

ŞİRKET RAPORU

Türkiye | Taahhüt | 14 Temmuz 2025



Enka İnşaat <ENKA.TI>

Her koşulda güvenli liman...

ENKA İnşaat için 12 aylık hedef fiyatımızı 92,52TL olarak belirliyor ve "AL" tavsiyesiyle kapsamımıza alıyoruz. Bu önerimizin temel dayanakları şunlardır: i) 2Ç25 sonunda yaklaşık 8,0mlr USD büyüklüğünde bir bakiye iş yükü, ii) tüm segmentlerde güçlü ve sürdürülebilir FAVÖK üretimi, dirençli karlılık yapısı, iii) farklı finansal araçlarda korunan 5,4mlr USD net nakit pozisyonu. Yeni SOTP bazlı hedef değerimiz 92,52TL olup, %42 getiri potansiyeli sunmaktadır.

Taahhüt segmenti, rekor seviyelere ulaşan iş yükü sayesinde güçlü büyümesini sürdürmektedir... Yılın ilk beş ayında imzalanan 2,0mlr USD tutarındaki yeni projeler, özellikle enerji ve altyapı yatırımlarının hızlandığı Irak gibi pazarlarda şirketin yeniden varlık göstermesiyle, bölgesel talepte kayda değer bir toparlanmaya işaret etmektedir. Değerleme dönemi boyunca ortalama 7,3mlr USD'lik sürdürülebilir bir iş yükü öngörmekteyiz. Bechtel, GE ve Siemens gibi global ortaklarla sürdürülen teknik iş birlikleri ve artan mühendislik kapasitesi sayesinde, ENKA'nın küresel projelerden daha fazla fayda sağlamasını bekliyoruz. Rusya-Ukrayna savaşında olası bir normalleşme senaryosu ve yaptırımların kalkması halinde, geçmişte faaliyet gösterdiği birçok pazarda yeni proje fırsatları yeniden doğabilir. Taahhüt segmentinin Net Aktif Değeri (NAD) içindeki payı %35 seviyesindedir.

Toplam kurulu güç, iki yeni projeye birlikte yaklaşık 4.895MW'a ulaşacaktır... ENKA'nın Kırklareli'nde inşası devam eden 850MW kapasiteli doğalgaz kombine çevrim santrali 2025 yıl sonunda devreye girecektir. Buna ek olarak, Bulgaristan'ın Burgaz kentinde yapımı süren 45MW'lık güneş enerji santraliyle yenilenebilir enerji alanında portföy çeşitlenmektedir. Şirketin elektrik üretim portföyü, yüksek operasyonel verimlilik avantajına sahiptir. Kırklareli doğalgaz santralinin 2025 yılının sonunda devreye alınması beklenmektedir. ENKA'nın mevcut dört doğalgaz santrali ile birlikte yeni devreye girecek güneş enerji santralinin, 2028 itibarıyla yıllık yaklaşık 87mn USD FAVÖK üretmesi, bu rakamın ise 2031 itibarıyla 121mn USD seviyesine ulaşması öngörülmektedir. Bu yapı, istikrarlı bir nakit akışı sağlayacaktır. Enerji segmentinin Net Aktif Değer (NAV) içindeki payı görece düşük (%6) olduğu için, FAVÖK tarafında görülebilecek zayıf seyrin etkisi sınırlı kalmaktadır.

Gayrimenkul portföyü dengeli bir yapıya sahip olup, ENKA'nın çeşitlendirilmiş yapısı içinde istikrarlı bir değer üreticisidir... Bu segmentten yıllık 225-240mn USD FAVÖK elde edileceğini, bunun da yaklaşık %64'lük sürdürülebilir bir FAVÖK marjı anlamına geldiğini öngörüyoruz. Rubledeki dalgalanmalar USD bazlı gelirlerde oynaklık yaratabilse de, mevcut kur seviyelerinden anlamlı bir bozulma beklemiyoruz. Moskova'daki ofis kiralari istikrarını korurken, yüksek doluluk oranları da güçlü nakit akışını desteklemeye devam etmektedir. Şu an için yeni bir proje görünmemekle birlikte, örneğin Yandex ofis projesi gibi bir gelişme, sürpriz olmayacaktır. Gayrimenkul segmentinin Net Aktif Değeri (NAD) içindeki payı %18 seviyesindedir.

ENKA, 5,4mlr USD'lik net nakit pozisyonuyla olağanüstü güçlü bir bilanço yapısına sahiptir... Bu yüksek likidite, volatil makroekonomik koşullarda önemli bir aşağı yönlü koruma sağlarken, aynı zamanda stratejik fırsatlara hızlı yanıt verme esnekliği de sunmaktadır. Nakit NAD içindeki katkısı %38'dir.

Riskler: Küresel inşaat harcamalarının beklentilerin altında kalması, yeni yatırımlardan beklenen getirinin elde edilememesi, Ruble'nin USD karşısında değer kaybetmesi, USD faizlerinde yükselişin finansal yatırımlar üzerinde negatif getiri yaratması gibi risk unsurları mevcuttur.

ENKA.TI / ENKA.IS

Öneri

Hedef Fiyat:

AL

Getiri Potansiyeli:

₺92.52

42%

Hisse Fiyatı (TL):	65.05
Piyasa Değeri (mn TL):	390,300
Hisse Adedi (mn):*	6,000.0
Fiili Dolaşım Oranı (%):	12.00
Fiili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	46,836
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Bayındırlık ve İmar

Hisse Performans (11/07/2025)

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	39.89 - 75.07			
	1h	1A	3A	ybb
Nominal	-3.9%	1.2%	4.5%	38.9%
Rölatif (BIST-100)	-4.7%	-5.4%	-5.4%	31.8%
Ort. İşlem Adedi (mn)	10.89	13.86	16.63	18.30
Ort. İşlem Hacmi (mn T)	700	893	875	1,044
BIST-100'deki ağırlığı	1.55			
Yabancı Payı	Mevcut 12A önce			
	28% 27%			

Kısaca Şirket

1957 yılında kurulan ENKA, altyapı, enerji, gayrimenkul ve endüstriyel üretim alanlarında faaliyet gösteren, 30'dan fazla ülkede aktif bir Türk mühendislik ve inşaat şirkettir. Enerji santralleri, otoyollar ve ticari yapılar gibi büyük ölçekli projeleriyle tanınır. Şirket aynı zamanda doğalgaz çevrim santrallerine ve Moskova'da önemli gayrimenkul varlıklarına sahiptir. Borsa İstanbul'da işlem gören ENKA, güçlü finansalları, düşük borçluluğu ve sağlam özkaynak yapısıyla öne çıkmaktadır.

Ortaklık Yapısı

	Oran
Tara Holding	49.80%
Gülcelik Family	27.01%
Enka Spor Eğitim Vakfı	5.87%
Halka Açık	9.62%
Diğer	5.41%
Hisse Geri Alım	2.29%

Finansal Göstergeler

(USD mn)	2023	2024	2025T	2026T
Ciro	3,229	3,066	3,480	3,865
FAVÖK	634	699	773	828
Net Kar	714	753	639	696
FAVÖK marjı	19.6%	22.8%	22.2%	21.4%
Net marj	22.1%	24.6%	18.4%	18.0%
FD/FAVÖK (x)	6.9	6.2	5.6	5.2
F/K (x)	13.7	13.0	15.3	14.0
FD/Satış (x)	1.35	1.42	1.25	1.12
Temettü/hisse (TL)	1.75	1.25	1.82	1.93
Temettü Verimi	2.7%	1.9%	2.8%	3.0%
Net Borç/FAVÖK (x)	-8.0x	-7.7x	-6.3x	-5.4x
Aktif Karlılığı (ROA)	9%	8%	7%	7%

Global Araştırma

+90 (212) 244 55 67

www.global.com.tr



FINANSAL TAHMİNLER

Gelir Tablosu (mn USD)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	3,223	3,058	3,480	3,865	4,110
Satışların Maliyeti	-2,556	-2,289	-2,623	-2,966	-3,077
Brüt Kar	667	769	864	900	1,033
Faaliyet Giderleri	-161	-198	-197	-191	-269
FAVÖK	633	697	773	828	889
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	38	17	13	17	16
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	16	0	12	52	62
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	365	524	235	196	182
Parasal Kazanç/ Kayıp	-31	-49	-27	-8	-7
Net Kar/(Zarar)	714	753	639	696	747

Bilanço (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,030	3,329	2,529	2,678	2,744
Ticari Alacaklar	363	438	463	572	548
Stoklar	285	389	378	368	400
Maddi Duran Varlıklar	1,287	1,682	1,463	1,480	1,396
Diğer Varlıklar	4,426	4,447	4,381	4,604	4,546
Toplam Varlıklar	9,391	10,285	9,214	9,702	9,633
Finansal Borç	122	116	187	239	273
Ticari Borçlar	290	356	366	462	379
Diğer Yükümlülükler	1,569	1,800	706	769	769
Toplam Yükümlülükler	1,980	2,271	1,259	1,470	1,422
Özkaynaklar	7,313	7,906	7,851	8,118	8,100
Ödenmiş Sermaye	204	170	137	131	120
Net Borç/(Nakit)	-5,064	-5,394	-4,531	-4,632	-4,664

Büyüme	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	24%	-5%	14%	11%	6%
FAVÖK	8%	10%	11%	7%	7%
Net Kar	765%	5%	-15%	9%	29%

Finansal Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T	2027T
Hisse Başına Kar (TL)	3.50	4.42	4.67	5.32	7.43
Hisse Başına Temettü (TL)	5.76	1.71	3.43	4.80	106.98
Özsermaye Karlılığı	9.8%	9.5%	8.1%	8.6%	11.0%
Brüt Marj	20.7%	25.2%	24.8%	23.3%	25.1%
FAVÖK Marjı	19.6%	22.8%	22.2%	21.4%	21.6%
Net Kar Marjı	22.2%	24.6%	18.4%	18.0%	21.8%
Net Borç/Özsermaye	-0.69x	-0.68x	-0.58x	-0.57x	-0.58x
Net Borç/FAVÖK	-8x	-7.74x	-5.86x	-5.6x	-5.24x
KV Borç/UV Borç	4%	4%	6%	8%	8%
Özermaye/Varlıklar	78%	77%	85%	84%	84%

Kaynak: Finnet, GMD

Segment Analizi

	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satış	3,223	3,058	3,480	3,865	4,110	4,209	4,242	4,344
Taahhüt	1,954	2,143	2,580	2,757	2,975	3,062	3,087	3,188
Gayrimenkul	320	328	358	360	361	362	362	362
Ticaret	248	261	241	248	250	250	247	249
Enerji	701	327	301	500	525	536	546	546
Brüt Kar	667	769	864	900	1,033	1,075	1,087	1,110
Taahhüt	402	500	542	551	662	681	693	716
Gayrimenkul	211	213	243	247	249	250	250	250
Ticaret	88	83	72	79	80	80	79	80
Enerji	-34	-26	6	22	42	64	66	66
FAVÖK	633	697	777	831	891	930	1,003	1,023
Taahhüt	348	411	464	496	535	551	617	638
Gayrimenkul	201	202	225	229	232	232	232	232
Ticaret	69	64	43	45	45	45	49	50
Enerji	15	20	41	57	77	99	101	101
FAVÖK Marjı	19.6%	22.8%	22.3%	21.5%	21.7%	22.1%	23.6%	23.5%
Taahhüt	17.8%	19.2%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	20.0%	20.0%
Gayrimenkul	62.7%	61.6%	62.8%	63.7%	64.2%	64.3%	64.1%	64.2%
Ticaret	27.8%	24.4%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	20.0%	20.0%
Enerji	2.1%	6.3%	13.6%	11.5%	14.7%	18.5%	18.4%	18.4%

Yatırım Teması

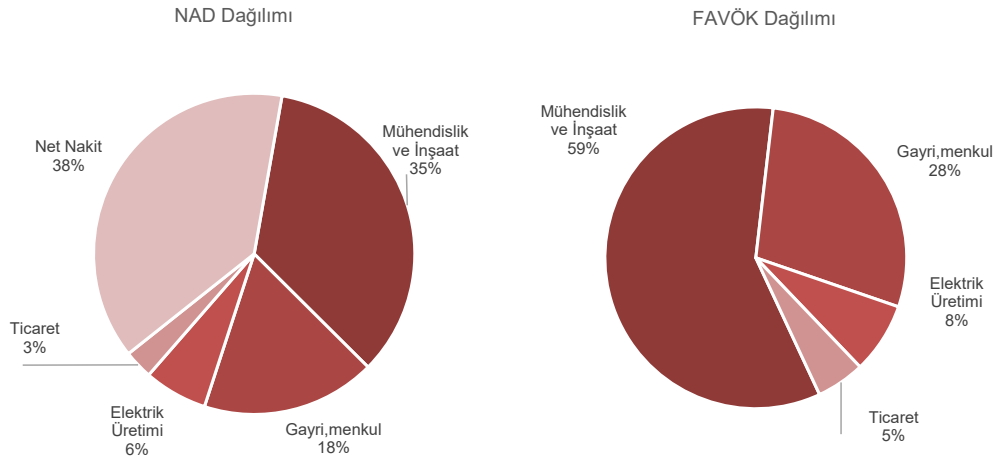
ENKA İnşaat'ı, güçlü karlılık profili, öngörülebilir gelir yapısı ve 5,4mlr USD tutarındaki güçlü net nakit pozisyonu nedeniyle beğeniyoruz. Bu nakit pozisyonu ENKA'ya hem finansal esneklik hem de operasyonel dayanıklılık sağlarken, bilanço yapısının gücünü de artırıyor. Şirketin döviz bazlı gelir yaratan ve çeşitlendirilmiş iş kolları (taahhüt, gayrimenkul ve enerji) istikrarlı FAVÖK üretmeye devam etmektedir. Önümüzdeki on yıllık dönemde küresel ölçekte yeniden canlanacak inşaat ve yatırım faaliyetleri, ENKA'nın mevcut bakiye iş yükünü korumasına olanak tanıyacaktır.

Hisse başına 92,52TL olarak belirlediğimiz SOTP (parça-bazlı değerlendirme) tabanlı 12 aylık hedef fiyatımız, mevcut seviyelere göre %42 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Tüm bunların sonucu olarak ENKA'yı "AL" tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Hisse 2025T göre 5.6x FD/FAVÖK ve 15x F/K çarpanından BIST-100'e göre hafif primlidir. Şirketin güçlü nakit yaratımı, yüksek iş yükü görünürlüğü ve yeni proje kazanımları ya da eldeki nakdin potansiyel kullanım senaryoları göz önünde bulundurulduğunda, bu değerlendirme çarpanını primi hak ettiğini düşünüyoruz.

NAD Dağılımı

FAVÖK Dağılımı



Kaynak: Şirket, GMD

2025: Bilinmeyen Sularda Seyir Ediyoruz...

2025 yılı, jeopolitik gerilimlerin ve ekonomik belirsizliklerin damga vurduğu çalkantılı bir dönem olarak başladı. Piyasalar adeta sinüs eğrisi gibi bir dalga hareketi içinde; barış ve krizler arasında sürekli bir dönüşümün içerisinde savruluyor.

Yılın başından itibaren, küresel düzeyde devam eden jeopolitik istikrarsızlıklar; enerji, emtia ve finansal sistemler üzerinde yeniden volatilitiyi tetikleyen gelişmelere yol açtı. Özellikle Rusya-Ukrayna savaşı, Avrupa'nın enerji güvenliğini zedelemeye devam ederken, tarım ihracatı ve lojistik zincirleri üzerinde de ciddi etkiler yaratıyor. Diğer yandan, İsrail-İran arasındaki sıcak gerilim, Ortadoğu genelinde risk algısını yeniden yükseltti. Hürmüz Boğazı'nın kapatılmasına dair İran'dan gelen tehdit, küresel petrol arzının yaklaşık %20'sinin geçtiği bu kritik geçiş noktasına ilişkin kaygıları artırmış durumda. Bu gelişmeler, kırılgan arz-talep dengesi içinde seyreden enerji piyasaları için hayli olumsuz. Her ne kadar bölgesel gerilim kısa vadede durulmuş görünse de, kalıcı bir çözüme henüz ulaşılmamış gibi görünüyor ve olası bir yeniden tırmanma ihtimali canlılığını korumaktadır. Tüm bu gelişmelerin sonucunda, küresel ekonomilerde enflasyonist baskılar artmakta ve merkez bankaları para politikalarını yeniden gözden geçirmektedir. Piyasalarda oluşan duyarlılık döngüsel bir yapı izlemekte; barış görüşmeleriyle kısa süreli iyimserlik oluşurken, krizlerin yeniden gündeme gelmesiyle keskin satışlar yaşanmaktadır. Bu ortamda yatırımcıların risk iştahı sürekli değişmekte, varlık fiyatlamaları bozulmakta ve yatırım ortamı belirsizliğe açık kalmaktadır.

Ancak savaşların ardından gelen yeniden inşa süreci, **şehirlerin yeniden yapılandırılması**, altyapının onarılması ve artan enerji talebinin karşılanması gibi önemli fırsatlar yaratmaktadır. Bu bağlamda, **ENKA gibi güçlü bilanço yapısına sahip şirketlerin küresel yatırım döngüsünden faydalanması** oldukça olasıdır.

Jeopolitik belirsizliklerin arttığı bir bölgede ENKA İnşaat proje portföyünü genişletmeye devam ediyor...

ENKA, 2025 yılına 5,8mlr USD tutarındaki güçlü bakiye iş yüküyle girerek, proje edinimindeki ivmesini ve yüksek uygulama kabiliyetini bir kez daha ortaya koymuştur. 2024 yılı boyunca imzalanan 1,55mlr USD tutarındaki yeni sözleşmeler, şirketin uluslararası pazarlardaki etkinliğini daha da güçlendirmiştir.

Bölgesel belirsizliklerin yüksek seyrettiği mevcut konjonktürde dahi ENKA, orta ve büyük ölçekli kaliteli projeleri portföyüne katarak bakiye iş yükünü artırmayı sürdürmektedir. 2025 yılı başından bu yana ENKA ve iştiraklerinden Çimtaş, toplamda 1,9mlr USD değerinde dört yeni proje kazanmış; bu gelişmeler, şirketin operasyonel dayanıklılığını, teknik yetkinliğini ve rekabet gücünü bir kez daha ortaya koymuştur.

Özellikle bu projelerden ikisi Irak'ta yer almakta olup, her ikisi de doğalgaz çevrim santralleri üzerine odaklanmıştır: biri tamamen yeni kurulacak yeşil saha bir doğalgaz kombine çevrim santrali (CCPP), diğeri ise mevcut bir doğalgaz santralinin CCPP'ye dönüştürülmesini kapsamaktadır. Bu projeler, ENKA'nın derin saha tecrübesine ve uzun vadeli geçmişine sahip olduğu Irak pazarına stratejik geri dönüşünü temsil etmektedir.

Coğrafi olarak dengelenmiş iş yükü, bölgesel yoğunlaşma riskini azaltıyor...

ENKA, Birleşik Krallık'ta 668mn USD tutarında bir proje olarak, düzenlemeye tabi ve olgun pazarlara yönelik stratejik genişlemesini sürdürmektedir. 2024 Ekim ayında İngiliz hükümeti tarafından fonlanan ve ülkenin ilk büyük ölçekli düşük karbonlu hidrojen üretim tesisi olan HPP1 projesi, geleneksel enerji tüketiminin yoğun olduğu bir bölgede yer alan HyNet sanayi karbonsuzlaştırma kümesinin merkezinde konumlanmaktadır.

Proje kapsamında, hidrojen üretimi ile birlikte karbon yakalama ve depolama (CCS) teknolojileri bir arada kullanılacak olup, 2026 itibarıyla yılda 600.000 ton CO₂ emisyonu azaltılması ve 350 MW üretim kapasitesi hedeflenmektedir. Üretilen hidrojen, İngiltere'nin kuzeybatısındaki sanayi işletmelerine sağlanarak bu işletmelerin karbon ayak izini azaltmalarına destek olacak, böylece istihdamın korunmasına ve ekonomik büyümeye katkı sağlanacaktır. ENKA bu projede, EET Hydrogen ile birlikte çalışacaktır.

Tüm bu gelişmeler, ENKA'nın proje portföyünü hem coğrafi hem sektörel açıdan çeşitlendirme kapasitesini ortaya koyarken, aynı zamanda yüksek potansiyele sahip ancak jeopolitik açıdan hassas pazarlardaki stratejik güvenini de yansıtmaktadır.

Enka'nın Devam Eden Projeleri

Proje Adı	Ülke
1 Lojistik Destek Tesisleri – Aktau Limanı	Kazakistan
2 EPC – Elektrik & Enstrümantasyon	Türkiye
3 Tüpraş – Bakım Onarım Hizmetleri	Türkiye
4 Propan Ayrırıcı Ünite	Türkmenistan
5 Kriyogenik Depolama Ünitesi – PP Tesisine Bağlı	Türkmenistan
6 Boru Hatları & Yardımcı Tesisler	Türkmenistan
7 Siyah Etilen Üretim Ünitesi	Almanya
8 Düşük Karbon Hidrojen Üretim Tesisi (HPP1)	Birleşik Krallık
9 Irak – Yeni CCPP (Kombine Çevrim Santrali)	Irak
10 Irak – Mevcut NGPP'nin CCPP'ye dönüşümü	Irak
11 Dohuk – NGPP dönüşüm projesi	Irak
12 Kırklareli Kombine Çevrim Santrali (CCPP)	Türkiye
13 Kazan Kojenerasyon Tesisi (CHP)	Rusya
14 Burgaz 45 MW Güneş Enerji Santrali	Bulgaristan
15 Libya 3×135 MW Gaz Santrali Projesi	Libya
16 Libya 150 MW GES + 132kV Şalt Tesisi	Libya
17 LNG Üretim Tesisi	Mozambik
18 San Juan Enerji Geliştirme Projesi	Porto Riko
19 Morava Koridoru Otoyolu	Sırbistan
20 Üst Yapı Geliştirme Projesi	Moğolistan
21 Hırvatistan A11 Otoyolu	Hırvatistan
22 Sırbistan E-80 Otoyolu	Sırbistan
23 Başkent Bina Projesi	Türkmenistan
24 Genel Merkez Projesi	Türkmenistan
25 Yandex Genel Merkezi	Rusya
26 Yandex Veri Merkezi	Rusya
27 Ulusal Veri Merkezi	Türkiye
28 Devlet Veri Merkezi	Türkmenistan
29 Özel Bina Projeleri (çeşitli bölgeler)	Orta Asya, Kuzey Afrika, Güney Amerika

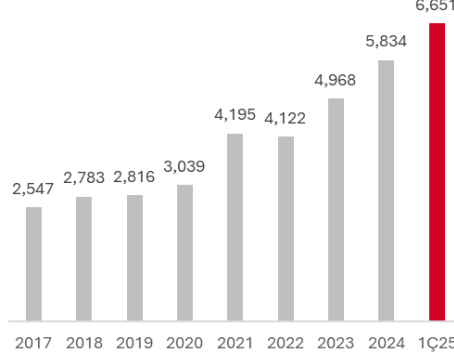
Kaynak: Şirket

İleriye dönük olarak, ENKA'nın proje edinim ivmesini sürdürmesini bekliyoruz. Şirketin, yıllık bazda yaklaşık 370mn USD seviyesinde sürdürülebilir serbest nakit akımı (FCF) üretme kapasitesi bulunmakta olup, bu durum ENKA'ya önemli bir finansal esneklik sağlamaktadır.

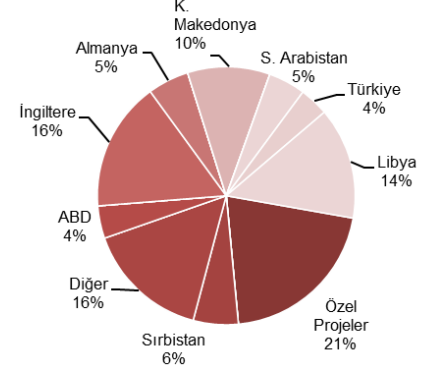
2025 yılı için, ENKA'nın bakiye iş yüküne yaklaşık 3,6mlr USD tutarında yeni proje eklemesini öngörüyoruz. Bu da orta vadede gelir ve karlılık görünülüğünü desteklemeye devam edecektir.

ENKA Toplam iş yükü 1Ç25-sonu itibariyle (6,65mlr USD)

1Ç25 sonu itibariyle bakiye işyükü (USD mn)



1Ç25 sonu itibariyle Enka İnşaat Projeler (6.65mlr ABD)



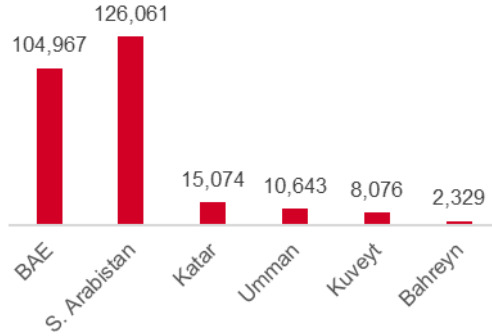
Kaynak: Şirket

Küresel İnşaat Pazarı 2024'te 11,4 trilyon USD'ye Ulaştı, Büyüme Devam Edecek...

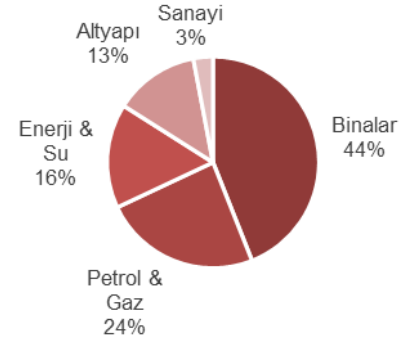
Next Move Strategy Consulting (NMSC) verilerine göre, küresel inşaat pazarı 2024 yılında yaklaşık 11,4 trln USD büyüklüğe ulaşmış olup, 2025–2030 döneminde yıllık bileşik %5,5 büyüme oranıyla 2030 yılında 16,1 trln USD'ye ulaşması beklenmektedir.

Hali hazırda, Çin, ABD ve Hindistan, küresel inşaat harcamalarında en büyük paya sahip ilk üç ülke konumundadır. Öte yandan, Birleşik Krallık, Suudi Arabistan ve Almanya, inşaat yatırımlarını agresif biçimde artıran ülkeler arasında yer almakta olup, ENKA bu ülkelerde çeşitli projeler yürütmektedir.

2024 yılında Körfez İşbirliği Konseyi ülkeleri (GCC) imzalanan sözleşme değeri



2024 Yılına Ait GCC İnşaat Sektörü Müteahhitlik İhaleleri Dağılımı (%)



Kaynak: Zawya

Orta Doğu ve Afrika (MEA) bölgesindeki inşaat sektörü, altyapı, gayrimenkul ve enerji projelerine yönelik yüksek yatırımlar sayesinde ekonomik büyümenin temel itici gücü olmaya devam etmektedir. 2024 yılında Körfez İşbirliği Konseyi (GCC) ülkelerinde imzalanan toplam sözleşme değeri 273,2mlr USD'ye ulaşarak yıllık bazda %9,6 büyüme kaydetmiştir. Bu artışta özellikle Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri'ndeki proje kazanımları belirleyici olmuştur.

İnşaat sektörünün 2025 yılı boyunca da istikrarlı şekilde büyümesi beklenmektedir. Bu büyüme; büyük ölçekli mega projeler, kentleşme eğilimi ve konut, ticari ve sanayi projelerine olan artan talep tarafından desteklenmektedir. Suudi Arabistan, BAE ve Katar başta olmak üzere GCC ülkeleri bu büyümenin öncüsü konumundadır ve inovasyon, sürdürülebilirlik ve teknolojik dönüşüm konularında da sektöre yön vermektedir. Suudi Arabistan'daki büyüme, başta turizm ve inşaat olmak üzere çeşitli sektörlerdeki büyük yatırımlar tarafından yönlendirilecektir. Expo 2030 ve 2034 FIFA Dünya Kupası gibi stratejik etkinlikler, ülkenin ekonomik çeşitlenme hedeflerini destekleyecektir.

İleriye dönük olarak, ortalama proje süresini 2–3 yıl olarak varsayıyor, yıllık bakiye iş yükünün ortalama 7.3mlr USD seviyesinde kalmasını bekliyoruz.

Rusya'da Yüksek Kaliteli Gayrimenkullerden Elde Edilen İstikrarlı Kira Geliri....

ENKA'nın kira portföyü, özellikle Moskova metropol alanındaki eski alışveriş merkezlerinin konut ve perakende alanlarını birleştiren modern karma kullanımlı komplekslere dönüştürülmesinin ardından istikrarlı bir yapıya ulaşmıştır. Bu iyileştirmeler, şirketin kiralanabilir alanını önemli ölçüde genişletmiş ve varlıklarının kalitesini ve konumlandırmasını güçlendirmiştir. ENKA'nın mülkleri büyük ölçüde yüksek kaliteli ve merkezi konumlarda yer almasına rağmen, portföy Rusya'daki makroekonomik oynaklıktan az da olsa etkilenmektedir.

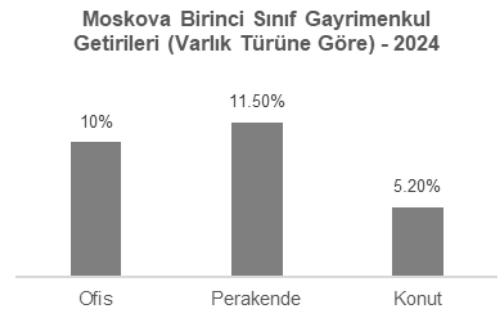
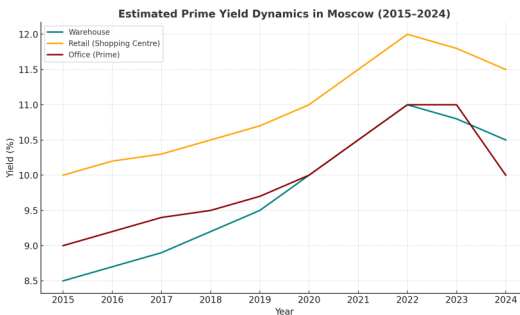
Son birkaç yılda, ekonomik baskılara karşı uyum sağlayan bir stratejinin parçası olarak, kira sözleşmeleri yüksek doluluk oranlarını korumak amacıyla USD'den RUB'a yeniden fiyatlandırılmıştır. Bu değişim, kiracı talebini istikrara kavuştururken, USD karşılığı kira gelirlerinde düşüşe neden olmuştur. Bununla birlikte, Moskova'nın gayrimenkul pazarı, Ukrayna ile süren savaşın üçüncü yılına girilmesine rağmen şaşırtıcı bir dayanıklılık sergilemiştir. Yatırımlar nedeniyle yurt dışındaki fırsatların sınırlı olması, Rus elitlerin sermayelerini giderek daha fazla yurt içine yönlendirmelerine neden olmaktadır. Moskova'daki lüks gayrimenkuller, yüksek enflasyon ve yükselen faiz oranlarına karşı korunma amacıyla yatırımcılar tarafından bir güvenli liman olarak görülmektedir.

IMARC verilerine göre, Rusya gayrimenkul pazarı 2024 yılında 144,3 milyar USD değerindeydi ve 2025–2033 döneminde %4,42'lik yıllık bileşik büyüme oranı (CAGR) ile 2033 yılında 212,9 milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Bu büyüme, kentleşme, kamu altyapı yatırımları, artan harcanabilir gelirler ve kalkınmayı destekleyici politikalar tarafından desteklenmektedir. Şehirlere göç ve konut ile ticari alanlara yönelik artan talep, uzun vadeli temelleri desteklemeye devam etmektedir. Moskova özelinde Rusya konut pazarı, artan harcanabilir gelir, kentleşme ve hükümet politikalarından kaynaklanan büyüme yaşamaktadır. Şehirlere yönelen göç ve artan satın alma gücü bu trendi desteklemektedir. Rus ticari gayrimenkul pazarı büyüme göstermektedir; bu büyüme, ofis alanları, perakende alanları ve sanayi yapıları için artan taleple teşvik edilmektedir. Ekonomik büyüme ve kentleşme, başlıca itici güçlerdir. İş ortamı genişledikçe, büyük şehirlerdeki birinci sınıf bölgeler daha fazla talep görmekte ve bu da ticari gayrimenkul büyümesini artırmaktadır.

Rusya'nın birinci sınıf gayrimenkul pazarında, Moskova ve St. Petersburg başlıca yatırım merkezleri olmaya devam etmektedir; segmentler arasında ise farklı getiri dinamikleri gözlenmektedir. Moskova'da, merkezi konumlarda yer alan A sınıfı ofis varlıkları, sağlam kira immesiyle birlikte sınırlı arz ortamıyla karşı karşıyadır. Doğrudan piyasa verileri sınırlı olmakla birlikte, tahminler Moskova'daki birinci sınıf ofis getirilerinin %10,5–11,5 aralığında olduğunu göstermektedir; bu oranlar, sürekli talep ve sınırlı yeni arz tarafından desteklenmektedir.

Konut segmentinde, GlobalPropertyGuide'a göre Moskova'daki brüt kira getirileri ortalama %5,2 civarındadır ve merkezi konumdaki üst segment dairelere yönelik istikrarlı bir talep bulunmaktadır. St. Petersburg genellikle biraz daha yüksek getiriler sunmakta; bu, daha düşük sermaye değerleri ve özellikle orta-üst segmentte artan kiralama faaliyetiyle ilişkilidir. Burada **birinci sınıf konut getirilerinin %5,5–6,0** aralığında olduğu tahmin edilmektedir. Alışveriş merkezleri için ise doğrudan veri sınırlı olmakla birlikte, Avrupa emsalleri baz alındığında (AEW Capital Management) %6,5–5,8 aralığında bir getiri seviyesi öngörülmektedir. .

Bu getiri aralıkları yön gösterici nitelik taşımakla birlikte, işlem hacimleri görece düşük kalmaya devam etmektedir ve jeopolitik faktörler yatırımcı iştahı ile risk primleri üzerinde etkili olmaktadır. Bu nedenle, yerel piyasa bilgisi ve mülk bazlı değerlendirme süreci büyük önem taşımaktadır.



Kaynak: Globalpropertyguide

Alıcıların büyük çoğunluğunu—özellikle 40 ila 50 yaş aralığındaki bireyler—imalat, bilişim, eğlence ve spor sektörlerinde çalışan profesyoneller oluşturmaktadır. Ruble'deki dalgalanmaların ve %21'e ulaşan politika faizlerinin etkili olduğu mevcut ortamda, gayrimenkul giderek daha fazla, finansal enstrümanlara kıyasla daha güvenli ve istikrarlı bir yatırım alternatifi olarak görülmektedir. Bu eğilim, ENKA'nın Moskova'daki yüksek kaliteli konut ve ticari projelerine yönelik kalıcı talebi desteklemektedir.

ENKA Gayrimenkul Varlıkları – Doluluk Oranları ve Kira Dinamikleri

	MOSENKA	MKH	ENKA TC	Naberezhnaya Tower	ENKA Invest	OVC Business Center
Konum	Moskova	Moskova	Moskova & St. Petersburg	Moskova	Moskova	Moskova
Net Kiralanabilir Alan (m ²)	28,000	64.500 + otel	419,000	163,500	76.000	20.000
Varlık Türü	Ofis	Karma Kullanım	Perakende	Ofis	Ofis & Konut	Ofis
Ana Kiracılar	Accor, Ericsson, Lufthansa, Sapern, Varian Medical	SAP, Nissan, Air Liquide	Auchan, çeşitli uluslararası markalar	Alibaba, IBM, Pfizer, VTB, GE	Nestlé, Nintendo, HSBC, UBS	Belirtilmemiş

Kaynak: Şirket

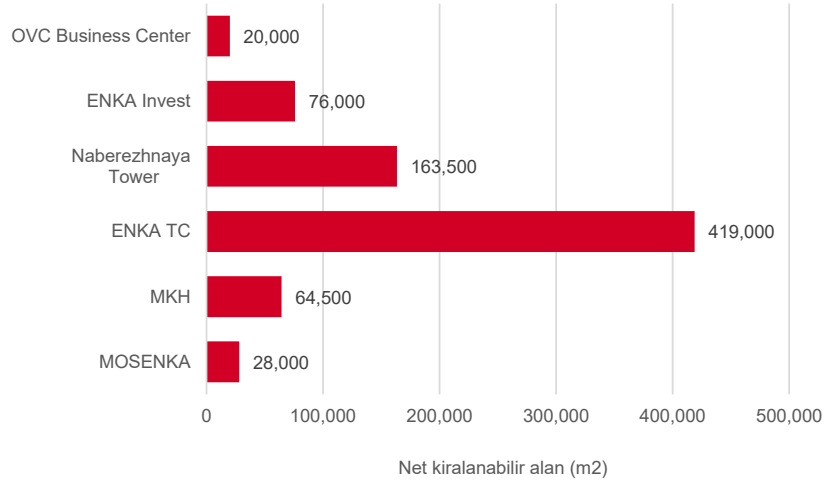
Kira seviyelerinde pandemi sonrası yapılan düzeltmeler büyük ölçüde tamamlanmış olup, 2025–2026 döneminde bir istikrar süreci, ardından gelen yıllarda ise ılımlı yukarı yönlü ayarlamalar beklemekteyiz. ENKA'nın mülklerinin birinci sınıf lokasyonlara ve yüksek kaliteye sahip olması dolayısıyla, doluluk oranlarının sürdürülebilir olduğunu ve portföyün güçlü tekrarlayan gelir üretmeye devam edeceğini düşünüyoruz.

İleriye dönük olarak, ENKA'nın gayrimenkul segmentinden elde ettiği USD bazlı gelirlerin %1,36 yıllık bileşik büyüme (CAGR) ile artarak 2033 yılı itibarıyla 371mn USD seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. Özetle, ENKA'nın Moskova'daki 771.000 m² büyüklüğündeki gayrimenkul portföyünün mevcut koşullar altında yıllık yaklaşık 215mn USD FAVÖK üretme kapasitesine sahip olduğunu düşünüyoruz.

Bu sürdürülebilir FAVÖK üretimi ve dirençli marjlar, şirketin temel karlılık kalemlerinden biri olmaya devam edecektir. Rusya'nın makroekonomik ortamında ya da döviz rejiminde beklentilerin üzerinde bir toparlanma yaşanması durumunda, kira seviyeleri ve varlık değerlemeleri açısından olumlu bir katalizör etkisi yaratabilir. Moskova'da konut yatırımları orta düzeyde kira getirisi sunarken, birinci sınıf perakende ve ofis varlıkları, konuta kıyasla daha cazip yıllık gelir üretme potansiyeline sahiptir.

Enka Gayrimenkul Portföyü

Enka Gayrimenkul Portföyü - Net Kiralanabilir Alan



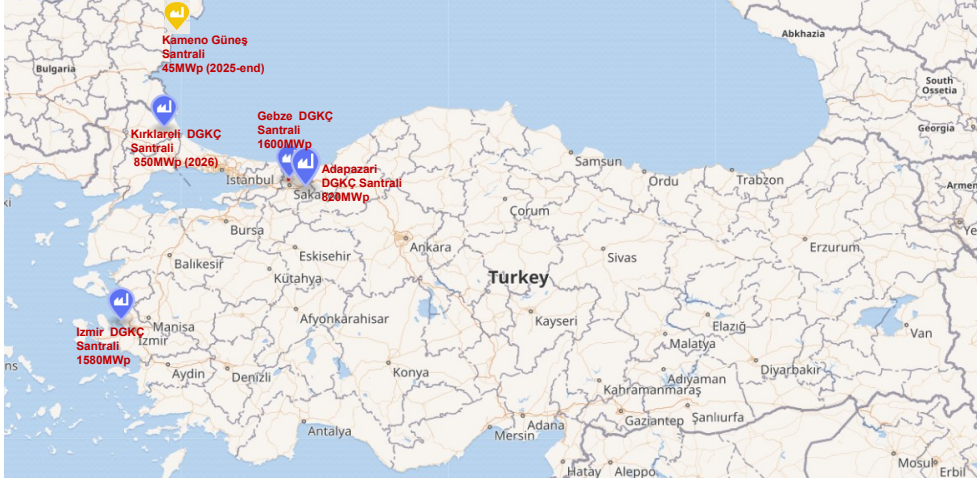
Kaynak: Şirket

Enerji sektörü yeniden odakta...

With 4,0GWh'ı aşan mevcut kurulu gücüyle, ENKA, Trakya bölgesinde (Kırklareli yakınlarında) yer alan 850MWe kapasiteli yeni bir doğalgaz kombine çevrim santralinin (CCPP) tamamlanmasına yaklaşılmış durumda. Bu yeni yatırım konusunda daha önce şüphelerimiz vardı; zira şirket, 2019 yılında devlet destekli alım garantilerinin sona ermesinin ardından mevcut santrallerini ciddi ölçüde modernize etmişti. Bu modernizasyon, verimliliği %58'e çıkarırken, santral kapasitesini de yaklaşık %10 artırdı.

Santrallerin ölçeği ve stratejik konumu sayesinde, üç tesis de baz yük santrali olarak çalışmış ve talep edildiğinde devreye girmeye hazır kalmıştır. Ancak, yenilenebilir enerji kapasitesindeki artış, (2021–2022 pandemi dönemi hariç) elektrik fiyatlarını baskılamış, bu da ENKA'nın üretim segmentinden elde ettiği FAVÖK'ü sınırlı tutmuş ve FAVÖK marjlarının düşük tek haneli seviyelere gerilemesine neden olmuştur.

ENKA enerji santralleri: Tüm projeler devreye alındığında toplam kurulu güç 4.985MW'a ulaşacak



Kaynak: Wikipedia, GMD

İleriye dönük olarak sadece elektrik fiyatlarında bir toparlanma değil, aynı zamanda kapasite kullanım oranlarında da artış bekliyoruz. Özellikle uzun süren kuraklık koşulları, baraj ve nehir tipi hidroelektrik santrallerinde su seviyelerini düşürmekte; bu da ENKA'nın doğalgaz santrallerinin daha sık devreye alınmasını ve karlılığının artmasını mümkün kılabilir.

Buna ek olarak, küresel LNG piyasasındaki arz kısıtları, kur baskısı ve mevsimsel talep artışı, doğalgaz fiyatlarının yukarı yönlü seyretnesine neden olmuştur. Türkiye'de doğalgaz çevrim santralleri (NGPP'ler) hala baz yük üretimin önemli bir bileşeni olmayı sürdürmektedir. Bu nedenle, artan doğalgaz fiyatlarının, özellikle gün öncesi ve dengeleme piyasalarında, elektrik fiyatları üzerinde doğrudan etkisi bulunmaktadır.

Her ne kadar yenilenebilir kaynakların payı giderek artsa da, NGPP'ler, özellikle zirve saatlerde veya hidro-güneş üretiminin yetersiz kaldığı dönemlerde marjinal fiyat belirleyici olmaya devam etmektedir. Bu nedenle, doğalgaz fiyatlarındaki artış, özellikle kurak mevsimlerde, soğuk kış aylarında veya yenilenebilir üretimin düşük seyrettiği dönemlerde, spot elektrik fiyatlarını yukarı çekmektedir.

BOTAŞ, elektrik üreticilerine yönelik doğalgaz tarifelerini güncellemektedir. İthal LNG veya petrol endeksli gaz sözleşmelerindeki artış, doğrudan NGPP operatörlerinin maliyetlerini yükseltmektedir. Bu maliyet artışları piyasaya yansıtıldığında, EPIAŞ'ta oluşan piyasa takas fiyatını (PTF) yukarı taşımaktadır. Bu dinamik; 2021 ve 2023–2024 sonlarında, doğalgaz kaynaklı maliyet enflasyonunun toptan elektrik fiyatlarını ciddi ölçüde etkilediği dönemlerde net olarak gözlemlenmiştir.

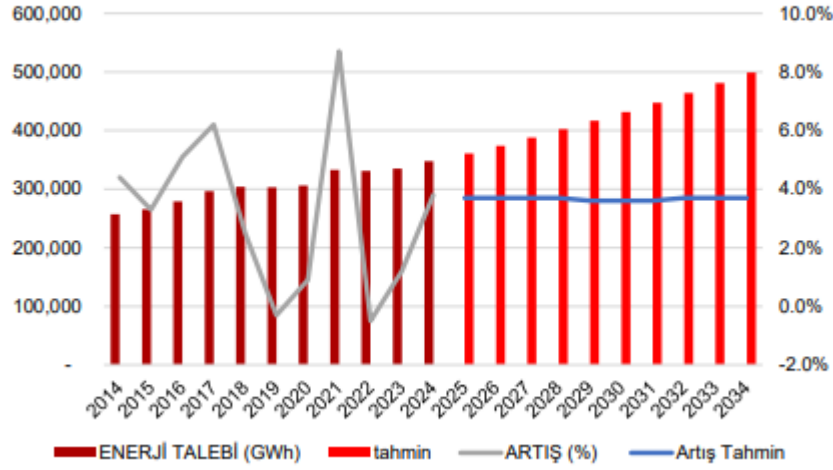
ENKA'nın işlettiği yüksek verimli NGPP'ler (örneğin Gebze, Adapazarı), doğalgaz maliyetlerindeki artışa bağlı olarak elektrik fiyatlarının yükselmesiyle birlikte yeniden karlı hale gelebilir. Bu, özellikle spark spread'lerin (fiyat-maliyet marjı) korunması veya talep / kapasite kısıtları nedeniyle genişlemesi durumunda geçerlidir (örneğin hidro üretimin düşük olduğu dönemler).

Uzun vadede, FAVÖK marj beklentimiz yaklaşık %15 seviyesindedir. Bu da Kırklareli ve Bulgaristan tesisleri dahil toplam 4.895MWe kurulu güçten 2028 yılında yaklaşık 100mn USD düzeyinde FAVÖK üretimi anlamına gelmektedir.

Türkiye'nin Artan Enerji Talebi

Türkiye'nin elektrik tüketiminin önümüzdeki yıllarda önemli ölçüde artacağı tahmin edilmektedir. Türkiye Ulusal Enerji Planı'na göre tüketimin 2025 yılında 380,2TWh, 2030 yılında 455,3TWh ve 2035 yılında 510,5TWh olması bekleniyor. 2024 yılından itibaren Türkiye'de enerji talebi büyümesinin yıllık %3.6-3.7 seviyesinde büyüyeceği tahmin edilmektedir. Bu artış, enerji verimliliği yatırımlarının yanı sıra yenilenebilir enerji kaynaklarının hızla devreye girmesini gerektirecektir. Ayrıca, enerji üretim kapasitesinin çeşitlendirilmesi, sürdürülebilir ve güvenli enerji arzının sağlanmasında kritik bir rol oynayacaktır.

Elektrik Talebi (GWh) ve Büyüme (%)



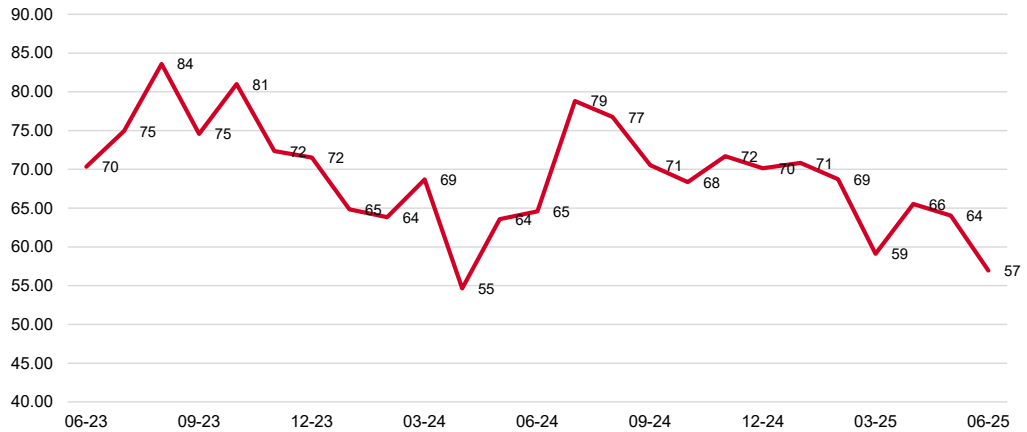
Kaynak: TEIAS

Enerji fiyatlarını etkileyen temel faktörler; arz fazlalığı, düşük petrol fiyatları, doğalgaz tedarik kısıtları, hidroelektrik üretimindeki düşüş ve BOTAŞ tarifeleridir. Uluslararası enerji piyasalarının 2023 yılında normalleşmesiyle birlikte, PTF ve perakende tarifelerinde düşüş eğilimi gözlenmiştir.

2024 yılında elektrik fiyatları ortalama 68USD/MWh seviyesinde gerçekleşmiştir. 2025 yılının ortası itibarıyla fiyatlar yaklaşık 57USD/MWh'ye kadar gerilemiştir. Ancak yaz mevsiminin yaklaşmasıyla birlikte, elektrik fiyatlarında ılımlı bir yukarı yönlü eğilim beklemekteyiz.

İleriye dönük olarak, fiyatların 65–70USD/MWh bandında istikrar kazanmasını, bu seyrin ise arz-talep dengesi, doğalgaz fiyatları ve yenilenebilir enerji üretim performansına bağlı olarak şekillenmesini öngörüyoruz.

Elektrik Fiyatları (MWh/\$)



Kaynak: TEIAS

Bulgaristan GES Projesinde İlerleme Sürüyor, Portföy Çeşitlenmesine Doğru Stratejik Bir Adım...

Bulgaristan, ENKA'nın uluslararası genişleme stratejisinde gelecek vadeden yeni bir bölge olarak öne çıkıyor. AB üyeliği, büyüyen altyapı ihtiyaçları ve yenilenebilir enerji ile gayrimenkul yatırımlarına yönelik destekleyici düzenleyici ortamı ile ülke, hem istikrarlı hem de uzun vadeli potansiyel sunmaktadır.

ENKA, Town Up 8 Ltd adlı iştiraki aracılığıyla, Burgas'ın Kameno bölgesinde 45MWp kurulu güce ve yıllık 63GWh elektrik üretim kapasitesine sahip bir güneş enerji santrali (GES) kurmak üzere çalışmaları istikrarlı biçimde sürdürmektedir. Santralin 2025 yılının sonunda devreye alınması planlanmaktadır.

Burgas, ülkenin en büyük ikinci rafinerisi olan Lukoil Neftochim'e ev sahipliği yapmakta olup, aynı zamanda Karadeniz'in en önemli liman kentlerinden biridir. Yaklaşık 20 km iç kesimde yer alan Kameno ise küçük ancak sanayi açısından aktif bir belediye olup, yıl boyunca istikrarlı ve makul düzeyde güneş enerjisi potansiyeline sahiptir. Yaz aylarında günlük 1kW başına 7,02 kWh, kış aylarında ise 1,97 kWh düzeyinde üretim verimliliği gözlemlenmektedir.

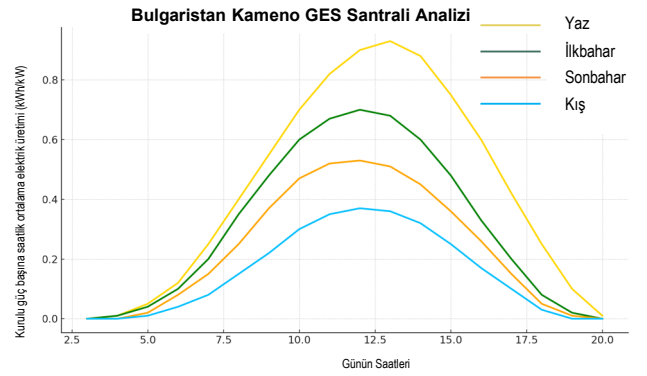
Burgas bölgesine ilişkin ayrıntılı elektrik tüketim verileri kamuya açık olmasa da, bölgenin yoğun sanayi altyapısı ve enerji-yoğun faaliyetleri, kişi başına elektrik tüketiminin ülke ortalamasının oldukça üzerinde olduğunu işaret etmektedir. Burgas ve Kameno birlikte, yüksek yerel talep, elverişli güneşlenme koşulları ve stratejik altyapı bağlantıları ile yenilenebilir enerji yatırımları için son derece cazip bir ortam sunmaktadır.

Bölgedeki düz arazi yapısı ve güneşlenme süresinin yüksek olması, gölgeleme riskinin düşük olduğu yere monte sistemler (zemin tipi GES) için son derece uygundur. Kış aylarında zaman zaman görülen kar veya bulutluluk, verimliliği bir miktar azaltabilse de, bu etkiler sınırlı düzeydedir. Yakın çevredeki açık araziler, yeni GES yatırımları için fiziksel alan imkanı sağlarken, Bulgaristan'ın yenilenebilir enerjiye verdiği destek sayesinde proje, potansiyel politik ve finansal teşviklerden de faydalanabilir.

Bulgaristan: ENKA için Gelecek Vadeden Yeni Bir Pazar

Bulgaristan	
Nüfus (2020)	6.942.142 kişi
Kişi başına GSYH (2019, piyasa fiyatlarıyla)	6.680 EUR
Kişi başına elektrik tüketimi (2018)	4,45 MWh – AB ortalamasının %76'sı
Hanehalkı kişi başına elektrik tüketimi (2018)	1,55 MWh – AB ortalamasının %36'sı
Güneş enerjisi potansiyeli (küresel yatay radyasyon – GHI)	- Kuzey: 1.350 kWh/m ² /yıl - Merkez: 1.450 kWh/m ² /yıl - Güneybatı: 1.500 kWh/m ² /yıl
Mevcut kurulum maliyeti aralığı (raporlanan)	550–850 EUR/kW
Birincil enerji tüketimi (2018)	18,4 Mtoe
Nihai enerji tüketimi (2018)	9,9 Mtoe
Toplam net elektrik tüketimi (2019)	31,4 TWh
	- Hane halkı: 0,0798 EUR/kWh + vergiler
	- Ticari/Sanayi: 0,0858 EUR/kWh + vergiler

Source: E3 Analytics



Kaynak: Porfilesolar.com

ENKA, Bulgaristan Burgas'ta kurduğu güneş enerji santraliyle yenilenebilir enerji sektörüne önemli bir adım atarak, doğalgaz santrallerine dayalı geleneksel enerji portföyünün ötesine geçen stratejik bir çeşitlendirme hamlesi gerçekleştirmiştir. Şirketin Burgas'ta kurmakta olduğu güneş enerji santraliyle bölgedeki uzun vadeli yatırım stratejisinin ilk adımı niteliğindedir. Bu yatırım, şirketin sürdürülebilir enerjiye olan bağlılığını yansıtmakta olup, ENKA'yı Güneydoğu Avrupa genelinde yeni fırsatları keşfetmeye yönelik güçlü bir konuma taşımaktadır.

Bulgaristan'ın AB odaklı karbonsuzlaşma politikası ve temiz enerjiye olan artan talebi göz önünde bulundurduğunda, ENKA'nın bölgede bulunması, sınır ötesi enerji projelerinde görünürlüğünü artırmakta ve şirketin pozisyonunu güçlendirmektedir. Burgas yatırımı, ENKA için yenilenebilir enerji portföyünü ölçeklendirebileceği, yeni güneş ve rüzgar yatırımları takip edebileceği ve yeşil üretim kapasitesini mevcut enerji ihracat altyapısıyla entegre edebileceği bir platform işlevi görecekler.

Bu kapsamda, ENKA'nın hem Türkiye'de hem de yurt dışı pazarlarda yeni yenilenebilir enerji fırsatlarının peşinden aktif şekilde gitmesi sürpriz olmayacaktır. Bu yaklaşım, şirketin daha çeşitlendirilmiş ve sürdürülebilir bir enerji portföyüne geçiş stratejisiyle tamamen uyumludur ve Burgas'taki ilk adım üzerine inşa edilen dönüşümün önemli bir parçası niteliğindedir.

Kırklareli CCGP: Stratejik bir Baz Yük Güç Merkezi

ENKA'nın Kırklareli'nin Babaeski ilçesi yakınlarında inşa etmekte olduğu 850 MW kapasiteli yüksek verimli doğalgaz kombine çevrim santrali, şirketin enerji üretimindeki güçlü konumunu pekiştiren stratejik bir projedir. ENKA'nın %100 iştiraki olan Kırklareli Elektrik Üretim A.Ş. bünyesinde geliştirilen santral, GE'nin ileri teknoloji ürünü 9HA.02 gaz türbinleri ile donatılmıştır ve 2025 yılının sonunda devreye alınması planlanmaktadır. 2025 yılının ortası itibarıyla inşaat ilerlemesi yaklaşık %76 seviyesindedir.

Bu yatırım, ENKA'nın Türkiye'nin en büyük özel elektrik üreticisi olarak konumunu güçlendirmekte ve aynı zamanda ulusal enerji arz güvenliği ile şebeke istikrarına katkı sağlamayı amaçlamaktadır.

Santral, Marmara Bölgesi'nin önemli bir alt bölgesi olan Trakya'da stratejik bir konumda yer almaktadır. Trakya; gelişmiş sanayi altyapısı, yüksek elektrik tüketimi ve yüksek kişi başına düşen GSYH ile öne çıkan, Türkiye'nin en dinamik ekonomik bölgelerinden biridir. Elektrik talebinin zirve yaptığı dönemlerde en yüksek tüketimin kaydedildiği bölge olarak dikkat çeker. Aynı zamanda, bölge gelişmiş ve sürekli büyüyen bir doğalgaz altyapısına sahiptir. Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı'na (TPAO) göre, Trakya Havzası'nda yaklaşık 8 milyar m³ üretilebilir doğalgaz rezervi bulunmakta olup, mevcut günlük üretim kapasitesi 1,5 milyon m³ seviyesindedir.

Kırklareli santrali, Hamitabat ve Değirmenköy gibi büyük yerli doğalgaz sahalarına olan yakınlığı sayesinde yakıt tedarik güvenliği, düşük iletim maliyetleri ve güvenilir bir baz yük enerji kaynağı olarak faaliyet gösterme kapasitesinden önemli ölçüde fayda sağlayacaktır.

Sırada Ne Var? Balkanlar ENKA'nın Enerji Hedefleri İçin Karlı Bir İkinci Ayak Olabilir mi?

Balkan bölgesinde enerji dönüşümü hâlen yavaş ilerlemekte olup, bu durum ülkeleri giderek daha karmaşık ve çok boyutlu bir enerji krizine açık hale getirmektedir. Bölge şu anda dört temel başlıkta ciddi zorluklarla karşı karşıyadır: artan elektrik fiyatları, yaşlanan kömür santrallerinde sık yaşanan arızalar, su seviyelerindeki düşüş nedeniyle hidroelektrik üretiminin zayıflaması ve biyokütle yakıt maliyetlerindeki keskin artış.

Her ne kadar bazı Balkan ülkeleri hâlen kömür bazlı elektriği AB'ye ihraç ederek gelir elde ediyor olsa da, bu avantajın zamanla erozyona uğraması muhtemeldir. Bulgaristan, Romanya ve Yunanistan başta olmak üzere pek çok ülke, karbonsuzlaşma baskıları ve bozulan baz yük üretim altyapısı nedeniyle yapısal elektrik arz açıklarıyla karşı karşıyadır. Bu ülkelerdeki gün öncesi elektrik fiyatları, çoğu zaman Türkiye'nin üzerindedir.

Buna ek olarak, 2026 itibarıyla AB'nin Sınırdan Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) devreye girecek ve yüksek karbon yoğunluğuna sahip ithal elektriğe ek maliyetler getirecektir. Bu düzenleyici değişiklik, özellikle yüksek ihracat hacmine, fosil yakıtlara dayalı üretim karmasına ve yüksek emisyon profiline sahip ülkeleri orantısız biçimde etkileyecektir.

Ülke	Hanehalkı Fiyatı (€/kWh, vergi dahil)	Toptan Fiyat (€/MWh)	Kaynak
Türkiye (referans)	~0,07 (sanayi tahmini)	50–70	EPIAŞ, TEİAŞ tahminleri
Bulgaristan	0,1217	~105 (bölgesel ortalama)	Eurostat, BTA
Yunanistan	0,2311	98–155	Eurostat, EnEx
Romanya	0,1863	100–110 (zirve ~194)	Eurostat, OPCOM
Hırvatistan	0,1484	~131 (konut dışı, Aralık 2024)	Country Economy
Karadağ	0,1004	~106	Climatescope
Sırbistan	0,1108	~102	Climatescope
K. Makedonya	0,1038	~101 (bölgesel ortalama)	Bölgesel ortalama
Kosova	~0,07 (2025 öncesi tahmin)	~114 (ithalat değeri)	CEIC, Reuters
Bosna-Hersek	0,0905	~95–110 (tahmini)	Bölgesel ortalama
Arnavutluk	0,115	~100 (tahmini)	Bölgesel ortalama

Kaynak: GMD, EPIAS, Emissions Trading Extra

Sırada Ne Var? ENKA'dan Stratejik Hamle: Tuzla'da 10 MW'lık Yeni Nesil Veri Merkezi Yatırımı

ENKA'nın İstanbul Tuzla'da sürdürmekte olduğu yaklaşık 10 MW IT yük kapasiteli veri merkezi yatırımı, şirketin geleneksel iş kollarının ötesine geçerek yüksek büyüme potansiyeline sahip dijital altyapı segmentine adım attığını göstermektedir. 13.000 m²'nin üzerinde toplam inşaat alanına sahip olacak tesis, Tier 3+ / EN 50600 standartlarında inşa edilmekte olup, 2025–2027 dönemine yayılan bir yatırım takvimine sahiptir.

MW başına 8–9 milyon EUR düzeyinde öngörülen yatırım maliyeti, ilk 10 MW'lık faz için toplamda 80–90 milyon EUR'luk bir yatırım hacmine işaret etmektedir. Proje kapsamında, bölgesel enerji altyapısı, yüksek verimli soğutma sistemleri ve sismik yalıtım gibi ileri mühendislik çözümleri entegre edilerek üst düzey güvenilirlik ve operasyonel süreklilik hedeflenmektedir. ENKA, veri merkezinde kiracı olarak Türkiye'nin önde gelen kurumsal veri kullanıcılarını hedeflemektedir.

Türkiye'de artan veri trafiği, hızlanan dijitalleşme ve yerelleşen veri depolama regülasyonları, bu yatırımı orta–uzun vadede güçlü ve sürdürülebilir nakit akışı üretme potansiyelini desteklemektedir. MW başına yıllık 1,2–1,5 milyon USD kira geliri varsayımıyla, tesis tam kapasitede faaliyete geçtiğinde yıllık 12–15 milyon USD arası kira geliri yaratabilir. İlk etapta 10 MW olarak planlanan projenin, ilerleyen fazlarda 30 MW'a kadar genişletilmesi hedeflenmektedir.

Bu yatırım, ENKA'nın portföyünü çeşitlendirme stratejisini güçlendirirken, konjonktüre duyarlı taahhüt segmentine kıyasla daha istikrarlı ve döviz bazlı gelir yaratan yeni bir iş kolu kazandırmaktadır. Şirket ayrıca, farklı coğrafyalarda da yeni veri merkezi yatırımları gerçekleştirmeyi planlamakta olup, bu alandaki adımlar, dijital altyapıya yönelik güçlü ve kararlı bir stratejik duruşu yansıtmaktadır. Dijital egemenlik ve siber güvenliğin artan önemi dikkate alındığında, bu girişimleri hem gerekli hem de finansal açıdan cazip buluyoruz.



Değerleme

Enka İnşaat için değerlememizi Parça Bazlı Değerleme (Sum-of-the-Parts, SOTP) yöntemi ile gerçekleştiriyoruz. Şirketin USD fonksiyonel para birimi dikkate alınarak, her bir iş kolu için ayrı ayrı USD bazlı İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) analizleri uygulanmıştır.

Net Aktif Değeri (NAV) tahminimiz, kanuni yedek akçeler ve birinci temettü sonrası net karın %7,5'ine hak kazanan 2.000 adet kurucu hisse dikkate alınarak düzeltilmiştir. Bu yaklaşım doğrultusunda, Enka İnşaat için 12.391mn USD hesaplıyoruz. 12 aylık hedef fiyatımız 92,52TL olup %42'lik bir getiri potansiyeline işaret etmektedir. Enka İnşaat hisseleri şu anda 2025 tahmini 5,6x FD/FAVÖK ve 15,3x F/K oranı ile işlem görmektedir. BIST 100 endeksine kıyasla, Enka İnşaat hisseleri primlidir. Ancak borsanın en defansif hisselerinden biri olan Enka'nın büyüme hikayesi de dikkate alındığında bu primin normal olduğunu düşünüyoruz.

ENKA İNŞAAT NAD TABLOSU (USDmn)					
11-07-25	öğrudan Payı	Değerleme Yöntem	Değer	ENKA'nın Payı	NAD Ağırlığı
İşkolu/Şirketler	(%)		(US\$m)	(US\$m)	(%)
Taahhüt			4,886	4,886	35%
Enka İnşaat	100%	@INA	4,886	4,886	35%
Gayrimenkul			2,474	2,474	18%
Rusya Varlıkları	100%	@INA	2,474	2,474	18%
Enerji			901	901	6%
Doğalgaz Santralleri	100%	@INA	901	901	6%
Ticaret			411	411	3%
Ticaret	100%	@INA	411	411	3%
Toplam İştirak Değeri				8,672	61.5%
Net Nakit Pozisyonu (1Ç25 sonu)				5,419	38%
Toplam Net Aktif Değeri				14,090	100%
Kurucu Hisseler				447	
Düzeltilmiş NAD				13,643	0%
ENKAİ Piyasa Değeri (USD mn)				9,763	
Düzeltilmiş NAV'a Göre Prim (İskonto)				-31%	
10% Holding İskontosu				10%	
Hedef Şirket Değeri				12,279	
Hisse sayısı				6,000	
12 Aylık Hedef Hisse fiyatı				92.52	
Hisse fiyatı (11/07/2025)				65.05	
Getiri Potansiyeli				42%	

Kaynak: GMD

Piyasa Beklentileri bizim beklentilerimiz

2025–2026 dönemine ilişkin tahminlerimiz, satış gelirleri, FAVÖK ve net kar açısından Bloomberg konsensüs tahminleriyle genel olarak uyumludur. 2027 itibarıyla, enerji segmentinden gelen FAVÖK katkısında anlamlı bir artış öngörüyoruz. Hedef fiyatımız, piyasa konsensüsünün %6 üzerinde yer almakta olup, bu durum uzun vadeye yönelik daha yapıcı bakış açımızı yansıtmaktadır.

ENKA'nın 5,4mlr USD tutarındaki güçlü net nakit pozisyonu ile desteklenen sağlam bakiye iş yükü büyümesi, şirketi piyasa oynaklığının yüksek seyrettiği dönemlerde yatırımcılar açısından defansif ve temeli güçlü bir pozisyona yerleştirmektedir. Ayrıca, USD/RUB paritesinde yaşanabilecek ilave iyileşmeler veya elektrik fiyatlarındaki yukarı yönlü hareketler, tahminlerimizde ve hedef fiyatımızda revizyon potansiyeli yaratabilir.

Bloomberg tahminleri

ENKAİ	Bloomberg		Global Yatırım		Fark	
(TL mn)	2025E	2026E	2025T	2026T	2025T	2026T
Satış Gelirleri	139,204	181,393	137,285	174,978	-1%	-4%
FAVOK	31,116	35,862	30,418	37,499	-2%	5%
Net Kar	32,285	42,387	31,188	38,507	-3%	-9%
FAVÖK Marjı	22.4%	19.8%	22.2%	21.4%	-0.2pp	1.7pp
Net Kar Marjı	23.2%	23.4%	22.7%	22.0%	-0.5pp	-1.4pp
Hedef Fiyat	87.6		92.5		6%	

Kaynak: Bloomberg, GMD estimates



Taahhüt Segmenti (Toplam NAV'ın %34'ü)

ENKA'nın taahhüt faaliyetlerini, USD bazlı İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) yöntemiyle değerliyoruz. 2025 yılı 1. çeyrek sonu itibarıyla şirketin bakiye iş yükü 6,41mlr USD düzeyindedir. 2025 yılının ilk yarısına ilişkin finansal sonuçlarda, şirketin USD856mn tutarındaki Irak projesi ve Çimtaş aracılığıyla üstlenilen USD528mn'luk ABD projesi dahil olmak üzere son dönemde imzalanan sözleşmeler sayesinde bakiye iş yükünde kayda değer bir artış bekliyoruz.

Geçmişte, ENKA'nın Rusya ve Orta Doğu bölgelerindeki yoğun faaliyetleri nedeniyle petrol fiyatları, sözleşme kazanımlarında belirleyici bir rol oynamaktaydı. Ancak bu yapı son yıllarda önemli ölçüde değişmiş durumdadır. Şirketin halihazırda Rusya'da aktif önemli büyüklükte bir projesi bulunmamakta olup, proje portföyü coğrafi olarak çeşitlendirilmiş şekilde, farklı bölgelerde ve geniş yelpazeye yayılan anahtar teslim altyapı projelerinden oluşmaktadır.

Şirketin bakiye iş yükünün önümüzdeki dönemde ortalama 7,5mlr USD seviyesinde olmasını, yıllık yaklaşık 3,3mlr USD tutarındaki güçlü yeni proje kazanımlarıyla desteklenmesini öngörüyoruz. Rusya, CIS ve Orta Doğu bölgesini, büyüme açısından önümüzdeki dönemlerde de kilit bir itici güç olarak değerlendirmeye devam ediyoruz. Bölgede; büyük ölçekli altyapı yatırımlarına yönelik artan talep, turizm faaliyetlerindeki genişleme ve konut ile ticari bina ihtiyacındaki yükseliş, bu beklentiyi desteklemektedir.

DCF modelimizde; USD cinsinden risksiz getiri oranını %7,0, hisse risk primini %5,5, ve nihai büyüme oranını (USD cinsinden)%1,5 olarak kullandık.

USD mn	2023	2024	2025 T	2026 T	2027 T	2030 T	2031 T	2032 T
Yılbaşı işyükü (USD mn)	4,122	4,968	5,834	6,870	7,368	7,674	7,896	8,256
Yıllık Alınan İşler	2,800	3,014	3,616	3,255	3,092	3,409	3,579	3,687
<i>Büyüme</i>	<i>57%</i>	<i>8%</i>	<i>20%</i>	<i>-10%</i>	<i>-5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>3%</i>
Tamamlama	1,954	2,148	2,580	2,757	2,975	3,188	3,219	3,334
Yılsonu işyükü (USD mn)	4,968	5,834	6,870	7,368	7,485	7,896	8,256	8,608
<i>Büyüme</i>	<i>21%</i>	<i>17%</i>	<i>18%</i>	<i>7%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>5%</i>	<i>4%</i>
Ortalama bitirme süresi	2.3	2.5	2.5	2.6	2.5	2.4	2.5	2.5
Satış Gelirleri (USD mn)	1,954	2,148	2,580	2,757	2,975	3,188	3,219	3,334
SMM	-1,555	-1,643	-2,038	-2,205	-2,313	-2,472	-2,496	-2,586
Brüt Kar	402	501	542	551	662	716	723	749
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>
Operasyonel Giderler	-111	-145	-147	-138	-216	-174	-175	-182
<i>Marj</i>	<i>-5.7%</i>	<i>-6.8%</i>	<i>-6%</i>	<i>-5%</i>	<i>-7%</i>	<i>-5%</i>	<i>-5%</i>	<i>-5%</i>
Operasyonel Karlılık	291	356	395	414	446	542	547	567
Vergi	-108	-84	-103	-110	-119	-127	-128	-133
FAVÖK	348	411	464	496	535	638	644	667
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>18%</i>	<i>19%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>
NOPLAT	246	331	361	386	416	510	515	534
Amortisman	64	59	70	83	89	96	97	100
Yatırım	-60	-85	-77	-83	-74	-80	-80	-83
Serbest Nakit Akımları	187	246	284	303	342	431	435	450
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>17.8%</i>	<i>19.1%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>
<i>Yatırım/Satış Gelirleri</i>	<i>-3.1%</i>	<i>-4.0%</i>	<i>-3.0%</i>	<i>-3.0%</i>	<i>-2.5%</i>	<i>-2.5%</i>	<i>-2.5%</i>	<i>-2.5%</i>
<i>Amortisman/ Satış Gelirleri</i>	<i>3.3%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.7%</i>	<i>3.0%</i>	<i>3.0%</i>	<i>3.0%</i>	<i>3.0%</i>	<i>3.0%</i>

Risksiz getiri oranı	7.0%
Hisse Risk Primi	5.5%
Beta	1.00
Özsermaye ağırlığı	40%
Özsermaye maliyeti	12.5%
Borçlanma Maliyeti	10.5%
Vergi	25%
WACC	9.73%

Nihai Büyüme Oranı %	1.5%
İNA Bugünkü Değer	2,083
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	2,803
Firma Değeri Value	4,886

Kaynak: Şirket, GMD

Gayrimenkul Segmenti (Toplam NAV'ın %18'i)

ENKA'nın Rusya'daki gayrimenkul faaliyetlerini USD bazlı İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) yöntemiyle değerliyoruz. Bu segment için %11 USD bazlı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) kullanıyoruz. Değerlememiz, mevcut kiralanabilir ofis ve perakende alanları esas alınarak yapılmış olup, olası yeni yatırımlar veya genişleme planları modele dahil edilmemiştir. Ayrıca, USD/RUB kurunun mevcut seviyelerinde istikrar kazanacağı varsayımı altında çalışılmış; ilave bir kur değer kaybı öngörülmemiştir.

Ofis segmenti için m² bazında kira artışı projeksiyonu yapmadık; zira Moskova'daki A sınıfı ofis kiralari halihazırda primli seviyelerde işlem görmektedir. Bununla birlikte, piyasa arz-talep dengesindeki sıkışıklık göz önünde bulundurulduğunda, kira seviyelerinde yukarı yönlü revizyonların sürpriz olmayacağını düşünüyoruz. Doluluk oranları son yıllarda güçlü seyretmiş olup, ihtiyatlı bir varsayımla bu seviyelerin önümüzdeki dönemde de korunacağını varsayıyoruz.

DCF modelimizde; Modelimizde: Ortalama FAVÖK marjı %64 olarak alınmıştır (10 yıllık tarihsel ortalama olan %64,5'e paralel), USD cinsinden risksiz getiri oranını %7,0, hisse risk primini %5,5, ve nihai büyüme oranını (USD cinsinden) %2 olarak kullandık.

	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2030T	2031T	2032T	2033T
Class A Ofis Alanı (m2)									
Net Kiralanabilir Ofis Alanı	389,000	393,000	395,000	395,000	395,000	395,000	395,000	395,000	395,000
Doluluk Oranı (%)	91%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	99%	99%
Kira (USD)	500	500	550	550	550	550	575	575	575
Class A Ofis Gelirleri	177	193	213	213	213	213	223	225	225
Perakende Alanı									
Net Kiralanabilir Alan (m2)	368,000	378,000	380,000	380,000	380,000	380,000	380,000	380,000	380,000
Doluluk Oranı (%)	94%	96%	96%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
Kira (USD)	260	250	275	278	280	282	300	300	300
Perakende Gelirleri	90	91	100	104	104	105	112	112	112
Ofis ve Perakende Gelirleri	267	283	313	316	317	318	334	337	337
Otel Gelirleri (SD mn)	53	45	45	44	44	44	44	44	44
Toplam Gelirleri (USD mn)	320	328	358	360	361	362	378	380	380
	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2030T	2031T	2032T	2033T
Satış Gelirleri (USD mn)	320	328	358	360	361	362	378	380	380
SMM	-106	-115	-115	-113	-112	-112	-117	-118	-118
Brüt Kar	211	213	243	247	249	250	261	262	262
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>66.0%</i>	<i>65.0%</i>	<i>68.0%</i>	<i>68.5%</i>	<i>69.0%</i>	<i>69.0%</i>	<i>69.0%</i>	<i>69.0%</i>	<i>69.0%</i>
Operasyonel Giderler	-12.8	-13.0	-20.8	-19.4	-19.3	-19.5	-20.3	-20.5	-20.5
<i>Marj</i>	<i>-4.0%</i>	<i>-4.0%</i>	<i>-5.8%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>-5.4%</i>	<i>-5.4%</i>
Operasyonel Karlılık	198	200	223	227	230	230	241	242	242
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>62.0%</i>	<i>61.1%</i>	<i>62.2%</i>	<i>63.1%</i>	<i>63.6%</i>	<i>63.6%</i>	<i>63.6%</i>	<i>63.6%</i>	<i>63.6%</i>
Amortisman	2.3	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
FAVÖK	201	202	225	229	232	232	243	244	244
FAVÖK Margin	62.7%	61.6%	62.8%	63.7%	64.2%	64.2%	64.2%	64.1%	64.1%
Yatırım	-1.4	-3.9	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
İşletme Sermayesi ihtiyacı	4	4	4	3	3	3	3	3	3
Vergi Oranı (20%)	-47	-116	-89	-90	-90	-90	-95	-95	-95
Serbest Nakit Akımları	246	314	318	323	326	327	341	343	343
Risksiz getiri oranı	7.0%								
Hisse Risk Primi	5.5%								
Beta	1.00								
Özsermaye ağırlığı	75%								
Özsermaye maliyeti	12.5%								
Borçlanma Maliyeti	10%								
Vergi	25%								
WACC	11.9%								
Nihai Büyüme Oranı %									2.0%
İNA Bugünkü Değer									1,886
Nihai Değerin Bugünkü Değeri									588
Firma Değeri Value									2,474

Kaynak: Şirket, GMD

Enerji Segmenti (Toplam NAV'ın %6'sı)

ENKA'nın enerji varlıklarını, diğer iş segmentlerinde uyguladığımız yöntemle tutarlı olarak, İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) yaklaşımıyla değerlendiriyoruz. %57 gaz türbini verimliliği varsayımı altında, şirketin 2025 yılında yaklaşık 41mn USD FAVÖK üreteceğini tahmin ediyoruz. Bu rakamın, Kırklareli kombine çevrim santralinin (CCPP) ve Kameno'daki güneş enerji santralinin devreye alınmasıyla birlikte 2028 yılında yaklaşık 99mn USD'ye yükselmesini bekliyoruz.

Önümüzdeki beş yıllık dönemde düzenlemeye tabi elektrik fiyatlarının ortalama 70USD/MWh seviyesinde gerçekleşeceğini, ardından ise 80USD/MWh seviyelerine iyileşeceğini öngörüyoruz. Elektrik fiyatlarındaki bu artışın, ENKA'nın doğalgaz santralleri için kapasite kullanım oranlarını yukarı taşıyacağını, özellikle yurt içi fiyatların zamanla Avrupa benchmark seviyelerine yakınsamaya başlamasıyla bu etkinin belirginleşeceğini düşünüyoruz.

Yeni inşa edilen Kırklareli santrali aynı zamanda ihracat fırsatlarından da fayda sağlayacak şekilde konumlanmıştır. Ölçek olarak daha küçük olsa da, Bulgaristan'ın Burgas kentindeki güneş enerji santrali de portföy değerine **olumlu katkı sağlayacaktır**. DCF modelimizde; USD cinsinden risksiz getiri oranını %7,0, hisse risk primini %5,5, ve nihai büyüme oranını (USD cinsinden) %1,0 olarak kullandık.

Enerji İş Kolunun Değerlemesi	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Türkiye'nin Elektrik Üretimi	309,000	348,900	380,000	393,540	407,563	422,085	437,124	452,700	463,201	473,946	484,941	496,190	507,700
ENKA'nın Üretimdeki Payı	1.6%	0.8%	1.2%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
Kurulu Güç	3971	4000	4045	4895	4895	4895	4895	4895	4895	4895	4895	4895	4895
Üretim (GWh)	5,001	2,809	4,423	7,142	7,493	7,142	7,286	7,286	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
KKO	15.2%	8.5%	13.2%	17.6%	18.5%	17.6%	18.0%	18.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Gebze (MWe)	1631	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600	1600
Elektrik Üretim Kapasitesi (GWh)	14,288	14,016											
Gebze Üretimi (GWh)	2,210	1,689	2,383	2,803	3,154	2,803	2,803	2,803	2,803	2,803	2,803	2,803	2,803
KKO	15.5%	12.1%	17.0%	20.0%	22.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Adapazarı (MWe)	820	820	820	820	820	820	820	820	820	820	820	820	820
Elektrik Üretim Kapasitesi (GWe)	6,440	6,440	4,747	6,440	6,440	6,440	6,440	6,440	6,440	6,440	6,440	6,440	6,440
Adapazarı Üretimi (GWh)	943	658	646	718	718	718	862	862	862	862	862	862	862
KKO	13.1%	9.2%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Izmir (MWe)	1520	1580	1580	1580	1580	1580	1580	1580	1580	1580	1580	1580	1580
Elektrik Üretim Kapasitesi (GWe)	12,682	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481	12,481
Izmir Üretimi (GWh)	1,847	462	1,384	1,661	1,661	1,661	1,661	1,661	2,076	2,076	2,076	2,076	2,076
KKO	13.9%	3.3%	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
KKO				850	850	850	850	850	850	850	850	850	850
Elektrik Üretim Kapasitesi				6,610	6,610	6,610	6,610	6,610	6,610	6,610	6,610	6,610	6,610
Kırklareli Üretimi (mn kWh)				1,862	1,862	1,862	1,862	1,862	1,862	1,862	1,862	1,862	1,862
KKO				25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Kameno Güneş Enerji Santrali (Fotovoltaik)			45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Elektrik Üretim Kapasitesi			354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354
Kameno Üretim (GWh)			10	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99
KKO			3%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Kurulu Güç	3,971	4,000	4,045	4,895	4,895	4,895	4,895	4,895	4,895	4,895	4,895	4,895	4,895
Üretim (GWh)	5,001	2,809	4,423	7,142	7,493	7,142	7,286	7,286	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
Elektrik Satış Fiyatı (USD/MW)	140	116	68.00	70.00	70.00	75.00	75.00	75.00	75.00	80.00	80.00	80.00	80.00
Toplan Satış Gelirleri	701	327	300.8	500.0	524.5	535.7	546.5	546.5	577.6	616.1	616.1	616.1	616.1
Operasyonel Karlılık	-44	-43	-9	7	27	49	51	51	54	59	59	59	59
Marj	-6.3%	-13.1%	-3.0%	1.5%	5.1%	9.2%	9.3%	9.3%	9.4%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
Vergi	-5	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4
FAVÖK	15	20	41	57	77	99	101	101	104	109	109	109	109
FAVÖK Marjı	2.1%	6.3%	13.6%	11.5%	14.7%	18.5%	18.4%	18.4%	18.1%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
Vergi Sonrası Operasyonel Kar	10	19	39	54	74	96	97	97	101	105	105	105	105
Amortisman	59	63	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
Amortisman/Satış Gelirleri	8%	19%	17%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%
Yatırım	-78	-178	-21	-7	-8	-8	-5	-5	-6	-6	-4	-4	-4
Yatırım/Satışlar	11.1%	54.4%	7%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Operasyonlardan Serbest Nakit Akım	-68	-159	18	47	66	88	92	92	95	99	101	101	101

Risksiz getiri oranı	7.0%
Hisse Risk Primi	5.5%
Beta	1.00
Özsermaye ağırlığı	25%
Özsermaye maliyeti	12.5%
Borçlanma Maliyeti	10.0%
Vergi	25%
WACC	10.6%

Nihai Büyüme Oranı %	1.0%
İNA Bugünkü Değer	515
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	386
Firma Değeri Value	901

Kaynak: Şirket, GMD



Ticaret Segmenti (Toplam NAV'ın %3'ü)

Ticaret varlıklarının değerini belirlemek için İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF) yöntemi kullandık. Gelir ve karlılığın istikrarlı seyredeceğini varsayarak ticaret segmentinin değerini hesapladık. Pandemi dönemini de kapsayan son 10 yıllık ticaret geliri bileşik büyüme oranı (CAGR) -%1,1 olarak gerçekleşmiştir. Buna karşın, önümüzdeki 10 yıl için modelimizde %0,3'lük pozitif bir CAGR varsayılmıştır.

Ayrıca, değerlendirme döneminde ticaret faaliyetleri için %18–20 aralığında FAVÖK marjı kullanılmıştır. DCF modelimizde; USD cinsinden risksiz getiri oranını %7,0, hisse risk primini %5,5, ve nihai büyüme oranını (USD cinsinden) %1,5 olarak kullandık.

(USD mn)	2023	2024	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E	2031 E	2032 E
Satış Gelirleri (USD mn)	248	261	241	248	250	250	247	249	249	249
SMM	-160	-178	-171	-178	-180	-182	-180	-181	-182	-181
Brüt Kar	88	83	70	69	70	67	67	67	67	67
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>36%</i>	<i>32%</i>	<i>29%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>
Operasyonel Giderler	-22	-22	-29	-27	-28	-25	-20	-20	-20	-20
Operasyonel Karlılık	66	61	41	42	42	42	47	47	47	47
Vergi	-16	-15	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10
FAVÖK	69	64	43	45	45	45	49	50	50	50
FAVÖK Margin	28%	24%	18%	18%	18%	18%	20%	20%	20%	20%
NOPLAT	53	49	34	35	35	35	40	40	40	40
Amortisman	2.7	2.7	3	3	3	3	3	3	3	3
Yatırım	3.2	3.1	2	2	2	2	2	2	2	2
Serbest Nakit Akımları	56	52	36	37	37	37	42	42	42	42

<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>27.8%</i>	<i>24.4%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>	<i>20.0%</i>
<i>Yatırım/Satış Gelirleri</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.2%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>
<i>Amortisman/Satış Gelirleri</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>
<i>Serbest Nakit Akım/Satış Gelirleri</i>	<i>23%</i>	<i>20%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>

Risksiz getiri oranı	7.0%
Hisse Risk Primi	5.5%
Beta	1.00
Özsermaye ağırlığı	75%
Özsermaye maliyeti	12.5%
Borçlanma Maliyeti	10.0%
Vergi	25%
WACC	11.25%

Nihai Büyüme Oranı %	0.0%
İNA Bugünkü Değer	213
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	189
Firma Değeri Value	411

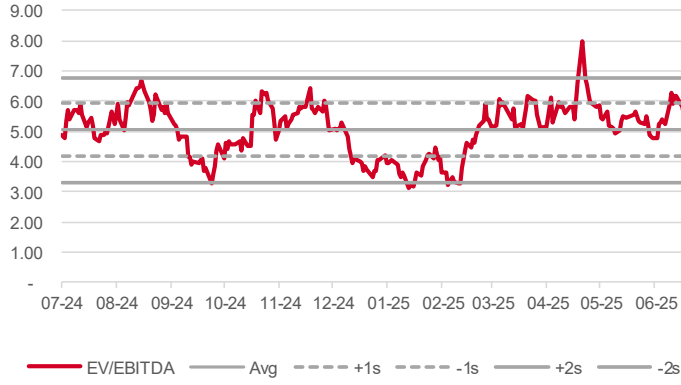
Kaynak: Şirket, GMD

Çarpanlar

ENKAI 12-Aylık F/K

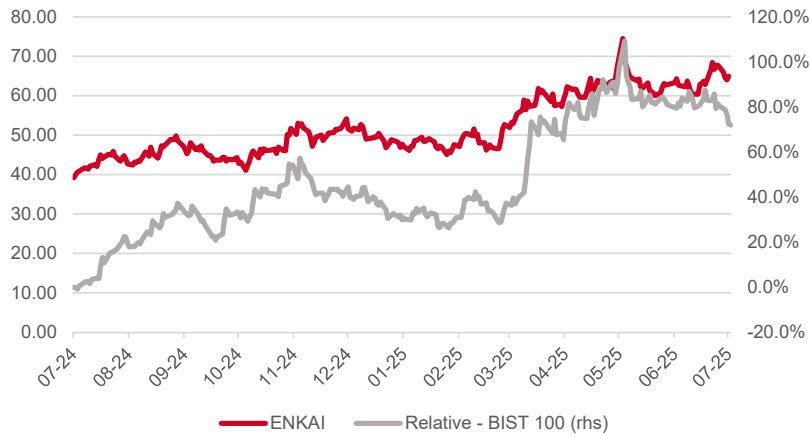


ENKAI 12-Aylık FD/FAVÖK



Kaynak: GMD, MATRIKS

Hisse Performansı



Kaynak: GMD, MATRIKS

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler Global 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 genel nitelikte olup, 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. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

© 2025 Global Menkul Değerler A.Ş