

Enerjisa Enerji

AL

1Ç2026 Mali Tablo Analizi ve Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 40%

Gerçekleşen ve Tahminler

ENJSA, 1Ç26'da beklentilerin üstünde yıllık %80 büyümeye ile 3.125 mn TL baz alınan net kar (Piyasa: 2.899 mn TL, İş Yatırım: 2.895 mn TL) açıkladı. Faaliyet gelirleri yıllık %5 büyümeye ile 17.914 mn TL (Piyasa: 17.865 mn TL, İş Yatırım: 18.462 mn TL) seviyesinde beklentilere yakın geldi. DVT ise %42 büyümeye ile 105.313 mn TL'ye ulaştı. Net kar ise geçen sene -970 mn TL seviyesine karşın 1.080 mn TL (Piyasa: 1.437 mn TL, İş Yatırım: 1.007 mn TL) seviyesinde kaydedildi. Faaliyet geliri yıllık %33 düşen verimlilik ve kalite gelirleri sebebiyle beklentimizin altında kalırken baz alınan net kar ise tahmimizden daha düşük gelen finansman giderleri ve vergi geliri sebebi ile beklentimizi aştı.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

DVT 105 milyar TL'ye ulaştı. Varlık tabanı 1Ç26'da yatırım harcamalarına rağmen enflasyon etkisi ile yıllık bazda %42 büyümeye kaydetti. Şirket'in yıl sonu için 30-35 milyar TL yatırım harcaması projeksiyonuna kıyasla 1Ç26'da yatırım harcamaları sadece 1 milyar TL seviyesinde görünüyor. Böylece varlık tabanındaki büyümeye ertelenmiş olsa da enflasyonun inatçı seyri varlık tabanındaki büyümenin ana lokomotifi oldu.

Verimlilik ve kalite gelirlerinde zayıflama. Verimlilik ve kalite gelirleri yıllık bazda %32 düşüş kaydederek 1Ç25'de 2.270 mn TL seviyesinden 1Ç26'da 1.522 mn TL seviyesine geriledi. Verimlilik ve kalite gelirlerinin kırılımı geçen senenin aksine paylaşılmamış, şu an için burada alt kalemler özelinde yorum yapmak mümkün değil.

RMGO etkisi ile faaliyet gelirinde büyüme. RMGO'nun %12.3 seviyesinden %13.5 seviyesine çıkarılmasının etkisini finansal gelirden görebiliyoruz. Böylece RMGO etkisi ile finansal gelir yıllık bazda %23 büyüyerek faaliyet gelirlerindeki büyümenin ana kaynağı oldu. Fakat faaliyet gelirleri çeyreklik bazda %17 büyürken yıllık bazda düşen verimlilik ve kalite gelirlerinin etkisiyle sadece %5 büyümeye kaydetti.

Finansman giderlerinde çarpıcı düşüş. Ağırlıklı ortalama finansman maliyetinin geçtiğimiz sene aynı çeyrekte %45.3 seviyesinde iken 1Ç26'da %36.5'e (2025YS %44.6) gerilediğini görüyoruz. Bu sebeple artan borçlanmaya rağmen net finansman giderleri yıllık %16 düşerek -6.318 mn TL olarak gerçekleşti, çeyreklik ise %11 düşüş kaydetti.

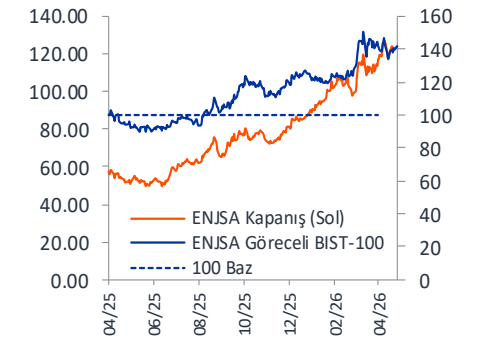
Net borç: Net finansal borç %9 artarak 68.915 mn TL'ye, net ekonomik borç ise %8 artarak 84.265 mn TL'ye ulaştı. Net finansal borç/Faaliyet Geliri rasyosu ise 1.1x seviyesinde sabit kaldı.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	124.00
12 Aylık Hedef Fiyat*	173.53
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	164.22
Piyasa Değeri (mn)	146,453
Halka Açık PD (mn)	29,261
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	269.8
Hisse sayısı (Adet mn)	1,181
Takas Saklama Oranı (%)	20
Yabancı Oranı (%)	32

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	12.0	43.1	136.8
ABD \$	10.3	35.9	101.4
BIST-100 Relatif	0.8	12.1	51.1

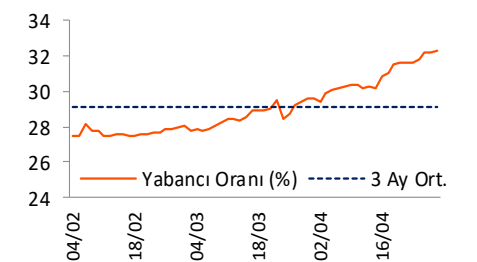
Çarpanlar (\$)	2026	2027	2028
F/K	34.5	23.1	24.9
PD/DD	1.4	1.4	1.4
FD/FAVÖK	4.4	4.4	4.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 97.84 127.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 32.29



Alihan Gürleyen

agurleyen@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 00

Değerlemeye Etkisi ve Görünüm

Sonuçlar beklentilere yakın gelse de artırdığımız enflasyon varsayımlarımız varlık tabanında ek büyümeye işaret ediyor ve finansman maliyetlerindeki dramatik düşüş kar büyümesini destekliyor. Böylece yıl sonu enflasyon beklentimizi %27.5 seviyesinden %29.0'a çekmemiz ile yıl sonu varlık tabanı beklentimizi 116.5 milyar TL seviyesinden 117.9 milyar TL seviyesine yükseltiyoruz. Faaliyet geliri beklentimizi 77.7 milyar TL seviyesinden 78.4 milyar TL, baz alınan net kar tahminimizi ise 11.2 milyar TL'den 12.1 milyar TL'ye yükselterek şirket beklentilerindeki üst banda yaklaşıyoruz. Böylece yeni makro beklentilerle ENJSA için yaptığımız %100 İNA bazlı değerlememizde hedef fiyatımızı 164TL/hisse seviyesinden 174TL/hisse seviyesine yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

Yorum: Net kardaki yıllık toparlama ve baz alınan net karın beklenti üstü gelmesine rağmen geçtiğimiz hafta endeks üstü performans olası olumulu piyasa tepkisini sınırlayabilir.

Tablo 1: 1Ç26 Sonuçları

TL mn	Çeyrekssel					Piyasa 1Ç26T	İş Yat. 1Ç26T
	1Ç26	1Ç25	Y/Y Δ	4Ç25	Ç/Ç Δ		
Ciro	55,104	59,709	-8%	69,086	-20%	64,299	75,845
Brüt Kar	17,452	16,268	7%	17,680	-1%		
Brüt Kar Marjı	31.7%	27.2%	4.4ppt	25.6%	6.1ppt		
Faaliyet Giderleri	-6,797	-6,129	11%	-7,320	-7%		
Faaliyet Gideri/Ciro	-12.3%	-10.3%	-2.1ppt	-10.6%	0.2ppt		
Faaliyet Karı	10,655	10,138	5%	10,360	3%		
FAVÖK	12,650	12,015	5%	12,092	5%	13,544	13,049
FAVÖK Marjı	23.0%	20.1%	2.8ppt	17.5%	5.5ppt	21.1%	17.2%
Faaliyet Geliri*	17,914	17,069	5%	15,261	17%	17,865	18,462
Faaliyet Geliri Marjı	32.5%	28.6%	3.9ppt	22.1%	10.4ppt	27.8%	24.3%
Finansman Gelir (Gider), net	-6,318	-7,485	-16%	-7,120	-11%		
Parasal Kazanç (Kayıp)	-824	-1,549	-47%	-1,810	-54%		
VÖK	3,194	2,516	27%	782	308%		
VÖK Marjı	5.8%	4.2%	1.6ppt	1.1%	4.7ppt		
Vergi Gelir/ Gider	-2,114	-3,486	-39%	2,196	-196%		
Net Kar	1,080	-970	-211%	2,978	-64%	1,437	1,007
Net Kar Marjı	2.0%	-1.6%	3.6ppt	4.3%	-2.4ppt	2.2%	1.3%
Baz Alınan Net Kar**	3,125	1,737	80%	3,982	-22%	2,899	2,895
Baz Alınan Net Kar Marjı	5.7%	2.9%	2.8ppt	5.8%	-0.1ppt	-	3.8%

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

*Faaliyet Gelri: FAVÖK+Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri

**Baz Alınan Net Kar: Net Kar, İstisnai Kalemler Hariç.

Tablo 2: Tahmin Değişiklikleri

İŞ YATIRIM



Kaynak: İş Yatırım

Enerjisa Enerji

Faaliyet Konusu	Ortaklık Yapısı (%)
Enerjisa Enerji, elektrik dağıtımı ve perakende servis hizmetleri konusunda faaliyet gösteren, Sabancı Holding ve E.ON ortaklığıdır.	Hacı Ömer Sabancı Holding 40 Diğer 20

Gelir Tablosu (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Net Satış Gelirleri	245,788	300,654	322,650	322,146	325,628	Dönen Varlıklar	66,267	86,137	79,860	81,149	81,882
Brüt Kar (Zarar)	54,458	76,763	73,988	73,696	74,849	Nakit ve Nakit Benzerleri	12,238	5,391	5,785	5,776	5,839
Operasyonel Giderler	20,931	29,147	28,016	28,078	28,334	Ticari Alacaklar	26,262	44,060	34,475	34,421	34,793
Esas Faaliyet Karı	33,526	47,617	45,972	45,618	46,516	Stoklar	4,731	4,581	6,149	6,143	6,201
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	1,274	1,206	2,290	1,823	1,495	Diğer Dönen Varlıklar	23,035	32,106	33,451	34,809	35,049
Net Finansman Gelir (Gideri)	-32,394	-41,279	-39,386	-34,151	-35,693	Duran Varlıklar	165,498	221,654	241,027	254,881	265,224
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	2,406	7,544	8,876	13,290	12,317	Maddi Duran Varlıklar	12,612	17,655	18,860	20,331	21,995
Vergi Giderleri (Gelirleri)	9,799	3,453	4,063	6,084	5,638	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	59,759	74,134	87,070	94,024	101,725
Net Kar	-7,393	4,091	4,813	7,207	6,679	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	93,127	129,866	135,096	140,527	141,503
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	27,255	52,374	51,230	49,485	50,835	Toplam Varlıklar	231,765	307,791	320,886	336,031	347,106
FAVÖK	37,054	55,827	55,293	55,569	56,474	Kısa Vadeli Yükümlülükler	87,016	109,107	138,356	161,577	180,872
Büyümler & Opr. Perf.	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Finansal Borçlar	38,592	42,402	74,800	98,049	117,031
Büyümler						Ticari Borçlar	25,685	36,530	33,382	33,353	33,666
Net Satışlar	-	22.3%	7.3%	-0.2%	1.1%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	22,739	30,174	30,174	30,174	30,174
Faaliyet Karı	-	42%	-3%	-1%	2%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	48,630	75,144	60,581	51,855	44,024
FAVÖK	-	51%	-1%	0%	2%	Finansal Borçlar	31,005	44,668	36,011	30,824	26,169
Net Kar	-	n.m	18%	50%	-7%	Ticari Borçlar	0	0	0	0	0
Operasyonel Performans						Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	17,625	30,476	24,570	21,031	17,855
Brüt Marj	22.2%	25.5%	22.9%	22.9%	23.0%	Özkaynaklar	96,119	123,541	121,949	122,599	122,210
Faaliyet Kar Marjı	13.6%	15.8%	14.2%	14.2%	14.3%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	96,119	123,541	121,949	122,599	122,210
FAVÖK Marjı	15.1%	18.6%	17.1%	17.2%	17.3%	Ödenmiş Sermaye	1,181	1,181	1,181	1,181	1,181
Efektif Vergi Oranı	-36.3%	-9.1%	-8.4%	-10.6%	-7.9%	Rezerv ve Diğer Kalemler	101,988	117,927	115,955	114,420	114,738
Net Kar Marjı	-3.0%	1.4%	1.5%	2.2%	2.1%	Dönem Net Karı (Zararı)	-7,393	4,091	4,813	7,207	6,679
Özkaynak Karlılığı	-	3.7%	3.9%	5.9%	5.5%	Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Aktif Karlılığı	-	1.5%	1.5%	2.2%	2.0%	Toplam Kaynaklar	231,765	307,791	320,886	336,031	347,106
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	57.7%	47.2%	42.2%	40.2%	Nakit Akım (mn ₺)	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	0.4%	17.4%	14.5%	18.2%	20.5%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	972	52,245	46,734	58,514	66,772
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	-9.2%	6.8%	1.6%	5.3%	7.7%	Düzeltilme Öncesi Kar	-7,393	4,091	4,813	7,207	6,679
Rasyo Analizi	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Amortisman & İtfa Payları	6,124	8,211	9,321	9,951	9,958
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	a.d	34.5	23.1	24.9	İşletme Sermayesindeki Değ.	1,062	-1,463	-2,146	1,251	1,441
FD / FAVÖK (x)	6.6	4.4	4.4	4.4	4.4	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	1,178	41,406	34,746	40,106	48,694
FD / FAVÖK (x)	-	-	-	-	-	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-23,564	-31,913	-41,587	-41,587	-41,587
FD / Satışlar (x)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	Sabit Sermaye Yatırımları	-3,919	-3,773	-3,773	-3,773	-3,773
PD / Defter Değeri (x)	1.7	1.3	1.4	1.4	1.4	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-19,645	-28,140	-37,813	-37,813	-37,813
Nakit Akışı / PD	a.d	12.2%	3.1%	10.2%	15.1%	Serbest Nakit Akım	-22,592	20,332	5,147	16,928	25,186
Hisse Başı Kazanç (₺)	n.m	3.46	4.08	6.10	5.66	Finansman Faal. Kay.Nakit	29,024	-27,180	-3,541	-15,913	-24,062
Hisse Başı Temettü (₺)	2.89	4.40	5.13	6.53	8.68	Finansal Borçlardaki Değişim	26,574	20,105	43,315	37,671	37,998
Temettü Verimi	3.7%	6.044%	4.056%	3.972%	4.4%	Temettü Ödemeleri	-3,416	-5,200	-6,062	-6,348	-6,889
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	57,359	81,679	105,026	123,097	137,361	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	5866	-42,085	-40,794	-47,236	-55,171
Net Borç / FAVÖK (x)	1.55	1.46	1.90	2.22	2.43	Net Nakit Değişimi	6,432	-6,847	1,606	1,015	1,123
Net Borç / Özsermaye (x)	0.60	0.66	0.86	1.00	1.12						

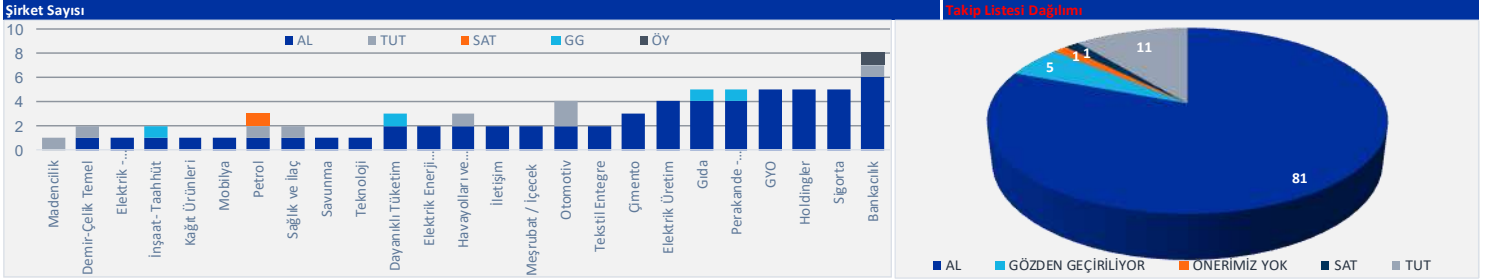
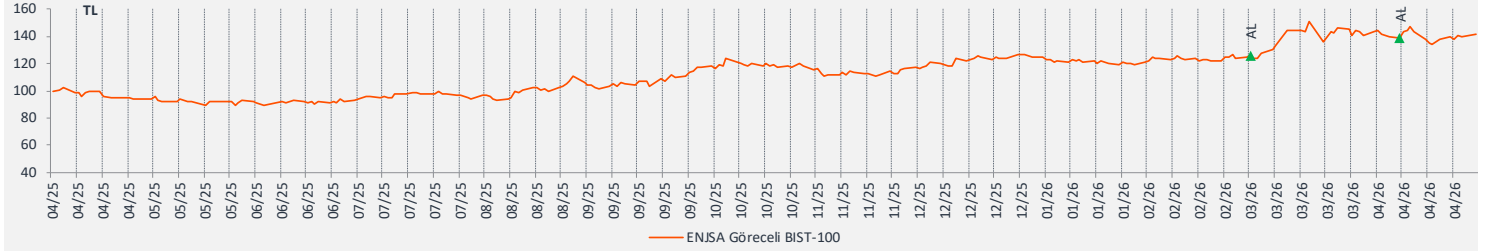
Kaynak: İş Yatırım

*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

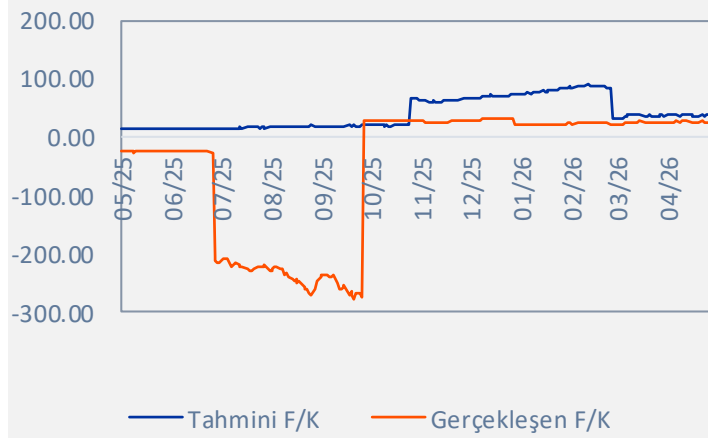
Not: Tutarlar 31 Aralık 2026 tarihi itibarıyla TL satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

Enerjisa Enerji

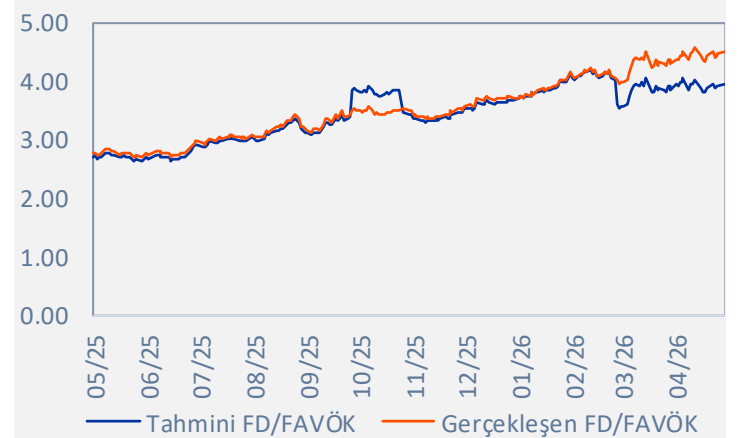
Göreceli Getiri / Öneriler



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.