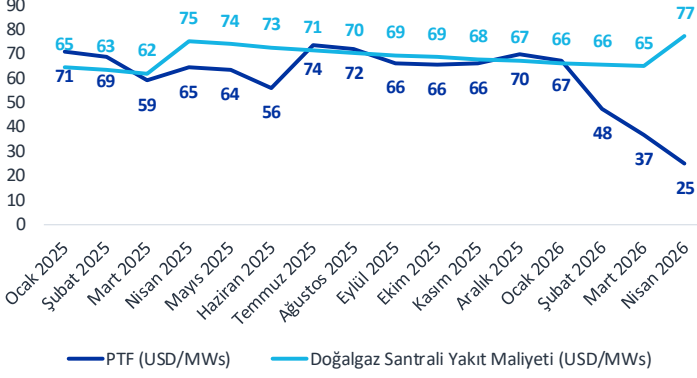


Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK

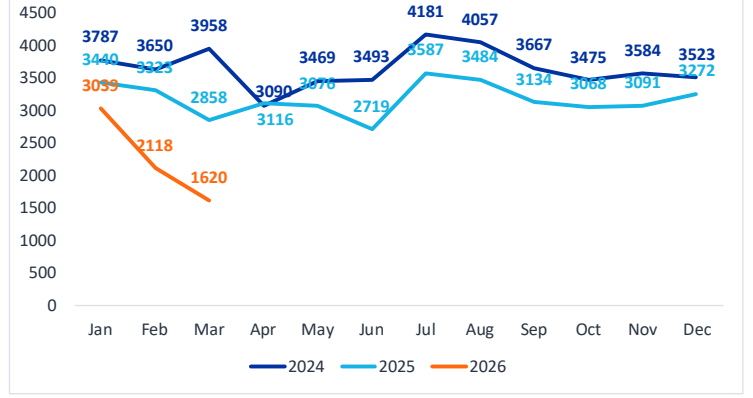


## SEKTÖR ÖZETİ

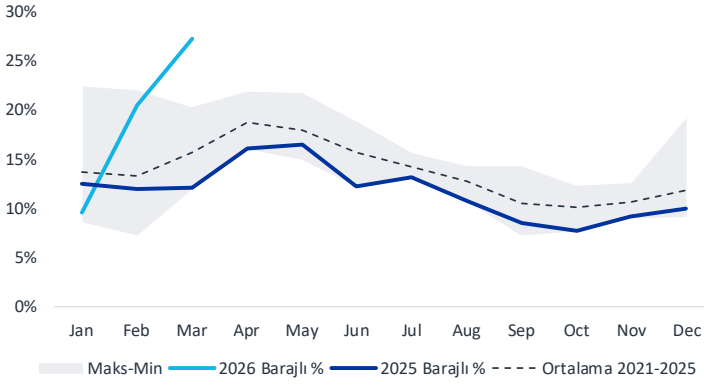
Şekil 12: PTF Gelişimi ve Doğalgaz Santrali Yakıt Maliyeti



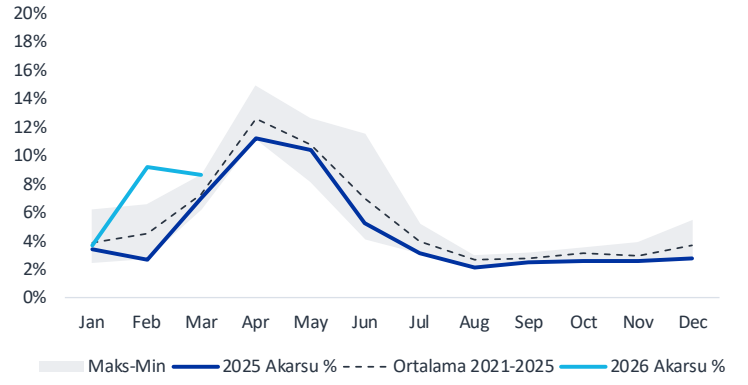
Şekil 13: Reel PTF Gelişimi (31 Mart 2026 Fiyatlarıyla)



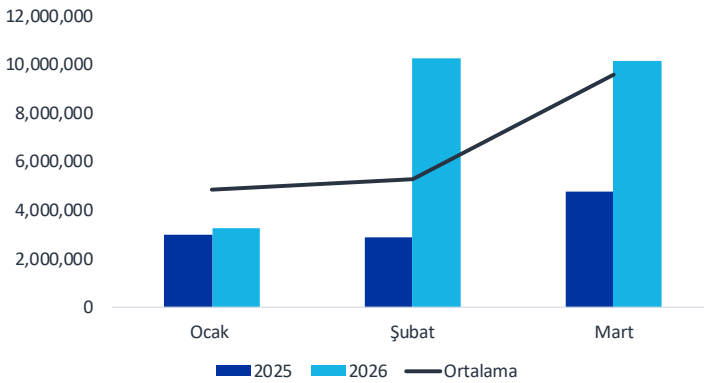
Şekil 14: Türkiye Geneli Barajlı Hidro Santralleri Üretim Payı



Şekil 15: Türkiye Geneli Akarsu Hidro Santralleri Üretim Payı



Şekil 16: Türkiye Geneli Barajlı Hidro Santralleri Üretim Payı



Şekil 17: Türkiye Geneli Elektrik Tüketimi

