

Aydem Enerji

AL

2026 2.Ç Mali Tablo Analizi

Yükselme Potansiyeli 72%

Beklenti üstü görünen net kar tamamen ertelenmiş vergi geliri kaynaklı; operasyonel sonuçlar beklentiye yakın. Sınırlı olumlu piyasa tepkisi bekliyoruz.

Gerçekleşen vs Tahminler

AYDEM, 2Ç26'da 4.560 mn TL net kar açıkladı (Piyasa: 133 mn TL, İş Yatırım: -29 mn TL). Ancak bu sapmanın kaynağı tamamen 4.650 mn TL'lik ertelenmiş vergi geliri. Vergi öncesi zarar (VÖK) -89 mn TL ile negatif bölgede kaldı. Ciro yıllık % 24 büyüyerek 3.506 mn TL'ye ulaştı (Piyasa: 3.301 mn TL, İş Yatırım: 3.301 mn TL) ve beklentileri aştı. FAVÖK yıllık %27 daralarak 1.321 mn TL'ye geriledi (Piyasa: 1.265 mn TL, İş Yatırım: 1.258 mn TL); görünürde beklentilerin hafif üzerinde kaldı, ama bu sapma elektrik ticaret faaliyetinden kaynaklandı. Ticareti hariç tuttuğumuzda FAVÖK 1.278 mn TL ile piyasa beklentisine (1.265 mn TL) paralel geliyor ve FAVÖK marjını da %57 hesaplıyoruz.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

Elektrik fiyatındaki sert düşüş operasyonel karlılığı baskıladı. 2Ç26'da elektrik fiyatı yıllık bazda üçte bir kadar geriledi (2Ç25: 61\$ vs 2Ç26: 20\$). Buna rağmen ciro yıllık %24 büyüyerek 4.650 mn TL'ye ulaştı. Bunun ana sebebi ortalama satış fiyatını yukarı çeken güçlü yan hizmetler gelirleri ve üretimdeki yıllık %57 artış oldu. Fakat çeyreklik bazda ciro %13 düşüş kaydetti. Böylece 6A26 ciro 7.519 mn TL seviyesine geldi.

Elektrik ticaretinden pozitif katkı. Bu çeyrekte 1.253 mn TL elektrik ticareti hasılatı kaydedildi; FAVÖK'e katkısı 43 mn TL oldu. Ticareti hariç tuttuğumuzda santral bazlı ciro 2.253 mn TL, FAVÖK marjı ise %57 seviyesinde kalıyor — raporlanan %37,7'lik marjın oldukça üzerinde. Bu da santral operasyonlarının düşük elektrik fiyatına rağmen görece sağlam bir marj koruduğunu gösteriyor. 6A26 FAVÖK ise 2.793 mn TL'ye ulaştı.

Finansman giderlerinde iyileşme sürüyor. Net borç/FAVÖK rasyosu 4.1x'ten 4.4x'e yükseldi. Net finansman giderleri yıllık %25 gerileyerek -2.199 mn TL'ye indi. Düşen net finansman giderlerine rağmen faaliyet karlılığındaki daralma net karı baskılayan ana unsur oldu.

Net kar sıçraması ertelenmiş vergiden kaynaklandı. Vergi oranındaki değişiklik (%25'ten %12.5'a indirilmesi) sonrası VÖK -89 mn TL zarar olmasına rağmen 4.650 mn TL'lik ertelenmiş vergi geliri sayesinde net kar 4.560 mn TL'ye ulaştı.

Değerlemeye Etkisi ve Görünüm

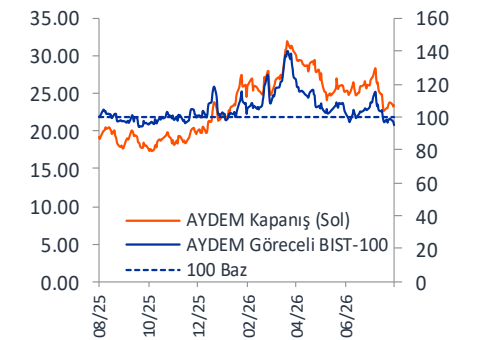
2Ç26'da elektrik fiyatı çok düşük olsa da yan hizmetler geliri sayesinde ortalama satış fiyatındaki direnç ve güçlü üretim sayesinde 6A26'da 2.793 mn TL FAVÖK kaydedildi. İkinci yarıyıl ilk yarıyla kıyasla üretimlerin daha zayıf olmasını bekliyoruz. Eğer elektrik fiyatı bu trendini korsa yıl sonu FAVÖK

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	23.40
12 Aylık Hedef Fiyat*	40.30
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	40.30
Piyasa Değeri (mn)	16,497
Halka Açık PD (mn)	3,040
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	86.9
Hisse sayısı (Adet mn)	705
Takas Saklama Oranı (%)	18
Yabancı Oranı (%)	24

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-10.5	3.8	22.3
ABD \$	-12.1	-6.7	4.2
BIST-100 Relatif	-9.1	-17.1	-5.1

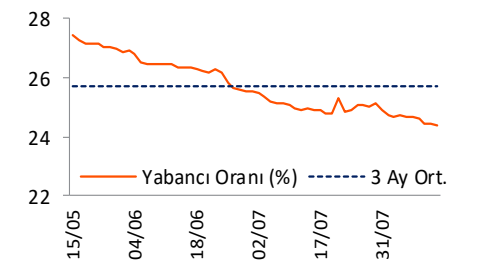
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	-10.5	-18.4	-11.4
PD/DD	0.4	0.4	0.4
FD/FAVÖK	5.8	5.8	5.5

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	22.66	28.38
---------------------------	-------	-------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	24.38
-------------------	----------	-------



Alihan Gürleyen

agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

tahminimiz olan 6.464 mn TL rakamında aşağı yönlü bir risk görüyoruz. %100 İNA bazlı değerlememizde ise 40,30 TL/hisse hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Tablo 1: 2Ç26 Sonuçları

UMS29

	Çeyreksele Finansallar					6M Finansallar			Tahminler	
TL mn	2Ç26	2Ç25	Y/Y Δ	1Ç26	Ç/Ç Δ	6M26	6M25	6M Y/Y Δ	Piyasa Tahmini	İş Yatırım Tahmini
Ciro	3,506	2,835	24%	4,013	-13%	7,519	7,721	-3%	3,301	3,301
Brüt Kar	602	1,241	-52%	826	-27%	1,428	2,064	-31%		
Brüt Kar Marjı	17.2%	43.8%	-26.6ppt	20.6%	-3.4ppt	19.0%	26.7%	-7.7ppt		
Faaliyet Giderleri*	-216	-261	-17%	-286	-24%	-502	-550	-9%		
Faaliyet Gideri/Ciro	-6.2%	-9.2%	3.1ppt	-7.1%	1.0ppt	-6.7%	-7.1%	0.5ppt		
Faaliyet Karı	386	980	-61%	540	-29%	926	1,514	-39%		
Amortisman	935	826	13%	932	0%	1,867	1,639	14%		
FAVÖK*	1,321	1,806	-27%	1,472	-10%	2,793	3,152	-11%	1,265	1,258
FAVÖK Marjı	37.7%	63.7%	-26.0ppt	36.7%	1.0ppt	37.2%	40.8%	-3.7ppt		
Finansman Gelir (Gider), net	-2,199	-2,925	-25%	-2,017	9%	-4,215	-6,098	-31%		
Parasal Kazanç (Kayıp)	1,504	1,559	-4%	2,215	-32%	3,718	4,133	-10%		
VÖK	-89	-311	-71%	879	-110%	790	-51	-1654%		
VÖK Marjı	-2.5%	-11.0%	8.4ppt	21.9%	-24.5ppt	10.5%	-0.7%	11.2ppt		
Vergi Gelir/ Gider	4,650	262	1676%	-557	-935%	4,093	227	1701%		
Net Kar	4,560	-49	-9342%	323	1313%	4,883	176	2669%		
Ana Ortaklık Net Karı	4,560	-49	-9342%	323	1313%	4,883	176	2669%	133	-29
Net Kar Marjı	130.1%	-1.7%	131.8ppt	8.0%	122.0ppt	64.9%	2.3%	62.7ppt		

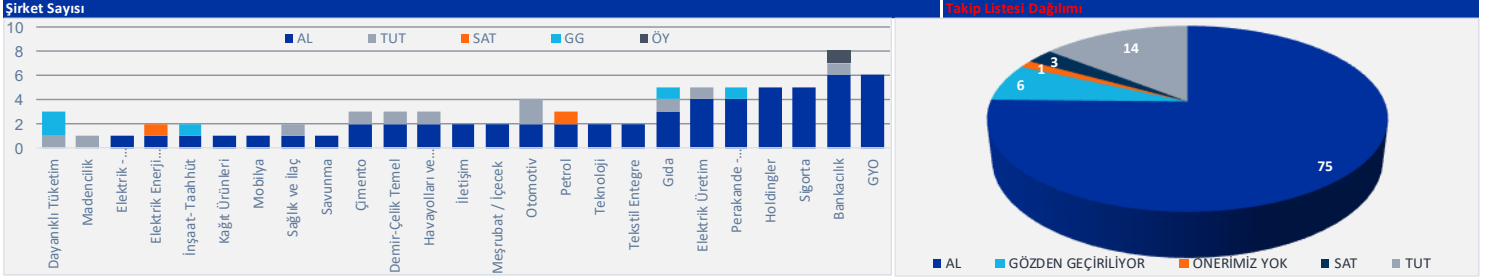
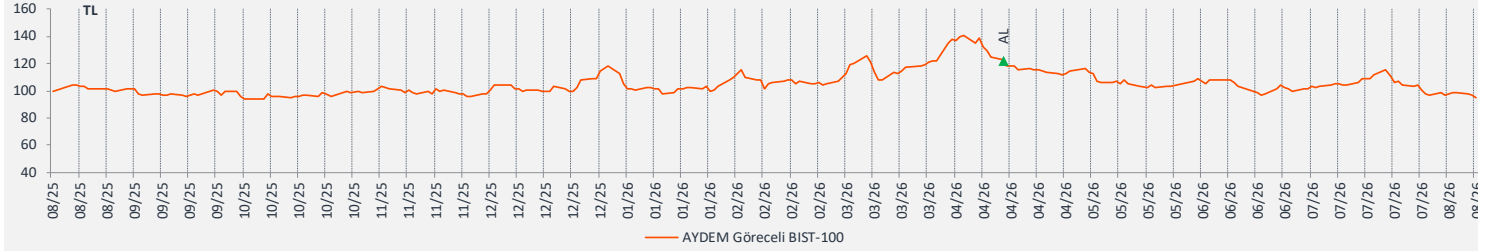
* Faaliyet Giderleri = Satış, Genel Yönetim ve Ar-Ge giderleri.

* FAVÖK = Faaliyet Karı + Amortisman.

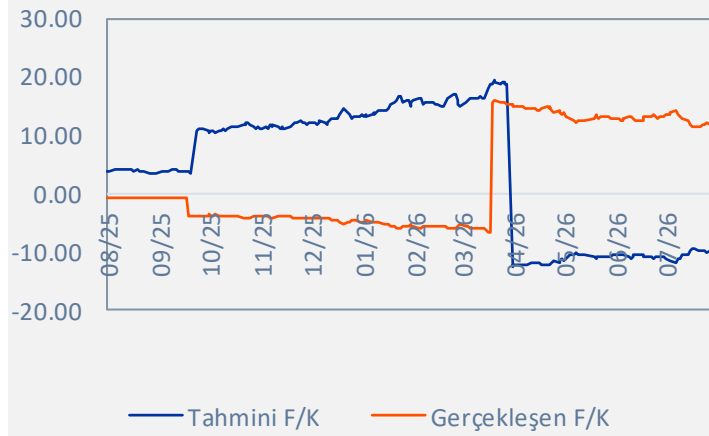
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Aydem Enerji

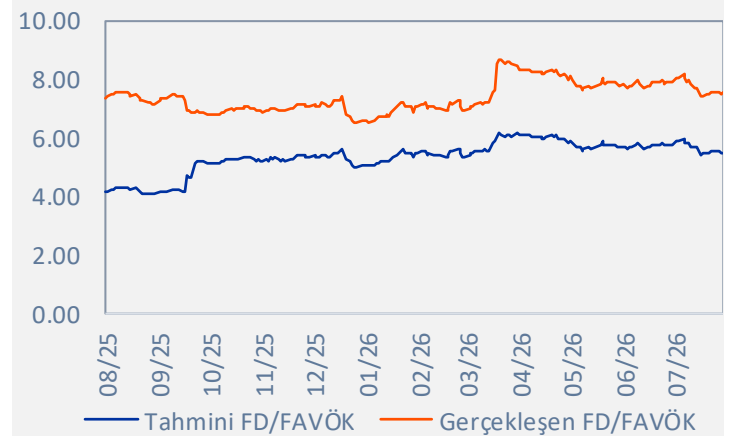
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. 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.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.