

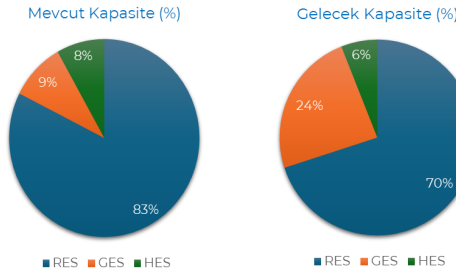
Tatlıpınar Enerji

Yenilenebilir Enerji Sektöründeki Büyüme Stratejisi ile Geleceğe Yatırım

Tatlıpınar Enerji'yi (TATEN) 52,40 TL Hedef Fiyat ve %67 getiri potansiyeli ile araştırma kapsamında alıyoruz.

Dolar bazlı yaptığımız değerlendirmede indirgenmiş nakit akımı analizi (INA) (%8,0 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti oranı, %2,5 uzun dönemli nominal büyüme oranı (uç değer)) kullanılmıştır. Şirketin ürettiği elektriği; büyük çoğunluğunu 2030 yılına kadar olmak üzere, bazı santrallerde ise 2026 ve 2027 yılına kadar YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunmakta olup, sonrasında ise piyasa takas fiyatı (PTF) üzerinden satması ön görülmüştür. Bununla birlikte şirketin YEKDEM kapsamından çıkması ile şirket nakit akımlarının 2025 beklentilerimize nazaran 2030'a kadar öngörülerin azalabileceği varsayımı ile değerlediğimiz modellemenin detayları Sayfa 2'dedir.

Şirketin Yönetiminde Söz Sahibi Olduğu Toplam Kurulu Gücü 264 MW'e Yükseldi. Tatlıpınar Enerji, 2024 yılı Haziran ayı itibarıyla 264 MW kurulu kapasite gücüyle (13.06.2024 KAP bildirimini ile ~+25 MW ek kurulu güç) Türkiye'nin en büyük enerji üretim şirketlerinden bir tanesidir. Kapasitenin 149 MW'si Tatlıpınar RES'ten, 25 MW'si Tatlıpınar GES'ten, 36 MW'si Kürekdagi RES'ten, 32,4 MW'si Esenköy RES'ten, 21,5 MW'si Umutlu HES'ten oluşmaktadır. Şirketin kurulu gücünün %100'ü YEKDEM'e dahil olup, piyasa takas fiyatındaki artış beklentisi kaynaklı 2026 yılında YEKDEM'den çıkılması hedeflenmektedir.



2026 Yılında YEKDEM'den Çıkılması Hedefleniyor. Enerji şirketlerine Türkiye'de uygulanan destek mekanizması olarak uygulanan YEKDEM, enerji üreticilerine belirli bir süre boyunca sabit bir fiyatla elektrik üretmeleri karşılığında ödemeler yapılmasını içermektedir. GES, RES, HES gibi projelerde YEKDEM'de özelliklere, kurulu güçlere ve yerlerine göre tarifeler değişse de pandemi sürecinde YEKDEM fiyatlarının piyasa takas fiyatına göre şirketlere avantaj sağladığı da aşikar. 2026 yılında Tatlıpınar Enerji'nin YEKDEM'den çıkacağı öngörüsü sonrasında piyasa takas fiyatlamalarında da yukarı yönlü bir ivmelenme beklemekteyiz. İvmelenme beklentimiz ise arz eksikliğinden ziyade talebin yükselmesi neticesinden kaynaklanmaktadır.

Toplam Kurulu Kapasitenin Önümüzdeki Yıl Artması Bekleniyor. Şirketin hedeflerine uygun olarak şirketin toplam kurulu kapasitesinin 2025 yılında 85 MW artışla 349 MW'ye ulaşmasını bekliyoruz. Bu artışta Tatlıpınar GES (54 MW), Kürekdagi RES (13,5 MW), Esenköy RES (12,6 MW), Umutlu GES'in (5 MW) etkili olmasını bekliyoruz. Kapasite artışının gerçekleşmesi durumunda ise şirket kurulu gücünün %70'i RES, %24'ü GES, %6'sı HES'te oluşmuş olacak. Olası kapasite artışlarının hisse performansı üzerine katalizör olacağını düşünüyoruz.



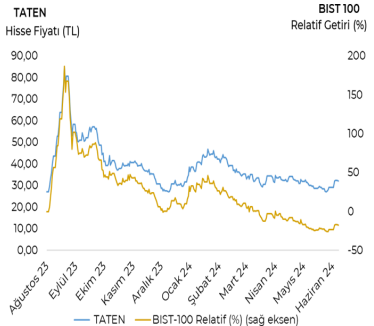
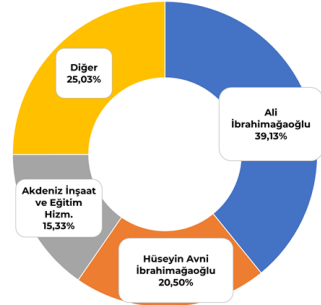
Hedef Fiyat (TL): 52,40

Kapanış Fiyatı (TL): 31,32

Potansiyel Getiri: %67

Hisse Bilgileri

Sektör	Enerji
Bloomberg Hisse Kodu	TATEN TI
Fiyat TL (26.06.2024)	31,32
52-hafta fiyat aralığı (TL)	25 - 85
Piyasa Değeri (TL mn)	8.785
Piyasa Değeri (USD mn)	267
Hisse Sayısı (mn)	281
Firma Değeri (TL mn)	11.782
Firma Değeri (USD mn)	358
Net Borç (TL mn)	2.997
Net Borç (USD mn)	91
3 aylık ortalama günlük işlem hacmi (TL mn)	102,2
3 aylık ortalama günlük işlem hacmi (USD mn)	3,2
3A OIH/Piyasa Değeri (%)	1,2
3 aylık ortalama hisse fiyatı (TL)	31,3



Araştırma

+90 (212) 700-2627

+90 (212) 700-2628

arastirma@infoyatirim.com.tr

Tatlıpınar Enerji

Yenilenebilir Enerji Sektöründeki Büyüme Stratejisi ile Geleceğe Yatırım

Kur Riskini Minimize Eden Şirket Yapısı. Şirketin güçlü sermayeli yapısı ve maliyet yönetiminin güçlü olması ile enerji kapasitenin artışı için planlanan yatırımlarını rahatlıkla finanse edebileceğini düşünüyoruz. Şirketin hem gelirleri hem de borcu döviz cinsinden olduğu için olası kur ataklarında kur riskinden uzak olduğunu düşünüyoruz. Fakat, YEKDEM teşviki kapsamındaki tamamlama ödemelerinde olası kur riskinin olması ve Tatlıpınar RES için YEKDEM sona erdiğinde şirketin kurdaki olası ataklarda kur riskinin artması beklenebilir.

Yenilenebilir enerji sektöründeki Firma Değeri/MW değerlerine göre iskontolu olduğunu düşünüyoruz. Yenilenebilir enerji sektöründeki Firma Değeri/MW değeri ortalama 1,8—1,9 milyon dolardan işlem görüyor. Güncel verilere göre şirketin Firma Değeri'ni yaklaşık 380 milyon dolar olarak hesaplamaktayız. Bu da FD/MW oranının 1,4 milyon dolara tekbül ettiğini gösterirken, şirketin bu değere göre iskontolu işlem gördüğünü düşünmekteyiz.

Güçlü Gelir Büyümesinin Devamını Bekliyoruz. Şirketin toplam net satışlarının 2021 – 2023 döneminde dolar bazında %19 YBBO ile büyüdüğünü görmekteyiz. 2024 – 2030 dönemlerinde; **i)** yeni kapasitenin devreye alınması, **ii)** YEKDEM'den çıkılması ile kayda değer büyüme, **iii)** Güneşgün 4 Enerji Üretim satın alımı ile güçlenmesi beklenen operasyonlar, **iv)** yurt dışı şirket yatırımı beklentileri, şirkete katalizör olabilecek unsurlar arasında yer alıyor.

Riskler; i) Doğal afet riskleri, ii) tedarikçi riskleri, iii) elektriğe olan talebin azalması ve buna bağlı volatil fiyatlar.

USD bazlı İNA analizimiz şirket hissesi için 12 aylık **~1,12 dolar** hedef fiyat (52,40 TL) ile %67 getiri potansiyelini ortaya çıkarmaktadır. TL bazlı hedef fiyat USD hedef fiyatının 12 aylık forward USD/TRY kuru olan 46,88 TL ile çarpılması ile hesaplanmıştır.

000 (USD)	2024 (T)	2025 (T)	2026 (T)	2027 (T)	2028 (T)	2029 (T)	2030 (T)
Net Satış	36.565	68.502	61.225	62.873	64.569	66.314	68.110
FAVÖK	20.708	54.404	46.047	47.677	49.328	51.053	52.827
Net Kar	16.454	30.826	27.551	28.293	29.056	29.841	30.649

USD	Tatlıpınar	Kürekdagi	Esenköy	Umutlu	Kombine
Net Bugünkü Değer	303.454.081	75.962.818	73.367.485	30.370.740	368.126.907
Toplam Borç	121.869.680	11.154.295	10.326.469	6.320.000	132.989.986
Özsermaye Değeri	238.133.942	90.156.907	87.397.106	28.235.388	313.646.493

HİSSE DEĞERİ (USD)	~1,12
--------------------	-------

Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

