

Toplantı Notu

Türkiye | Enerji | 27 Haziran 2025

IC Enterra <ENTRA TI>

Yeni Yatırımlar... Bağıştaş HES santralinde yatırım aşamasında bulunan Hibrit GES projesi için [varsayımlarımızda](#) 3Ç25'te üretime başlayacağını öngörmüştük. Ancak Şirket ile yaptığımız toplantıda, proje çalışmalarının devam etmesi dolayısıyla açılışın 2026 yılı ilk yarısında gerçekleşmesini öngörüyoruz.

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 yasa teklifi projelerin tahminlerimizden kısa sürede faaliyete geçme ihtimalini arttırmakta. Yasa Teklifi, Komisyon onayını almış ve Meclis Genel Kurul'unda 25-26 Haziran tarihlerinde görüşülecektir.

Finansal Görünüm... 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.

2Ç25 Beklentileri... 2024 yıl sonu bilançosunda yer alması beklenen Erzin GES santralinin değerlendirme farkından kaynaklı olarak yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan zararının 1Ç25 dönemine yansımaları tek seferlik bir gider niteliğindedir. Bununla birlikte, 1Ç25'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.

Özetle, ENTRA'nın faaliyetlerinde kısa vadeli olumsuzluklar gözlemlenmekle birlikte, uzun vadede planlanan projelerin şirkete katma değer yaratacağını düşünüyoruz.

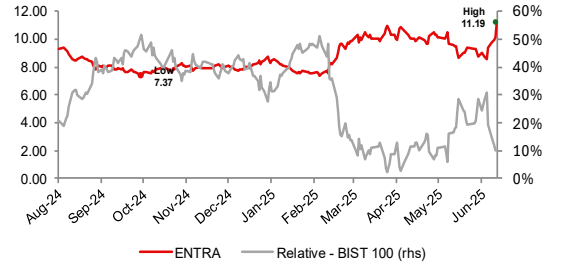
Bağıştaş Hibrit GES projesindeki gecikme ve Akdeniz bölgesindeki kuraklığın Kadıncık HES üretimine negatif etkisi, kısa vadede şirket performansı üzerinde baskı oluştursa da Erzin GES santralinin devreye girmesi ve diğer santrallerdeki üretim artışı bu etkileri hafifletmektedir.

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. Şirket için "AL" tavsiyemiz bulunmaktadır.

ENTRA:TI / ENTRA:IS

Hisse Fiyatı (TL): (29/05/2025)	11.19
Piyasa Değeri (mn TL):	20,646
Hisse Adedi (mn):	1,845.0
Fili Dolaşım Oranı (%):	16.93
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	3,495
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Enerji

Hisse Performans (26/06/2025)			
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	7.36 - 11.19		
	1A	3A	YBB
Nominal	16.6%	10.2%	41.5%
Rölatif (BIST-100)	17.1%	14.4%	49.5%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	16.41	21.13	24.19
Ortalama İşlem Hacmi (mn TL)	158	214	228
BIST-100'deki ağırlığı	0.00		
Yabancı Payı	Mevcut ybb		
	1%	0%	



Kısaca Şirket

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

Ortaklık Yapısı

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

Finansal Göstergeler

(TL mn)	2022	2023	2024	1Ç25
Ciro	3,157	4,170	3,072	737
FAVÖK	2,764	3,417	2,193	535
Net Kar	3,290	1,857	1,966	-1,225
FAVÖK marjı	87.6%	81.9%	71.4%	72.6%
Net marj	104.2%	44.5%	64.0%	n.m
FD/FAVÖK (x)	11.6	9.4	14.6	59.8
F/K (x)	6.3	11.1	10.5	n.m
FD/Satış (x)	10.14	7.68	10.42	43.41
Hisse başı kazanç (EPS)	1.78	1.01	1.07	-0.66
Net Borç/FAVÖK (x)	0.9x	0.7x	2.0x	5.1x
Aktif Karlılığı (ROA)	60.4%	29.8%	17.7%	-11.3%

Global Araştırma

+90 (212) 244 55 67

www.global.com.tr



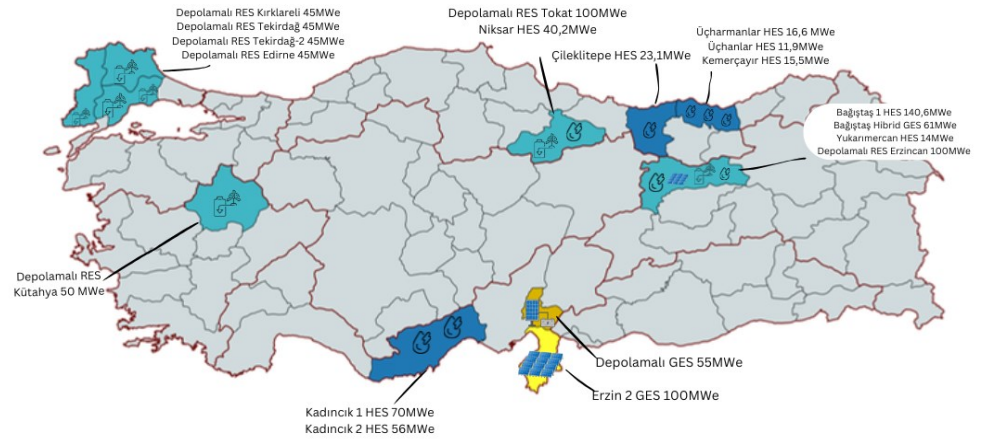
2Ç25 Beklentileri...

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, 1Ç25'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.

- **Üretim:** 2Ç25'te Akdeniz havzasındaki kuraklık Kadıncık santrallerini etkilemeye devam etmekle birlikte, üretimdeki azalma, özellikle Bağıştaş (Erzincan) ve Niksar HES santrallerindeki artan üretim ve ek olarak devreye alınan Erzin GES (Hatay) santralinin üretimi ile telafi edilerek geçen yılın aynı dönemine kıyasla daha yüksek elektrik üretimi gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

- **Satış Gelirleri/Karlılık:** Şirketin bu dönemdeki cirosunun elektrik fiyatlarındaki reel artışın sınırlı kalması nedeniyle yaklaşık 1.5 milyar TL seviyesinde gerçekleşeceği ve FAVÖK marjının %77 düzeyine ulaşacağı tahmin ediyoruz (1Ç25: %72.6, 2Ç24: %62.6). Yeni açılan GES santralinin etkisi ile geçen sene aynı döneme göre daha yüksek bir elektrik üretimi bekliyoruz.

Maliyet: 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.



FINANSALLAR

Gelir Tablosu (mn USD)	2022	2023	2024	2025/03
Satışlar	3,157	4,170	3,072	737
Satışların Maliyeti	-963	-2,301	-2,338	-610
Brüt Kar	2,194	1,870	734	127
Faaliyet Giderleri	-50	-71	-257	-49
FAVÖK	2,764	3,417	2,193	535
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	-56	-114	-35	14
Operasyonel Olmayan Gelirler	7	1	32	19
Operasyonel Olmayan Giderler	-64	-115	-67	-5
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	1,467	-507	-1,809	2,656
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	0	1	1	2
Vergi Öncesi Kar	3,561	1,200	1,902	-930
Vergi Gideri	267	-654	-64	295
Azınlık Payları	4	-2	0	0
Net Kar/(Zarar)	3,290	1,857	1,966	-1,225

Bilanço (mn USD)	2022	2023	2024	2025/03
Nakit ve Nakit Benzerleri	175	300	825	1,071
Finansal Yatırımlar	0	0	529	0
Ticari Alacaklar	458	130	238	414
Maddi Duran Varlıklar	26,862	38,877	37,773	36,522
Diğer Varlıklar	630	1,132	2,755	2,678
Toplam Varlıklar	28,125	40,438	42,121	40,686
Finansal Borç	10,309	13,980	12,792	12,434
Ticari Borçlar	621	331	332	164
Diğer Yükümlülükler	4,932	1,710	1,785	2,019
Toplam Yükümlülükler	15,861	16,021	14,910	14,617
Azınlık Payları	-5	-3	0	0
Özkaynaklar	12,268	24,421	27,210	26,068
Ödenmiş Sermaye	1,045	1,618	1,845	1,845
Net Borç/(Nakit)	10,133	13,681	11,438	11,363

Nakit Akışı (mn USD)	2022	2023	2024	2025/03
FAVÖK	2,764	3,417	2,193	535
Net işletme Sermayesi Değişimi	-115	-200	10	345
Yatırım Harcamaları	-16	-2,502	-3,029	-131
Serbest Nakit Akımı	3,162	5,465	5,149	617

Finansal Rasyolar	2022	2023	2024	2025/03
Hisse Başına Kar (TL)	3.15	1.15	1.07	-0.66
Özsermaye Karlılığı	26.8%	7.6%	7.2%	n.m.
Brüt Marj	69.5%	44.8%	23.9%	17.3%
FAVÖK Marjı	87.6%	81.9%	71.4%	72.6%
Net Kar Marjı	104.2%	44.5%	64.0%	-166.2%
Net Borç/FAVÖK	3.67x	4x	5.22x	5.6x

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.

