

Şirket Raporu

Türkiye | Enerji | 21 Ağustos 2025

IC Enterra <ENTRA TI>

ENTRA'nın 6 aylık finansal sonuçlarının ardından tahminlerimizi revize ettik. Güçlü operasyonel görünüm, yeni devreye alınan yatırımların katkısı ve sürdürülebilir karlılık beklentilerimiz doğrultusunda beklentilerimizi güncelledik. [ENTRA, araştırma kapsamımıza aldığımız 21 Şubat 2025 tarihinden beri nominal %74, rölatif %50 getiri sağlamıştır. 12 aylık yeni hedef fiyatımız hisse başına 17.04TL \(Önceki 12.16TL\) olup %31 artış potansiyeline işaret etmektedir. Hisse için "AL" tavsiyemizi devam ettiriyoruz.](#)

2Ç25 Sonuçlarının ardından... IC Enterra 2Ç25'te beklentilerin üstünde olumlu sonuçlar açıkladı. Şirketin satış gelirleri yıllık %15 artarak 1.63milyar TL'ye ulaştı. Bu artışta yeni açılan Erzin GES'in katkısı ve elektrik fiyatlarındaki TL bazlı artış belirleyici oldu. 2Ç25'te FAVÖK yıllık %27 artış göstererek 1.30milyar TL'ye çıktı ve marj %79,6'a ulaştı. Operasyonel karlılık artarken, parasal kazançların azalması ve geçen yılki yüksek vergi gelirine kıyasla düşük kalan ertelenmiş vergi geliri 2Ç25'te net kârı yıllık bazda gerilemesine sebep oldu. Net kâr yıllık %65 düşerek 737milyon TL oldu. 2Ç25'te UV Kredilerdeki azalışın da etkisiyle Net borç/yıllık FAVÖK 3,91x seviyesine geriledi (1Ç25: 5,05x).

Hedef Fiyat Revizyonu... ENTRA için 2025 sonu 0,32USD/pay olan hedef fiyatımızı %32,5 artırarak 12 aylık hedef fiyatımızı 0,42USD/pay olarak güncelliyoruz. Değerlememizde gelişen batarya teknolojisi ile birlikte depolamalı santrallerin yatırım harcamalarını 250bin USD/MW (Önceki 400bin USD/MW) olarak güncelledik. Ek olarak Erzin GES'in yıllık kapasite faktörünü %31 (Önceki %30) olacak şekilde değiştirdik. Modelimizin USD bazlı olmasından kaynaklı TL hedef fiyatımızda yukarı yönlü riskler mevcuttur.

Yeni Yatırımlar... Bağıştaş HES santralinde yatırım aşamasında bulunan Hibrit GES projesi için varsayımlarımızda 3Ç25'te üretime başlayacağını öngörmüştük. Proje çalışmalarının devam etmesi dolayısıyla açılışın 2026 yılı ilk yarısında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

İtalya Yatırımları... İtalya yatırımları ile ilgili bürokratik süreçler (ÇED izin süreçleri vs.) devam etmektedir. IC Enterra, Puglia bölgesindeki mevcut 166 MW kapasiteli RES projelerine (Troia RES, Bovino RES ve Serracariola RES) ek olarak İtalya ve Avrupa genelinde yeni fırsat arayışlarının sürdürmekte olup, bu kapsamda GES ve depolamalı GES projelerini değerlendirdiğini belirtmiştir.

Yurtiçi Yatırımlar... Yurtiçi yatırımlar açısından ise, 2026 yılında depolamalı GES ve 2027 yılında depolamalı RES projelerinin başlamasına yönelik tahminlerimiz bulunmaktadır. Enerji, ulaşım ve madencilik gibi stratejik sektörlerde yatırım süreçlerini hızlandırmayı amaçlayan ve kamuoyunda "Süper İzin" olarak anılan yeni yasanın projelerin tahminlerimizden kısa sürede faaliyete geçme ihtimalini artırmaktadır.

Bağıştaş Hibrit GES projesindeki gecikme ve Akdeniz bölgesindeki kuraklığın Kadıncık HES üretimine negatif etkisi, Erzin GES santralinin devreye girmesi ve diğer santrallerdeki üretim artışı ile dengelenmektedir.

Ayrıca, finansal anlamda tahvil ihracıyla borç yapısının iyileştirilmesi ve "Süper İzin" yasasının sağlayabileceği izin süreçlerindeki hızlanma, şirketin orta ve uzun vadeli görünümünü destekleyen önemli unsurlar olarak öne çıkmaktadır.

Özetle, kısa vadeli risklere (kuraklık vs.) karşın ENTRA'nın planlanan projeleri, şirketin uzun vadeli değer yaratımını güçlendirecektir.

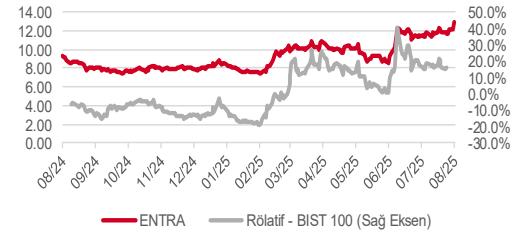


IC Enterra Yen. Enerji

Hedef Fiyat:	₺17.04
Getiri Potansiyeli:	31%
Kapanış Fiyatı (TL)	13.00
Piyasa Değeri (milyon TL)	23,985
Hisse Sayısı (milyon)	1,845
Fili Dolaşım Oranı	20.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (milyon TL)	4,797
Yabancı Takas Oranı	0.91%
Yerli Takas Oranı	99.09%
Pazar Yapısı	Yıldız Pazar
Bulunduğu Endeks	XELKT
Sektör	Enerji

Rasyolar	2023	2024	2025T	2026T
FD/FAVÖK	4.0x	13.3x	10.2x	9.1x
F/K	0.0x	9.3x	9.2x	14.5x
Net Borç/FAVÖK	4.0x	4.9x	4.19x	4.08x
Özkaynak Karlılığı	8%	8%	9%	5%

USD mn	2023	2024	2025T	2026T
Satışlar	118	87	109	133
Brüt Kar	53	21	53	65
Brüt Kar Marjı	44.8%	23.9%	48.3%	48.4%
FAVÖK	97	62	90	108
FAVÖK Marjı	81.9%	71.4%	83.0%	81.4%
Net Kar/(Zarar)	53	56	59	37
Net Kar Marjı	44.5%	64.0%	53.9%	28.1%
Net Borç/(Nakit)	388	305	378	442



Hisse performansı	1A	3A	6A	YBB
Nominal Hisse Getirisi	0.2%	29.6%	73.6%	64.3%
XELKT Nominal getirisi	-0.3%	27.3%	35.7%	28.1%
Hisse Rölatif (BIST 100)	-1.4%	10.7%	52.9%	45.1%
XELKT Rölatif Getirisi	-1.8%	8.8%	19.5%	13.1%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	0.0	28.3	28.1	26.8
Ortalama İşlem Hacmi (TLmn)	0	323	300	273

Kısaca Şirket

IC Enterra'nın ana faaliyet konusu elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralınması, elektrik enerjisi üretimi alanında faaliyet göstermek ve kurulmuş veya kurulacak elektrik enerjisi üretim şirketleri ile iştirak ve ortaklık ilişkisine girmek. IC Enterra ayrıca, yenilenebilir enerji odaklı çalışmaları ve sürdürülebilir teknoloji yatırımlarının yanı sıra uluslararası pazarlarda da büyüme kaydetmektedir.

Ortaklık Yapısı

İçtaş Enerji Yatırım Holding A.Ş.	79.97%
Diğer	20.03%

Global Araştırma

+90 (212) 244 55 67

www.global.com.tr



FINANSALLAR

Gelir Tablosu (mn USD)	2024	2025/06	2025T	2026T	2027T
Satışlar	87	61	109	133	166
Satışların Maliyeti	-66	-35	-56	-69	-92
Brüt Kar	21	26	53	65	74
Faaliyet Giderleri	-7	-3	-7	-8	-9
FAVÖK	62	47	90	108	133
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	-1	2	-1	-1	-1
Operasyonel Olmayan Gelirler	1	2	3	3	3
Operasyonel Olmayan Giderler	-2	0	-4	-4	-4
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	-55	28	37	-26	-46
Vergi Öncesi Kar	54	-10	69	31	21
Vergi Gideri	-2	4	-11	6	22
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar/(Zarar)	56	-14	59	37	42

Bilanço (mn USD)	2024	2025/06	2025E	2026E	2027E
Nakit ve Nakit Benzerleri	22	19	15	9	11
Finansal Yatırımlar	14	0	0	4	5
Ticari Alacaklar	6	5	7	15	13
Maddi Duran Varlıklar	1,008	964	1,060	1,166	1,241
Diğer Varlıklar	73	75	67	57	52
Toplam Varlıklar	1,124	1,062	1,166	1,272	1,338
Finansal Borç	341	281	393	455	475
Ticari Borçlar	9	7	8	15	16
Diğer Yükümlülükler	48	60	92	100	88
Toplam Yükümlülükler	398	347	492	570	579
Azınlık Payları	0	0	1	2	3
Özkaynaklar	726	715	674	703	759
Ödenmiş Sermaye	46	46	46	46	46
Net Borç/(Nakit)	305	262	378	442	459

Nakit Akışı (mn USD)	2024	2025/06	2025E	2026E	2027E
FAVÖK	62	47	90	108	133
Net işletme Sermayesi Değişimi	9	-8	-2	2	-4
Yatırım Harcamaları	0	0	74	208	250
Serbest Nakit Akımı	51	60	7	-95	-92

Büyüme	2024	2025/06	2025E	2026E	2027E
Satışlar	-26%	0%	79%	23%	25%
FAVÖK	-36%	6%	92%	20%	22%
Net Kar	6%	-122%	-515%	-36%	13%

Finansal Rasyolar	2024	2025/06	2025E	2026E	2027E
Hisse Başına Kar	1.20	-0.30	1.26	0.81	0.91
Özsermaye Karlılığı	7.7%	n.m.	8.7%	5.3%	5.6%
Brüt Marj	23.9%	43.1%	48.3%	48.4%	44.7%
FAVÖK Marjı	71.4%	77.3%	83.0%	81.4%	79.7%
Net Kar Marjı	63.9%	-23.3%	53.9%	28.1%	25.4%
Net Borç/FAVÖK	4.9x	4.04x	4.19x	4.08x	3.46x

İNA

ENTRA NAD (US\$m n)	ENTRA Payı (%)	Hedef Değer	NAD %
HES	100%	351	38%
GES	100%	164	18%
Depolamalı GES		38.8	4%
Erzin 2 GES		126	14%
RES	100%	673	73%
Depolamalı RES		517.2	56%
İtalya RES		155	17%
Net Borç (2024-sonu)		262	28%
Toplam NAD		925	100%
İskonto	20%	185	
Hedef Değer NAD		740	

Çarpan Analizi

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (USDm n)	FD/FAVÖK		F/K	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Akfen Yenilenebilir Enerji AS	TURKEY	536	7.1	5.4	15.8	13.3
Aydem Yenilenebilir Enerji AS	TURKEY	335	5.5	5.2	18.6	13.0
Galata Wind Enerji AS	TURKEY	360	8.2	7.4	18.6	15.0
TSP Wind Power Group Co Ltd	CHINA	946	16.9	13.6	10.5	9.6
GEK TERNA SA	GREECE	2,588	9.6	8.6	19.1	14.2
A2A SpA	ITALY	7,792	6.0	5.9	9.8	9.9
Northland Power Inc	CANADA	4,237	9.9	8.3	20.2	13.4
Encavis AG	GERMANY	3,277	14.7	12.2	28.3	21.7
Enefit Green AS	ESTONIA	1,035	14.2	12.3	34.0	17.0
Ortalama			10.2	8.8	19.4	14.1
IC Enterra Yenilenebilir Enerji AS	TURKEY	541	10.19	9.08	9.2	14.48
Prim/(İskonto)			0%	4%	-52%	3%
Piyasa Değeri			445.2	413.1	1,136.9	528.1
Ağırlık			25%	25%	25%	25%
Çarpan Piyasa Değeri (USD m)	631					

Kaynak: Bloomberg, Şirket Raporları

Değerleme

Değerleme (USD m n)	Değer	Ağırlık	Değer
İNA	740	60%	444
Çarpan	631	40%	252
ENTRA Tahmini Değer			697
Piyasa Değeri (USD m)			541
12A Hedef Fiyat (USD)			0.42
12A Hedef Fiyat (TL)			17.04
Hisse Fiyat (TL)			13.00
Artış Potansiyeli (%) (TL)			31%

2Ç25 Sonuçları... Beklentimizin hafif üzerinde gerçekleşen satış gelirlerine ek olarak yeni açılan Erzin GES santrali ile piyasa beklentilerinden üzerinde artan operasyonel karlılık ve beklentilerimizin üzerinde gelen ertelenmiş vergi geliri nedeniyle net kar tahminimizin üzerinde gerçekleşti.

Şirketin satış gelirleri bu dönemde, yıllık %15 artarak 1.63milyar TL gerçekleşti, bu artışta yeni açılan santralin elektrik üretimini artırmasının katkısı büyük olmakla beraber elektrik fiyatlarının bu dönemde TL bazda yıllık %19 artışının da etkisi mevcut. Satışlardaki iyileşmeye ek olarak azalan diğer giderler kalemi ve artan kur farkı gelirleri operasyonel karlılığı destekledi ve FAVÖK %27 artış ile 1.3milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı ise 7.7 puan iyileşerek %79.6 seviyesinde gerçekleşti. Bu dönemde operasyonel karlıktaki artışa karşın azalan parasal kazanç kalemi ve 2Ç24 de elde edilen ertelenmiş vergi gelirinin (1.12milyar TL) altında gerçekleşen vergi geliri yıllık bazda net kar rakamını gerilemesine neden oldu. Bu nedenle net kar yıllık bazda %65 azalarak 737milyar TL gerçekleşmiştir.

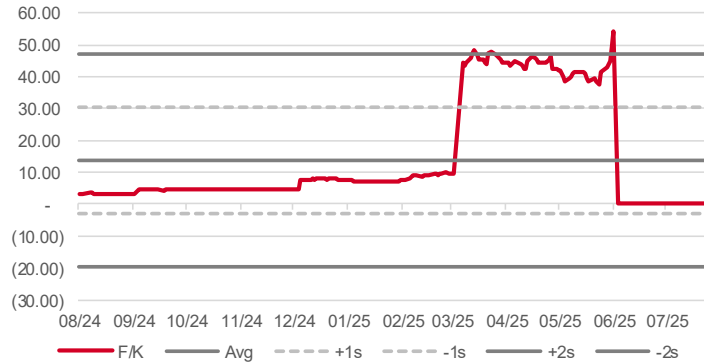
IC Enterra Türkiye'de depolamalı RES ve GES projeleri, İtalya'da ise RES projeleri ile ilgili yatırım çalışmalarına devam etmektedir. İtalya'da toplam 108 MW kapasiteli 2 RES projesinin izin süreçleri ise devam etmektedir. Ayrıca, Erzincan'da da 61 MW'lık Bağıştaş Hibrit GES Projesi'nin faaliyete geçiş dönemini 2Y25'den 1Y26 dönemi olarak güncellediğimizi hatırlatmak isteriz. Şirketin yıllık bazda net borcu artmasına karşın 2024 yıl sonuna göre azalmasını ve 2025 tahminimiz Net Borç/FAVÖK 4.2x seviyesinin altında gerçekleşmesini sürdürülebilir ve olumlu olarak yorumluyoruz.

milyar TL	2Ç25	2Ç24	Yıllık	1Ç25	Çeyrek
Satış Gelirleri	1,632	1,420	15%	782	109%
Brüt Kar	905	662	37%	135	570%
kar marjı	55.4%	46.6%	8.8 yüzde puan	17.3%	38.1 yüzde puan
FAVÖK	1,299	1,021	27%	568	129%
kar marjı	79.6%	71.9%	7.7 yüzde puan	72.6%	7 yüzde puan
Net Kar	737	2,105	-65%	-1,299	-
kar marjı	45.2%	148.2%	-103 yüzde puan	-166.2%	211.3 yüzde puan
Net Borç	10,413.4	11,742		12,045.5	-13.5%
Net Borç/FAVÖK	3.91	3.65		5.05	

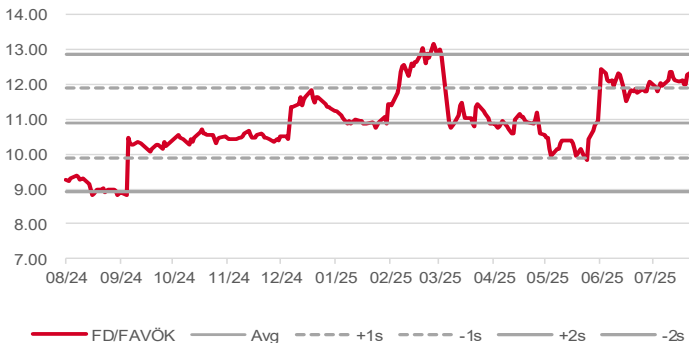
Kaynak: Finnet

Çarpanlar

ENTRA 12-Aylık F/K



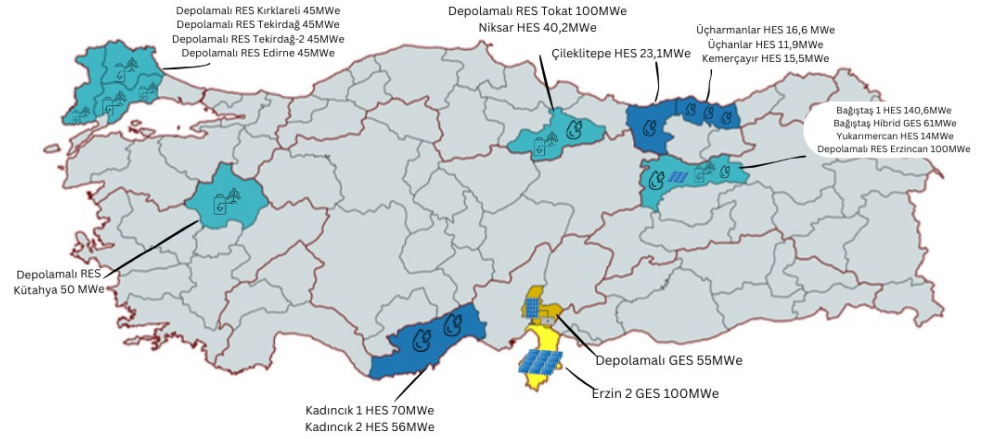
ENTRA 12-Aylık FD/FAVÖK



Finansal Gelişmeler... Şirketin SPK'dan 21.05.2025 tarihinde aldığı onay doğrultusunda, toplamda 500mn USD veya muadili tutara kadar yurt dışında borçlanma aracı ihracı gerçekleştirmesi beklenmektedir. Bu durum, şirketin önümüzdeki dönemde finansman kaynaklarını çeşitlendirmesine ve yükümlülüklerini daha etkin şekilde yönetmesine olanak sağlayacaktır.

2025 yılının ilk yarısında... 2024 yıl sonu bilançosunda yer alması beklenen Erzin GES santralinin değerlendirme farkından kaynaklı olarak yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan zararının 1Ç25 dönemine yansması tek seferlik bir gider niteliğindedir. Bununla birlikte, 6A25'te Akdeniz havzasında devam eden kuraklık, özellikle Mersin bölgesinde yer alan Kadıncık 1 ve Kadıncık 2 HES santrallerinin üretimini olumsuz etkilemeye devam etmektedir. ENTRA, mevcut HES portföyüne yönelik hibrit GES yatırımları için çalışmalar yürüttüğünü ve yatırım olanaklarını değerlendirdiğini ifade etmiştir.

2025'in geri kalanında... 2025 yılının ilk yarısında tarife giderleri, bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla daha yüksek seviyede gerçekleşmiştir. Özellikle 2024 yılının ikinci yarısında sistem kullanım ve işletim tarifelerinde yaşanan artış, elektrik üreticilerinin maliyetlerini olumsuz etkilemişti. Ancak, 2025 yılının ikinci yarısında mevcut tarifelerde herhangi bir artış olmaması durumunda, üreticilerin giderleri içerisinde önemli bir paya sahip olan tarife gideri yaklaşık %30'luk bir düşüş gerçekleşmiş olacak. Bu durumun elektrik üreticilerinin karlılığına olumlu yönde katkı sağlamasını bekliyoruz.



ÇEKİNCE

Bu yayında yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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. 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 yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir.

© 2025 Global Menkul Değerler A.Ş



