

9A24 Sonuçları, 2024 & 2025 Tahminleri: Orge, döviz bazlı sözleşmeleri ve yıl başından bu yana devreye aldığı yeni projeler sayesinde güçlü bir yıl geçirmeye devam ediyor. 9A24 itibarıyla, Şirket'in geliri 2.226mn TL seviyesine ulaşarak yıllık bazda %28 reel büyüme kaydederken, FAVÖK 1.294mn TL ile yıllık %69 reel artış gösterdi. Net kâr ise 408mn TL ile %845 yıllık reel artış gösterdi. FAVÖK marjı, 9A24'te %58 seviyesinde olup, yıllık bazda 14.4 puan yükseldi. Şirket'in 2024 yılı için 3.102mn TL gelir, 1.765mn TL FAVÖK ve 610mn TL net kâr açıklamasını bekliyoruz. Ayrıca; devam eden, metro projeleri, premium hastaneler, oteller, gökdelenler, petrol & gaz ve teknik havacılık gibi çeşitlendirilmiş iş alanlarının desteğiyle Şirket'in olası makroekonomik yavaşlamaya karşı dirençli olacağını düşünüyoruz. 2025 tahminlerimiz 4.080mn TL gelir, 1.933mn TL FAVÖK ve 865mn TL net kâr olup, 1 yıllık ileriye dönük F/K oranını 6,7x olarak hesaplıyoruz. Bu değer, son 5 yıllık ortalama F/K oranı olan 11,5x'e kıyasla cazip seviyelere işaret ediyor. **Metro projelerindeki güçlü fiyatlama ve eskalasyonlardaki sürdürülebilirlik sağlanamazsa, operasyonel marjlar aşağı yönlü sert normalize olabilir.** Orge, 2014 yılından itibaren demiryolu sistemleri projelerine yönelmesiyle birlikte FAVÖK marjını kademeli olarak artırdı. Şirket, 2022'de %40,1 ve 2023'te %41,8 olarak gerçekleşen marjlarını, 9A24 itibarıyla %58,1 seviyesine çıkardı. 2025 tahminimiz ise %47,4'tür. **Kârlılıkta 2025'te aşağı yönlü normalleşme beklentimizde dahi, tarihsel verilerin oldukça üstünde bir marj görmeyi bekliyoruz.** Uzun vadeli FAVÖK marjı varsayımımız ise muhafazakar yaklaşımla %35 olup, önceki tahminimiz %33'tü. Şirket, uzun vadede “%35'in üzerinde” bir FAVÖK marjı hedefliyor. (Detaylar için sayfa 4'e bakınız.)

Devam Eden Projeler ve Yeni İş Akışları: Şirket, 9A24 itibarıyla 1,4mr TL tutarında yeni proje ekleyerek toplam bakiye işlerini 2,3mr TL seviyesine yükseltti (Yıllık nominal değişim: +%140). Eyl24 sonrası eklenen yeni işlerin tutarı yaklaşık 256mn TL seviyesindedir. **İstanbul, Bursa ve diğer şehirlerdeki potansiyel metro projeleri, ciro büyümesine ve marj görünümüne olumlu katkı sağlayabilir.** Öte yandan, altyapı ve üstyapı projeleri de bakiye işlerini desteklemeye devam edebilir. (Detaylar için sayfa 2-3'e bakınız.) **Şirket'in son beş yıllık (2019-2023) yeni iş alımı ortalaması ~22mn EUR/yıl seviyesindeyken, 2024 yılında bu rakam ~44mn EUR olurken; model periyodumuzda ise yıllık ortalama 65mn EUR olarak varsaymaktayız.**

Hedef fiyatımızı 107.88 TL'den 144.53 TL'ye yükseltirken, “Endekse Paralel Getiri” tavsiyemizi “Endeksin Üzerinde Getiri” olarak güncelliyoruz. Şirket hisseleri, 2025T 2,9x FD/FAVÖK ve 6,7x F/K çarpanlarıyla işlem görmekte olup, bu seviyeler son 5 yıllık ortalamalara kıyasla makul fiyatlamalara işaret etmektedir. Yeni iş alanları ve altyapı yatırımlarındaki büyüme beklentisi, hisse için ana katalizörler olarak öne çıkmaktadır. (Detaylar için sayfa 2-3-4-5'e bakınız.)

milyon TL	2022	2023*	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1.405	2.401	3.102	4.080	5.230	6.208
FAVÖK	548	1.003	1.765	1.933	1.955	2.165
Net Kar	138	227	627	865	931	1.032
Brüt Kar Marjı	41,0%	44,6%	59,5%	50,0%	40,0%	37,5%
FAVÖK Marjı	39,0%	41,7%	56,9%	47,4%	37,4%	34,9%
Net Kar Marjı	9,8%	9,4%	20,2%	21,2%	17,8%	16,6%
F/K (x)	14,4	19,4	9,3	6,7	6,2	5,6
PD/DD (x)	1,8	2,4	2,4	1,7	1,4	1,1
FD/FAVÖK (x)	3,7	4,3	3,2	2,9	2,8	2,3
FD/Satışlar (x)	1,4	1,8	1,8	1,4	1,0	0,8
Özsermaye Karlılığı	12,6%	12,6%	26,0%	26,0%	21,6%	19,2%
Temettü Verimi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

* 2023 yılı verileri, 2024 yılı denetim raporuyla Ara24 itibarıyla satın alma gücüne göre yeniden hesaplanacaktır.

** Çarpanlar, ilgili yıl ve takip eden yılın ortalama piyasa değeri (ve net borç değeri) baz alınarak hesaplanmaktadır.

Endeksin Üzerinde Getiri



Şirket Raporu

Hisse Bilgileri

Sektör	Taahhüt
Bloomberg / Reuters Kodu	ORGE.TI / ORGE.IS
Fiyat (TL/hisse)	80,60
Hedef Fiyat (TL/hisse)	144,53
Potansiyel Getiri	%79
52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)	61,2-91,05
Piyasa Değeri (milyon TL)	6.448
Firma Değeri (milyon TL)	6.363
Fili Dolanım PD (milyon TL)	3.214
Ödenmiş Sermaye (milyon TL)	80
Dolaşımdaki Paylar	%50
Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %)	
En Son	%9
3 Ay Önce	%10

İşlem Hacmi	1H	1A	3A	1Y
Ortalama İşlem Miktarı (000)	656	792	781	1.058
Ortalama İşlem Hacmi (000TL)	50.384	64.237	66.061	78.640
Fiyat Aralığı (TL/hisse)	73,7-80,6	73,7-85,9	73,7-91,05	61,2-91,05

Hisse Performansı	1A	3A	6A	12A
Nominal Getiri	-%4	-%5	%2	%3
BIST-100'e Göre Rölatif Getiri	-%5	-%5	%3	-%8

Ortaklık Yapısı

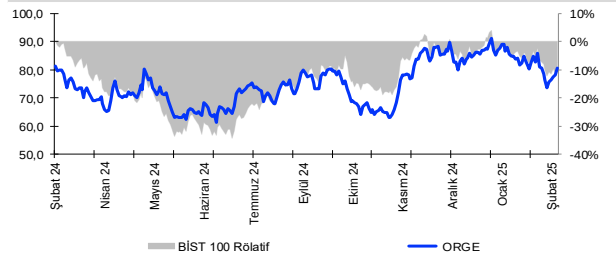
Orhan Gündüz	19,48%
Nevhan Gündüz	30,65%
Diğer	49,87%

Şirket Özeti

Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş. altyapı ve üstyapı projelerinde elektrik taahhüt işleri hizmeti vermektedir. Öte yandan Şirket, 2022 yılından itibaren güneş enerji panellerinin kurulumu projelerinde de yer almaya başlamıştır. Şirket, elektrik taahhüt tarafında zayıf akım sistemleri, alçak gerilim elektrik taahhüt işleri ve orta gerilim elektrik taahhüt işleri konularında hizmet vermektedir. 1998 yılında kurulan şirketin merkezi İstanbul'dadır.

Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



Mehmet Mumcu

Araştırma Müdür Yardımcısı

arastirma@gedik.com

+90 212 385 42 00

Devam Eden Projeler: Öncelikle, Şirket'in, devam eden projelerinin sözleşme büyüklüğünü revize etmek için müşterileriyle anlaşmalar yaptığını belirtmek önemlidir. Bu revizyonlar, işin doğası gereği ilave iş gereksinimleri ve fiyat düzenlemeleri nedeniyle gerçekleşmektedir. Dolayısıyla, aşağıda belirtilen projelerin çoğu, ilk açıklandığında nispeten daha düşük proje büyüklüğüne sahipti.

Şirket, 9A24 itibarıyla 1,4bn TL tutarında yeni proje ekleyerek, toplam bakiye işlerini 2,3bn TL seviyesine çıkardı (Yıllık nominal değişim: +%140). Eylül 2024 sonrası eklenen yeni işlerin tutarı yaklaşık 256mn TL seviyesinde.

Metro Projeleri: **Şirketin, İstanbul dışındaki metro projelerini de portföyüne eklemesi, yatırımcılar açısından Anadolu Bölgesi'ndeki büyüme potansiyelini gösteren önemli bir gelişme olarak öne çıkmaktadır.**

- i) Pendik-Fevzi Çakmak Metro Projesi (Lokasyon: İstanbul / Proje Büyüklüğü: EUR10,0mn + 134mn TL / Tamamlanma: Eki25)
- ii) Bakırköy-Kirazlı Metro Projesi (Lokasyon: İstanbul / Proje Büyüklüğü: EUR10,9mn / Tamamlanma: Eki25)
- iii) Ümraniye-Ataşehir-Göztepe Metro Projesi (Lokasyon: İstanbul / Proje Büyüklüğü: USD9,5mn + 250mn TL / Tamamlanma: Kas25)
- iv) Gebze-Darica Metro Projesi (Lokasyon: İstanbul / Proje Büyüklüğü: EUR2,7mn + 32mn TL / Tamamlanma: Haz25)
- v) Emek/Şehir Hastanesi Metro Projesi (Lokasyon: Bursa, Türkiye'nin 4. büyük şehri / Proje Büyüklüğü: EUR7,0mn + 121mn TL / Tamamlanma: Şub26)

Ek olarak, Ege Bölgesi'nde bulunan **Bodrum Hillside Hotel**'in elektrik taahhüt işleri için Alarko GYO ile yapılan anlaşma (Proje Büyüklüğü: EUR3,9mn + 103mn TL / Tamamlanma: Haz25), şirket için önemli bir fırsat olarak görülmektedir. Orge'nin, gayrimenkul yatırım ortaklıkları üzerinden de uzun vadede iş alma potansiyeli taşıdığını düşünüyoruz.

Bunun yanında, Ege Bölgesi'ndeki **İzmir Amerikan Hastanesi** ihalesini kazanması, Orge için sağlık sektöründe büyüme ve çeşitlendirme açısından kritik bir başarı olarak öne çıkmaktadır. Devlet tarafından desteklenen bu sektör, şirketin uzun vadeli büyüme hedefleriyle de uyumludur (Proje Büyüklüğü: EUR3,8mn + 128mn TL / Tamamlanma: Haz25).

Diğer önemli projelerde ise; **TANAP Dinamik UPS Projesi** (Proje Büyüklüğü: EUR10,8mn / Tamamlanma: Tem25), **İstanbul Havalimanı** (Proje Büyüklüğü: EUR3,9mn + 144mn TL / Tamamlanma: Eyl25), **Mandarin Oriental Projesi** (Proje Büyüklüğü: 256mn TL / Tamamlanma: May26), **Folkart Nova Projesi** (Proje Büyüklüğü: EUR0,7mn + USD1,2mn + 65mn TL / Tamamlanma: May25). Bu projelerin tamamı, şirketin ilerleyen dönemlerde iş hacmini genişletme ve yeni iş birlikleri yaratma potansiyelini artıracak niteliktedir.

Diğer iş kollarında ise; Şirket'in, İsviçre merkezli Sécheron SA ile DC sistem ekipmanlarının Türkiye'deki satışına yönelik gerçekleştirdiği iş birliği anlaşması, önümüzdeki dört-beş yıl içinde yaklaşık EUR20mn gelir yaratma potansiyeline sahiptir. Bu anlaşmayı, sadece gelir üretimi açısından değil, aynı zamanda tedarik zincirini çeşitlendirme ve şirketin pazarlık gücünü artırma potansiyeli nedeniyle de olumlu değerlendiriyoruz.

Altyapı / Metro Projeleri: Devamlı Katalist / Ulaşım Ağında Büyüme:

Şirket, İstanbul'daki tamamlanmış ve devam eden metro projelerinin toplam yaklaşık beşte birinde (~107km / ~465km) elektrik taahhüt işleri üstlenmiştir. Şehir planlama projeksiyonlarına göre, İstanbul'un metro ağı 2025 yılına kadar ~450km'ye, 2030 yılına kadar ise ~720km'ye genişletilecektir. Bu alana yönelik yatırımların toplamda ~2,5-3,0bn USD'ye ulaşması beklenmektedir. **Metro projelerinde elektrik taahhüt işlerinin toplam proje büyüklüğüne oranının yaklaşık %15 olduğu varsayıldığında, 2030'a kadar İstanbul'da gerçekleştirilecek metro projelerinde elektrik taahhüt sektörü için ~350-450mn USD'lik bir bakiye iş potansiyeli bulunmaktadır.**

Üstyapı Projeleri: Devamlı Katalist / Teknolojik Yenilikler: Yazılım ve bilişim sektöründeki gelişmelere paralel olarak büyük veri depolama ve güvenliği kritik bir konu haline gelmiş, bu da teknoloji şirketleri için veri depolama merkezlerine yönelik ihtiyacı artırmıştır. Bu kapsamda şirketin üstlendiği bazı önemli projeler şunlardır: Yapı Kredi – Bankacılık Üssü Projesi (Tamamlanma: 2021) ve Turkcell'in iki ayrı veri merkezi elektrik altyapı projeleri (Tamamlanma: Ara23) Bunun yanı sıra, **5G teknolojisinin uygulanmasıyla birlikte Endüstri 4.0 çerçevesinde yaygınlaşması beklenen akıllı fabrika / akıllı şehir projeleri (organize sanayi bölgeleri dahil) şirket için güçlü bir nakit akışı potansiyeli taşımaktadır. Orge, bu alanda uluslararası projeler üstlenmeyi hedeflemektedir.**

Elektrikli Araç Şarj İstasyonu Projeleri: Güçlü Uzun Vadeli Katalist / Mobilitede Yeni Dönem

Türkiye'de toplam araç parkı içinde elektrikli araçların payı halen oldukça düşük olmasına rağmen, önümüzdeki yıllarda talebin önemli ölçüde artması beklenmektedir. 2024 yılı itibarıyla, toplam otomobil + hafif ticari araç satışlarının ~%11'i elektrikli araçlardan oluşmuştur. Ocak 2025 itibarıyla Türkiye'de ~27k şarj soketi bulunmaktadır (2025E: ~62k, Eyl24: ~24k, Haz24: ~20k, Mar24: ~17k). 2030'a kadar toplam şarj noktalarının ~181k'ye, 2035'e kadar ise ~348k'ye ulaşması beklenmektedir (Kaynak: EPDK). Şirket, bu alandaki Ar-Ge çalışmalarını tamamlamış olup, ilk prototipleri üretmiş ve test sürecine geçmiştir. Önümüzdeki çeyreklerde şarj üniteleri piyasaya sürülecektir. **Buna ek olarak, DC tabanlı şarj istasyonları (benzin istasyonları vb.) için ilave altyapı gereksinimleri oluşacaktır. Mevcut istasyonların çoğunun elektrik altyapısı, onlarca şarj ünitesinin güç gereksinimini karşılamada yetersiz kalmaktadır, bu durumu Orge için ek büyüme alanı yaratabilecek bir fırsat olarak görüyoruz.**

Enerji Sektörü Projeleri: İkincil ve Zayıf Katalist / Yenilenebilir Enerji:

İklim krizinin etkisi ve artan enerji maliyetleri, özellikle Rusya-Ukrayna savaşının ardından yenilenebilir enerji yatırımlarını küresel ölçekte hızlandırmıştır. **Şirketler, enerji maliyetlerini düşürmek amacıyla güneş enerjisi yatırımlarını artırmaya başlamıştır.** Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) verilerine göre, Türkiye'nin kurulu güneş enerjisi kapasitesinin 2030'a kadar ~10GW'den ~33GW'ye çıkması beklenmektedir, bu da %20 civarında bir bileşik yıllık büyüme oranına (CAGR) işaret etmektedir. Bu kapsamda, şirket: 2022 yılında iki güneş enerji santrali (GES) projesi üstlenmiştir. Temmuz 2023'te 1mn USD bakiye işe sahip yeni bir güneş enerji santrali projesi imzalamıştır. GES ve RES (rüzgar enerjisi santrali) alanında iş geliştirme faaliyetlerine devam etmektedir. Ancak, son dönemde küresel gelişmeler ve politik hareketler, yeşil enerji yatırımlarındaki hızlanmanın önümüzdeki birkaç yıl içinde normalleşebileceğine işaret etmektedir.

Riskler: i) Beklenen yeni iş alımlarına ulaşamaması ii) Metro projelerine yönelik yatırım hızında yavaşlama iii) Küresel resesyonun derinleşmesi durumunda özel sektör yatırımlarının zayıflaması iv) Ana yüklenicilerle fiyat farkı (eskalasyon) süreçlerinde olası problemler yaşanması v) Emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar vi) İşletme sermayesi ihtiyacında artış (örn: tahsilat süresinde gecikmeler) vii) Yüklenici/işverenlerin sözleşmesel hakları çerçevesinde projelerde erteleme veya askıya alma kararları alması

Metro projelerindeki güçlü fiyatlandırmanın ve eskalasyon süreçlerindeki pazarlık gücünün sürdürülemez olması halinde, operasyonel marjların aşağı yönlü normalize olabileceği değerlendirilmelidir. Şirket, 2014 yılında demiryolu sistemleri projelerine giriş yapmasından itibaren FAVÖK marjını kademeli olarak artırmış ve 2022’de %40,1, 2023’te %41,8 olarak açıklamıştır (2014: %26,8, 9A24: %58,1, Gedik 2025E: %47,4). Uzun vadeli FAVÖK marjı varsayımımız %35 olup, önceki tahminimiz %33 idi. Şirket’in uzun vadeli hedefi, %35’in üzerinde FAVÖK marjı sağlamaktır. Orge, taahhüt segmentinde oldukça güçlü marjlar elde etmiş olup, EPC sözleşmelerinin toplam iş hacmindeki payını yüksek tutabilmesi halinde güçlü kârlılığını sürdürebilecektir. Şirketin OTC projeleri genellikle küçük ölçekli ve düşük marjlı olmakla birlikte, butik elektrik taahhüt projelerinde görece yüksek marj elde etmek mümkündür.

Ancak, modelimizde ihtiyatlı bir yaklaşım benimseyerek, tüm OTC proje varsayımlarında ve yeni iş alanlarında elektrik taahhüt segmentine kıyasla daha düşük marj öngörmekteyiz. Bununla birlikte, metro projeleri, üstyapı projeleri ve elektrikli araç şarj istasyonlarının operasyonel kârlılığının, Şirket’in son yıllardaki eskalasyon ve pazarlık gücü dikkate alındığında, tahminlerimizden daha yüksek seviyelerde sürdürülebilir olması muhtemeldir. Öte yandan, şu aşamada elektrikli araç şarj istasyonu segmenti için modelimizde herhangi bir varsayım uygulamıyoruz. Şirket, bu alandaki Ar-Ge çalışmalarını tamamlamış olup, ilk prototiplerini üretmiş ve test sürecine geçmiştir. Önümüzdeki çeyreklerde şarj üniteleri piyasaya sürülecek ve bu segmentin proje finansmanı & gelir modeli konusunda daha doğru bilgiye sahip olduktan sonra değerlendirme modelimize dahil edilecektir.

Senaryo Analizi: Şirket’in değerlemesine yönelik baz senaryo risklerini değerlendirdiğimizde, operasyonel kârlılık ve bakiye iş büyüklüğündeki değişimlerin şirket değerine anlamlı bir etkisi olduğu görülmektedir. Tüm tahmin dönemi boyunca (sonsuz büyüme dahil) operasyonel kârlılık varsayımında %10 aşağı yönlü revizyon yapılması, şirket değerinde yaklaşık %35 seviyesinde seyrelme yaratmaktadır. Ayrıca; yıllık yeni bakiye iş büyüklüğünün bizim varsayımımız olan EUR65mn yerine EUR45mn olarak gerçekleşmesi, özkaynak değerinde yaklaşık %30 seviyesinde seyrelmeye neden olmaktadır. Bu yaklaşım, Şirket’in uzun vadeli değerini belirlemede operasyonel kârlılığı ve bakiye iş büyümesini sürdürme yeteneğinin kritik faktörler olduğunu göstermektedir.

İNA Analizi											
milyon TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Net Satışlar	3.102	4.080	5.230	6.208	7.028	7.605	8.069	8.619	9.484	10.298	11.068
Büyüme %	57%	32%	28%	19%	13%	8%	6%	7%	10%	9%	7%
FAVÖK	1.765	1.933	1.955	2.165	2.451	2.654	2.818	3.011	3.314	3.598	3.868
Büyüme %	113%	10%	1%	11%	13%	8%	6%	7%	10%	9%	8%
FAVÖK Marjı	56,9%	47,4%	37,4%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	34,9%	35,0%
FVÖK	1.753	1.918	1.935	2.142	2.425	2.624	2.784	2.974	3.272	3.553	3.818
Borçsuz Vergi	438	479	387	428	485	525	557	595	654	711	764
Vergi oranı	25%	25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	1.315	1.438	1.548	1.713	1.940	2.099	2.227	2.379	2.618	2.842	3.055
Vergi Öncesi Faaliyet Kar Marjı	42%	35%	30%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Yatırım Harcamaları	23	30	37	44	51	58	65	72	80	87	95
Amortisman	12	16	20	23	27	30	34	38	42	46	50
Net İşletme Sermayesi Değişimi	216	96	99	100	93	65	53	62	98	92	87
Serbest Nakit Akımı	1.088	1.328	1.432	1.593	1.823	2.006	2.144	2.283	2.482	2.709	2.923
AOSM	54%	43%	31%	25%	22%	21%	20%	18%	16%	15%	14%
	1,0	0,7	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
İNA	1.088	931	767	682	638	579	514	463	435	413	390
İNA değeri	5.810										
Sonsuz Büyüme Oranı	7,0%										
Sonsuz Değer	5.668										
Firma Değeri	11.478										
Net Borç (Nakit) (Eyl23)	-85										
Adil Değer	11.563										
Hisse Adedi (mn)	80										
Adil Değer/hisse (TL)	144,53										
Cari Fiyat (TL)	80,60										
Getiri Potansiyeli	79%										

Kaynak: Şirket Finansalları, Bloomberg, Rasyonet and Gedik Yatırım Araştırma
Değerleme Dönemi: 2025-2034 arası; 10 yıllık

AOSM Hesaplaması	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Özsermaye Maliyeti	54,3%	43,4%	31,4%	25,4%	22,8%	21,6%	20,6%	18,5%	15,9%	15,0%	14,5%
Borçlanma Maliyeti	52,8%	41,9%	29,9%	23,9%	21,3%	20,1%	19,1%	17,0%	14,4%	13,5%	13,0%
Borç Ağırlığı	5,0%	5,8%	6,8%	6,7%	6,2%	5,7%	5,1%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%
Risksiz Faiz Oranı	48,8%	37,9%	25,9%	19,9%	17,3%	16,1%	15,1%	13,0%	10,4%	9,5%	9,0%
Şirket Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Vergi Oranı	25%	25%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
AOSM	54%	43%	31%	25%	22%	21%	20%	18%	16%	15%	14%
Sonsuz Büyüme Oranı	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%

Kaynak: Şirket Finansalları, Bloomberg, Rasyonet and Gedik Yatırım Araştırma

Model Varsayımları: i) Yıllık EUR65mn yeni iş alımı (Varsayım: Her yeni metro projesi için EUR10mn, her altyapı & üstyapı projesi için EUR2,5mn-7,5mn) ii) Sözleşme yılı içinde %33'lük tamamlanma oranı, geri kalan kısmın bir sonraki yıl gelir olarak kaydedilmesi iii) Operasyonel marjlarda kademeli aşağı yönlü normalleşme (2024T'de %57 FAVÖK marjı → Sonsuzda %35) iv) İşletme sermayesi ihtiyacının %11-13 aralığında olması v) Efektif vergi oranı: 2025T için %25, model döneminin geri kalanında %20.

Eskalasyon düzenlemeleri, indirgenmiş nakit akımlarından ziyade gelir tablosuna dahil edilerek, USD/TL paritesindeki yıllık değişimler dikkate alınarak varsayılmıştır.

Buna ek olarak, değerlendirme modelimizde ihtiyatlı bir yaklaşım benimseyerek, OTC projeleri ve yeni iş kolları için elektrik taahhüt segmentine kıyasla daha düşük marjlar öngörmekteyiz. Ancak, metro projeleri, üstyapı projeleri ve elektrikli araç şarj sistemlerinin karma operasyonel kârlılığı, şirketin son yıllardaki eskalasyon ve fiyatlama gücü dikkate alındığında, tahminlerimizden daha yüksek seviyelerde sürdürülebilir olabilir.

Öte yandan, bu aşamada elektrikli araç şarj istasyonu segmenti için herhangi bir varsayım modelimize dahil edilmemiştir. Şirket, bu alandaki Ar-Ge çalışmalarını tamamlamış olup, ilk prototipleri üretmiş ve test sürecine geçmiştir. Önümüzdeki çeyreklerde şarj üniteleri piyasaya sürülecek ve bu segmentin proje finansmanı & gelir modeli konusunda daha net veriler elde edildikten sonra, modelimize entegre edilecektir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2022	2023*	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1.405	2.401	3.102	4.080	5.230	6.208
Satışların Maliyeti	-829	-1.330	-1.256	-2.040	-3.138	-3.880
Brüt Kar	575	1.072	1.846	2.040	2.092	2.328
Faaliyet Giderleri	-32	-77	-93	-122	-157	-186
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler ,	-1	-60	-2	-2	-2	-2
Faaliyet Gelirleri	543	935	1.751	1.916	1.933	2.140
FAVÖK	548	1.003	1.765	1.933	1.955	2.165
Finansal Gelir, net	-381	-605	-74	4	4	6
Vergi Gideri	-23	-103	-280	-288	-233	-258
Net Kar	138	227	627	865	931	1.032
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Net Kar	138	227	627	865	931	1.032
Pay Başına Kazanç	1,73	2,83	7,84	10,82	11,64	12,90
Pay Başına Temettü	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Büyüme Oranları	2022	2023*	2024T	2025T	2026T	2027T
Satış	354,9%	71,0%	29,2%	31,5%	28,2%	18,7%
FAVÖK	427,1%	82,9%	76,0%	9,6%	1,1%	10,8%
Net Kar	33,0%	63,9%	176,8%	38,0%	7,6%	10,8%

Bilanço (milyon TL)	2022	2023*	2024T	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	129	282	220	332	598	895
Ticari Alacaklar	287	487	510	671	860	1.021
Stoklar	152	28	103	168	258	319
Maddi Duran Varlıklar	274	365	301	363	442	525
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	0	0	0
Diğer Varlıklar	1.043	1.808	2.475	3.377	4.096	4.771
Toplam Varlıklar	1.885	2.970	3.609	4.911	6.253	7.531
Finansal Borçlar	204	249	127	206	315	389
Ticari Borçlar	194	324	207	335	516	638
Diğer Yükümlülükler	391	601	858	1.045	1.120	1.118
Özkaynaklar	1.096	1.796	2.417	3.325	4.303	5.386
Net Borç / (Nakit)	76	(33)	(92)	(126)	(283)	(506)

Finansal Göstergeler	2022	2023*	2024T	2025T	2026T	2027T
Özsermaye Karlılığı	12,6%	12,6%	26,0%	26,0%	21,6%	19,2%
FAVÖK Marjı	39,0%	41,7%	56,9%	47,4%	37,4%	34,9%
Net Kar Marjı	9,8%	9,4%	20,2%	21,2%	17,8%	16,6%
Net Borç / Özsermaye (x)	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Net Borç / FAVÖK (x)	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
KV Borçlar / Toplam Borçlar	99,3%	96,8%	97,2%	97,9%	98,4%	98,4%
Sermaye / Toplam Varlıklar	58,1%	60,5%	67,0%	67,7%	68,8%	71,5%
Cari Oran (x)	2,6	3,0	4,6	4,3	4,0	4,0
Nakit Kar Payı Ödemesi	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Kaynak: Şirket Finansalları, Bloomberg, Rasyonet and Gedik Yatırım Araştırma

*2023 figürleri 2024 yıl sonu satın alma gücü paritesine göre revize edilecektir.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.