

Sektör Görünümü

“Dengeli büyüme ve dönüşüm”

Enerji sektörü; son dönemde artan elektrik talebi ve kurulu güç, yurt içi ve yurt dışı güçlü yatırım iştahı, döviz bazlı gelir yapısı, regüle segmentlerin sunduğu öngörülebilirlik ve yenilenebilir enerjinin elektrik üretimi konusunda önemli bir potansiyel sunması nedeniyle öne çıkmaktadır. Modelimizde yapmış olduğumuz revizyonlar neticesinde araştırma kapsamımızda bulunan enerji sektörü şirketleri için hedef fiyatlarımızda değişikliklere gidilmiştir. Revizyonlar sonucunda, araştırma kapsamımızda bulunan enerji sektörü şirketleri arasında korunaklı yapısı ve olası riskler karşısında daha düşük volatilité profiliyle **Enerjisa'yı** öne çıkarıyoruz. Dağıtım ve perakende segmentlerinde sahip olunan güçlü konumu, regüle yapının sunduğu öngörülebilirlik ve yeni düzenleyici dönemde artan WACC ile desteklenen karlılık görünümü **Enerjisa** tarafında beğenimizi destekleyen ana unsurlar olup, hisse için hedef fiyatımızı 86,50 TL'den 125,40 TL'ye yükseltiyor, tavsiyemizi 'AL' olarak koruyoruz. **Tatlıpınar Enerji** tarafında artan kurulu güç, YEKDEM garantili satış yapısı ve yeni yatırımların sağlayabileceği operasyonel avantajları olumlu değerlendirmekle birlikte, sunduğu sınırlı revizyonla hedef fiyatımızı 18,96 TL'den 19,04 TL'ye revize ederken, 'AL' tavsiyemizi sürdürüyoruz. **Aksa Enerji** tarafında ise sahip olduğu yüksek kurulu güç, yurt dışı santrallerden sağlanan uzun vadeli ve döviz bazlı kapasite ödemeleri ile Türkiye, Asya ve Afrika'daki yeni yatırımların sunduğu operasyonel karlılık potansiyeli öne çıkan ana destekleyici unsurlar arasında yer alıyor. Hisse için, 12 aylık hedef fiyatımızı 55,20 TL'den 77,90 TL'ye yükseltirken, son dönemde gerçekleşen fiyat hareketleri sonrası sunduğu sınırlı getiri potansiyeli nedeniyle tavsiyemizi 'TUT'a çekiyoruz

✓ **Yenilenebilir enerji yatırımlarındaki ivme, net sıfır emisyon hedefine ulaşmada destekleyici.** Son dönemde hükümet tarafından uygulamaya alınan teşvikler, Türkiye enerji sektöründe dönüşüm sürecini hızlandırdı. Artan yatırım iştahı, kurulu gücün hızlı bir şekilde büyümesini sağlarken; son dönemde gündeme gelen arz güvenliği kaygıları, yatırımların özellikle yenilenebilir enerji alanına yönelmesine neden oldu. Jeopolitik riskler dikkate alındığında, yenilenebilir kaynaklara yapılan yatırımlar hem dışa bağımlılığı azaltıyor hem de ülkelerin mali yapısını güçlendiriyor. 2024 yılında 49 milyar dolar seviyesinde bulunan enerji kaynaklı dış ticaret açığı, bu yılın Ekim ayı sonunda yıllıklandırılmış olarak 48,6 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Türkiye ayrıca, küresel ölçekte giderek önem kazanan "net sıfır karbon" hedefi doğrultusunda enerji sektöründe yoğun çalışmalarını sürdürüyor. Yenilenebilir enerji yatırımlarındaki ivme ve devam eden projelerin desteğiyle, 2053 yılında net sıfır emisyon hedefine ulaşılması hedefleniyor.

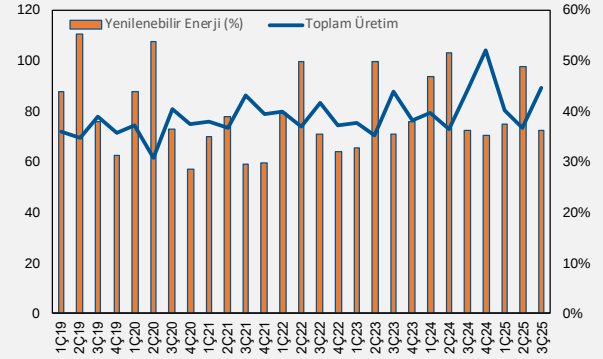
✓ **Kurulu güçte artış, PTF'de dengeli seyir.** Yenilenebilir enerji kaynaklarının kurulu gücü 2024 yılında 5,7 GW artışla 68,8 GW'e yükseldi. Gerçekleşen kurulu güç artışında güneş enerji santrallerinin katkısı oldukça yüksekti. 2024 yılında GES kurulu gücü 4,3 GW artış gösterirken, RES kurulu gücü 1,1 GW artış kaydetti ve toplam GES ve RES kurulu gücü sırasıyla 19,9 GW ve 12,9 GW seviyesinde gerçekleşti. Toplam kurulu gücü incelediğimizde ise 2024 yılında 5,0 GW artışla 116 GW seviyesine ulaşılmış oldu. 2025 Ekim ayı itibarıyla kurulu güç 121,4 GW'a yükselirken, yenilenebilir enerjinin payı %61,8 seviyesinde gerçekleşti. Toplam GES ve RES kurulu gücü sırasıyla 24,5 GW ve 14,3 GW seviyesinde gerçekleşti. Üretim verilerini incelediğimizde 2024'te toplam üretim bir önceki yıla göre %6,3 artışla 347,2 TWh'e yükseldi. Yenilenebilir enerjinin kurulu güçteki artan payı ile elektrik üretimi içerisindeki payı da bir önceki yıla göre 3,5 puan artışla %45,7 seviyesinde gerçekleşti. Yenilenebilir enerji kaynaklarından elde edilen üretim 2024'te yıllık bazda %15,2 artışla 158,8 TWh seviyesinde gerçekleşti. 2025'in Ekim ayı itibarıyla; toplam üretim bir önceki yılın aynı dönemine göre %4,3 artışla 301,4 TWh, yenilenebilir enerji kaynaklarından elde edilen üretim %2 azalışla 134,7 TWh seviyesinde gerçekleşirken, yenilenebilir enerjinin elektrik üretimi içerisindeki payı 2,9 puan düşüşle %44,7 seviyesinde gerçekleşti. 2024 yılında elektrik piyasasındaki fiyatlamalara baktığımızda Ukrayna – Rusya krizinin ardından elektrik fiyatlarında görülen yüksek seviyelerin ardından normalleşme sürecinin devam ettiğini takip ettik. 2024 yılı ortalama elektrik fiyatı (PTF) 68,1 \$/MWh seviyesinde gerçekleşmişti. 2025'in dokuz aylık döneminde ise ortalama PTF bir önceki yılın aynı dönemine göre %1,9 düşüşle 66,1 \$/MWh seviyesine geriledi. 2025'te ortalama PTF'yi 66,3 \$/MWh, 2026'da ise 67,6 \$/MWh olarak öngörüyoruz.

✓ **Yenilenebilir enerjinin elektrik üretimi konusunda önemli konumda olacağını öngörüyoruz.** Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından son açıklanan plana göre, 2035 yılına kadar güneş ve rüzgar enerjisinde toplam 120 bin megavat kurulu güce ulaşılması hedefleniyor. Bu kapsamda, yine 2035'e kadar 108 milyar dolarlık yeni yatırım ve reform sürecinin başlatılacağı açıklandı. Yeni yatırımların devreye alınmasında önemli kriter olan izin süreçlerinin kısaltılacağına yönelik çalışmaların, önümüzdeki dönemde hem sektördeki yatırım iştahını canlı tutmaya devam edeceğini hem de yenilenebilir enerji alanının elektrik üretimi konusunda daha önemli bir konumda olacağını öngörüyoruz.

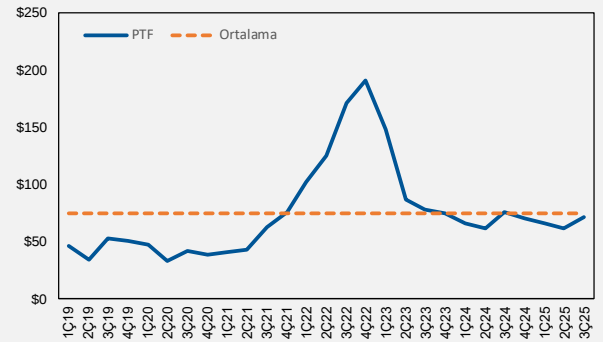
	Hedef Fiyat		Cetiri Potansiyeli		Tavsiye	
	Eski	Yeni	Eski	Yeni	Eski	Yeni
Aksa Enerji	55,20	77,90	-19%	15%	AL	TUT
Enerjisa Enerji	86,50	125,40	-3%	41%	AL	AL
Tatlıpınar Enerji	18,96	19,04	44%	44%	AL	AL

	FK		FD/FAVÖK		PD/DD	
	2025T	2026T	2025T	2026T	2025T	2026T
Aksa Enerji	23,0x	11,1x	11,2x	8,6x	1,4x	1,0x
Enerjisa Enerji	259,2x	5,5x	4,3x	2,9x	1,1x	0,9x
Tatlıpınar Enerji	36,5x	7,2x	12,2x	9,5x	2,2x	2,3x

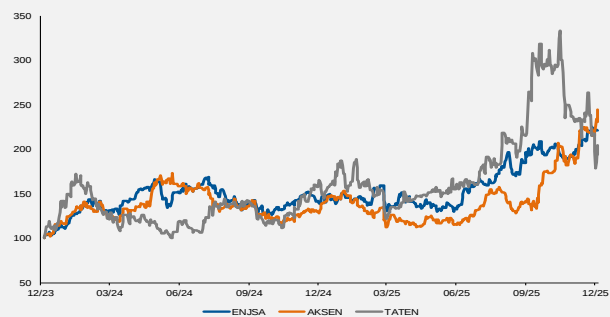
Üretim Miktarları



Piyasa Takas Fiyatı



Fiyat Performansı



Kaynak: HLY Araştırma, EPDK, EPİAŞ, Bloomberg



Aksa Enerji

“Yeni yatırımlar büyümeyi destekliyor”

AKSEN için 12 aylık hedef fiyatımızı %15 getiri potansiyeli ile 77,90 TL olarak belirliyoruz. Aksa Enerji’yi i) sahip olduğu yüksek kurulu gücü ii) yurt dışı santrallerden sağlanan garantili ve uzun vadeli döviz bazlı kapasite ödemelerinin finansalları korunaklı kılması iii) Türkiye, Asya ve Afrika’da devreye girecek santrallerin operasyonel karlılık tarafında potansiyel büyüme sunmasını beğenimizi destekleyici ana unsurlar olarak görüyoruz. Aksa Enerji için 2025 ve 2026 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 11,2x ve 8,6x; F/K çarpanlarını da 23,0x ve 11,1x olarak tahmin ediyoruz.

✓ Aksa Enerji, yurt içinde 1 adet doğal gaz santrali, 1 adet akaryakıt santrali ve 1 adet yerli linyit kömür santrali ile toplam 1.358 MW; yurt dışında ise Asya kıtasında 1.220 MW ve Afrika kıtasında 430 MW kurulu güç ile operasyonlarını sürdürüyor. Şirketin yurt içinde PTF hassasiyetinin düşük olmasının yanı sıra, Bolu Göynük santraline ilişkin EÜAŞ ile imzalanan ikili anlaşma sonrasında fiyat riskinin etkisi belirgin ölçüde azalmıştır. Şirket, Asya ve Afrika’da yeni yatırımlarla birlikte kurulu güç kapasitesini artırmayı hedefliyor. Kazakistan’da 240 MW kurulu güce sahip santralin 2026’nın Nisan ayında, Afrika’da ise dört ülkede toplam 603 MW kurulu güce sahip santrallerin 2026 içerisinde devreye alınması planlanıyor. Yeni yatırımların döviz bazlı gelire endeksli olmasını, hem yatırımların geri dönüşü hem de finansmanı açısından destekleyici görüyoruz. Diğer yandan yurt içinde de toplam 941,41 MW’lık depolamalı yenilenebilir enerji kaynaklı projelere yönelik süreç devam ederken, bunların 2026-2028 yıllarında devreye alınması bekleniyor. 2026 yılında Türkiye’de ticari işletmeye alınacak toplam 251 MW’lık 5 yenilenebilir enerji projesi bulunuyor.

✓ Şirket 9A25 itibarıyla 3.008 MW kurulu güce (Kongo ve Madagaskar hariç) sahip bulunuyor. 9A25 döneminde ciro yıllık bazda %8 artışla 31.109 mn TL’ye, FAVÖK %39 artışla 9.823 mn TL’ye yükselirken, yurt dışı operasyonların FAVÖK’e katkısı %78 seviyesinde gerçekleşti. Temmuz 2025’te Talimerca santralinin devreye alınmasıyla da etkisiyle FAVÖK marjı bir önceki senenin aynı dönemine göre 7 puan artışla %32 seviyesine yükseldi. Yıl sonunda cironun 37.929 mn TL, FAVÖK’ün 12.286 mn TL, FAVÖK marjının ise %32,4 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2026 yılına ilişkin olarak ise, yeni yatırımların devreye girmesiyle birlikte artan kurulu gücün desteğinde satış gelirlerinin %47,5 artışla 55.929 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Afrika ve Asya’daki santraller ile yurt içindeki depolamalı RES ve GES projelerinin dahil olmasıyla birlikte, kurulu gücün (Kongo ve Madagaskar hariç) 4.102 MW seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Yurt dışı yatırımlardan sağlanacak katkılarla FAVÖK’ün 2026’da %54,9 artışla 19.027 mn TL’ye, FAVÖK marjının da yıllık bazda 1,6 puan iyileşme ile %34,0 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Riskler: 2026–2028 dönemine yönelik projelerde yaşanabilecek olası gecikmeler ile kurulu güç artışının tahminlerimizin altında kalması, doğalgaz fiyatlarında beklenti üstü artışlar ve TL’deki reel değerlenme ana risk unsurları arasında öne çıkmaktadır.

TUT

Hisse Fiyatı: 68,00 TL
Hedef Fiyat: 77,90 TL

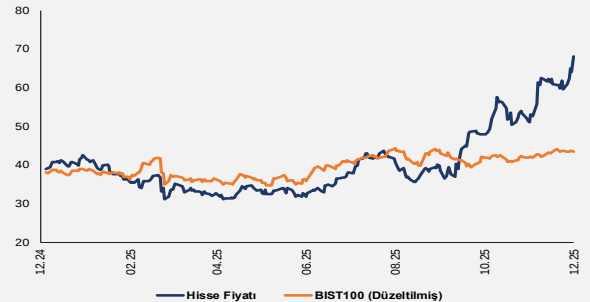
Getiri Potansiyeli: %15

Özet Veriler

Hisse Kodu	AKSEN
Cari Fiyat (TL)	68,00
52H En Yüksek (TL)	69,05
52H En Düşük (TL)	29,92
Piyasa Değeri (mn TL)	83.391
Piyasa Değeri (mn USD)	1.946
Halka Açıklık Oranı (%)	19,87
Konsensus HF (TL)	76,11
Konsensus Tavsiye	%80 A / %20 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	27,8
HLY HBK (2025T)	3,00
Konsensus HBK (2025T)	2,80

Tahminler ve Rasyolar	2023G	2024G	2025T	2026T
Net Satışlar (mn TL)	63.695	39.684	37.929	55.929
Yıllık Büyüme	-59,6%	-37,7%	-4,4%	47,5%
FAVÖK (mn TL)	14.402	9.002	12.286	19.027
Yıllık Büyüme	4,9%	-37,5%	36,5%	54,9%
Net Kar (mn TL)	9.954	2.518	3.627	7.496
Yıllık Büyüme	-1,5%	-74,7%	44,1%	106,7%
FAVÖK Marjı	22,6%	22,7%	32,4%	34,0%
Net Kar Marjı	15,6%	6,3%	9,6%	13,4%
FD/Satışlar	1,0x	2,2x	3,6x	2,9x
FD/FAVÖK	4,4x	9,7x	11,2x	8,6x
F/K	4,6x	19,1x	23,0x	11,1x
PD/DD	0,6x	0,9x	1,4x	1,0x
Hisse Başı Kar (TL)	8,1	2,1	3,0	6,1
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	51,1	45,5	47,9	68,8

Fiyat Performansı



Finansallar ve Tahminler

AKSEN (mn TL)	2023G	2024G	2025T	2026T
Net Satışlar	63.695	39.684	37.929	55.929
Satışların Maliyeti	50.629	31.295	28.039	40.409
Brüt Kar	13.067	8.389	9.890	15.520
Faaliyet Giderleri	-1.466	-1.915	-1.602	-1.958
FVÖK	11.601	6.474	8.288	13.562
Amortisman	2.801	2.528	3.998	5.465
FAVÖK	14.402	9.002	12.286	19.027
Finansal gelir/gider (net)	3.046	207	-1.352	-4.012
Diğer gelir/gider (net)	1.045	628	588	225
VÖK	12.933	5.893	6.241	10.320
Vergi	1.876	2.195	2.051	2.064
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	9.954	2.518	3.627	7.496
Toplam Aktifler	101.063	103.823	123.235	195.828
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.439	1.323	7.079	24.533
Maddi Duran Varlıklar	63.413	77.506	89.274	122.280
Stoklar	1.623	1.729	1.823	2.627
Toplam Borç	24.339	35.330	56.118	99.238
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	62.723	55.856	58.798	84.432
Piyasa Değeri	36.471	48.072	83.391	83.391
Net Borç/ (Net Nakit)	22.900	34.007	49.038	74.705
Firma Değeri	63.568	86.954	137.433	163.099

Büyüme (%)	2023G	2024G	2025T	2026T
<i>Net Satış</i>	-59,6	-37,7	-4,4	47,5
<i>SMMM</i>	-63,5	-38,2	-10,4	44,1
<i>Brüt Kar</i>	-31,9	-35,8	17,9	56,9
<i>Faaliyet Giderleri</i>	-232,2	30,6	-16,3	22,2
<i>FVÖK</i>	-35,8	-44,2	28,0	63,6
<i>FAVÖK</i>	4,9	-37,5	36,5	54,9
<i>VÖK</i>	-12,4	-54,4	5,9	65,4
<i>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</i>	-1,5	-74,7	44,1	106,7
<i>Toplam Borç</i>	-5,2	45,2	58,8	76,8
<i>Net Borç</i>	0,0	48,5	44,2	52,3
<i>Toplam Aktifler</i>	1,1	2,7	18,7	58,9
<i>Özkaynaklar</i>	6,9	-10,9	5,3	43,6

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Finansallar ve Tahminler

Marjlar	2023G	2024G	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	20,5	21,1	26,1	27,7
FAVÖK	13,8	9,9	32,4	34,0
FVÖK	18,2	16,3	21,9	24,2
VÖK	20,3	14,9	16,5	18,5
Net Kar	15,6	6,3	9,6	13,4
Amortisman	-4,4	-6,4	-10,5	-9,8
Stoklar	2,5	4,4	4,8	4,7
Satışların Maliyeti	-79,5	-78,9	73,9	72,3
Faal.Giderleri	2,3	4,8	4,2	3,5
Finansal gelir/gider (net)	-1,6	-1,6	-1,6	-0,4
Kaynak maliyeti (net)	-11,5	-7,2	-7,1	-5,5

Karlılık Göstergeleri (%)	2023G	2024G	2025T	2026T
Aktif devir hızı	63,0	38,2	30,8	28,6
Aktif karlılığı	9,8	2,4	2,9	3,8
Özkaynak karlılığı	15,9	4,5	6,2	8,9

Kaldıraç	2023G	2024G	2025T	2026T
Borç/Aktifler	24,1x	34,0x	45,5x	50,7x
Borç/Özsermaye	38,8x	63,3x	95,4x	117,5x
Net Borç/Özsermaye	0,4x	0,6x	0,8x	0,9x
Net Borç/FAVÖK	2,6x	8,6x	4,0x	3,9x

Oran ve Çarpanlar	2023G	2024G	2025T	2026T
Hisse Başı Kar (TL)	8,1	2,1	3,0	6,1
Hisse Başı Temettü (TL)	-1,8	0,2	0,3	0,4
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	51,1	45,5	47,9	68,8
FD/Satışlar	1,0	2,2	3,6	2,9
FD/FAVÖK	7,2	22,0	11,2	8,6
F/K	4,6	19,1	23,0	11,1
PD/DD	0,6	0,9	1,4	1,0

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Enerjisa Enerji

“Öngörülebilir ve korunaklı iş modeli”

ENJSA için 12 aylık hedef fiyatımızı **%41 getiri potansiyeli ile 125,40 TL olarak belirliyoruz**. Enerjisa Enerji'nin i) sektörde hem dağıtım hem de perakende segmentinde sahip olduğu güçlü konumu ii) faaliyet göstermiş olduğu sektörün regüle yapısının sunduğu avantaj iii) enerji sektöründe artan yatırım iştahının elektrik talebine pozitif yansımaları hisseyi öne çıkaran ana unsurlar olarak görüyoruz. Enerjisa Enerji için 2025 ve 2026 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 4,3x ve 2,9x; F/K çarpanlarını ise 259,2x ve 5,5x olarak tahmin ediyoruz.

✓ Enerjisa Enerji, gerçekleştirdiği yatırımlarla varlık tabanını güçlendirmeye devam ediyor. Ayrıca, düzenleyici otorite tarafından belirlenen yatırım dönemi boyunca sağlanan yatırım geri ödemeleri de şirketin finansallarına pozitif katkı sunuyor. Şirketin satışlarının büyük çoğunluğunu oluşturan iki ana segmentin (dağıtım ve perakende satış) sahip olduğu dinamikler eşliğinde sürdürülebilir büyümenin önümüzdeki yıllarda da devam edebileceğini düşünüyoruz. Bu yılın dokuz ayında düzenlemeye tabi varlık tabanı (DVT) önceki yılın aynı dönemine göre %37 artışla 78.069 mn TL'ye yükseldi. Perakende satış tarafında ise düzenlemeye tabii segmentte satış hacmi yıllık bazda %7 düşüşle 23,4 TWh'ye gerilerken, serbest segment %3 artışla 12,9 TWh seviyesinde gerçekleşti. Ayrıca, bir diğer iş kolu olan müşteri çözümleri de faaliyet alanını genişleterek, şirketin büyüme görünümünü destekliyor. DVT'nin 2025 sonunda 85.101 mn TL, perakende satış hacminin ise 48,4 TWh seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Bu doğrultuda, cironun yılı 252.819 mn TL, FAVÖK'ün 39.086 mn TL, FAVÖK marjının %15,5 ve baz alınan net karın 7.365 mn TL seviyesinde tamamlamasını bekliyoruz.

✓ Türkiye'de elektrik dağıtım ve satış faaliyetleri, EPDK tarafından belirlenen beş yıllık düzenleyici dönemler çerçevesinde yürütülüyor. 5. Uygulama Dönemi (2026-2030) ise 1 Ocak 2026 itibarıyla başlayacak. Bu dönem, Enerjisa'nın faaliyet gelirlerinin yaklaşık %90'ını kapsamı nedeniyle, şirketin önümüzdeki beş yıla ilişkin gelir ve getiri çerçevesini belirlemesi açısından kritik önem taşıyor. EPDK tarafından açıklanan karara göre, vergi öncesi WACC oranı %14,46 olarak belirlenirken (2021–2025: %13,11), yatırım harcamaları (Capex) geri ödeme süresi 10 yıl olarak korundu. 2026'da şirketin cirosunun 369.061 mn TL, FAVÖK'ün 68.828 mn TL, FAVÖK marjının %18,6 ve baz alınan net karın 12.831 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Şirket müşteri çözümleri tarafında ise genel olarak dağıtık üretim ile yenilenebilir enerji çözümleri, enerji verimliliği uygulamaları, yeşil enerji, kojenarasyon ve trijenerasyon çözümleri ve e-mobilite'ye uygun çalışmalar yapıyor. Özellikle karbon sıfır hedefleri doğrultusunda ön plana çıkan enerji verimliliği ve e-mobilite çalışmalarının şirkete önümüzdeki yıllarda önemli sinerji sağlayacağını düşünüyoruz.

Riskler: Varlık tabanına ilişkin beklentilerimizdeki sapmalar (yatırımlar, yatırımların geri ödenmesi ve yeniden değerlendirme) dağıtım segmentindeki gelir projeksiyonlarımızda risk oluşturabilir. Ayrıca, elektrik piyasasında oluşan fiyatların ve elektrik satış hacimlerinin beklentilerimizden ayrışması da perakende segmenti projeksiyonumuz üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabilir. Son olarak, artan finansman maliyetleri, finansman giderlerindeki yükselişe neden olup, baz alınan net kar tarafında baskı oluşturabilir.

AL

Hisse Fiyatı: 88,90 TL
Hedef Fiyat: 125,40 TL

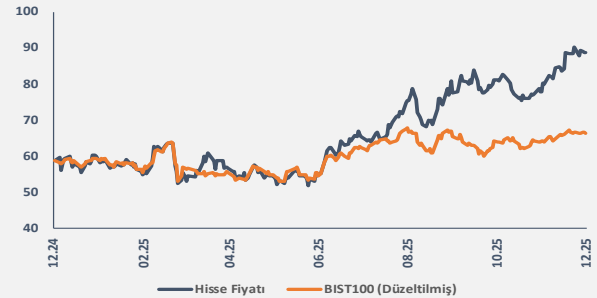
Getiri Potansiyeli: %41

Özet Veriler

Hisse Kodu	ENJSA
Cari Fiyat (TL)	88,90
52H En Yüksek (TL)	97,10
52H En Düşük (TL)	51,25
Piyasa Değeri (mn TL)	104.997
Piyasa Değeri (mn USD)	2.450
Halka Açıklık Oranı (%)	20,00
Konsensus HF (TL)	109,85
Konsensus Tavsiye	%50 A / %50 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	5,4
HLY HBK (2025T)	0,30
Konsensus HBK (2025T)	1,00

Tahminler ve Rasyolar	2023G	2024G	2025T	2026T
Net Satışlar (mn TL)	305.441	239.050	252.819	369.061
Yıllık Büyüme	3,3%	-21,7%	5,8%	46,0%
FAVÖK (mn TL)	31.477	39.199	39.086	68.828
Yıllık Büyüme	2,1%	24,5%	-0,3%	76,1%
Net Kar (mn TL)	8.181	-6.087	405	19.247
Yıllık Büyüme	n.a.	n.a.	n.a.	4651,3%
FAVÖK Marjı	10,3%	16,4%	15,5%	18,6%
Net Kar Marjı	2,7%	-2,5%	0,2%	5,2%
FD/Satışlar	0,3x	0,5x	0,7x	0,5x
FD/FAVÖK	3,4x	3,2x	4,3x	2,9x
F/K	6,6x	-11,4x	259,2x	5,5x
PD/DD	0,5x	0,7x	1,1x	0,9x
Hisse Başı Kar (TL)	6,9	-5,2	0,3	16,3
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	209,3	186,8	185,8	227,8

Fiyat Performansı



Finansallar ve Tahminler

ENJSA (m n TL)	2023G	2024G	2025T	2026T
Net Satışlar	305.441	239.050	252.819	369.061
Satışların Maliyeti	259.163	185.461	191.469	271.456
Brüt Kar	46.278	53.589	61.350	97.605
Faaliyet Giderleri	-20.828	-20.343	-27.931	-36.222
FVÖK	25.450	33.246	33.419	61.382
Amortisman	6.027	5.954	5.667	7.445
FAVÖK	31.477	39.199	39.086	68.828
Diğer gelir/gider (net)	1.526	1.371	1.066	1.960
Finansal gelir/gider (net)	-13.728	-25.414	-26.434	-15.226
VÖK	9.541	3.440	4.051	48.117
Net Kar	8.181	-6.087	405	19.247
<u>Baz Alınan Net Kar</u>	4.461	4.248	7.365	12.831
Toplam Aktifler	239.218	225.463	250.100	329.531
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.152	11.901	15.355	18.331
Maddi Duran Varlıklar	11.933	12.486	16.357	19.827
Stoklar	7.147	4.834	5.319	7.540
Toplam Borç	60.397	67.671	79.729	115.210
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	104.626	93.390	92.919	113.880
Piyasa Değeri	53.786	69.565	104.997	104.997
Net Borç	52.245	55.770	64.374	96.879
Azınlık Payları	0	0	0	0
Firma Değeri	106.031	125.335	169.371	201.876

Büyüme (%)	2023G	2024G	2025T	2026T
<i>Net Satış</i>	3,3%	-21,7%	5,8%	46,0%
<i>SMMM</i>	2,1%	-28,4%	3,2%	41,8%
<i>Brüt Kar</i>	10,2%	15,8%	14,5%	59,1%
<i>Faaliyet Giderleri</i>	-225,3%	-2,3%	37,3%	29,7%
<i>FVÖK</i>	0,2%	30,6%	0,5%	83,7%
<i>FAVÖK</i>	2,1%	24,5%	-0,3%	76,1%
<i>VÖK</i>	26,4%	-63,9%	17,7%	1087,8%
<i>Net Kar</i>	n.a.	n.a.	n.a.	4651,3%
<i>Toplam Borç</i>	6,0%	12,0%	17,8%	44,5%
<i>Net Borç</i>	63,3%	6,7%	15,4%	50,5%
<i>Toplam Aktifler</i>	4,7%	-5,7%	10,9%	31,8%
<i>Özkaynaklar</i>	-1,8%	-10,7%	-0,5%	22,6%

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Finansallar ve Tahminler

Marjlar (%)	2023G	2024G	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	15,2%	22,4%	24,3%	26,4%
FAVÖK	10,3%	16,4%	15,5%	18,6%
Net Kar	2,7%	-2,5%	0,2%	5,2%
FVÖK	8,3%	13,9%	13,2%	16,6%
VÖK	3,1%	1,4%	1,6%	13,0%
Amortisman	2,0%	2,5%	2,2%	2,0%
Faaliyet Giderleri	-6,8%	-8,5%	-11,0%	-9,8%
Finansal gelir/gider (net)	-4,5%	-10,6%	-10,5%	-4,1%
Kaynak maliyeti (net)	26,3	45,6	41,1	15,7

Karlılık Göstergeleri (%)	2023G	2024G	2025T	2026T
Aktif devir hızı	127,7	106,0	101,1	112,0
Aktif karlılığı	3,4	-2,7	0,2	5,8
Özkaynak karlılığı	7,8	-6,5	0,4	16,9

Kaldıraç	2023G	2024G	2025T	2026T
Borç/Aktifler	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
Borç/Özsermaye	0,6x	0,7x	0,9x	1,0x
Net Borç/Özsermaye	0,5x	0,6x	0,7x	0,9x
Net Borç/FAVÖK	1,7x	1,4x	1,6x	1,4x

Oranlar ve Çarpanlar	2023G	2024G	2025T	2026T
Hisse Başı Kar (TL)	6,9	-5,2	0,3	16,3
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	209,3	186,8	185,8	227,8
Temettü Verimi (%)	5,1	4,7	5,6	9,8
Net Karlılık Verimi (%)	7,8	-5,8	0,4	18,3
FD/Satışlar	0,3	0,5	0,7	0,5
FD/FAVÖK	3,4	3,2	4,3	2,9
F/K	6,6	-11,4	259,2	5,5
PD/DD	0,5	0,7	1,1	0,9

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Tatlıpınar Enerji

“YEKDEM ile korunaklı finansallar”

TATEN için 12 aylık hedef fiyatımızı %44 getiri potansiyeli ile 19,04 TL olarak belirliyoruz. Tatlıpınar Enerji'nin i) son dönemde gerçekleştirdiği yatırımlarla artan kurulu gücü ii) sahip olunan santrallerden YEKDEM garantili elektrik satışları iii) büyüme hedeflenen bölgelerdeki olası gelişmeler ve depolamalı enerji santrallerinin sağlayacağı operasyonel avantajları öne çıkan ana unsurlar olarak görüyoruz. Tatlıpınar Enerji için 2025 ve 2026 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 12,2x ve 9,5x; F/K çarpanlarını da 36,5x ve 7,2x olarak tahmin ediyoruz.

✓ Tatlıpınar Enerji, son dönemde yapmış olduğu yatırımlarla birlikte varlık yapısını güçlendirmeye devam ediyor. 2024 yıl sonunda 317 MW'a yükselen kurulu güç, 2025'in dokuz ayında Umutlu santralinde GES'in devreye alınmasıyla 321,4 MW'a ulaştı. Son çeyrekte Kürekağı ve Esenköy santrallerindeki ilave kapasite artışlarıyla beraber toplam kurulu güç 362,5 MW seviyesine yükseldi. Şirketin genişleme hedeflediği bölgeler arasında öncelikli olarak Hırvatistan, Macaristan, Sırbistan, Karadağ ve Romanya yer alırken, yurt içinde de depolamalı lisans başvuruları bulunuyor. 2026'da toplam kurulu gücün 463 MW seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

✓ 2025 için elektrik üretim tahminimiz yıllık bazda %25,8 artışla 836,9 GWh, 2026 için %36,1 artışla 1.139 GWh seviyesinde gerçekleşmesi yönünde bulunuyor. Santrallerin YEKDEM dahilinde olması şirketin finansal performansının istikrarı için yüksek öneme sahip konumda bulunuyor. Tatlıpınar RES santrali için YEKDEM fiyatı 2025 yıl sonuna kadar yerli katkı payı dahil olarak 94 \$/MWh iken, 2026-2030 dönemi boyunca 73 \$/MWh'tir. Umutlu, Esenköy ve Kürekağı santralleri için halihazırda geçerli olan YEKDEM fiyatı ise 73 \$/MWh'tir. Gerçekleşen elektrik üretiminin tamamının YEKDEM kapsamında satılacağını, bu doğrultuda, satış gelirlerinin 2025'te yıllık bazda %55,5 artışla 3.055 mn TL, 2026'da %25,6 artışla 3.836 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Elektrik giderlerinin maliyet baskısını artırmasının etkisiyle bu yıl FAVÖK'ün bir önceki yıla kıyasla %40,5 artışla 1.877 mn TL'ye yükselmesini, FAVÖK marjının ise %61,5'e gerilemesini bekliyoruz. 2026'da dezenflasyonist süreç ve maliyet baskısındaki zayıflama ile FAVÖK'ün yıllık bazda %35,7 artışla 2.548 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörürken, FAVÖK marjının yıllık bazda 4,9 puan iyileşerek %66,4 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Riskler: Tatlıpınar Enerji, enerji sektöründe yenilenebilir enerji alanında üretici konumunda yer almaktadır. Bu çerçevede baktığımızda sektör dinamiklerine bağlı olarak yürürlüğe girecek olan mevzuatsal değişiklikler şirket için önem arz etmektedir. Ayrıca, kurulu güç ve elektrik üretim miktarlarının tahminimizin altında gerçekleşmesi ve planlanan yatırımların faaliyete başlama tarihlerinde yaşanacak olası gecikmeler projeksiyon dönemimiz için ortaya çıkan önemli riskler arasında sıralanabilir.

AL

Hisse Fiyatı: 13,18 TL
Hedef Fiyat: 19,04 TL

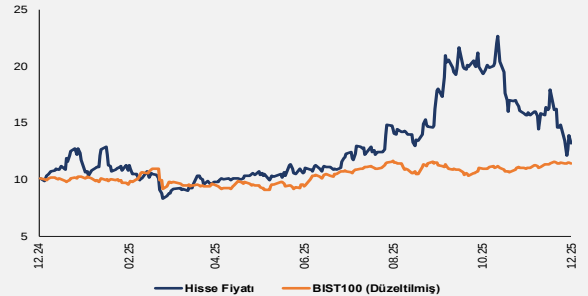
Getiri Potansiyeli: %44

Özet Veriler

Hisse Kodu	TATEN
Cari Fiyat (TL)	13,18
52H En Yüksek (TL)	23,89
52H En Düşük (TL)	7,89
Piyasa Değeri (mn TL)	14.788
Piyasa Değeri (mn USD)	345
Halka Açıklık Oranı (%)	25,03
Konsensus HF (TL)	-
Konsensus Tavsiye	-
3A Hacim (mn USD)	-
HLV HBK (2025T)	1,40
Konsensus HBK (2025T)	-

Tahminler ve Rasyolar	2023G	2024G	2025T	2026T
Net Satışlar (mn TL)	1.352	1.964	3.055	3.836
Yıllık Büyüme	9,0%	45,3%	55,5%	25,6%
FAVÖK (mn TL)	952	1.336	1.877	2.548
Yıllık Büyüme	24,4%	40,4%	40,5%	35,7%
Net Kar (mn TL)	592	1.491	406	2.062
Yıllık Büyüme	1,7%	151,9%	-72,8%	408,4%
FAVÖK Marjı	70,4%	68,0%	61,5%	66,4%
Net Kar Marjı	43,8%	75,9%	13,3%	53,8%
FD/Satışlar	10,0x	9,2x	7,5x	6,3x
FD/FAVÖK	14,3x	13,6x	12,2x	9,5x
F/K	14,6x	7,8x	36,5x	7,2x
PD/DD	1,8x	1,8x	2,2x	2,3x
Hisse Başı Kar (TL)	2,1	5,3	1,4	7,4
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	16,7	23,3	24,4	23,3

Fiyat Performansı



Finansallar ve Tahminler

TATEN (mn TL)	2023G	2024G	2025T	2026T
Net Satışlar	1.352	1.964	3.055	3.836
Satışların Maliyeti	601	910	1.645	1.714
Brüt Kar	751	1.054	1.409	2.123
Faaliyet Giderleri	-23	-61	-114	-119
FVÖK	728	993	1.295	2.004
Amortisman	224	344	583	543
FAVÖK	952	1.336	1.877	2.548
Diğer gelir/gider (net)	46	176	127	160
Finansal gelir/gider (net)	-359	-223	-1.141	-89
Özk. Yat. Kar / Zarar	99	235	135	189
VÖK	513	1.182	416	2.264
Vergi	-290	-601	-151	-621
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	592	1.491	406	2.062
Toplam Aktifler	8.819	11.626	13.590	14.692
Nakit ve Nakit Benzerleri	688	176	611	767
Maddi Duran Varlıklar	6.267	8.881	9.597	9.821
Toplam Borç	3.685	4.894	6.412	7.771
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	4.685	6.537	6.854	6.547
Piyasa Değeri	8.634	11.613	14.788	14.788
Net Borç/ (Net Nakit)	2.997	4.718	5.801	7.004
Firma Değeri	13.579	18.133	22.957	24.160

Büyüme (%)	2023G	2024G	2025T	2026T
<i>Net Satış</i>	9,0	45,3	55,5	25,6
<i>SMMM</i>	-197,5	51,4	80,8	4,2
<i>Brüt Kar</i>	20,4	40,4	33,7	50,6
<i>Faaliyet Giderleri</i>	214,3	167,2	86,7	3,6
<i>FVÖK</i>	18,1	36,4	30,5	54,8
<i>FAVÖK</i>	24,4	40,4	40,5	35,7
<i>VÖK</i>	-33,3	130,2	-64,8	443,9
<i>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</i>	1,7	151,9	-72,8	408,4
<i>Toplam Borç</i>	60,7	32,8	31,0	21,2
<i>Net Borç</i>	-	57,4	23,0	20,7
<i>Toplam Aktifler</i>	71,5	31,8	16,9	8,1
<i>Özkaynaklar</i>	78,5	39,5	4,8	-4,5

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Finansallar ve Tahminler

Marjlar (%)	2023G	2024G	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	55,5	53,7	46,1	55,3
FAVÖK	70,4	68,0	61,5	66,4
FVÖK	53,8	50,5	42,4	52,2
VÖK	38,0	60,2	13,6	59,0
Net Kar	43,8	75,9	13,3	53,8
Amortisman	-16,6	-17,5	-19,1	-14,2
Satışların Maliyeti	-44,5	-46,3	-53,9	-44,7
Faal.Giderleri	1,7	3,1	3,7	3,1
Finansal gelir/gider (net)	-3,4	-9,0	-4,2	-4,2
Kaynak maliyeti (net)	-6,1	-7,0	-9,1	-7,0

Karlılık Göstergeleri (%)	2023G	2024G	2025T	2026T
Aktif devir hızı	15,3	16,9	22,5	26,1
Aktif karlılığı	6,7	12,8	3,0	14,0
Özkaynak karlılığı	12,6	22,8	5,9	31,5

Kaldıraç	2023G	2024G	2025T	2026T
Borç/Aktifler	41,8x	42,1x	47,2x	52,9x
Borç/Özsermaye	78,6x	74,9x	93,5x	118,7x
Net Borç/Özsermaye	0,6x	0,7x	0,8x	1,1x
Net Borç/FAVÖK	3,1x	3,5x	3,1x	2,7x

Oran ve Çarpanlar	2023G	2024G	2025T	2026T
Hisse Başı Kar (TL)	2,1	5,3	1,4	7,4
Hisse Başı Defter Değeri (TL)	16,7	23,3	24,4	23,3
FD/Satışlar	10,0	9,2	7,5	6,3
FD/FAVÖK	14,3	13,6	12,2	9,5
F/K	14,6	7,8	36,5	7,2
PD/DD	1,8	1,8	2,2	2,3

Kaynak: Şirket, HLY Araştırma



Künye ve Çekince

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr

+90 216 285 09 00

İlknur TURHAN

Müdür
Gıda Perakendeciliği, Cam, Çimento, GYO,
Mobilya, Giyim

ITurhan@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 85

Ayşegül BAYRAM

Yönetmen
Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım,
Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt

ABayram@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 30

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman
Havacılık, Demir – Çelik, Enerji

KDemirtas@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 45

Görkem Alper ÖREN

Uzman Yardımcısı
Piyasalar ve Strateji

GOren@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 56

İsmail Oğuz PALUT

Uzman Yardımcısı
Piyasalar ve Strateji

IPalut@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 70

ÇEKİNCE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirisinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübeye uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu nedenle, iş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekilde Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermeyiğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizzat bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekilde ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekilde ve surette her ne nam altında olursa olsun Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hem fikir olmaması mümkündür. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim