

Enerji Sektörü Raporu

Yenilenebilir Enerjinin Öncüleri

Türkiye’de yenilenebilir enerji sektörü, küresel trende paralel olarak büyümeye devam ediyor. Şirketler güneş (GES) ve rüzgâr (RES) yatırımlarıyla kurulu güçlerini artırmayı hedefliyor. Proje maliyetlerinde yaşanan geri çekilme, şirketlerin büyüme stratejisini destekliyor. Küresel anlamda düşen faizler yatırımların finansmanını kolaylaştırma potansiyeli taşıyor. Elektrik fiyatlarında görülen aşağı yönlü normalleşme son dönemde sektörü baskı altında bırakmış olsa da fiyatlardaki geri çekilmenin yavaşladığını gözlemliyoruz. Bu rapor ile halka açık yenilenebilir enerji üreticilerinden **AYDEM**, **GWIND** ve **ENTRA**’yı araştırma kapsamına alıyoruz.

Aydem Yenilenebilir Enerji (AYDEM)

- AYDEM için 41.1TL hedef fiyat ve **Endeks Üzeri** (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) yaklaşımını kullanarak hesapladığımız hedef fiyat %112 getiri potansiyeli sunuyor.
- i) cazip değerlendirme ii) artan üretim ve kaynak çeşitliliği iii) güçlü rezervuar kapasitesi iv) borçluluğun azalmasıyla yeşillenebilecek büyüme stratejisi, ana dayanaklarımız arasında yer alıyor.
- 2025 ve 2026 tahminlerimize göre şirket sırasıyla 6.7x ve 6.1x FD/FVAÖK, 29.8x ve 10.4x FK çarpanları ile işlem görmektedir.

Galata Wind (GWIND)

- GWIND için 12 aylık 39.6TL hedef fiyat ve **Endeks Üzeri** (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları ve çarpan yaklaşımı kullanarak hesapladığımız hedef fiyatımız %55 getiri potansiyeli sunuyor.
- i) Kararlı büyüme patikası ii) düşük borçluluk ve yüksek finansman gücü iii) karbon sertifikalarının finansallara potansiyel katkısı, ana dayanaklarımızı oluşturuyor.
- 2025 ve 2026 tahminlerimize göre şirket sırasıyla 7.6x ve 6.5x FD/FVAÖK, 15.0x ve 13.5x FK çarpanları ile işlem görmektedir.

IC Enterra Yenilenebilir Enerji (ENTRA)

- ENTRA için 12 aylık 16.1TL hedef fiyat ve **Endekse Paralel** (EP) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları yaklaşımını kullanarak hesapladığımız hedef fiyatımız % 42 getiri potansiyeli sunuyor.
- i) yeni yatırım döngüsüyle gelen FVAÖK büyümesi, ii) portföy çeşitliliğinin artmasıyla yağışlara azalan bağımlılık, iii) 100MW kurulu güce sahip Erzin-2 GES’in üretime geçişi ana dayanaklarımız arasında yer alıyor.
- 2025 ve 2026 tahminlerimize göre şirket sırasıyla 8.3x ve 8.1x FD/FVAÖK, 17.9x ve 10.0x FK çarpanları ile işlem görmektedir.

Riskler

1) Elektrik fiyatlarında düşüş 2) Regülasyon değişiklikleri 3) Finansman zorlukları 4) İklim (yağışlara) bağlı etkiler 5) Yeni bir yatırım döngüsüne girilirken olası finansman ya da nakit akım sorunları 6) Yatırım süreçlerinin farklı nedenlerle ertelenmesi/iptal edilmesi

Hisse Kodu	Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Potansiyel Getiri
AYDEM	TL19.4	TL41.1	112%
GWIND	TL25.5	TL39.6	55%
ENTRA	TL11.4	TL16.1	42%
Hisse Kodu	Piyasa Değeri		Firma Değeri
AYDEM	TL13,677mn	USD330mn	TL35,785mn
GWIND	TL13,792mn	USD333mn	TL15,009mn
ENTRA	TL21,015mn	USD507mn	TL31,428mn

Aydem Yenilenebilir Enerji (AYDEM)

Hisse Senedi Bilgileri (26.09.2025)			
Bloomberg/Reuters:	AYDEM.TI / AYDEM.IS		
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	-2%	-1%	-36%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	15.69 / 26.9		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	78.7		
YBB Getiri:	-18%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.97		
BIST-100 ağırlığı	0.1%		
Hisse Adedi (mn):	705.0		
Yabancı Payı :	Mevcut	12A Önce	
	9.4%	10.7%	
Ortaklık Yapısı			
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.			81.6%
Halka Açık			18.4%

Galata Wind (GWIND)

Hisse Senedi Bilgileri (26.09.2025)			
Bloomberg/Reuters:	GWIND.TI / GWIND.IS		
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	-6%	-3%	-13%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	21.16 / 33.82		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	85.0		
YBB Getiri:	-24%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.80		
BIST-100 ağırlığı	0.1%		
Hisse Adedi (mn):	540.0		
Yabancı Payı :	Mevcut	12A Önce	
	6.6%	8.4%	
Ortaklık Yapısı			
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.			70.0%
Halka Açık			30.0%

IC Enterra Yenilenebilir Enerji (ENTRA)

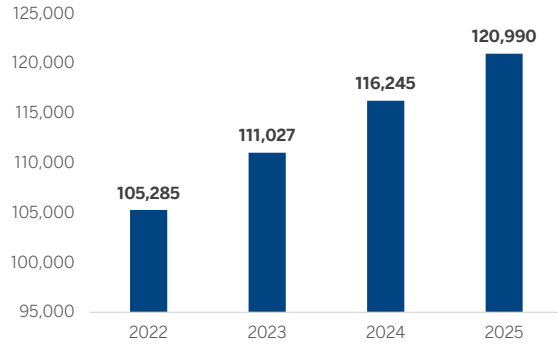
Hisse Senedi Bilgileri (26.09.2025)			
Bloomberg/Reuters:	ENTRA.TI / ENTRAI.S		
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	-8%	-15%	28%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	7.37 / 13.15		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	326.9		
YBB Getiri:	44%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.60		
BIST-100 ağırlığı	0.2%		
Hisse Adedi (mn):	1,845.0		
Yabancı Payı :	Mevcut	12A Önce	
	2.0%	4.5%	
Ortaklık Yapısı			
IC İçtaş Enerji Yatırım Holding A.Ş.			80.0%
Halka Açık			20.0%

Analist: Halil Cenk Özdemir
+90 (212) 384 1119
cozdemir@garantibbva.com.tr

Yatırım Tezi

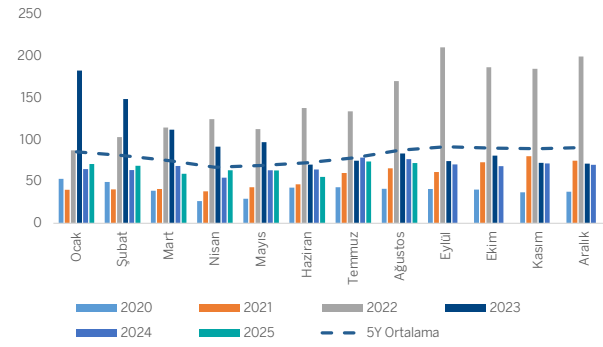
Türkiye enerji sektörü, son yıllarda hızlı bir dönüşümün eşiğinde. 2022’de 105 GW olan toplam kurulu güç, 2025 itibarıyla 120 GW’ı aştı ve 2035’e kadar 190 GW seviyesine yükselmesi bekleniyor. Bu büyümenin motoru güneş ve rüzgâr yatırımları; üç yılda güneş kapasitesi %117 artarken, rüzgâr tarafında %20’lik ek güç sağlandı. Elektrik talebi de GSYH büyümesiyle paralel artıyor; 2025’te üretimin 380 TWh’ye ulaşması öngörülüyor. Ancak bu güçlü talep tablosuna rağmen piyasa takas fiyatı 2025 yazında 70–74 USD seviyelerine gerileyerek şirketlerin kârlılığı üzerinde baskı yaratıyor. Akkuyu nükleer enerji santralinden 2025 sonunda deneme üretimiyle ilk elektriğin alınması hedefleniyor. Akkuyu’nun sonraki yıllarda istikrarlı üretime geçtiği senaryoda taban kapasitenin artışıyla fiyatlarda zayıflık sürebilir. Bu noktada şirketlerin, portföy çeşitliliği, YEKDEM gelirleri ve finansal stratejilerini ayırışmasını bekleriz.

Türkiye’de Kurulu Güç Gelişimi



Kaynak: TEİAŞ, Garanti BBVA Yatırım

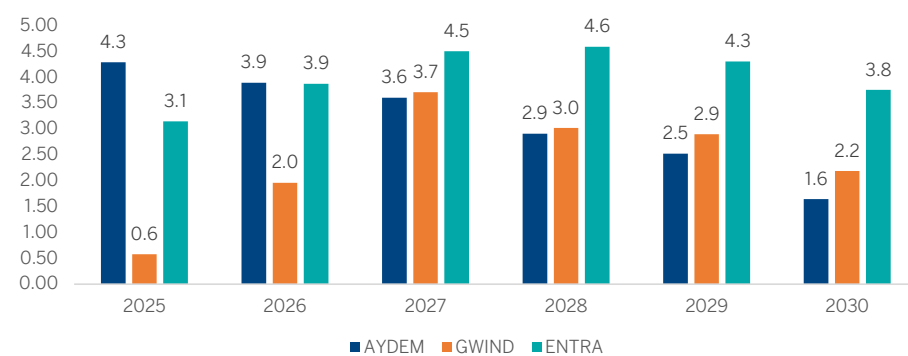
2020-2025 PTF (\$)



Kaynak: EPİAŞ, Garanti BBVA Yatırım

Aydem Yenilenebilir Enerji, geleneksel olarak hidro ağırlıklı portföyünü hibrit GES ve RES yatırımlarıyla dengeliyor. 2025 sonunda 1.216 MW olan kurulu gücün, 2028’de 1.339 MW’a çıkması bekleniyor. Böylelikle 2025 yıl sonundan 2028’e kadar GES tarafında %94.1, RES tarafında ise %16.8 büyüme öngörülüyor. Bunun yanında Göktaş HES’in sağladığı yan hizmet gelirleri ve fiyat avantajı etkisi tek başına 2025’te 21.7mn USD katkı yapıyor. Şirketin satış gelirleri de 2025’te 151 milyon USD’den 2028’de 188 milyon USD’ye yükseliyor. Daha temkinli büyüme patikasına sahip Aydem’in yatırım teması açısından en belirleyici unsur borçluluktaki düşüş. Net borçtaki gerileme, şirketin hikâyesinde temel katalist olarak konumlanıyor.

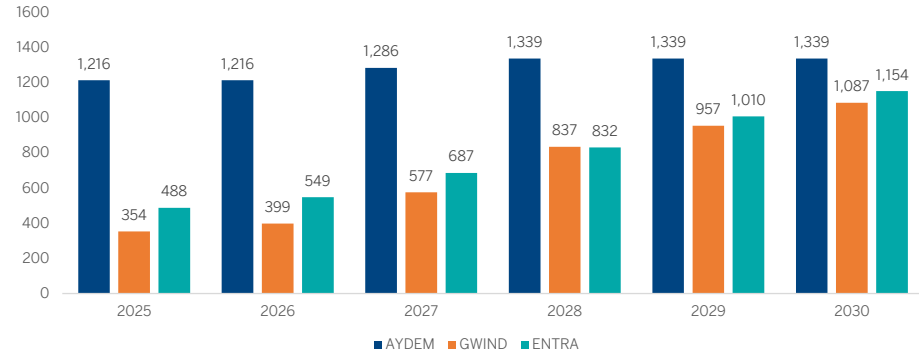
Net Borç/FVAÖK Gelişimi



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Galata Wind, daha agresif bir büyüme hikâyesi yazıyor. 2024 sonunda 297 MW olan kapasitenin, 2030'da üç buçuk kat artarak 1.087 MW'a ulaşması bekleniyor. 2025 yıl sonunda 954 GW tahmin ettiğimiz üretim 2.837 GW'ye, satış gelirleri ise 71mn USD'den 206mn USD'ye yükselecek. Düşük borçluluk oranı (0.65x net borç/FVAÖK) ve EBRD ile Proparco gibi uluslararası finansman kaynakları bu büyümeyi destekliyor. Ayrıca 1.3 milyon tonluk karbon sertifikası stoğu, fiyatların yükselmesi halinde ekstra değer yaratabilir. Galata Wind, ölçek arayan ve büyüme iştahına sahip yatırımcılar için öne çıkan bir seçenek.

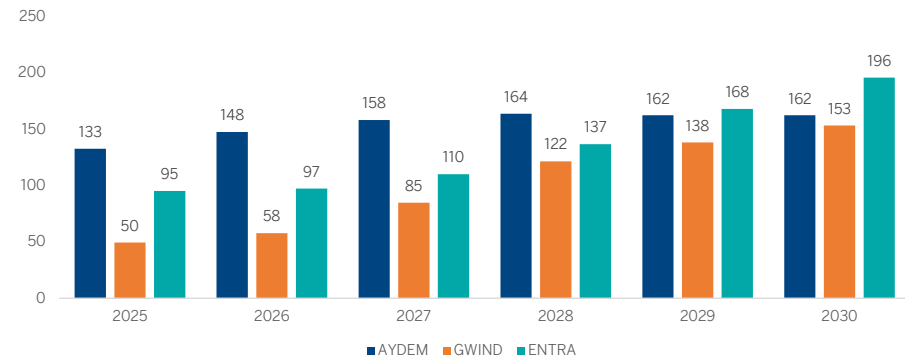
Kurulu Güç Gelişimi (MW)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

IC Enterra ise portföyünü hızla dönüştürerek çeşitliliğe oynuyor. 2025'te 488 MW olan kurulu gücün, 2030'da 1.154 MW'a ulaşması bekleniyor. Bu süreçte HES payı %80'den %34'e gerilerken, RES'in %48'e çıkması şirketi iklime bağlı risklerden koruyacak. Kurulu güçte artışa bağlı olarak gelir tarafında da güçlü büyüme öngörüyoruz; satışların 2025'te 121mn USD'den 2030'da 254mn USD'ye, FVAÖK'ün 95mn USD'den 196mn USD'ye yükselmesini bekliyoruz. Avrupa'daki Troia, Bovino ve Serracapriola yatırımları, regülasyon riskini coğrafi açıdan çeşitlendirerek şirketin hikâyesini daha sağlam kılıyor.

FVAÖK Gelişimi (mn USD)



Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım

Sonuç olarak 2026 tahminlerimize göre AYDEM 6.1x FD/FVAÖK ve 10.4x F/K, GWIND 6.5x FD/FVAÖK ve 13.5x F/K, ENTR ise 8.1x FD/FVAÖK ve 10.0x F/K ile işlem görüyor. Aydem temkinli büyüme ve düşen borçluluk hikayesi isteyen yatırımcıya hitap ederken, Galata Wind hızlı ölçeklenme arayan yatırımcılar için agresif bir büyüme hikâyesi sunuyor. IC Enterra ise büyüme, artan üretim çeşitliliği ve uluslararası açılımla riskleri dengeleyen bir model kurguluyor.

Riskler cephesinde 1) Elektrik fiyatlarında düşüş 2) Regülasyon değişiklikleri 3) Finansman zorlukları 4) İklim (yağışlara) bağlı etkiler 5) Yeni bir yatırım döngüsüne girilirken olası finansman ya da nakit akım sorunları 6) Yatırım süreçlerinin farklı nedenlerle ertelenmesi/iptal edilmesi bulunmaktadır.

Elektrik fiyatlarında yaşanabilecek düşüşler, özellikle üretici şirketler için önemli bir risk faktörü. Fiyatların gerilemesi, şirketlerin gelirlerini ve kârlılık marjlarını baskılayarak mevcut yatırımların geri dönüş sürelerini uzatabilir. Bu durum, sektördeki genel yatırım iştahını da azaltabilir.

Regülasyon değişiklikleri ise sektörde öngörülebilirliği zayıflatan en önemli unsurlardan biri. Özellikle fiyatlama mekanizmaları veya teşvik politikalarında yapılacak değişiklikler, şirketlerin stratejik planlarını revize etmesine neden olabilir.

Finansman zorlukları, sermaye yoğun bir alan olan elektrik sektöründe kritik bir diğer risk unsuru. Yüksek faiz ortamı ya da finansal piyasalardaki dalgalanmalar, krediye erişimi zorlaştırarak yeni projelerin hayata geçmesini engelleyebilir. Özellikle uzun vadeli ve büyük ölçekli yatırımlarda finansman maliyetlerindeki artış, yatırım sürecini olumsuz etkileyebilir.

İklim koşullarına, özellikle yağışlara bağlı riskler de giderek önem kazanıyor. Hidroelektrik santrallerin üretim kapasiteleri doğrudan yağış rejimine bağlı olduğu için kurak geçen dönemler, hidroelektrik arzını düşürerek fiyat dalgalanmalarını artırabilir ve arz güvenliğini tehdit edebilir. Bu nedenle portföyünde ağırlıklı olarak hidroelektrik bulunan üreticiler için iklim riskini ön plana çıkarıyoruz.

Yeni yatırım döngüsüne giren şirketler için finansman ya da nakit akım sorunları da göz ardı edilmemelidir. Yüksek başlangıç maliyetleri nedeniyle şirketler projelerin ilk yıllarında ciddi nakit çıkışı yaşayacak. Eğer bu süreçte finansmana erişim zorlaşır ya da nakit akışı bozulursa, yatırımların sürdürülebilirliği riske girebilir.

Son olarak, yatırım süreçlerinin ertelenmesi veya iptal edilmesi de sektöre yönelik uzun vadeli bir risk olarak karşımıza çıkıyor. Makroekonomik belirsizlikler, bürokratik engeller veya teknik nedenler yatırım takvimlerini olumsuz etkileyebilir.

Aydem Yenilenebilir Enerji

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 41.1TL

➤ AYDEM için 41.1TL hedef fiyat ve **Endeks Üzeri Getiri** (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) yaklaşımını kullanarak hesapladığımız hedef fiyat % 112 getiri potansiyeli sunuyor. i) cazip değerlendirme ii) artan üretim ve kaynak çeşitliliği iii) güçlü rezervuar kapasitesi iv) borçluluğun azalmasıyla yeşillenebilecek büyüme stratejisi, ana dayanaklarımız arasında yer alıyor. 2025 ve 2026 tahminlerimize göre şirket sırasıyla 6.7x ve 6.1x FD/FVAÖK, 29.8x ve 10.4x FK çarpanları ile işlem görmektedir.

Üretim portföyünde çeşitlilik artıyor. Şirket 2023 yılında Uşak'ta 82MW'lık hibrit GES'i devreye almıştı. Yine Uşak'ta bu yıl 18 MW'lık RES'in devreye alınmasıyla yenilenebilir enerji portföyünde hidro ağırlığı %71'e düştü. Yıl sonuna kadar 18MW'ın daha devreye girmesiyle üretimde hidro ağırlığı %70'e gerileyecek. Üretim kaynaklarında çeşitliliğin artmasını özellikle kurak yıllarda sürdürülebilir FVAÖK için önemli buluyoruz. 2026 satış projeksiyonlarımıza Uşak RES kapasite artışını da dahil ediyor, toplam kurulu gücü 1215.7MW olarak hesaplıyoruz. 2027'ye gelindiğinde kurulu gücün Söke Hibrit GES ve Koyulhisar Hibrit GES'in sırasıyla 17 ve 8 MW'lık katkısı, Yalova RES'in 12MW'lık iyileştirmesi ve Uşak RES'te sağlanacak 34MW artışla, toplam kurulu gücün 1286.3MW'a ulaşacağını modelliyoruz. 2028'de 45MW ile Adıgüzel Hibrit GES'in devreye alınması, Göktaş Hibrit'in 7.5MW'lık katkısıyla Aydem'in toplam kurulu gücü 1,339MW'a yükseltmesini bekliyor ve sonraki yıllarda kurulu gücü sabit tahmin ediyoruz.

Yan hizmetler geliri şirketin kârlılığına destek olmaya devam ediyor. Göktaş HES, TEİAŞ tarafından yönetilen sekonder frekans kontrol hizmetleri ile yan gelir elde etmeye devam ediyor. Aydem'in yıllık satış gelirlerine ek olarak %9-10 düzeyinde Göktaş HES'ten gelir sağladığını, böylelikle şirketin ortalama satış fiyatının PTF'nin üzerinde gerçekleştiğini görüyoruz. Göktaş HES'e ait yan hizmetler ve fiyat avantajı etkisine bağlı gelirleri 2025 için 21.7mn USD, 2026 için ise 25.6mn USD olarak tahminlerimize ekledik.

Rezervuar tipi HES'ler fiyat avantajı sağlıyor. Şirket, toplam 385.6 MW kurulu güce sahip üç adet rezervuar tipi HES işletmektedir: Göktaş I, Adıgüzel ve Kemer HES. Ayrıca toplam 257.9 MW kurulu güce sahip diğer 20 HES'ten 6'sı, stratejik olarak diğer rezervuar tipi santrallerin mansap (aşağı akış) bölgelerine konumlandırılmıştır. Bu doğrultuda, 643.5 MW'lık toplam kurulu güç, rezervuar tipi HES'lerin operasyonel avantajlarından yararlanmaktadır. Bu santraller talebin en yüksek olduğu saatlerde elektrik üretebilme yetenekleri sayesinde daha yüksek piyasa fiyatlarından satış yapabilmektedir.

Elektrik fiyatları gerilerken şirketin YEKDEM üzerinden sağlanan gelirleri değerli buluyoruz. 30 Haziran 2025 itibarıyla 99 MW kurulu güce sahip Akıncı HES'in 3.5, sırasıyla 54MW ve 45W kurulu güce sahip Yalova ve Söke RES'lerin 1.5 yıl, 275.6MW kurulu güce sahip Göktaş I-II'nin ise 0.5 yıl YEKDEM süresi kalmış bulunuyor.

Büyüme stratejisi korunuyor. Borçluluğun azaldığı senaryoda depolamalı santrallere ilişkin (400MW GES+100MW RES) somut adımlar görebiliriz. Aydem bu projeye birlikte toplam kurulu gücü 1,838MW'a yükseltmeyi hedefliyor.

Riskler: 1) Elektrik fiyatlarında düşüş 2) Regülasyon değişiklikleri 3) Finansman zorlukları 4) İklim (yağışlara) bağlı etkiler

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL19.40	TL41.1	112%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL13,677mn		USD330mn
		TL35,785mn

Hisse Senedi Bilgileri (26.09.2025)			
Bloomberg/Reuters:			
AYDEM.TI / AYDEM.IS			
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	-2%	-1%	-36%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	15.69 / 26.9		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	78.7		
YBB Getiri:	-18%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.97		
BIST-100 ağırlığı	0.1%		
Hisse Adedi (mn):	705.0		
Yabancı Payı :	Mevcut	12A Önce	
	9.4%	10.7%	

Kısaca Şirket	
Aydem Yenilenebilir Enerji, 1995 yılında Türkiye'nin ilk özel hidroelektrik santralini hayata geçirmiştir. Şirket 2025 Haziran ayı itibarıyla Türkiye geneline yayılmış 25 yenilenebilir enerji santraliyle 1,198 MWe kurulu güce sahiptir. Aydem, elektrik enerjisi üretmek amacıyla her türlü yenilenebilir elektrik enerjisi tesisi kurup, bu tesisleri işletmeye alarak bu tesislerle ilgili mühendislik, müşavirlik etüt, planlama, proje ve fizibilite hizmetlerini yapmakta, üretilen elektrik enerjisi ve/veya kapasiteyi ilgili mevzuat çerçevesinde satmaktadır.	

Ortaklık Yapısı	
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.	81.6%
Halka Açık	18.4%

Özet Finansallar*	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	10,712	7,681	9,014	7,808
Yıllık Değişim	21%	-28%	17%	-13%
FVAÖK (TLmn)	8,738	5,768	5,305	5,899
Yıllık Değişim	46%	-34%	-8%	11%
Net Kar (TLmn)	-2,156	-13,733	459	1,318
Yıllık Değişim	-	-	-	187%
FVAÖK marjı	81.6%	75.1%	58.9%	75.5%
Net Kar marjı	n.a	n.a	5.1%	16.9%
F/K (X)	n.m.	n.m.	29.8	10.4
FD/FVAÖK (x)	4.1	6.2	6.7	6.1
FD/Net Satışlar (x)	3.3	4.7	4.0	4.6
Hisse Başına Kar(TL)	-3.1	-19.5	0.7	1.9
Hisse Başına Temettü	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü Verimi	0%	0%	0%	0%
Özkaynak karlılığı	-6%	-37%	1%	4%

*Rakamlar 2025 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Analist: Halil Cenk Özdemir
+90 (212) 384 1119
cozdemir@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	10,712	7,681	9,014	7,808
Satışların Maliyeti	-6,083	-5,807	-6,417	-4,919
Brüt Kar	4,629	1,874	2,597	2,889
Faaliyet Giderleri	-1,064	-751	-559	-625
Faaliyet Kârı	3,565	1,123	2,037	2,264
Amortisman Giderleri	3,588	3,510	2,743	3,109
FVAÖK	8,738	5,768	5,305	5,899
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	-5,656	-22,183	-1,418	-581
İştiraklerden Gelir Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-4,498	1,388	-456	-401
Vergi Öncesi Kar	-5,004	-18,537	688	1,807
Vergi	2,847	4,804	-229	-489
Net Kar	-2,156	-13,733	459	1,318
Brüt Kar Marjı	43.2%	24.4%	28.8%	37.0%
FVAÖK Marjı	81.6%	75.1%	58.9%	75.5%
PBT Margin	-46.7%	-241.3%	7.6%	23.1%
Net Kar marjı	n.m.	n.m.	5.1%	16.9%
Satış Büyümesi	-16.0%	-28.3%	17.3%	-13.4%
FVAÖK büyümesi	-13.4%	-34.0%	-8.0%	11.2%
Net Kar büyümesi	-125.7%	536.9%	-103.3%	187.0%
Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	6,841	7,954	6,355	7,140
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,916	3,936	3,654	3,712
Ticari Alacaklar	2,889	3,689	2,297	2,995
Stoklar	30	24	19	23
Diğer Dönen Varlıklar	1,005	306	385	410
Duran Varlıklar	73,443	57,875	58,105	59,853
Toplam Varlıklar	80,284	65,829	64,460	66,992
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,013	7,961	1,842	1,899
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2,183	7,432	1,224	1,212
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	582	268	443	472
Diğer Borçlar	248	261	175	215
Uzun Vadeli Yükümlülükler	35,949	25,940	30,187	30,492
Uzun Vadeli Borçlanmalar	26,914	21,003	25,200	25,480
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,035	4,938	4,987	5,012
Özkaynaklar	41,322	31,928	32,431	34,601
Toplam Kaynaklar	80,284	65,829	64,460	66,992
Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	8,738	5,768	5,305	5,899
İşletme Sermayesindeki değişim	-555	364	1,572	-673
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	6,368	3,633	8,011	5,705
Yatırımlar	2,696	597	80	1,952
Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-2,376	-831	-231	-1,949
Temettü	0	-381	0	0
Net borçtaki değişim	-1,205	0	-6,786	-2,479
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-3,718	-2,403	-6,786	-2,768
Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	3.0	4.2	4.3	3.9
Net Borç/Sermaye	0.6	0.8	0.7	0.7
Yatırımlar/Satış gelirleri	-25.2%	-7.8%	-0.9%	-25.0%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	-5.2%	4.7%	17.4%	-8.6%
Özkaynak Kârlılığı	-6.1%	-37.5%	1.4%	3.9%
Yatırılan Sermaye Getirisi	4.4%	1.3%	2.6%	2.8%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

İNA Özeti

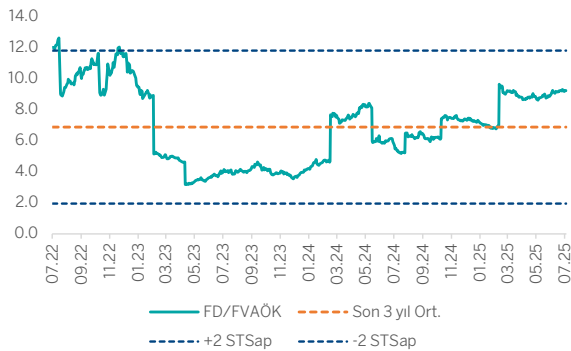
mnUSD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal
Satış Gelirleri	226	195	208	215	213	213	213	213	213	213	
Faaliyet Kârı	51	57	62	65	64	64	64	64	64	64	
Vergi	-16	-17	-19	-20	-19	-19	-19	-19	-19	-19	
Amortisman	69	78	83	86	85	85	85	85	85	85	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	39	-14	-4	3	-1	2	-2	0	0	0	
Yatırım Harcamaları	-2	-40	-50	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	
Serbest Nakit Akımı	154	76	85	142	137	140	136	138	139	138	975
FVAÖK	133	148	158	164	162	162	162	162	162	162	
FVAÖK Marjı	58.9%	75.5%	76.0%	76.1%	76.1%	76.1%	76.1%	76.1%	76.1%	76.1%	
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal
Risksiz Faiz Oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
Piyasa Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	
Özsermaye Ağırlığı	39%	44%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
Özsermaye Maliyeti	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	
Borç Maliyeti	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	
Vergi Oranı	25.0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
AOSM	11.2%	11.3%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	
İskonto Oranı	0.97	0.87	0.79	0.70	0.63	0.57	0.51	0.46	0.41	0.37	0.37
Terminal Büyüme											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	75	67	67	100	87	80	70	63	57	51	
Varsayım ve Sonuçlar (mn USD)											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	716										
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	359										
Firma Değeri	1,075										
Net Borç / (nakit)	-556.3										
Hedef Değer	518.7										
12A Hedef Değer	577										
12A Hedef Fiyat	41.1										

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

AYDEM için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) yaklaşımını kullandık. Risksiz faiz oranını 10 yıllık Türkiye eurobond getirisinden yola çıkarak %7 aldık. Piyasa risk primini %5.5, hissenin 2 yıllık betasını 1.0 kabul ederek özsermaye maliyetini %12.5 hesapladık. Şirketin eurobond getirisi olan %10.3'ü borç maliyeti olarak kullandık.

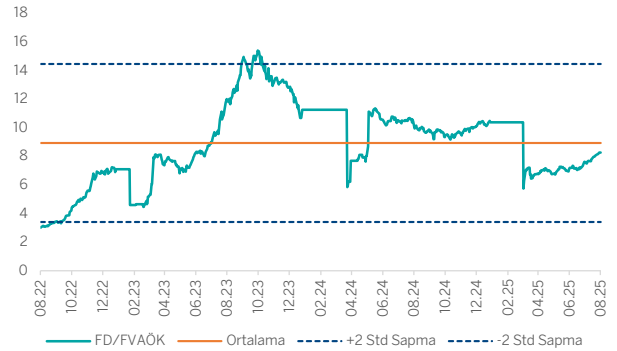
Terminal değer hesaplarıken çıkış çarpanı (exit multiple) yaklaşımından faydalandık. 2034 için 6.0 FD/FVAÖK çarpanı kullanarak terminal değeri 975mn USD hesapladık. %1 büyüme ile Gordon Growth modelini kullandığımızda elde ettiğimiz değer ise 1,341mn TL'ydi. Değerleme sonucunda şirket için 12 aylık 41.1TL hedef fiyata ulaştık.

Aydem 3 yıllık FD/FVAÖK ortalaması 6.9



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Rasyonet

Sektörün 3 yıllık FD/FVAÖK ortalaması ise 8.9



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Bloomberg

Ek-1: Aydem Kurulu Güç Özeti

Kurulu Güç (MWh)	2025	Pay	2026	Pay	2027	Pay	2028	Pay	2025-2028 Artış
HES	852.1	70%	852.1	70%	852.1	66%	852.1	64%	-
RES	274.5	23%	274.5	23%	320.5	26%	320.5	24%	16.8%
JES	6.9	1%	6.9	1%	6.9	1%	6.9	1%	-
GES	82.2	7%	82.2	7%	106.9	9%	159.6	12%	94.1%
Toplam	1215.7		1215.7		1286.3		1339.0		10.1%
Artış			0.0%		5.8%		4.1%		

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Kurulu gücün 2025'ten 2028'e kadar %10.1 artarak 1,339 MW'a ulaşmasını bekliyoruz. GES portföyünde %94.1, RES portföyünde %16.8 büyümeye öngörüyoruz.

Ek-2: Aydem Üretim Özeti

Üretim (MWh)	2025	2026	2027	2028	2025-2028 Artış
HES	1,253.0	1,570.1	1,570.1	1,570.1	25.3%
RES	770.0	771.3	922.0	922.0	19.7%
JES	-	-	-	-	-
GES	144.0	144.0	187.2	279.5	94.1%
Toplam	2167.0	2485.4	2679.3	2771.6	27.9%
Artış		14.7%	7.8%	3.4%	

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

2,167MW tahmin ettiğimiz üretimi, 2028 yılında 2,771.5MW'a büyütüyoruz (+%28). Üretimin GES portföyünde %94.2, RES portföyünde %19.7 artacağını tahmin ediyoruz. HES portföyünü geçmiş yıl ortalamalarına yaklaştırdığımızda 1,570MW üretimle sabit bırakıyoruz.

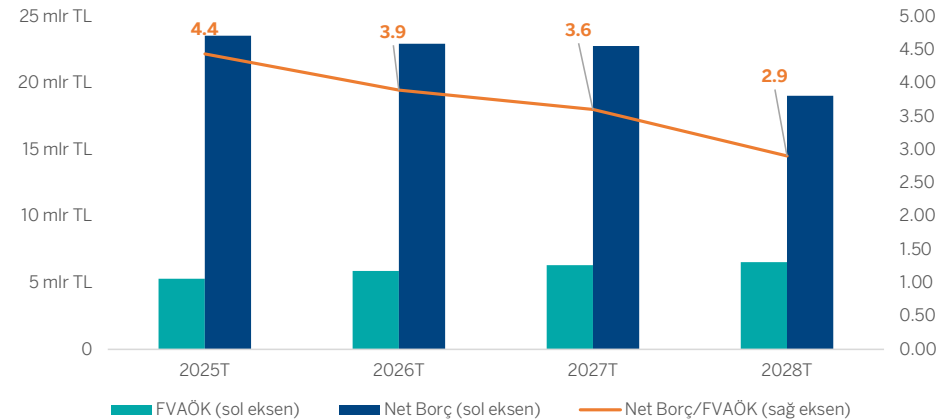
Ek-3 Aydem Santral Satış Gelirleri

2025'te 150.8mn USD tahmin ettiğimiz elektrik satış gelirlerini 2028'de %24.4 büyütürük 187.7mn USD tahmin ediyoruz. GES satış gelirlerinde %94.2, RES'te %15.2, HES'te %22.4 artış öngörüyoruz. YEKDEM dışında kalan santraller için 67\$ PTF tahmini kullanıyoruz.

Santral Satış Gelirleri (mn USD)	2025	Pay	2026	Pay	2027	Pay	2028	Pay	2025-2028 Artış
HES	87.6	58%	107.2	63%	107.2	59%	107.2	57%	22.4%
RES	53.6	36%	53.7	32%	61.8	34%	61.8	33%	15.2%
JES	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GES	9.6	6%	9.6	6%	12.5	7%	18.7	10%	94.2%
Toplam (mn USD)	150.8		170.5		181.5		187.7		24.4%
Artış			13.1%		6.4%		3.4%		

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Ek-4 Aydem Net Borç/FVAÖK



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Ek-5 Aydem 2Ç25 Finansal Sonuçlar

Aydem Yenilenebilir Enerji Özet Finansal Sonuçlar						Değişim		
(mn TL)	2Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	2Ç25/2Ç24	2Ç25/1Ç25	6A25/6A24
Satış Gelirleri	2,220	3,698	2,146	4,724	5,844	-3%	-42%	24%
Brüt Kar (Zarar)	725	622	940	1,719	1,562	30%	51%	-9%
Faaliyet Karı	601	404	742	1,408	1,146	23%	84%	-19%
FVAÖK	1,687	1,213	1,367	3,765	2,579	-19%	13%	-31%
Net Diğer Gelir/Gider	193	194	-1	589	193	a.d.	a.d.	-67%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	-447	53	57	-444	110	a.d.	7%	a.d.
Net Finansal Gelir / Gider	557	-454	-1,034	1,301	-1,488	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	1,914	1,948	1,180	5,469	3,128	-38%	-39%	-43%
VÖK	904	197	-235	2,854	-38	a.d.	a.d.	a.d.
Vergi Geliri (Gideri)	2,132	-26	198	1,131	172	-91%	a.d.	-85%
Net Kar	3,036	171	-37	3,985	134	a.d.	a.d.	-97%
Net Nakit	-18,568	-21,680	-22,108	-18,568	-22,108	a.d.	a.d.	a.d.
İşletme Sermayesi	-2,094	-2,954	-3,031	-2,094	-3,031	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet İle İlgili Oluşan Nakit	220	1,963	1,070	3,670	3,033	388%	-45%	-17%
Özsermaye	52,036	32,334	32,679	52,036	32,679	-37%	1%	-37%
Rasyolar								
Brüt Kar Marjı	32.7%	16.8%	43.8%	36.4%	26.7%	11.1 puan	27 puan	-9.7 puan
Faaliyet Kar Marjı	27.1%	10.9%	34.6%	29.8%	19.6%	7.5 puan	23.7 puan	-10.2 puan
FVAÖK Marjı	67.3%	27.5%	63.7%	67.2%	40.8%	-3.6 puan	36.2 puan	-26.4 puan
Net Kar Marjı	136.8%	4.6%	145.4%	219.1%	165.1%	8.7 puan	140.8 puan	-54 puan

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

Galata Wind (GWIND)

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 39.6 TL

➤ GWIND için 12 aylık 39.6TL hedef fiyat ve **Endeks Üzeri (EÜ)** tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları ve çarpan yaklaşımı kullanarak hesapladığımız hedef fiyatımız %55 getiri potansiyeli sunuyor. i) Kararlı büyüme patikası ii) düşük borçluluk ve yüksek finansman gücü iii) karbon sertifikalarının finansallara potansiyel katkısı, ana dayanaklarımızı oluşturuyor.2025 ve 2026 tahminlerimize göre şirket sırasıyla 7.6x ve 6.5x FD/FVAÖK, 15.0x ve 13.5x FK çarpanları ile işlem görmektedir.

Şirketin büyüme planları 2030'a kadar kurulu gücün 3 katına çıkacağına işaret ediyor. Galata Wind'in projeksiyonlarına paralel olarak 2024 yıl sonunda 297.2MW olan kurulu gücünü 2025'te Mersin RES ve Taşpınar GES yatırımlarıyla 354MW'a, 2026'da itibaren ise Şah RES, Alapınar RES ve Avrupa GES yatırımlarıyla 399MW'a yükselteceğini tahmin ediyoruz. Sonraki yıllarda Avrupa GES kapasite artırımları ve yeni kurulacak depolamalı GES ve RES'ler ile kurulu gücün artmaya devam edeceğini ve 2030'da 1,087MW'a ulaşacağını modelliyoruz.

Düşük borçluluk yeni yatırımların önünü açıyor. Galata Wind 2024'ü 0.65 net borç/FVAÖK ile geride bıraktı. Sektör benzerleriyle kıyaslandığında şirketin finansal kaldıracının düşük olduğu görülüyor. Bu da planlanan Avrupa yatırımlarının ve ilerleyen dönemde depolamalı santrallerin önünü açıyor. Avrupa'dan sağlanacak FVAÖK katkısıyla daha uzun vadeli planlarda yer alan depolamalı GES ve RES'ler için gerekli kaynak sağlanabileceğini tahmin ediyoruz. Depolamalı GES ve RES kurulu güç katkısını 2026'da sırasıyla 50MW ve 58MW olarak başlatıyor, 2030'da toplam depolamalı kurulu gücü 110MW GES, 300MW RES olmak üzere 410MW olarak modelliyoruz.

Şirket, uluslararası finansman kaynaklarına kolaylıkla erişebiliyor. Bu kapsamda GWIND 2022 yılında Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ile 45mn USD tutarında ve 2030 vadeli bir kredi anlaşması imzaladı. Bu kredi, halihazırda faaliyet gösteren Mersin ve Şah Rüzgâr Santralleri'ndeki kapasite artış projelerinin finansmanında kullanıldı. Söz konusu kredinin 2024 yılında 30mn USD'lik kısmı kullanılırken, kalan 15mn USD'lik kısım ise 2025 yılına ait yatırım harcamalarına ayrıldı. 2024 yılında, Fransız Kalkınma Ajansı'nın (AFD) özel sektöre bağlı iştiraki olan Proparco ile Taşpınar Hibrit Güneş Enerji Santrali (GES) projesinin finansmanı için 25mn USD tutarında yeşil kredi anlaşması imzalandı Diğer yandan Taşpınar Hibrit projesinin tamamı şirket özkaynaklarıyla finanse edildi. Şirket likidite planlaması doğrultusunda söz konusu krediyi 2025 yılı içerisinde kullanılacağını belirtiyor.

Karbon sertifikası stokları önümüzdeki yıllarda finansallara pozitif katkı sağlayabilir. Şirket 2024 yılında düşük fiyatlar nedeniyle karbon sertifikası satışı gerçekleştirmedi Şirketin sahip olduğu yaklaşık 1.3mn ton büyüklüğündeki karbon sertifikası, fiyatların arttığı senaryoda şirket finansallarına pozitif katkı sağlayabilir. Buradan sağlanacak satışları değerlememize dahil etmiyor, karbon sertifikalarını yukarı yönlü riskler arasında konumlandırıyoruz.

Riskler 1) Yeni bir yatırım döngüsüne girilirken olası finansman ya da nakit akım sorunları 2) Elektrik fiyatlarındaki zayıflığın sürmesi 3) Yurt içi ve yurt dışında sektöre ilişkin regülasyonlar 4) Yatırım süreçlerinin farklı nedenlerle ertelenmesi/iptal edilmesi

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL25.54	TL39.6	55%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL13,792mn		USD333mn
		TL15,009mn

Hisse Senedi Bilgileri (26.09.2025)

Bloomberg/Reuters:	GWIND.TI / GWIND.IS			
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay	
	-6%	-3%	-13%	
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	21.16 / 33.82			
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	85.0			
YBB Getiri:	-24%			
Beta (2yıl, haftalık)	0.80			
BIST-100 ağırlığı	0.1%			
Hisse Adedi (mn):	540.0			
Yabancı Payı :	Mevcut	12A Önce		
	6.6%	8.4%		

Kısaca Şirket

2012 yılından beri Doğan Holding iştiraki olarak faaliyetlerine devam eden Galata Wind, %100 yenilenebilir kaynaklı, çevreye duyarlı elektrik enerjisi üreterek, yıllık yaklaşık 490.000 ton karbon emisyon azaltımı sağlamaktadır. Toplam 354,1 MW kurulu güce sahip olan Galata Wind'in hedefi yenilenebilir enerji kaynaklarını doğru kullanarak ülkemizin enerjideki dışa bağımlılığını azaltmak, çevreye duyarlı, güvenilir ve sürdürülebilir bir iş modeli ile Türkiye'nin temiz elektrik sağlayıcısı olmaktır.

Ortaklık Yapısı

Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	70.0%
Halka Açık	30.0%

Özet Finansallar*	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	3,132	2,759	2,827	3,251
Yıllık Değişim	36%	-12%	2%	15%
FVAÖK (TLmn)	2,367	1,909	1,980	2,312
Yıllık Değişim	21%	-19%	4%	17%
Net Kar (TLmn)	1,050	974	921	1,022
Yıllık Değişim	-28%	-7%	-5%	11%
FVAÖK marjı	75.6%	69.2%	70.0%	71.1%
Net Kar marjı	33.5%	35.3%	32.6%	31.4%
F/K (X)	13.1	14.2	15.0	13.5
FD/FVAÖK (x)	6.3	7.9	7.6	6.5
FD/Net Satışlar (x)	4.8	5.4	5.3	4.6
Hisse Başına Kar(TL)	1.9	1.8	1.7	1.9
Hisse Başına Temettü	1.4	1.0	0.0	0.0
Temettü Verimi	5.5%	3.9%	0.0%	0.0%
Özkaynak karlılığı	10.4%	8.7%	7.3%	7.1%

*Rakamlar 2025 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Analist: Halil Cenk Özdemir

+90 (212) 384 1119

cozdemir@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	3,132	2,759	2,827	3,251
Satışların Maliyeti	-1,269	-1,310	-1,426	-1,625
Brüt Kar	1,863	1,448	1,401	1,626
Faaliyet Kârı	1,712	1,184	1,189	1,398
Amortisman Giderleri	654	724	792	914
FVAÖK	2,367	1,909	1,980	2,312
Diğer Gelir/Gider	768	129	203	120
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	0	0	0	0
İştiraklerden Gelir Gider	0	0	0	0
Net finansal Gelir/Gider	-788	90	-164	-155
Vergi Öncesi Kar	1,693	1,404	1,228	1,363
Vergi	-643	-430	-307	-341
Net Kar	1,050	974	921	1,022
Brüt Kar Marjı	59.5%	52.5%	49.5%	50.0%
FVAÖK Marjı	75.6%	69.2%	70.0%	71.1%
PBT Margin	54.1%	50.9%	43.4%	41.9%
Net Kar marjı	33.5%	35.3%	32.6%	31.4%
Satış Büyümesi	-79%	-12%	2%	15%
FVAÖK büyümesi	-52%	-19%	4%	17%
Net Kar büyümesi	-73%	-7%	-5%	11%
Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	471	1,887	2,012	1,946
Nakit ve Nakit Benzerleri	223	1,538	1,634	1,535
Ticari Alacaklar	200	257	310	312
Stoklar	7	8	9	9
Diğer Dönen Varlıklar	42	84	59	90
Duran Varlıklar	12,753	15,392	16,664	22,607
Toplam Varlıklar	13,224	17,279	18,677	24,554
Kısa Vadeli Yükümlülükler	564	941	832	1,062
Kısa Vadeli Borçlanmalar	171	656	330	552
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	102	162	156	156
Diğer Borçlar	254	92	346	355
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,507	4,137	4,671	7,855
Uzun Vadeli Borçlanmalar	946	2,018	2,445	5,518
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,560	2,119	2,225	2,337
Özkaynaklar	10,154	12,200	13,174	15,637
Toplam Kaynaklar	13,224	17,279	18,677	24,554
Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	2,367	1,909	1,980	2,312
İşletme Sermayesindeki değişim	462	-192	59	3
Faaliyetlerden elde edilen nakit akım	2,868	1,493	1,791	2,247
Yatırımlar	1,899	2,005	1,602	6,857
Yatırım Faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-2,979	-954	-1,680	-6,736
Temettü	-762	-531	0	0
Net borçtaki değişim	-139	1,312	683	4,775
Finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akım	-929	710	633	4,714
Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	0.4	0.6	0.6	2.0
Net Borç/Sermaye	0.1	0.1	0.1	0.3
Yatırımlar/Satış gelirleri	61%	73%	57%	211%
İşletme sermayesindeki değişim/Satış gelirleri	15%	-7%	2%	0%
Özkaynak Kârlılığı	10.4%	8.7%	7.3%	7.1%
Yatırılan Sermaye Getirisi	10.8%	6.8%	5.8%	5.6%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

İNA Özeti

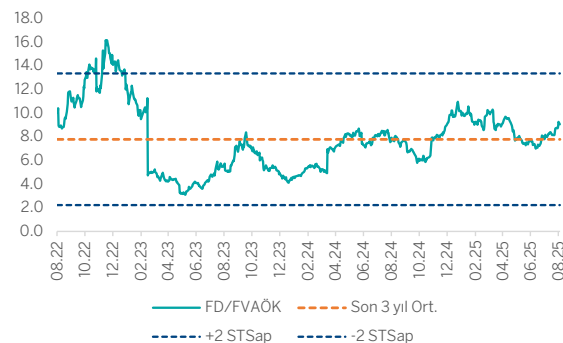
mUSD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal
Satış Gelirleri	71	81	117	165	187	206	206	206	206	206	
Faaliyet Kârı	30	35	52	76	87	96	97	97	97	97	
Vergi	-7	-9	-13	-19	-22	-24	-24	-24	-24	-24	
Amortisman	20	23	33	46	52	57	57	57	57	57	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-1	0	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	
Yatırım Harcamaları	-40	-172	-250	-125	-137	-4	-4	-4	-4	-4	
Serbest Nakit Akımı	1	-123	-179	-23	-21	125	125	125	126	126	925
FVAÖK	50	58	85	122	138	153	154	154	154	154	
FVAÖK Marjı	70.0%	71.1%	72.6%	73.7%	74.0%	74.3%	74.4%	74.4%	74.6%	74.7%	
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal
Risksiz Faiz Oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
Piyasa Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	
Özsermaye Ağırlığı	90%	72%	63%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Beta	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	
Özsermaye Maliyeti	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	
Borç Maliyeti	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	
Vergi Oranı	25.0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
AOSM	11.1%	10.6%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
İskonto Oranı	0.97	0.88	0.80	0.73	0.66	0.60	0.55	0.50	0.45	0.41	0.41
Terminal Büyüme											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	0	-108	-143	-17	-14	75	68	62	57	52	
Varsayım ve Sonuçlar (mUSD)											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	33.4										
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	380.0										
Firma Değeri	413.5										
Net Borç / (nakit)	-30.6										
Hedef Değer	382.9										
12A Hedef Değer	425.4										
12A Hedef Fiyat	39.6										

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

GWIND için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) yaklaşımını kullandık. Risksiz faiz oranını 10 yıllık Türkiye eurobond getirisinden yola çıkarak %7.0 aldık. Piyasa risk primini %5.5, hissenin 2 yıllık betasını 0.8 kabul ederek özsermaye maliyetini %11.4 hesapladık. Borç maliyetini %8.5 kullandık.

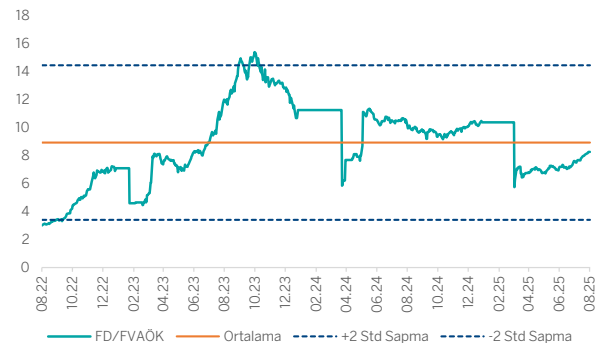
Terminal değer hesaplarıken çıkış çarpanı (exit multiple) yaklaşımından faydalandık. 2034 için 6.0 FD/FVAÖK çarpanı kullanarak terminal değeri 925mn USD hesapladık. %1 büyüme ile Gordon Growth modelini kullandığımızda elde ettiğimiz değer ise 1,421mn TL'ydi. Değerleme sonucunda şirket için 12 aylık 39.6TL hedef fiyata ulaştık.

GWIND 3 yıllık FD/FVAÖK ortalaması 7.8



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Rasyonet

Sektörün 3 yıllık FD/FVAÖK ortalaması 8.9



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Bloomberg

Ek-1: GWIND Kurulu Güç Özeti

Kurulu Güç (MW)	2025	Pay	2026	Pay	2027	Pay	2028	Pay	2029	Pay	2030	Pay	2025-2030 Artış
RES	283.9	80%	306.5	77%	364.5	103%	456.5	55%	526.5	55%	606.5	56%	113.6%
GES	70.5	20%	92.5	23%	212.5	60%	380.5	45%	430.5	45%	480.5	44%	581.6%
Toplam	354		399		577		837		957		1087		207%
Artış			12.6%		44.6%		45.1%		14.3%		13.6%		

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Kurulu gücün 2025'ten 2030'a kadar %207 artarak 1,087MW'a ulaşmasını bekliyoruz. GES portföyünde %582, RES portföyünde %114 büyüme bekliyoruz.

Ek-2: GWIND Üretim Özeti

Üretim (GWh)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2025-2030 Artış
RES	861.4	975.8	1196.5	1518.9	1764.2	2044.5	137.4%
GES	92.3	141.8	348.6	634.5	713.3	792.2	758.6%
Toplam	954	1118	1545	2153	2478	2837	197.5%
Artış		17.2%	38.2%	39.4%	15.1%	14.5%	

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

2025'te 954GW tahmin ettiğimiz üretimi, 2030 yılında 2,837GW'a büyütüyoruz (+%197.5). Üretimin GES portföyünde %759, RES portföyünde %137 artacağını tahmin ediyoruz.

Ek-3 GWIND Santral Satış Gelirleri (mn USD)

Santral Satış Gelirleri (mn USD)	2025T	Pay	2026T	Pay	2027T	Pay	2028T	Pay	2029T	Pay	2030T	Pay	2025-2030 Artış
RES	64.3	91%	64.3	86%	82.5	76%	105.1	68%	141.9	72%	141.9	69%	120.8%
GES	6.5	9%	10.4	14%	26.6	24%	49.1	32%	55.8	28%	62.5	31%	862.4%
Toplam	71		75		109		154		198		204		188.9%
Artış			5.6%		46.0%		41.4%		28.2%		3.4%		

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

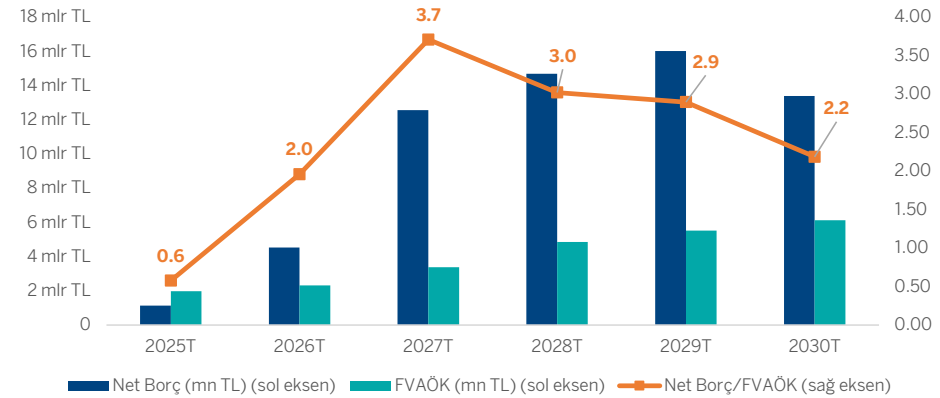
2025'te 71mn USD tahmin ettiğimiz santral elektrik satış gelirlerini 2030'da %189 büyütürük 204mn USD tahmin ediyoruz. YEKDEM dışında kalan santraller için 67\$ PTF fiyatıyla tahmin yapıyoruz. RES satış gelirlerinde %121, GES satış gelirlerinde ise %862 artış öngörüyoruz.

Ek-4 GWIND Yatırım Takvimi

Yeni Yatırımlar	Kurulu Güç (MW)	MW Başına Maliyet (USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Toplam Yatırım Harcaması
Şah RES	6.8	1.0 mn USD	7 mn USD						6.8 mn USD
Alapınar RES	15.8	1.0 mn USD	16 mn USD						15.8 mn USD
Avrupa GES	300	750.0 K USD	17 mn USD	53 mn USD	81 mn USD	38 mn USD	38 mn USD	-	225.0 mn USD
Depolamalı RES	300	1.2 mn USD	70 mn USD	70 mn USD	110 mn USD	84 mn USD	96 mn USD	-	360.0 mn USD
Depolamalı GES	110	950.0 K USD		48 mn USD	57 mn USD	-	-	-	104.5 mn USD
Toplam	732.6		39 mn USD	170 mn USD	248 mn USD	122 mn USD	134 mn USD	-	712.1 mn USD

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Ek-5 GWIND Net Borç/FVAÖK



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Ek-6 GWIND 2Ç25 Finansal Sonuçlar

Galata Wind Enerji Özet Finansal Sonuçlar						Değişim		
(mn TL)	2Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	2Ç25/2Ç24	2Ç25/1Ç25	6A25/6A24
Satış Gelirleri	610	589	605	1,320	1,194	-1%	3%	-10%
Brüt Kar (Zarar)	276	296	256	707	551	-7%	-14%	-22%
Faaliyet Karı	230	238	199	605	437	-14%	-17%	-28%
FVAÖK	426	419	418	965	837	-2%	0%	-13%
Net Diğer Gelir/Gider	22	139	111	51	250	400%	-20%	390%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	0	0	0	0	0	a.d.	a.d.	a.d.
Net Finansal Gelir / Gider	87	-43	-19	149	-62	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	117	60	52	259	112	-56%	-14%	-57%
VÖK	340	334	291	805	625	-14%	-13%	-22%
Vergi Geliri (Gideri)	-83	-192	-21	-242	-213	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	257	142	271	562	412	5%	91%	-27%
Net Nakit	-460	-1,109	-1,217	-460	-1,217	a.d.	a.d.	a.d.
İşletme Sermayesi	-136	-197	-279	-136	-279	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet ile İlgili Oluşan Nakit	290	400	159	653	559	-45%	-60%	-14%
Özsermaye	11,790	12,341	12,256	11,790	12,256	4%	-1%	4%
Rasyolar								
Brüt Kar Marjı	45.2%	50.2%	42.2%	53.6%	46.2%	-3 puan	-8 puan	-7.4 puan
Faaliyet Kar Marjı	37.8%	40.5%	32.9%	45.8%	36.6%	-4.9 puan	-7.6 puan	-9.2 puan
FVAÖK Marjı	69.9%	71.1%	69.1%	73.1%	70.1%	-0.8 puan	-2 puan	-3 puan
Net Kar Marjı	42.1%	24.1%	207.1%	143.6%	197.1%	165 puan	183.1 puan	53.5 puan

IC Enterra (ENTRA)

Endekse Paralel Getiri - 12A hedef fiyat: 16.1TL

➤ ENTRA için 12 aylık 16.1TL hedef fiyat ve **Endekse Paralel Getiri** (EP) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları yaklaşımını kullanarak hesapladığımız hedef fiyatımız %42 getiri potansiyeli sunuyor. i) yeni yatırım döngüsüyle gelen FVAÖK büyümesi, ii) portföy çeşitliliğinin artmasıyla yağışlara azalan bağımlılık, iii) 100MW kurulu güce sahip Erzin-2 GES'in üretime geçişi ana dayanaklarımız arasında yer alıyor. 2025 ve 2026 tahminlerimize göre şirket sırasıyla 8.3x ve 8.1x FD/FVAÖK, 17.9x ve 10.0x FK çarpanları ile işlem görmektedir.

Agresif yatırım patikası FVAÖK büyümesini beraberinde getiriyor. 100MW kapasiteli Erzin GES'in devreye alınmasıyla üretim portföyünü HES'in dışına çıkaran şirket, bu yıl yatırımları süren Bağıştaş Hibrit GES ile birlikte portföyündeki güneş enerjisi ağırlığını 161MW'a yükseltmiş olacak. Yatırımların,İtalya'da hayata geçirilecek Troia RES (64.8MW), Bovino RES(43.2MW) ve Serracapriola RES(57.6MW) projeleri ile devam etmesi planlanıyor. Son olarak şirket 55MW depolamalı GES ve 430mw depolamalı RES yatırımlarıyla, 2025'te 488MW olan toplam kurulu gücünü 2030'da 1154MW'a çıkarmayı hedefliyor. Bu yatırımlarla birlikte 2025'te 121mn USD öngördüğümüz satış gelirlerinin 2030'da 254mn USD'ye (+%110), 96mn USD tahmin ettiğimiz FVAÖK'ün 196mn USD'ye (+%104) ulaşacağını modelliyoruz.

Portföyün çeşitlenmesi HES'e ve yağışlara bağımlılığı azaltacak. 2025 yıl sonunda toplam kurulu gücün %80'ini HES'ler oluştururken 2026'da bu oranın %71'e, 2027'de %56'ye, 2030'da ise %34'e gerileyeceğini tahmin ediyoruz. Bu yıl sonunda kurulu güçte herhangi bir RES katkısı bulunmazken, 2030'da Avrupa yatırımları ve depolamalı projelerle toplam kurulu gücün yaklaşık %48'ini RES'lerin (549.5MW) oluşturmasını bekliyoruz. %20 olan GES payının ise RES projelerinin yoğunluğuna bağlı olarak %19'a gerilemesini öngörüyoruz. Porföyün çeşitlenmesiyle birlikte şirketin gelirlerde yağış miktarına bağlı yaşadığı dalgalanmanın büyük ölçüde azalacağını düşünüyoruz.

Yurt dışı yatırımları regülasyon riskini dengeleyecek. Elektrik üretim sektörü, lisanslama, tarife düzenlemeleri ve devlet teşvikleri gibi unsurlar nedeniyle yoğun şekilde yerel regülasyonlara bağlı. Şirketin İtalya yatırımları riskleri coğrafi olarak çeşitlendiriyor ve tek bir ülkeye özgü düzenleyici değişimlerin olumsuz etkilerini azaltıyor. Gelir akışının daha istikrarlı ve sürdürülebilir hale geleceğini düşünüyoruz.

Erzin-2 GES'in üretime başlaması finansallara yansıtacak. 2025'te üretime başlayan 100MWe kapasiteli Erzin-2 GES'den sağlanacak tam yıl FVAÖK katkısının 17.6mn USD olacağını varsaydık.

Riskler 1) Yeni bir yatırım döngüsüne girilirken olası finansman ya da nakit akım sorunları 2) Elektrik fiyatlarındaki zayıflığın sürmesi 3) Yurt içi ve yurt dışında sektöre ilişkin regülasyonlar 4) Yatırım süreçlerinin farklı nedenlerle ertelenmesi/iptal edilmesi

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL11.39	TL16.1	42%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL21,015mn		USD507mn
		TL31,428mn

Hisse Senedi Bilgileri (26.09.2025)			
Bloomberg/Reuters: ENTRA.TI / ENTRA.IS			
Rel. Performans:		1 ay	3 ay
		-8%	-15%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):		7.37 / 13.15	
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:		326.9	
YBB Getiri:		44%	
Beta (2yıl, haftalık)		0.60	
BIST-100 ağırlığı		0.2%	
Hisse Adedi (mn):		1,845.0	
Yabancı Payı :		Mevcut	12A Önce
		2.0%	4.5%

Kısaca Şirket	
IC Enterra Yenilenebilir Enerji, IC Holding'in enerji sektöründeki 25 yıllık deneyimiyle yenilenebilir kaynaklara odaklanan bir enerji şirkettir. 2019'dan itibaren IC Holding'in enerji alanındaki yenilenebilir enerji yatırımları bu çatı altında toplanmış, şirket 2024'ün Haziran ayında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Şirketin portföyünde 9 hidroelektrik santrali (HES) yer almakta olup, bu santraller toplamda ~390MW kurulu güce sahiptir. Şirket son 3 yılda ortalama 1,172GWh üretim gerçekleştirmiştir. Hatay'da yaklaşık 100 MWe gücündeki Erzin-2 GES gibi güneş enerjisi santralleriyle ve Erzincan'daki 61 MW'lık hibrit GES projeleriyle güneş yatırımlarına da ağırlık verilmektedir. Şirket, Türkiye'deki yatırımlarını sürdürürken; İtalya'da rüzgâr ve güneş santrallerine yönelik projeler geliştirmekte, yatırımlarını uluslararası alanda da genişletmektedir.	

Ortaklık Yapısı	
IC İçtaş Enerji Yatırım Holding A.Ş.	80.0%
Halka Açık	20.0%

Özet Finansallar*	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar (TLmn)	4,866	3,584	4,821	4,942
Yıllık Değişim	32%	-26%	35%	3%
FVAÖK (TLmn)	3,853	2,518	3,807	3,892
Yıllık Değişim	39%	-35%	51%	2%
Net Kar (TLmn)	2,167	2,294	1,173	2,108
Yıllık Değişim	-34%	24%	-49%	80%
FVAÖK marjı	79.2%	70.3%	79.0%	78.8%
Net Kar marjı	44.5%	64.0%	24.3%	42.7%
F/K (X)	9.7	9.2	17.9	10.0
FD/FVAÖK (x)	8.2	12.5	8.3	8.1
FD/Net Satışlar (x)	6.5	8.8	6.5	6.4
Hisse Başına Kar(TL)	1.2	1.2	0.6	1.1
Hisse Başına Temettü	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Özkaynak karlılığı	14.8%	8.6%	4.0%	7.1%

*Rakamlar 2025 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Analist: Halil Cenk Özdemir
+90 (212) 384 1119
cozdemir@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	4,866	3,584	4,821	4,942
Satışların Maliyeti	-2,684	-2,728	-2,806	-2,892
Brüt Kar	2,181	856	2,015	2,050
Operasyonel Kar	2,098	557	1,750	1,788
Amortisman Giderleri	1,889	2,002	1,977	2,024
FVAÖK	3,853	2,518	3,807	3,892
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	28	1,008	-839	252
İştiraklerden Gelir Gider	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	-592	695	-10	-404
Vergi Öncesi Kar	1,401	2,219	981	1,717
Vergi	763	75	193	392
Net Kar	2,167	2,294	1,173	2,108
Brüt Kar Marjı	44.8%	23.9%	41.8%	41.5%
FVAÖK Marjı	79.2%	70.3%	79.0%	78.8%
Net Kar marjı	44.5%	64.0%	24.3%	42.7%

Satış Büyümesi	-67%	-26%	35%	3%
FVAÖK büyümesi	-21%	-35%	51%	2%
Net Kar büyümesi	-44%	6%	-49%	80%

Bilanço	2023	2024	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	727	2,316	2,486	2,642
Nakit ve Nakit Benzerleri	300	1,435	1,723	1,897
Ticari Alacaklar	130	252	340	349
Stoklar	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	297	629	423	396
Duran Varlıklar	39,711	42,334	43,290	46,737
Toplam Varlıklar	40,438	44,650	45,775	49,379
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4,849	5,790	5,538	6,125
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4,144	4,787	4,308	4,610
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	331	352	384	475
Diğer Borçlar	374	650	845	1,040
Uzun Vadeli Yükümlülükler	11,172	10,016	10,697	13,747
Uzun Vadeli Borçlanmalar	9,836	8,773	9,393	12,378
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,335	1,242	1,304	1,370
Özkaynaklar	24,418	28,845	29,540	29,506
Toplam Kaynaklar	40,438	44,650	45,775	49,379

Nakit Akım Tablosu	2023	2024	2025T	2026T
FVAÖK	3,853	2,518	3,807	3,892
İşletme Sermayesindeki değişim	201	-476	-56	82
Faaliyetlerden elde edilen nakit al	3,862	1,712	3,109	4,230
Yatırımlar	1,239	4,975	6,373	9,321
Yatırım Faaliyetlerinden kaynakla	-2,777	-2,440	-1,239	-5,190
Temettü	0	0	0	0
Net borçtaki değişim	-318	-142	867	3,980
Finansman faaliyetlerinden kayna	-870	1,592	-833	1,080

Rasyo Analizi	2023	2024	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK	3.6	4.8	3.1	3.9
Net Borç/Sermaye	0.6	0.4	0.4	0.5
Yatırımlar/Satış gelirleri	-0.25	-1.39	-1.32	-1.89
İşletme sermayesindeki değişim/Sat	4.1%	-13.3%	-1.2%	1.7%
Özkaynak Kârlılığı	14.8%	8.6%	4.0%	7.1%
Yatırılan Sermaye Getirisi	5.3%	1.0%	3.1%	3.0%

Kaynak: Rasyonet, Garanti BBVA Yatırım

İNA Özeti

mnUSD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal
Satış Gelirleri	121	124	141	177	218	254	280	280	280	280	
Faaliyet Kân	44	45	50	63	77	90	99	99	99	99	
Vergi	-11	-12	-13	-16	-20	-23	-25	-25	-25	-25	
Amortisman	49	51	58	72	89	104	115	115	115	115	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-1	2	1	0	1	2	1	0	0	0	
Yatırım Harcamaları	-31	-125	-160	-233	-176	-124	-5	-5	-5	-5	
Serbest Nakit Akımı	51	-37	-62	-112	-27	50	186	185	185	185	1,292
FVAÖK	95	97	110	137	168	196	215	215	215	215	
FVAÖK Marjı	79.0%	78.8%	78.1%	77.6%	77.2%	77.1%	77.0%	77.0%	77.0%	77.0%	
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal
Risksiz Faiz Oranı	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
Piyasa Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	
Özsermaye Ağırlığı	68%	60%	54%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Beta	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	
Özsermaye Maliyeti	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	
Borç Maliyeti	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	
Vergi Oranı	25.0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
AOSM	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	
İskonto Oranı	0.98	0.89	0.81	0.74	0.68	0.62	0.57	0.52	0.47	0.43	0.43
Terminal Büyüme											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	25	-33	-50	-84	-18	31	106	96	88	80	
Varsayım ve Sonuçlar (mn USD)											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	242										
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	561										
Firma Değeri	802										
Net Borç / (nakit)	-262.0										
Hedef Değer	540.4										
12A Hedef Değer	593										
12A Hedef Fiyat	16.1										

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

ENTRA için 12 aylık hedef fiyat çalışmamızda dolar bazlı indirgenmiş nakit akımları (İNA) yaklaşımını kullandık. Risksiz faiz oranını 10 yıllık Türkiye eurobond getirisinden yola çıkarak %7 aldık. Piyasa risk primini %5.5, hissenin betasını 0.6, borç maliyetini ise %8.5 kullandık.

Terminal değer hesaplarırken çıkış çarpanı (exit multiple) yaklaşımından faydalandık. 2034 için 6.0 FD/FVAÖK çarpanı kullanarak terminal değeri 1,292mn USD hesapladık. %1 büyüme ile Gordon Growth modelini kullandığımızda elde ettiğimiz terminal değer ise 2,228mn TL'ydi. Değerleme sonrasında 12 aylık 16.1TL hedef fiyata ulaştık.

Ek-1: ENTRA Kurulu Güç Özeti

Kurulu Güç (MW)	2025T	Pay	2026T	Pay	2027T	Pay	2028T	Pay	2029T	Pay	2030T	Pay	2025-2030 Artış
HES	388.0	80%	388.0	71%	388.0	56%	388.0	47%	388.0	38%	388.0	34%	0.00%
RES	0.0	0%	0.0	0%	108.0	16%	228.3	27%	406.2	40%	549.5	48%	-
GES	100.0	20%	161.0	29%	191.0	28%	216.0	26%	216.0	21%	216.0	19%	116.0%
Toplam	488		549		687		832		1010		1154		136%
Artış			12.5%		25.1%		21.1%		21.4%		14.2%		

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Kurulu gücün 2025'ten 2030'a kadar %136 artarak 1,154MWh'a ulaşmasını bekliyoruz. GES portföyünde %116 büyüme öngörürken 2030'a kadar yeni kurulacak RES'lerin toplam kurulu gücünü 549.5MWh tahmin ediyoruz (2031: 649.6MWh).

Ek-2: ENTRA Üretim Özeti

Üretim (GWh)	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2025-2030 Artış
HES	1261.7	1261.7	1261.7	1261.7	1261.7	1261.7	0.0%
RES	0.0	0.0	182.2	617.8	1180.5	1682.6	-
GES	262.8	369.7	427.5	475.7	475.7	475.7	81.0%
Toplam	1525	1631	1871	2355	2918	3420	124.3%
Artış		7.0%	14.7%	25.8%	23.9%	17.2%	

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

2025'te 1,525GW tahmin ettiğimiz üretimi, 2030 yılında 3,420GW'a büyütüyoruz (+%124.3). Üretimin GES portföyünde %81 artacağını, RES portföyünde 1,682.6GW'a ulaşacağını tahmin ediyoruz.

Ek-3 ENTRA Santral Satış Gelirleri (mn USD)

Satış Gelirleri (mn USD)	2025T	Pay	2026T	Pay	2027T	Pay	2028T	Pay	2029T	Pay	2030T	Pay	2025-2030 Artış
HES	87.4	83%	84.5	77%	84.5	67%	84.5	52%	84.5	42%	84.5	35%	-3.27%
RES	0.0	0%	0.0	0%	13.3	10%	45.1	28%	86.2	42%	122.8	51%	-
GES	17.6	17%	24.8	23%	29.0	23%	32.5	20%	32.5	16%	32.5	14%	84.61%
Toplam	105		109		127		162		203		240		128.5%
Artış			4.1%		16.0%		27.8%		25.3%		18.0%		

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

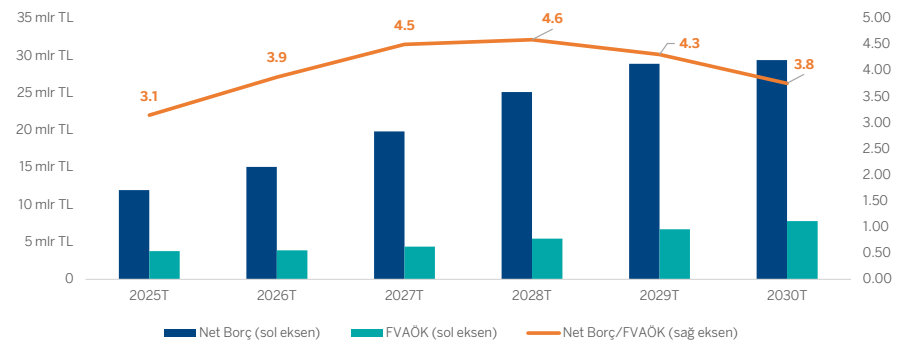
2025'te santral elektrik satışlarından 105mn USD tahmin ettiğimiz gelirleri 2030'da %129 büyütürken 240mn USD öngörüyoruz. YEKDEM dışında kalan santraller için 67\$ PTF fiyatıyla tahmin yapıyoruz. 2025'ten 2030'a GES satış gelirlerinin %85 artacağını, RES gelirlerinin 123mn USD'ye ulaşacağını modelliyoruz.

Ek-4 ENTRA Yatırım Takvimi

Yeni Yatırımlar	Kurulu Güç (MW)	MW Başına Maliyet (USD)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Toplam Yatırım Harcaması
Bağışlar Hibritle GES	60	750.0 K USD	30 mn USD	15 mn USD					45.0 mn USD
Troia RES	97.2	1.0 mn USD		65 mn USD	32 mn USD				97.2 mn USD
Bovino RES	64.8	1.0 mn USD		43 mn USD	22 mn USD				64.8 mn USD
Serracapirola RES	57.6	1.0 mn USD			23 mn USD	35 mn USD			57.6 mn USD
Depolamalı RES	430	1.2 mn USD			52 mn USD	172 mn USD	120 mn USD		516.0 mn USD
Depolamalı GES	55	950.0 K USD			29 mn USD	24 mn USD			52.3 mn USD
Toplam	764.6		30 mn USD	123 mn USD	158 mn USD	230 mn USD	172 mn USD	120 mn USD	832.9 mn USD

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Ek-5 ENTRA Net Borç/FVAÖK



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Ek-6 ENTRA 2Ç25 Finansal Sonuçlar

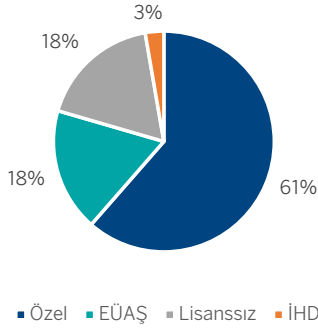
İc Enterra Yenilenebilir Enerji Özet Finansal Sonuçlar						Değişim		
(mn TL)	2Ç24	1Ç25	2Ç25	6A24	6A25	2Ç25/2Ç24	2Ç25/1Ç25	6A25/6A24
Satış Gelirleri	1,420	782	1,632	2,420	2,414	15%	109%	0%
Brüt Kar (Zarar)	662	135	905	969	1,040	37%	570%	7%
Faaliyet Karı	525	83	822	766	905	57%	893%	18%
FVAÖK	1,004	582	1,349	1,730	1,931	34%	132%	12%
Net Diğer Gelir/Gider	-20	14	51	-32	65	a.d.	250%	a.d.
Yatırım Faal.Gelir/Gider	469	-832	174	479	-658	-63%	a.d.	a.d.
Net Finansal Gelir / Gider	94	-251	-447	918	-698	a.d.	a.d.	a.d.
Parasal Kazanç / (Kayıp)	1,287	1,126	663	3,587	1,789	-49%	-41%	-50%
VÖK	1,068	-986	600	2,131	-387	-44%	a.d.	a.d.
Vergi Geliri (Gideri)	1,039	-313	138	448	-175	-87%	a.d.	a.d.
Net Kar	2,105	-1,299	737	2,578	-561	-65%	a.d.	a.d.
Net Nakit	-8,695	-11,363	-10,413	-8,695	-10,413	a.d.	a.d.	a.d.
İşletme Sermayesi	153	-250	69	153	69	-0.5481864	a.d.	-0.548186
Esas Faaliyet İle İlgili Oluşan Nakit	654	206	2,008	918	2,214	207%	874%	141%
Özsermaye	34,254	27,634	28,404	34,254	28,404	-17%	3%	-17%
Rasyolar								
Brüt Kar Marjı	46.6%	17.3%	55.4%	40.0%	43.1%	8.8 puan	38.1 puan	3 puan
Faaliyet Kar Marjı	37.0%	10.6%	50.4%	31.7%	37.5%	13.4 puan	39.8 puan	5.8 puan
FVAÖK Marjı	72.1%	72.6%	79.6%	72.8%	77.3%	7.4 puan	6.9 puan	4.5 puan
Net Kar Marjı	148.4%	a.d.	149.2%	178.5%	185.8%	0.8 puan	a.d.	7.3 puan

Sektör Görünümü

Kurulu güç büyümeye devam ediyor

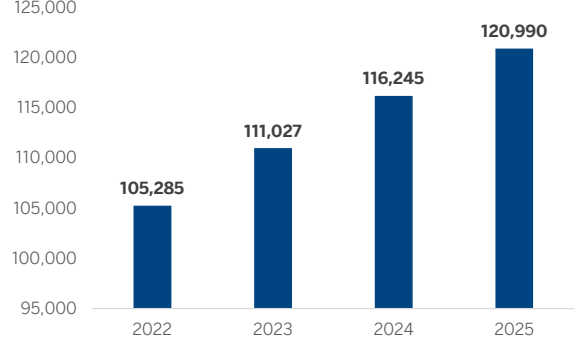
2022'de 105,285MW olan kurulu güç, 2025'in Eylül ayına kadar %15 büyüyerek 120,422MW'ye ulaştı. 2024-2025 kurulu güç büyümesi %3.6 olurken, 2023-2025 değişimi %8.5 oldu.

Sahipliğe Göre Kurulu Güç Dağılımı



Kaynak: TEİAŞ, Garanti BBVA Yatırım

Toplam Kurulu Güç (MW)

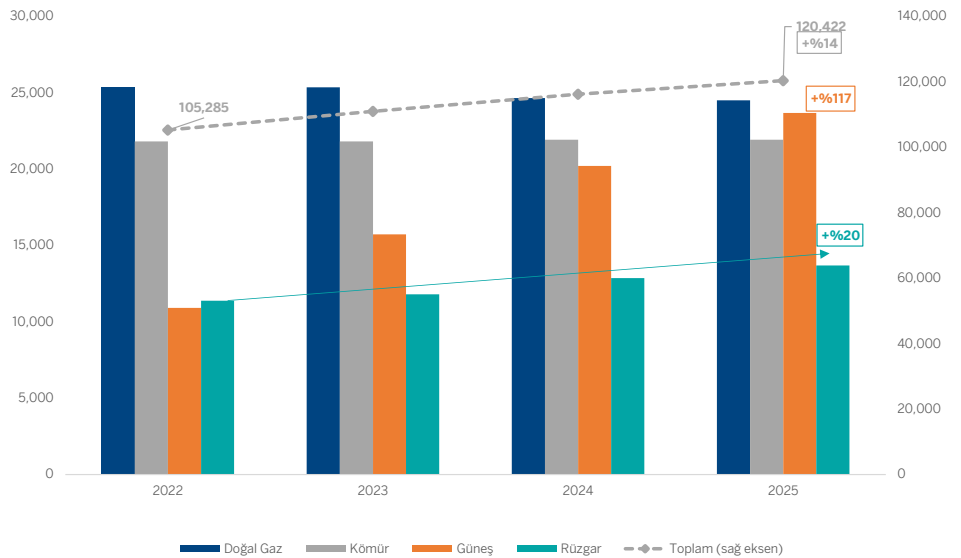


Kaynak: TEİAŞ, Garanti BBVA Yatırım

Kurulu güçteki yükselişe 2022'den 2025'e kadar güneş (GES) ve rüzgar (RES) santralleri öncülük etti. GES kurulu gücü 3 yılda %117 artış gösterirken, RES %20 artış kaydetti. Aynı dönemde diğer kaynaklara ait kurulu güçte yüzdesel anlamda sınırlı değişim (%2-3) yaşandı.

Kurulu güç değişiminin etkileri üretim cephesinde de hissedildi. 2024'te GES elektrik üretimi 2023'e kıyasla %39 artış göstererek 7.3TWh'e yükseldi. Yenilenebilir enerjinin toplam üretimdeki payı (RES, GES, JES ve hidro) %39.7'den %42.7'ye ulaştı.

Türkiye'de Kaynaklara Göre Kurulu Güç (MW)



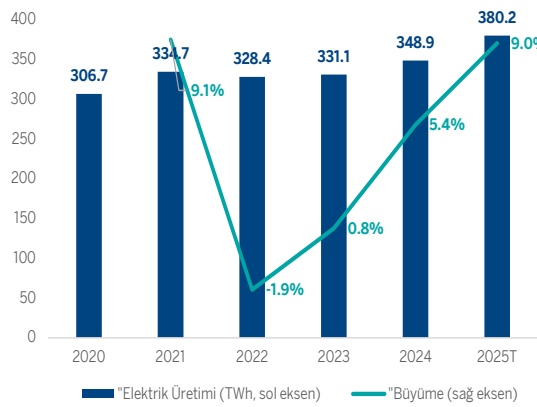
Kaynak: TEİAŞ, Garanti BBVA Yatırım

Elektrik üretim ve tüketiminde artış devam etti

2024 yılında Türkiye’de elektrik tüketimi %3.8 artışla 347.9 TWh’ye ulaşırken, elektrik üretimi 348.9 TWh gerçekleşmiştir. Enerji Bakanlığı’nın 2023 yılında yayınladığı Ulusal Enerji Planı’na göre 2025’te elektrik üretiminin 380.2 TWh olması beklenmektedir. Temmuz sonu itibariyle üretiminin 209.2 TWh bölgesinde olduğu görülmektedir.

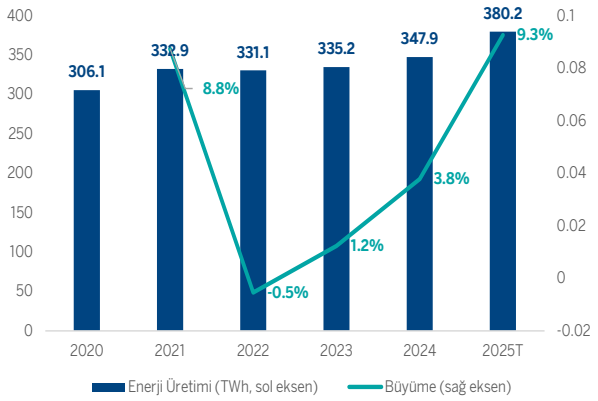
2020-2024 yılları arasında elektrik tüketiminin bileşik yıllık ortalama büyüme oranı (CAGR) %3.25 olurken, 2025 tahmininin gerçekleşmesi durumunda 2020-2025 CAGR %4.40’e yükselecektir. Verilere göre 2024’e kıyasla tüketimin %9.3 artması öngörülmektedir.

Türkiye’de Elektrik Üretimi



Kaynak: TEİAŞ, Enerji Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye’de Elektrik Tüketimi

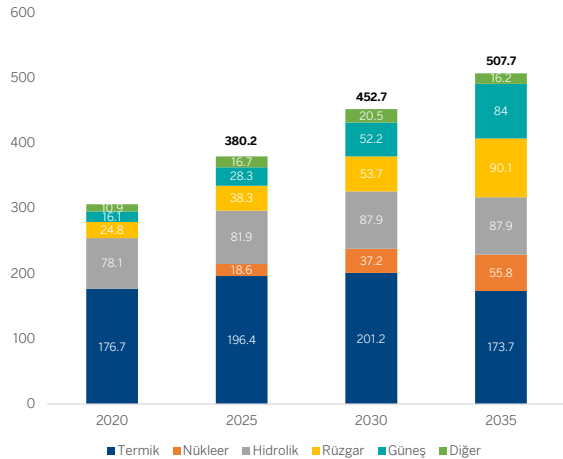


Kaynak: TEİAŞ, Enerji Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

Ulusal enerji planı artışın devamına işaret ediyor

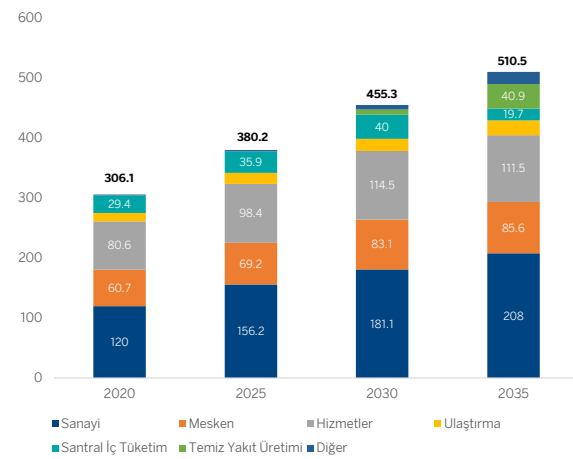
2035’e kadar elektrik kurulu gücünün mevcuda kıyasla %57.5 artarak 189.7 GW’a ulaşması bekleniyor. Kurulu güç artışında yenilenebilir enerji payı % 74.3 öngörülüyor. Bununla birlikte üretimde yenilenebilir enerji payının % 54.8’e çıkmasıyla 507.7 TWh’ye ulaşması, toplam elektrik tüketiminin ise 510.5TWh’ye yükselmesi bekleniyor.

Üretim Projeksiyonları (2025-2035)(TWh)



Kaynak: Enerji Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

Tüketim Projeksiyonları (2025-2035) (TWh)

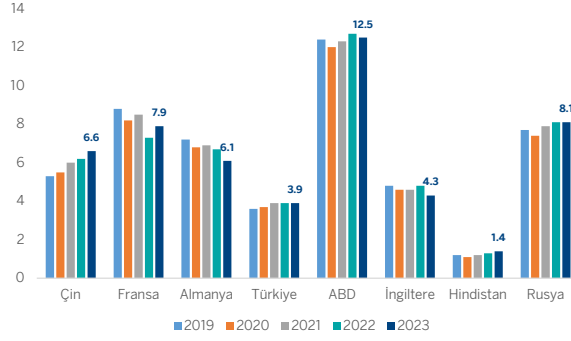


Kaynak: Enerji Bakanlığı, Garanti BBVA Yatırım

Kişi başına elektrik talebi büyümeye aday

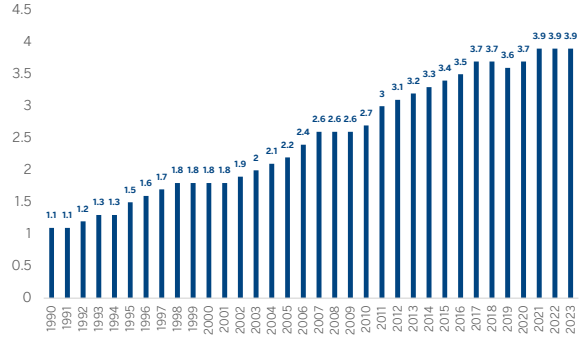
Türkiye’de kişi başına elektrik tüketimi 1990-2023 yılları arasında %250’den fazla artmıştır ancak Türkiye’nin hala diğer ülkelere kıyasla kişi başına elektrik tüketiminde aşağıda olduğu görülmektedir.

Kişi Başına Elektrik Tüketimi (MWh)



Kaynak: KPMG, Garanti BBVA Yatırım

Türkiye’de Kişi Başına Elektrik Tüketimi (MWh)

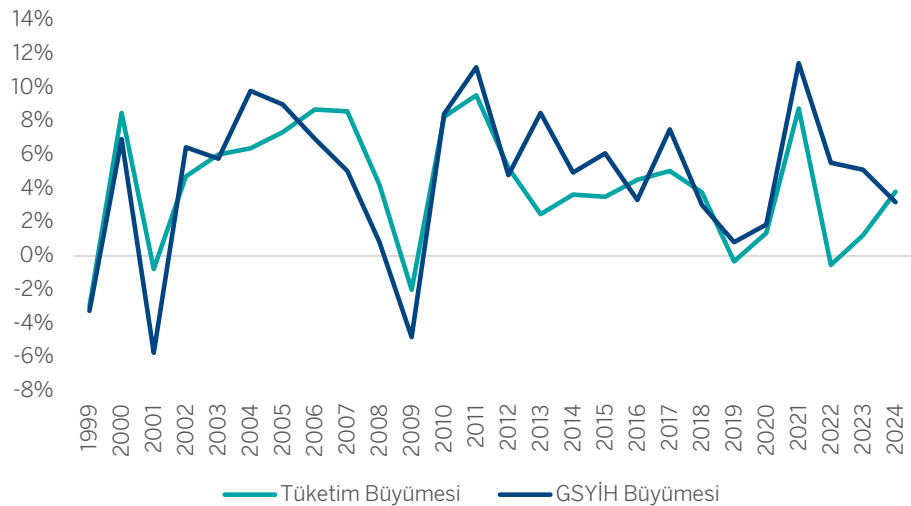


Kaynak: KPMG, Garanti BBVA Yatırım

Elektrik talebi ekonomik büyümeden besleniyor

Türkiye’de elektrik talebi artışı genellikle GSYH büyümesiyle eş yönlü seyreder. Sanayileşme, kentleşme ve altyapı yatırımları gibi büyüme dinamikleri hem ekonomiyi hem de elektrik talebini yukarı çeker; özellikle sanayi ve ticaret hızlandığında tüketim belirginleşir. Bununla birlikte ilişki sabit değildir: verimlilik, hava koşulları, fiyatlar veya sektör bileşimi nedeniyle bazı yıllarda iki seri ayrışabilir. Yine de uzun dönemli bakışta, Türkiye için pozitif bir korelasyon olduğu görülmektedir.

GSYİH ve Elektrik Talebi Büyümesi

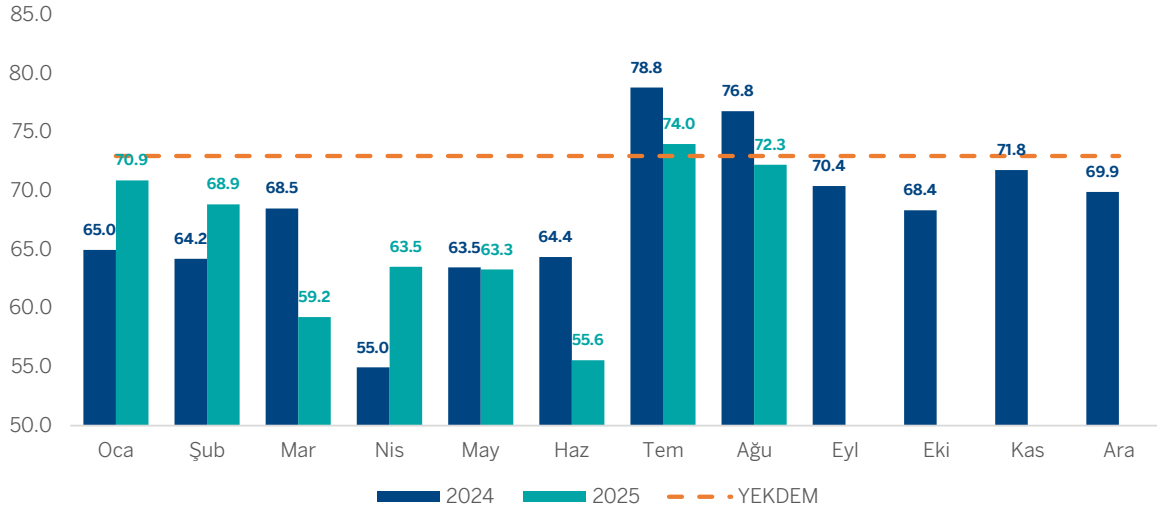


Kaynak: TEİAŞ, TÜİK, Garanti BBVA Yatırım

Elektrik fiyatları zayıf seyreliyor

Geçtiğimiz yıl ile kıyaslandığında elektrik fiyatları dolar bazlı düşüş gösteriyor. 2025'in ilk iki ayında 2024 fiyatlarının üzerinde seyreden piyasa takas fiyatı (PTF), kalan dönemde 2024'e kıyasla zayıf bir performans sergiledi. Aylık ortalama fiyat Temmuz ayında 78\$'dan 74\$'a, Ağustos ayında ise 76.8\$'dan 72.3\$'a geri çekildi.

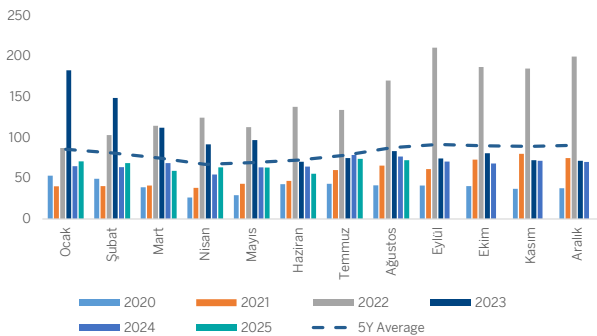
Aylık Ortalama Piyasa Takas Fiyatı, 2024-2025 (\$)



Kaynak: EPIAŞ, Garanti BBVA Yatırım

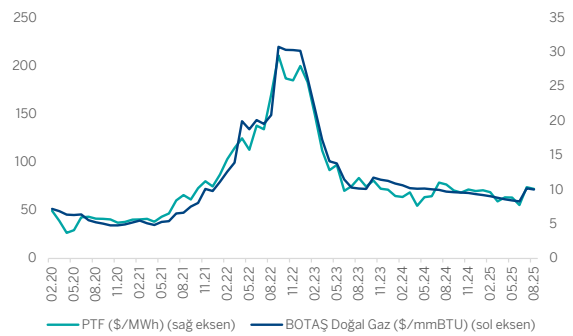
PTF'nin son 5 yıl dolar bazlı ortalamasına bakıldığında da benzer bir görünüm mevcut; pandemi sonrası yüksek seyreden fiyatların 2024 ve 2025'te güç kaybettiği görülüyor. Doğal gaz fiyatı—PTF grafiği, marjinal fiyatın yakıt maliyeti tarafından belirlendiğini ve 2022 enerji krizi ile sonrasındaki normalleşmeyi net biçimde ortaya koyuyor. Kurdaki yükseliş de dolar bazlı ortalama PTF'yi baskılayan bir diğer faktör olarak gözüküyor. Bu normalleşmeyle birlikte 2024 ve 2025'te elektrik üretim şirketlerinin kârlılıklarında da güç kaybı gözlemleniyor.

Piyasa Takas Fiyatı, 2020-2025 (\$)



Kaynak: EPIAŞ, Garanti BBVA Yatırım

BOTAŞ Doğal Gaz Fiyatı ve PTF



Kaynak: BOTAŞ, EPIAŞ, Garanti BBVA Yatırım

Akkuyu Nükleer Enerji Santrali fiyatlar için bir risk faktörü

Türkiye'nin enerji stratejisinde dönüm noktası olan Akkuyu Nükleer Güç Santrali, 4x1.200 MW olmak üzere toplam 4.800 MW kurulu gücüyle ülkenin elektrik ihtiyacının yaklaşık %10'unu karşılayacak kapasiteye sahip. 2010 yılında imzalanan hükümetler arası anlaşmayla başlatılan projede ilk reaktörün inşaatı 2018'de başlamış, son dönemde türbin montajı ve iletim hattı bağlantıları tamamlanma aşamasına gelmiştir. Resmî açıklamalarda ilk ünitenin devreye alma sürecine geçildiği belirtilse de, testler ve izin süreçleri dikkate alındığında ilk elektrik üretiminin 2026 yılında gerçekleşmesi daha olası görünmektedir. Tüm ünitelerin devreye alınması ise 2029 sonrasına sarkabilir.

İyimser senaryoda, ilk ünitenin 2026'da devreye alınması ve diğerlerinin 2029'a kadar tamamlanmasıyla 4.800 MW'lık kapasite sisteme tam olarak entegre edilir. Bu durumda doğal gaz bağımlılığı azalır ve arz güvenliği artar. PTF uzun vadede 65\$ bandında istikrar kazanabilir.

Baz senaryoda ilk ünitenin 2026'da faaliyete geçmesiyle birlikte süreç başlasa da, tüm ünitelerin tamamlanma süreci uzar. Böyle bir durumda arz güvenliği kademeli olarak artarken, kısa vadede ithal yakıta bağımlılık devam eder. PTF'nin 65-70\$ aralığında, dalgalı bir seyir izlemesini bekleriz.

Kötümser senaryoda ise ilk ünitenin devreye girişi 2027'ye sarkar ve sonraki ünitelerde ek gecikmeler yaşanır. Bu senaryoda beklenen arz katkısının sınırlanması nedeniyle fiyatlarda yukarı yönlü baskı oluşabilir. Böylelikle PTF 70-75\$ bandında, yüksek oynaklıkla seyredebilir.

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İleti, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.