

26.10.2026

# Enerji Sektörü 3Ç26

Analist Raporu



## Yönetici Özeti

**EPIAŞ'ta gerçek zamanlı üretim verisi paylaşılan halka açık 26 şirketten oluşan portföyün** kurulu gücü 17,3 GW olup Eylül 2026 sonu itibarıyla 127,1 GW olan Türkiye toplam kurulu gücünün %13,6'sını temsil ediyor. Kapasitenin en büyük kısmı 4,9 GW ile ENKAİ'de bulunurken, şirket ana faaliyet alanı enerji olmasa da doğalgaz santrallerinden oluşan portföyüyle sektörün önemli paydaşlarından biri konumuna geliyor. 3Ç26'da Türkiye'nin elektrik üretimi yıllık bazda %1,2 azalarak 88,3 TWh olurken, incelenen portföyün üretimi hidroelektrikteki güçlü artışa rağmen doğalgaz santrallerindeki sert düşüş nedeniyle yıllık %26,6 azalarak 8,22 TWh'ye geriledi. Bu üretim azalışının büyük kısmı AKENR'in Erzin, AKSEN'in Antalya ve ENKAİ'nin doğalgaz santrallerindeki üretim kaybından kaynaklanıyor. Doğalgaz ağırlıklı üretim tesisleri hariç tutulduğunda yıllık bazlı üretim %6 büyüdü.

**2Ç26'daki PTF şoku geride kaldı.** Mevsim normallerinin üzerinde seyreden yağışlara paralel olarak barajlı üretimin artışıyla Mayıs'ta 591 TL/MWh'ye kadar gerileyen PTF, 3Ç26'da çeyreklik bazda %203 artışla 2.783 TL/MWh'ye yükseldi. Buna bağlı olarak toplam üretim gelirinin çeyreklik bazda %46 artarak 28,1 milyar TL olmasını bekliyoruz. Gelirdeki %20'lik yıllık düşüş ise büyük ölçüde doğalgaz santrallerindeki üretim kaybından kaynaklanıyor. 2Ç26'da dolar bazlı alım fiyatları sayesinde PTF'deki çöküşten korunan YEKDEM'li santraller ile EÜAŞ anlaşmalı termik santraller şirketlerin nakit akışını destekledi. 3Ç26'da ise PTF'nin normalleşmeye başlamasıyla doğrudan piyasaya satış yapan şirketlerin gelirlerini toparlamasını ve sektörün 2Ç26'da kaybettiği gelirin büyük kısmını telafi etmesini bekliyoruz. Bununla birlikte şirketler arasındaki gelir ayrışmasında PTF'nin yanı sıra kaynak karmaşı, YEKDEM kapsamı, EÜAŞ ve ikili anlaşmalar, lisanssız ve hibrit santraller ile depolama yatırımları da belirleyici olmaya devam edecek.

**Borçluluk yatırım iştahını belirleyecek.** Sektörün Net Borç/FAVÖK oranı 4,7x, FD/FAVÖK çarpanı ise 9,9x seviyesinde bulunuyor. Bu borç stoku büyük ölçüde geçmiş yıllarda yapılan santral yatırımları ve satın almalar için kullanılan, uzun vadeli ve teminatlı proje kredileri ile tahvillerden kaynaklanıyor. Borcun ağırlıklı olarak %4–11 faizli dolar ve euro cinsinden olması nedeniyle finansman yükünü asıl belirleyen unsur kur hareketleri oluyor. Şirketlerin açıkladığı 6.237 MW'lık yatırım hedefi takip ettiğimiz şirketlerin toplam kurulu gücünün %36'sına karşılık geliyor ve bu ortamda yatırım iştahının şirketler arasında ayrışmasını bekliyoruz. YEKDEM, YEKA, EÜAŞ anlaşmaları ve yurt dışı santraller gibi döviz bazlı gelirlerle döviz borcunu eşleştirebilen şirketlerin yatırımlarını sürdürmesini, geliri büyük ölçüde PTF'ye bağlı ve borçluluğu yüksek şirketlerin ise yeni projelerini öteleyerek borç azaltımına öncelik vermesini bekliyoruz.

**YEKA ihaleleri yeni yatırım döngüsünü başlatıyor.** YEKA RES-2026 ve YEKA GES-2026 yarışmaları 2–3 Kasım 2026'da yapılacak. 7 rüzgar yarışmasında 1.500 MWe, 11 güneş yarışmasında 785 MWe olmak üzere toplam 2.285 MWe kapasite yarışmaya açılıyor. Tavan fiyatın 5,50 eurocent/kWh olduğu yarışmalarda projeler, güneşte 5 ve rüzgarda 6 yıllık serbest piyasa döneminin ardından 20 yıl boyunca alım garantisinden yararlanacak. Euro bazlı ve uzun vadeli gelir yapısı kur riskini azaltıp finansmana erişimi kolaylaştırdığı için ihalelerin özellikle bilançosu güçlü ve rüzgar ile güneşte deneyimli şirketlerin yatırım takvimini hızlandırmasını bekliyoruz.

**Savaşın uzaması maliyetleri artırıyor.** 28 Şubat'ta başlayan ABD/İsrail–İran savaşı ve Hürmüz Boğazı'ndaki kısıtlamalar petrol ve doğalgaz fiyatlarını yukarı taşıdı. Avrupa gaz fiyatı (TTF) 20 Ekim'de 90 €/MWh'yi aşarak Aralık 2022'den bu yana en yüksek seviyeyi görürken Brent petrol 100 doların üzerinde seyreliyor. Savaşın sürmesi halinde LNG ve spot gaz ithalat maliyetlerinin artmasıyla doğalgaz santrallerinin maliyeti ve dolayısıyla PTF yukarı yönlü hareket görülebilir. Bu durum YEKDEM dışında satış yapan yenilenebilir ağırlıklı portföyler için olumlu, doğalgaz santrali işleten şirketler için ise marj baskısı anlamına geliyor.

**Tarifelerde kısa vadede değişiklik beklenmiyor.** Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanı Alparslan Bayraktar 18 Ekim'de Ekim ve Kasım aylarında elektrik ve doğalgaz fiyatlarında planlanan bir değişiklik olmadığını, gelişmelerin ve bütçe dengesinin yakından takip edildiğini açıkladı. Bakan ayrıca konutlara bin metreküüpü 220 dolardan verilen doğalgazın Avrupa'daki fiyatının 1.000 dolar seviyesinde olduğunu ve devletin fiyat desteğinin %50'nin çok üzerinde bulunduğunu belirtti. BOTAŞ'ın elektrik üretimi amaçlı doğalgaz tarifesi ise 4 Nisan 2026'dan bu yana 18.000 TL/1.000 Sm<sup>3</sup> seviyesinde bulunuyor. Artan ithalat maliyetlerine rağmen tarifenin sabit tutulmasının kısa vadede PTF'yi sınırlamasını, olası bir tarife artışının ise doğrudan PTF'ye yansımaları bekliyoruz.

**Nükleer devreye girmeye hazırlanıyor.** Akkuyu Nükleer Santrali'nin 1.200 MW'lık ilk ünitesinde fiziksel başlatmanın Aralık ayının ikinci yarısında yapılması planlanıyor. Ünitenin bunun ardından şebekeye bağlanarak elektrik üretimine başlaması bekleniyor. Tek başına Türkiye'nin elektrik ihtiyacının %2–2,5'ini karşılaması beklenen ünitenin baz yük üretimiyle orta vadede doğalgaz ithalatını azaltıcı ve PTF üzerinde dengeleyici bir rol oynamasını bekliyoruz.

**4Ç26 beklentimiz.** Ekim'in ilk üç haftasında günlük PTF'nin büyük ölçüde 3.000 TL/MWh'nin üzerinde seyretmesi, barajlı üretimin mevsimsel olarak çeyreklik bazda gerilemesi, ısınma kaynaklı talep artışı ve yükselen gaz maliyetleriyle birlikte PTF'nin 4Ç26'da tarihsel döviz bazlı ortalamalarında dengelenmesini bekliyoruz. Bununla birlikte baraj doluluk oranlarının geçen yılın üzerinde seyretmesi PTF'deki yıllık artışı sınırlayabilir. Bu tabloda doğalgaz santrallerinin yeniden devreye girmesiyle AKSEN, AKENR ve ENKAİ'de üretimin çeyreklik bazda toparlanmasını ancak yüksek gaz maliyetlerinin marjları sınırlamasını, HES ağırlıklı şirketlerde ise üretimin mevsimsel olarak gerilemesine rağmen yüksek fiyatların gelirleri desteklemesini bekliyoruz. Genel olarak 4Ç26'da gelir artışının YEKDEM dışında piyasaya satış yapan, düşük borçlu ve dengeli kaynak karmaşasına sahip şirketlerde yoğunlaşmasını bekliyoruz.



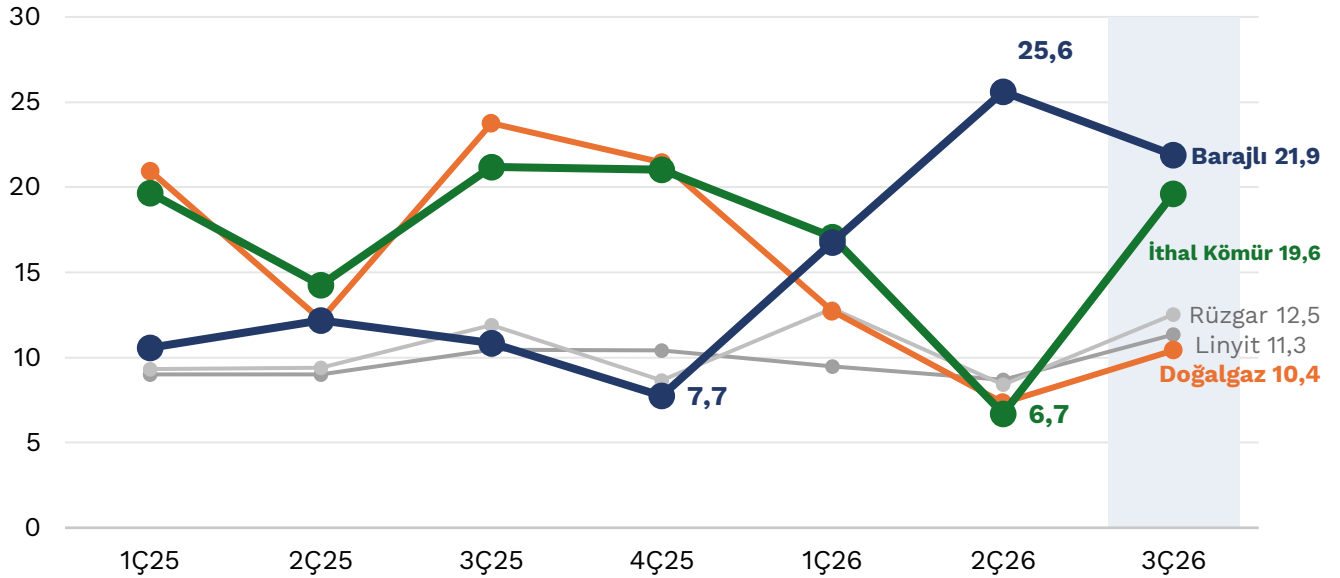
## Türkiye'nin Elektrik Üretim ve Tüketim Verileri

| MWh Üretim     | 1Ç25              | 2Ç25              | 3Ç25              | 4Ç25              | 1Ç26              | 2Ç26              | 3Ç26              |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Doğalgaz       | 20.947.165        | 12.220.441        | 23.756.049        | 21.440.711        | 12.712.375        | 7.337.653         | 10.431.687        |
| Barajlı        | 10.582.363        | 12.191.756        | 10.859.817        | 7.743.442         | 16.740.874        | 25.603.665        | 21.879.094        |
| Linyit         | 8.987.910         | 8.995.259         | 10.452.822        | 10.424.847        | 9.475.904         | 8.690.906         | 11.344.876        |
| Akarsu         | 3.750.644         | 7.283.645         | 2.543.310         | 2.260.629         | 6.269.045         | 8.208.169         | 4.468.746         |
| İthal Kömür    | 19.641.395        | 14.251.331        | 21.191.763        | 21.028.349        | 17.066.861        | 6.700.763         | 19.628.737        |
| Rüzgar         | 9.314.261         | 9.380.815         | 11.884.244        | 8.666.695         | 12.870.144        | 8.401.529         | 12.524.669        |
| Güneş          | 1.294.756         | 2.307.057         | 2.682.437         | 1.448.492         | 1.349.259         | 2.249.673         | 3.225.208         |
| Fuel Oil       | 184.117           | 192.026           | 194.898           | 185.759           | 182.468           | 178.303           | 175.251           |
| Jeotermal      | 2.887.916         | 2.572.269         | 2.336.947         | 2.850.593         | 2.842.540         | 2.584.530         | 2.359.943         |
| Asfaltit Kömür | 423.939           | 333.362           | 576.334           | 556.916           | 452.054           | 427.675           | 421.388           |
| Taş Kömür      | 1.104.431         | 1.097.624         | 1.197.458         | 1.141.455         | 991.856           | 1.017.904         | 1.046.409         |
| Biyokütle      | 2.126.656         | 2.066.678         | 2.048.067         | 2.161.695         | 2.020.109         | 1.920.635         | 2.000.847         |
| Nafta          | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| LNG            | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| Uluslararası   | -1.126.046        | 169.334           | -585.545          | -497.645          | -794.197          | -631.603          | -1.372.435        |
| Atık Isı       | 168.923           | 179.084           | 210.950           | 188.480           | 156.656           | 174.653           | 180.227           |
| <b>Toplam</b>  | <b>80.288.430</b> | <b>73.240.681</b> | <b>89.349.551</b> | <b>79.600.419</b> | <b>82.335.949</b> | <b>72.864.456</b> | <b>88.314.647</b> |

Tablo 1: Türkiye'nin kaynak bazında elektrik üretimi (MWh) | Kaynak: TEİAŞ

### Barajlı üretim geriledi, kömür ve doğalgaz yükseldi

Kaynak bazında çeyreklik elektrik üretimi, TWh



Grafik 1: Kaynak bazında çeyreklik elektrik üretimi (TWh) | Kaynak: TEİAŞ

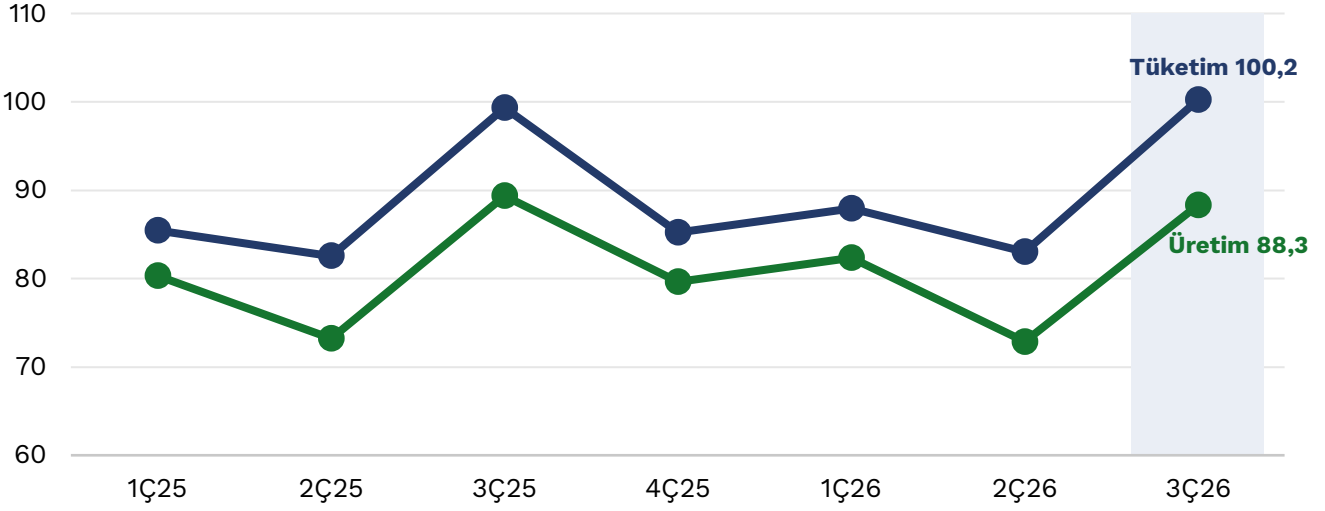
| MWh Tüketim              | 1Ç25              | 2Ç25              | 3Ç25              | 4Ç25              | 1Ç26              | 2Ç26              | 3Ç26               |
|--------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| <b>Tüketim</b>           | <b>85.439.509</b> | <b>82.538.168</b> | <b>99.322.758</b> | <b>85.209.326</b> | <b>87.905.548</b> | <b>83.043.711</b> | <b>100.202.149</b> |
| Enerji Arz Talep Dengesi | 1Ç25              | 2Ç25              | 3Ç25              | 4Ç25              | 1Ç26              | 2Ç26              | 3Ç26               |
| <b>Tüketim Açığı</b>     | <b>%6,03</b>      | <b>%11,26</b>     | <b>%10,04</b>     | <b>%6,58</b>      | <b>%6,34</b>      | <b>%12,26</b>     | <b>%11,86</b>      |

Tablo 2: Elektrik tüketimi (MWh) ve arz-talep dengesi | Kaynak: TEİAŞ, Kuzey Menkul Araştırma Tahminleri



### 3Ç26'da tüketim 100,2 TWh ile zirvede, üretim açığı %11,9

Çeyreklik elektrik üretimi ve tüketimi, TWh



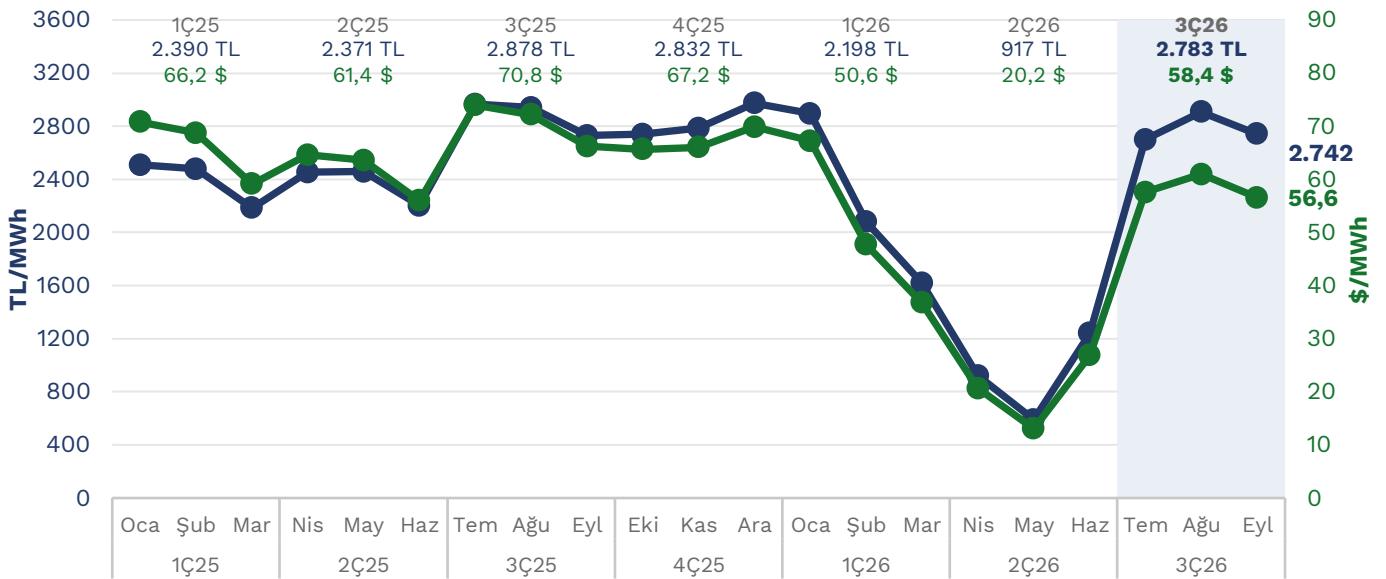
Grafik 2: Çeyreklik elektrik üretimi ve tüketimi (TWh) | Kaynak: TEİAŞ

3Ç26'da elektrik üretimi yıllık bazda %1,2 azalarak 88,31 TWh olurken, aynı dönemde elektrik tüketimi %0,9 artarak 100,20 TWh oldu. Bu dönemde tüketim açığı %11,86 olurken son 7 çeyreğin ortalaması olan %9,25'i aştı. Elektrik üretiminin alt kırılımına baktığımızda 2Ç26'da zirve yapan barajlı elektrik üretimi çeyreklik %15 gerilese de mevsim normallerinin üzerinde seyreden baraj doluluğuna bağlı olarak yıllık %101 artış gösterdi. Yaz aylarında artan talebi karşılamak üzere ithal kömür kaynaklı elektrik üretimi çeyreklik %193, doğalgaz kaynaklı elektrik üretimi ise %42 arttı. Doğalgaz kaynaklı üretim yıllık %56 azalarak Türkiye'nin enerji ithalatına olumlu katkı sunmaya devam etti.

## PTF Fiyatları

### PTF toparlanmaya başladı. 3Ç26 ortalaması 2.783 TL/MWh

Aylık ortalama PTF, TL/MWh (sol) ve USD/MWh (sağ)



Grafik 3: Aylık ortalama PTF (TL/MWh ve USD/MWh) | Kaynak: EPİAŞ



| Ay         | Ort. PTF (TL/MWh) | Ort. Dolar Kuru (TL) | Ort. PTF (USD/MWh) |
|------------|-------------------|----------------------|--------------------|
| Ocak-25    | 2.508,80          | 35,42                | 70,82              |
| Şubat-25   | 2.478,28          | 36,05                | 68,75              |
| Mart-25    | 2.183,83          | 36,95                | 59,11              |
| Nisan-25   | 2.452,67          | 37,99                | 64,58              |
| Mayıs-25   | 2.458,15          | 38,64                | 63,60              |
| Haziran-25 | 2.202,23          | 39,31                | 55,99              |
| Temmuz-25  | 2.965,16          | 40,07                | 73,96              |
| Ağustos-25 | 2.939,24          | 40,71                | 72,20              |
| Eylül-25   | 2.729,02          | 41,21                | 66,24              |
| Ekim-25    | 2.739,50          | 41,71                | 65,67              |
| Kasım-25   | 2.784,10          | 42,15                | 66,05              |
| Aralık-25  | 2.973,04          | 42,57                | 69,84              |
| Ocak-26    | 2.894,92          | 43,08                | 67,20              |
| Şubat-26   | 2.078,20          | 43,56                | 47,73              |
| Mart-26    | 1.620,32          | 44,05                | 36,81              |
| Nisan-26   | 921,06            | 44,63                | 20,66              |
| Mayıs-26   | 590,90            | 45,33                | 13,05              |
| Haziran-26 | 1.240,16          | 46,12                | 26,89              |
| Temmuz-26  | <b>2.699,61</b>   | <b>46,91</b>         | <b>57,56</b>       |
| Ağustos-26 | <b>2.907,81</b>   | <b>47,70</b>         | <b>60,96</b>       |
| Eylül-26   | <b>2.742,43</b>   | <b>48,49</b>         | <b>56,57</b>       |

**Tablo 3:** Aylık ortalama PTF ve dolar kuru | Kaynak: EPİAŞ

3Ç26'da ortalama PTF, TL bazında yıllık %3,3 gerilerken çeyreklik bazda %203,4 artışla 2.783,28 TL/MWh oldu. Dolar bazlı PTF ise yıllık %17,6 azalırken çeyreklik %189,0 artarak 58,36 USD/MWh seviyesine çıktı. Son 7 çeyreklik veri incelendiğinde, 1Ç26'dan itibaren ivme kazanan PTF'deki düşüş eğilimi 3Ç26'da yerini toparlanmaya bıraktı. 2Ç26'da mevsim normallerinin üzerinde gerçekleşen yağışlara paralel olarak barajlı elektrik üretimindeki artışın yarattığı fiyat baskısı, yaz aylarında artan tüketim ve barajlı üretimin gerilemesiyle büyük ölçüde hafifledi. İthal kömür ve doğalgaz santrallerinin yeniden üretici konumuna gelmesi PTF'yi Temmuz-Eylül döneminde 2.700-2.910 TL/MWh bandına taşıdı.

Mayıs 2026'da 13,05 USD/MWh ile görülen dip, barajlı üretimin talebin önemli bir kısmını karşıladığı saatlerde fiyatın sıfıra yaklaşmasından kaynaklandı. Temmuz'dan itibaren fiyat 57-61 USD/MWh bandına yerleşti ancak 2025'in aynı döneminde görülen 66-74 USD/MWh seviyesinin altında kaldı.



## Enerji Şirketlerine Genel Bakış – 1. Finansal Veriler (2Ç26)

| KOD   | ŞİRKET                               | Piyasa Değeri (mn TL) | Net Borç (mn TL) | Firma Değeri (mn TL) | Kurulu Güç (MW) | FD / Kurulu Güç (mn USD/MW) | FAVÖK (mn TL) | FAVÖK (mn USD) | FD / FAVÖK | Net Borç / FAVÖK |
|-------|--------------------------------------|-----------------------|------------------|----------------------|-----------------|-----------------------------|---------------|----------------|------------|------------------|
| A1YEN | A1 Yenilenebilir Enerji              | 798                   | 264              | 1.062                | 53              | 0,40                        | 292           | 5,9            | 3,6x       | 0,9x             |
| AKENR | Ak Enerji                            | 4.740                 | 25.272           | 30.012               | 1.232           | 0,49                        | 752           | 15,2           | 39,9x      | 33,6x            |
| AKFYE | Akfen Yenilenebilir Enerji           | 26.213                | 11.347           | 37.560               | 887             | 0,85                        | 3.185         | 64,2           | 11,8x      | 3,6x             |
| AKSEN | Aksa Enerji                          | 74.316                | 59.478           | 133.794              | 3.542           | 0,76                        | 12.044        | 242,7          | 11,1x      | 4,9x             |
| AKSUE | Aksu Enerji                          | 746                   | -7               | 739                  | 21              | 0,71                        | 24            | 0,5            | 30,8x      | -0,3x            |
| ARFYE | Arf Bio Yenilenebilir Enerji         | 1.695                 | -413             | 1.282                | 11,2            | 2,31                        | 52            | 1,0            | 24,7x      | -8,0x            |
| AYDEM | Aydem Yenilenebilir Enerji           | 14.988                | 23.014           | 38.002               | 1.216           | 0,63                        | 4.765         | 96,0           | 8,0x       | 4,8x             |
| AYEN  | Ayen Enerji                          | 6.410                 | 6.785            | 13.195               | 313             | 0,85                        | 2.021         | 40,7           | 6,5x       | 3,4x             |
| BESTE | Best Brands Enerji                   | 3.378                 | -280             | 3.098                | 50              | 1,25                        | 262           | 5,3            | 11,8x      | -1,1x            |
| BIGEN | Birleşim Grup Enerji                 | 4.778                 | 3.287            | 8.065                | 146             | 1,11                        | 723           | 14,6           | 11,2x      | 4,5x             |
| BIOEN | Biotrend Çevre ve Enerji             | 5.555                 | 6.132            | 11.687               | 114             | 2,07                        | 351           | 7,1            | 33,3x      | 17,5x            |
| CANTE | Çan2 Termik Santrali                 | 9.700                 | -2.094           | 7.606                | 330             | 0,46                        | 2.167         | 43,7           | 3,5x       | -1,0x            |
| CATES | Çatalağzı Termik Santrali            | 3.823                 | -836             | 2.987                | 315             | 0,19                        | 763           | 15,4           | 3,9x       | -1,1x            |
| CONSE | Consus Enerji                        | 1.041                 | 5.573            | 6.614                | 110             | 1,21                        | 403           | 8,1            | 16,4x      | 13,8x            |
| ECOGR | EcoGreen Enerji                      | 9.990                 | 9.150            | 19.140               | 179             | 2,15                        | 1.857         | 37,4           | 10,3x      | 4,9x             |
| ENDAE | Enda Enerji                          | 4.280                 | -1.565           | 2.715                | 189             | 0,29                        | 482           | 9,7            | 5,6x       | -3,2x            |
| ENTRA | IC Enterra Yenilenebilir Enerji      | 17.859                | 11.237           | 29.096               | 488             | 1,20                        | 3.106         | 62,6           | 9,4x       | 3,6x             |
| GWIND | Galata Wind Enerji                   | 9.158                 | 2.137            | 11.295               | 354             | 0,64                        | 2.012         | 40,5           | 5,6x       | 1,1x             |
| HUNER | Hun Yenilenebilir Enerji             | 3.880                 | 2.181            | 6.061                | 103             | 1,19                        | 621           | 12,5           | 9,8x       | 3,5x             |
| IZENR | İzdemir Enerji                       | 7.942                 | 369              | 8.311                | 513             | 0,33                        | 2.019         | 40,7           | 4,1x       | 0,2x             |
| LYDYE | Lydia Yenilenebilir Enerji           | 5.914                 | -29              | 5.885                | 6,3             | 18,83                       | 15            | 0,3            | 392,4x     | -1,9x            |
| MAGEN | Margün Enerji                        | 15.252                | 7.222            | 22.474               | 154             | 2,94                        | 501           | 10,1           | 44,9x      | 14,4x            |
| MASFN | Masfen Enerji                        | 17.560                | -4.987           | 12.573               | 92              | 2,75                        | 1.797         | 36,2           | 7,0x       | -2,8x            |
| METEN | Metgün Enerji                        | 12.681                | 5.098            | 17.779               | 274             | 1,31                        | 998           | 20,1           | 17,8x      | 5,1x             |
| MOGAN | Mogan Enerji                         | 19.277                | 31.260           | 50.537               | 973             | 1,05                        | 6.855         | 138,2          | 7,4x       | 4,6x             |
| PAMEL | Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretimi | 1.085                 | -6               | 1.079                | 18,5            | 1,18                        | 19            | 0,4            | 56,8x      | -0,3x            |
| TATEN | Tatlıpınar Enerji                    | 4.050                 | 6.729            | 10.779               | 363             | 0,60                        | 1.510         | 30,4           | 7,1x       | 4,5x             |
| ZEDUR | Zedur Enerji                         | 720                   | 504              | 1.224                | 15,8            | 1,56                        | 31            | 0,6            | 39,5x      | 16,2x            |
| ZOREN | Zorlu Enerji                         | 6.800                 | 58.376           | 65.176               | 531             | 2,47                        | 6.970         | 140,5          | 9,4x       | 8,4x             |

**Tablo 4:** Enerji şirketlerinin finansal verileri (2Ç26) | Kaynak: EquityRT, Şirket Verileri | Not: Piyasa değerleri 23 Ekim 2026 kapanış fiyatları ile hesaplanmıştır.

Tablolarda yer alan 29 şirketin finansal verileri, kurulu güçleri ve yatırım projeksiyonları birlikte değerlendirildiğinde, sektörün toplam firma değerinin toplam FAVÖK'e oranlanmasıyla hesaplanan FD/FAVÖK çarpanı 9,9x, Net Borç/FAVÖK oranı ise 4,7x seviyesinde bulunuyor. Bununla birlikte şirketler arasındaki değerlendirme farklılıkları yalnızca mevcut finansal performanstan değil üretim portföyü, yenilenebilir enerji ağırlığı, borçluluk seviyesi ve geleceğe yönelik yatırım planlarından da kaynaklanıyor.



## 2. Kapasite Verileri (2Ç26)

| KOD   | ŞİRKET                               | GES (MW) | RES (MW) | HES (MW) | BES (MW) | JES (MW) | Doğalgaz (MW) | Termik + Linyit (MW) | Toplam Kurulu Güç (MW) |
|-------|--------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|----------------------|------------------------|
| A1YEN | A1 Yenilenebilir Enerji              | 53       |          |          |          |          |               |                      | 53                     |
| AKENR | Ak Enerji                            | 7,8      | 28       | 292      |          |          | 904           |                      | 1.232                  |
| AKFYE | Akfen Yenilenebilir Enerji           | 207      | 451      | 229      |          |          |               |                      | 887                    |
| AKSEN | Aksa Enerji                          | 40       |          |          |          |          | 2.613         | 888                  | 3.542                  |
| AKSUE | Aksu Enerji                          | 7,5      |          | 13,0     |          |          |               |                      | 21                     |
| ARFYE | Arf Bio Yenilenebilir Enerji         | 6,4      |          |          | 4,8      |          |               |                      | 11,2                   |
| AYDEM | Aydem Yenilenebilir Enerji           | 82       | 274      | 852      |          | 6,8      |               |                      | 1.216                  |
| AYEN  | Ayen Enerji                          |          | 134      | 180      |          |          |               |                      | 313                    |
| BESTE | Best Brands Enerji                   | 50       |          |          |          |          |               |                      | 50                     |
| BIGEN | Birleşim Grup Enerji                 | 122      | 24       |          |          |          |               |                      | 146                    |
| BIOEN | Biotrend Çevre ve Enerji             |          |          |          | 114      |          |               |                      | 114                    |
| CANTE | Çan2 Termik Santrali                 |          |          |          |          |          |               | 330                  | 330                    |
| CATES | Çatalağzı Termik Santrali            |          |          |          |          |          |               | 315                  | 315                    |
| CONSE | Consus Enerji                        | 22       |          |          | 34       |          | 54            |                      | 110                    |
| ECOGR | EcoGreen Enerji                      | 157      |          |          | 22       |          |               |                      | 179                    |
| ENDAE | Enda Enerji                          | 8,9      | 69       | 104      |          | 7,5      |               |                      | 189                    |
| ENKAI | Enka İnşaat                          | 45       |          |          |          |          | 4.852         |                      | 4.897                  |
| ENTRA | IC Enterra Yenilenebilir Enerji      | 100      |          | 388      |          |          |               |                      | 488                    |
| GWIND | Galata Wind Enerji                   | 70       | 284      |          |          |          |               |                      | 354                    |
| HUNER | Hun Yenilenebilir Enerji             | 67       |          | 26       | 10,5     |          |               |                      | 103                    |
| IZENR | İzdemir Enerji                       | 143      |          |          |          |          |               | 370                  | 513                    |
| LYDYE | Lydia Yenilenebilir Enerji           | 6,3      |          |          |          |          |               |                      | 6,3                    |
| MAGEN | Margün Enerji                        | 118      |          |          |          | 36       |               |                      | 154                    |
| MASFN | Masfen Enerji                        | 92       |          |          |          |          |               |                      | 92                     |
| METEN | Metgün Enerji                        | 101      | 145      | 28       |          |          |               |                      | 274                    |
| MOGAN | Mogan Enerji                         | 32       | 601      | 79       |          | 260      |               |                      | 973                    |
| PAMEL | Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretimi | 4,0      |          | 14,4     |          |          |               |                      | 18,5                   |
| TATEN | Tatlıpınar Enerji                    | 82       | 259      | 22       |          |          |               |                      | 363                    |
| ZEDUR | Zedur Enerji                         | 12,2     |          | 3,6      |          |          |               |                      | 15,8                   |
| ZOREN | Zorlu Enerji                         | 1,5      | 56       | 119      |          | 305      | 50            |                      | 531                    |

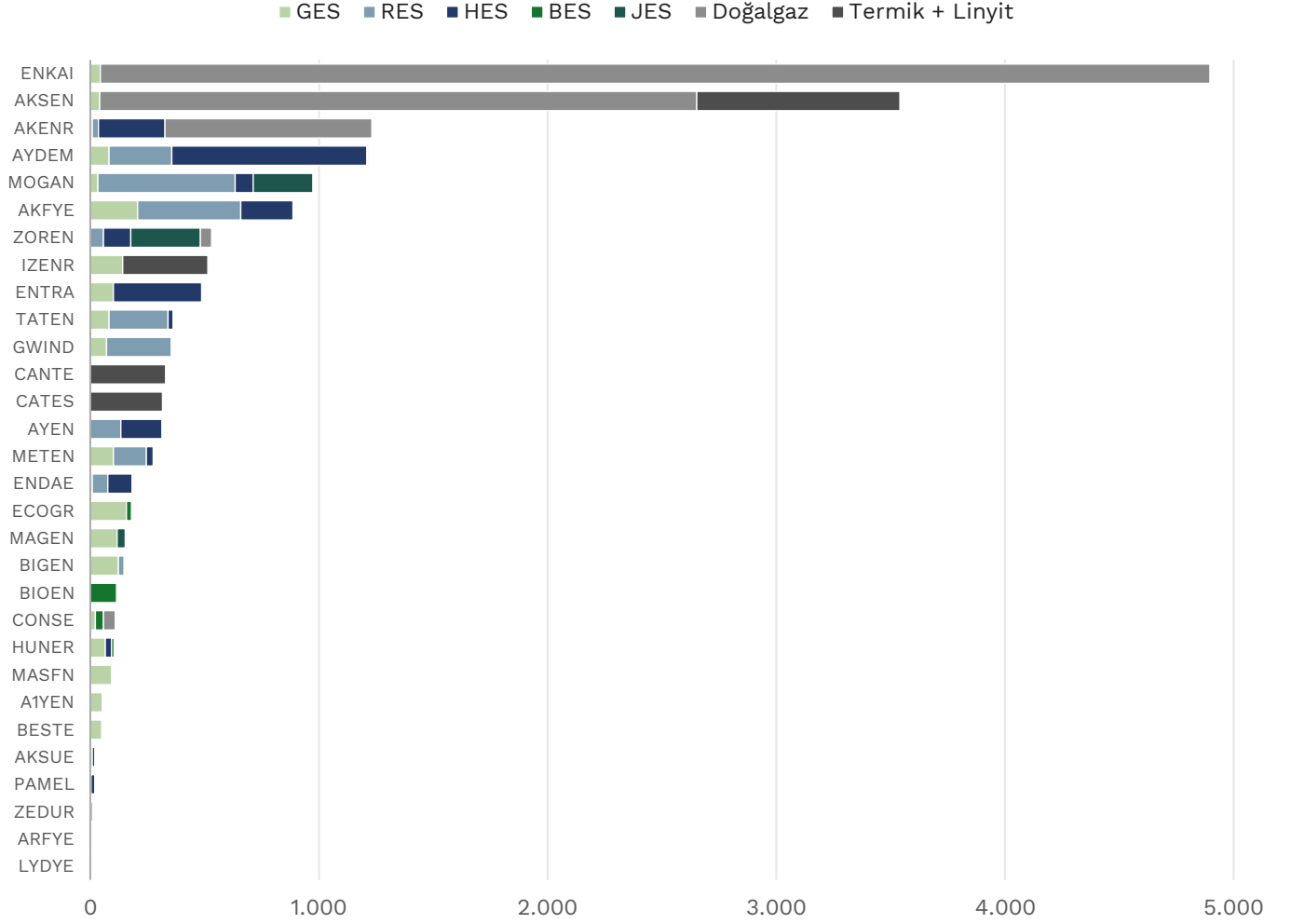
(Not: Şirketler kurulu güçlerini farklı birimlerle açıklayabilmektedir. GES'lerde panel gücünü gösteren MWp (DC) ile şebekeye verilen gücü gösteren MWe (AC) arasında fark oluşabilmekte, lisanslarda ise mekanik güç (MWm) ve elektriksel güç (MWe) ayrı ayrı yer alabilmektedir. Karşılaştırılabilirlik açısından tabloda tüm kapasiteler MW olarak gösterilmiştir.)

**Tablo 5:** Şirketlerin kaynak bazında kurulu gücü (MW) | Kaynak: Şirket Verileri



### ENKAI ve AKSEN en büyük portföylere sahip

Şirketlerin kaynak bazında kurulu gücü, MW



**Grafik 4:** Şirketlerin kaynak bazında kurulu gücü (MW) | Kaynak: Şirket Verileri

Tablolarda yer alan 30 şirketin toplam 17.492 MW'lık kurulu gücünün dağılımı incelendiğinde, şirketlerin üretim portföylerinde önemli farklılıklar görülüyor. Tablodaki en büyük kurulu güce 4.897 MW ile ENKAI sahip olup şirketin Türkiye'deki enerji portföyü ağırlıklı olarak Kırklareli, Gebze, İzmir ve Adapazarı'ndaki doğalgaz kombine çevrim santrallerinden oluşuyor. ENKAI, AKSEN ve AKENR gibi şirketler doğalgaz ve termik santral ağırlıklı bir üretim yapısına sahipken, diğer şirketlerin portföyleri ağırlıklı olarak yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşuyor. Bu farklılık, şirketlerin elektrik fiyatlarına, meteorolojik koşullara ve YEKDEM mekanizmasına olan duyarlılığını belirliyor ve finansal performanslarının birbirinden ayrışmasına yol açıyor.



### 3. Yatırım Projeksiyonları

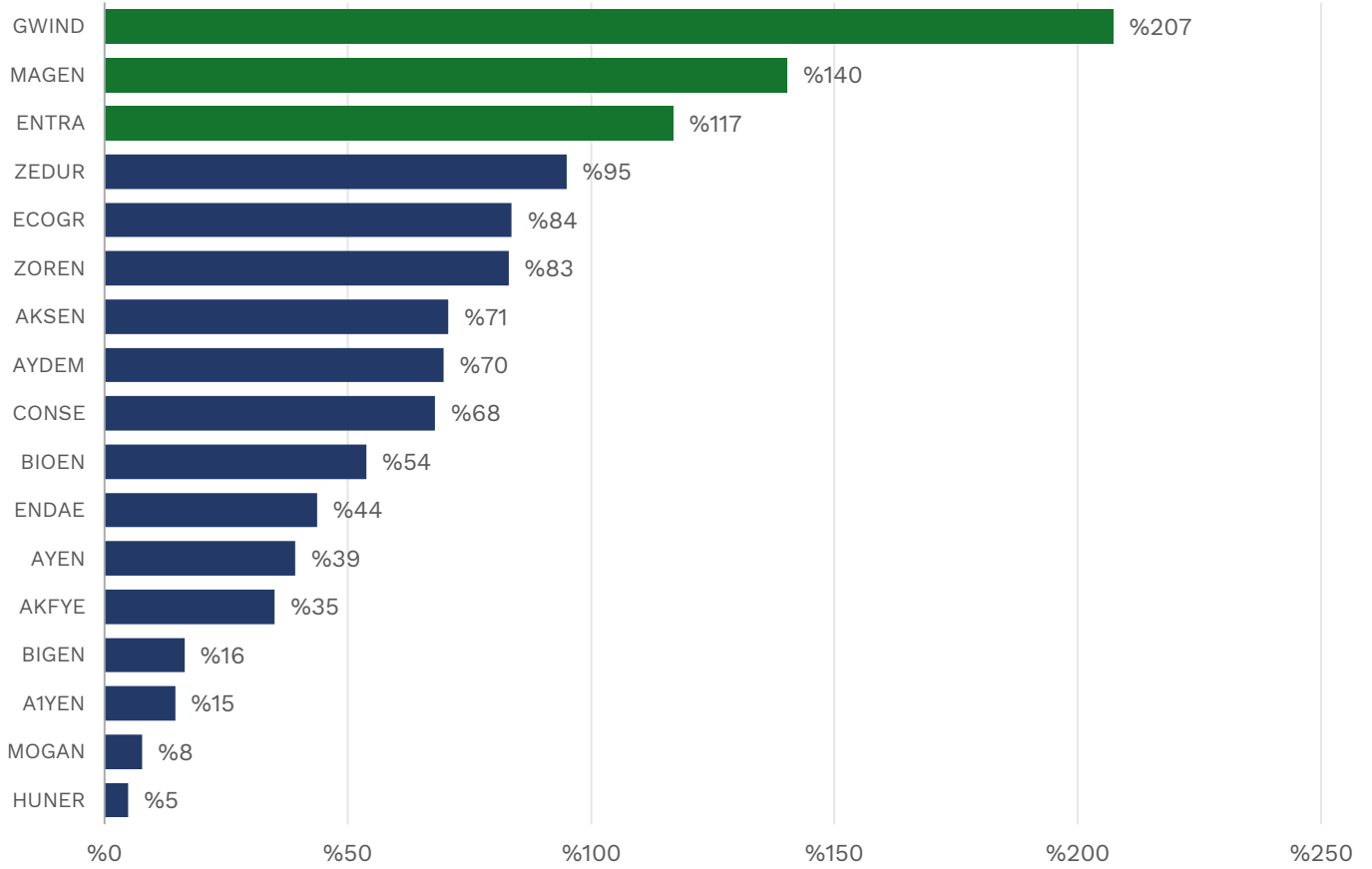
| KOD   | 2026'DA DEVREYE ALINAN (Ocak-Ekim 2026)                                                                                                                                       | 2026 KALAN (YIL SONU HEDEFİ)                                | 2027-2028 PROJEKSİYON                                                                                                                                      | 2030 VE SONRASI / UZUN VADE                                                                                 | TOPLAM HEDEFLenen YATIRIM (MW) | KAPASİTE ARTIRIM HEDEFİ |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|-------------------------|
| A1YEN | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | 7,76 MW hibrit RES (takvim açıklanmadı)                                                                     | 7,76                           | %15                     |
| AKENR | 7,79 MW Erzin DGKÇS hibrit GES (15.05.2026 kabul)                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| AKFYE | - (2026'da yeni kapasite yok; 887 MW 2025 sonunda tamamlandı)                                                                                                                 | -                                                           | 215 MW depolamalı RES + 95 MW depolamalı GES (Gelinkaya DGES 30 MWe lisansı 07.09.2026)                                                                    | 2028 sonu ~1.200 MW hedefi                                                                                  | 310                            | %35                     |
| AKSEN | Kumasi DG 1. faz 179 MW (Gana, Oca-26), Kızıldere 264 MW (Kazakistan, 01.06.26), Pamuk DGES 40,5 MWe (03.06.26); RASA müstakil depolama 50 MW (15.06.26, tabloya dahil değil) | Senegal ve Gabon (145 MW) gaz santralleri - yıl sonu hedefi | Burkina Faso 119 MW (2027); TR depolamalı: Mersin DRES 100,08 + Eskişehir DRES 140,91 + Manisa DRES 82,16 MWe, Kırşehir Aluç DGES 50 MWe, Göynük GES 35 MW | 2029: 6.200 MW grup hedefi (+1.500 MW yurt dışı gaz, +1.000 MW TR yenilenebilir); Gana Takoradi 825 MW      | 2.500                          | %71                     |
| AKSUE | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| ARFYE | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| AYDEM | Uşak RES +12 MWm (18.03.26) ve +6 MWm (30.07.26) -> toplam 1.216 MW                                                                                                           | -                                                           | Uşak RES +45 MW, Yalova RES +12 MW; hibrit GES: Adıgüzel 45,21 + Söke 16,95 + Akıncı 12,09 + Koyulhisar 7,69 + Göktaş 7,50 MW (takvim açıklanmadı)         | Atlantis 1-2 depolamalı GES 2x300 MWm + Kızılağaç depolamalı RES 100 MWm                                    | 846,44                         | %70                     |
| AYEN  | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | Akbük 1 RES +6 MW, Korkmaz RES +6 MW (çalışmalar sürüyor)                                                                                                  | Kalıvaç HES 111 MW (Arnavutluk)                                                                             | 123                            | %39                     |
| BESTE | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| BIGEN | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | Menekşe RES +24 MWm kapasite artışı (EPDK başvurusu)                                                        | 24                             | %16                     |
| BIOEN | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | Ezine biyokütle 30 MW + mevcut santrallere hibrit GES 7,5 MW (yıl açıklanmadı)                                                                             | Yılbata Menderes biyogaz 24 MWe (yatırım aşamasında)                                                        | 61,50                          | %54                     |
| CANTE | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| CATES | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| CONSE | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | Bahamalar: 25 MWp GES + 50 MW doğalgaz + 35 MWh depolama (2027 1Y)                                                                                         | -                                                                                                           | 75                             | %68                     |
| ECOGR | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | Bolu GES 50 MWe (YEKA GES-2025)                                                                                                                            | Kırklareli 3 depolamalı RES 100 MWe (ÇED olumlu 17.12.2025)                                                 | 150                            | %84                     |
| ENDAE | -                                                                                                                                                                             | Urla RES +8,4 MWe (13 -> 21,4 MWe; Aralık 2026 hedef)       | -                                                                                                                                                          | Hibrit GES 54 MW + 17,95 MW RES + 2,2 MW HES                                                                | 82,55                          | %44                     |
| ENKAI | Kırklareli DGKÇS 852 MW (Mayıs 2026 ticari üretim)                                                                                                                            | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| ENTRA | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | Bağıştaş HES hibrit GES ~85 MW                                                                                                                             | 485 MW depolamalı (430 RES + 55 GES; tüm ön lisanslar tamam, Güvenli/Koray DRES ÇED olumlu); 1.500 MW hedef | 570                            | %117                    |
| GWIND | -                                                                                                                                                                             | - (Şah +8 MW ve Alapınar 16 MW inşaatı 4Ç26'da başlıyor)    | Alapınar RES 16 MW + Şah RES +8 MW (2Ç27); Avrupa GES 200 MW (2027) + 100 MW (2028)                                                                        | Depolamalı 300 MW RES + 110 MW GES (2027-30); 2030-35 hedefi 1.000+ MW                                      | 734                            | %207                    |
| HUNER | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | 5,08 MW GES                                                                                                 | 5,08                           | %5                      |
| IZENR | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| LYDYE | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| MAGEN | Moralı JES-1 24 MWm satın alındı (03.09.2026)                                                                                                                                 | -                                                           | Germencik ilave 72 MWm (takvim açıklanmadı)                                                                                                                | Sarayköy, Buldan, Alaşehir 144 MWm                                                                          | 216                            | %140                    |
| MASFN | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| METEN | Elmacık RES 70,8 MWm (6 türbin Mayıs, 6 türbin Haziran 2026)                                                                                                                  | -                                                           | -                                                                                                                                                          | YEKA RES-2026 yarışmalarına başvuru (14.10.2026)                                                            | 0                              | %0                      |
| MOGAN | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | 74,88 MW RES (Arnavutluk)                                                                                   | 74,88                          | %8                      |
| PAMEL | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | -                                                                                                                                                          | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| TATEN | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | Depolamalı RES/GES ön lisansları (EPDK 2026; MW açıklanmadı)                                                                                               | -                                                                                                           | 0                              | %0                      |
| ZEDUR | -                                                                                                                                                                             | -                                                           | Yunak DGES 22 MWm/15 MWe + 15 MWh (üretim lisansı 10.04.2026)                                                                                              | -                                                                                                           | 15                             | %95                     |
| ZOREN | Kızıldere 2 hibrit GES 8,51 MWp (19.06.2026 kabul; MWe lisansı değişmedi)                                                                                                     | -                                                           | Kızıldere 3 hibrit GES 47,7 MWm + Alkan JES 18,6 MWe (yatırım aşamasında)                                                                                  | Yeniçiftlik RES 250 MW + Hamitabat RES 125 MW (depolamalı, ön lisans)                                       | 441,30                         | %83                     |

**Tablo 6:** Şirketlerin yatırım projeksiyonları (MW) | Kaynak: Şirket Verileri



### En yüksek yatırım hedefi GWIND, MAGEN ve ENTRA'da

Toplam hedeflenen yatırımın mevcut kurulu güce oranı



**Grafik 5:** Hedeflenen yatırımın mevcut kurulu güce oranı | Kaynak: Şirket Verileri, Kuzey Menkul Araştırma Tahminleri

Yatırım projeksiyonları ise sektörün önümüzdeki yıllardaki büyümesinin büyük ölçüde yenilenebilir enerji ve depolamalı santral yatırımlarıyla destekleneceğine işaret ediyor. Tablodaki şirketlerin açıkladığı toplam 6.237 MW'lık yatırım hedefi, mevcut kurulu gücün %36'sına karşılık geliyor. Özellikle GWIND (%207), MAGEN (%140) ve ENTRA (%117) mevcut kurulu güçlerinin üzerinde yatırım hedefliyor. ECOGR (%84), AKSEN (%71) ve AYDEM (%70) de açıkladıkları yatırım planlarıyla sektörün en yüksek kapasite artışı hedefleyen şirketleri arasında yer alıyor. Bu yatırımların kısa vadede yüksek yatırım harcamaları nedeniyle borçluluk oranları üzerinde baskı oluşturması beklenirken, projelerin devreye alınmasıyla birlikte üretim hacmi ve PTF fiyatlarında yaşanacak iyileşmeyle FAVÖK'ün artması sonucunda Net Borç/FAVÖK ve FD/FAVÖK rasyolarında kademeli bir iyileşme yaşanmasını bekliyoruz.

Bu doğrultuda mevcut değerleme çarpanlarının değerlendirilmesinde şirketlerin yalnızca mevcut operasyonel performanslarının değil yatırım projelerinin büyüklüğü, kapasite artış potansiyeli ve gelecekte yaratacakları nakit akışlarının da dikkate alınması gerektiğini düşünüyoruz. Önümüzdeki dönemde operasyonel olarak güçlü nakit akışı üreten şirketlerle agresif yatırım programı sayesinde uzun vadeli büyüme potansiyeli sunan şirketler arasındaki ayrışmanın devam etmesini bekliyoruz.



### Şirket Bazında Mevcut Elektrik Üretimi Durumu

| KOD    | ÜRETİM (MWh)  | 3Ç25             | 3Ç26           | DEĞİŞİM     | VERİ KAPSAMI |
|--------|---------------|------------------|----------------|-------------|--------------|
| AKENR  | HES           | 61.407           | 166.746        | %172        |              |
|        | RES           | 30.821           | 22.787         | %-26        |              |
|        | DGKÇS         | 765.951          | 6.409          | %-99        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>858.179</b>   | <b>195.942</b> | <b>%-77</b> | <b>%100</b>  |
| *AKFYE | HES           | 33.023           | 91.801         | %178        |              |
|        | RES           | 286.878          | 329.535        | %15         |              |
|        | GES           | 85.474           | 89.549         | %5          |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>405.375</b>   | <b>510.884</b> | <b>%26</b>  | <b>%97</b>   |
| *AKSEN | GES           | 0                | 23.421         | -           |              |
|        | DOĞALGAZ      | 1.078.614        | 397.393        | %-63        |              |
|        | TERMİK        | 454.930          | 478.511        | %5          |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>1.533.544</b> | <b>899.325</b> | <b>%-41</b> | <b>%34</b>   |
| *AKSUE | HES           | 0                | 241            | -           |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>0</b>         | <b>241</b>     | <b>-</b>    | <b>%63</b>   |
| *ARFYE | BES           | 859              | 1.722          | %101        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>859</b>       | <b>1.722</b>   | <b>%101</b> | <b>%43</b>   |
| *AYDEM | HES           | 320.962          | 590.019        | %84         |              |
|        | RES           | 178.868          | 174.599        | %-2         |              |
|        | GES           | 44.133           | 37.052         | %-16        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>543.962</b>   | <b>801.670</b> | <b>%47</b>  | <b>%99</b>   |
| *AYEN  | HES           | 28.486           | 24.726         | %-13        |              |
|        | RES           | 96.556           | 111.969        | %16         |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>125.042</b>   | <b>136.695</b> | <b>%9</b>   | <b>%65</b>   |
| *BIGEN | RES           | 19.327           | 18.037         | %-7         |              |
|        | GES           | 23.517           | 23.951         | %2          |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>42.844</b>    | <b>41.988</b>  | <b>%-2</b>  | <b>%54</b>   |
| *BIOEN | BES           | 132.555          | 123.896        | %-7         |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>132.555</b>   | <b>123.896</b> | <b>%-7</b>  | <b>%98</b>   |
| CANTE  | TERMİK        | 483.823          | 512.621        | %6          |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>483.823</b>   | <b>512.621</b> | <b>%6</b>   | <b>%100</b>  |
| CATES  | TERMİK        | 581.228          | 415.041        | %-29        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>581.228</b>   | <b>415.041</b> | <b>%-29</b> | <b>%100</b>  |
| *CONSE | GES           | 7.226            | 7.099          | %-2         |              |
|        | BES           | 32.335           | 37.419         | %16         |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>39.561</b>    | <b>44.519</b>  | <b>%13</b>  | <b>%41</b>   |
| *ECOGR | GES           | 85.174           | 87.068         | %2          |              |
|        | BES           | 34.556           | 34.696         | %0          |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>119.729</b>   | <b>121.764</b> | <b>%2</b>   | <b>%85</b>   |
| *ENDAE | HES           | 19.201           | 39.928         | %108        |              |
|        | RES           | 53.147           | 64.479         | %21         |              |
|        | JES           | 8.722            | 10.949         | %26         |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>81.071</b>    | <b>115.355</b> | <b>%42</b>  | <b>%95</b>   |



| KOD    | ÜRETİM (MWh)  | 3Ç25             | 3Ç26           | DEĞİŞİM     | VERİ KAPSAMI |
|--------|---------------|------------------|----------------|-------------|--------------|
| ENKAI  | DGKÇS         | 2.955.097        | 893.028        | %-70        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>2.955.097</b> | <b>893.028</b> | <b>%-70</b> | <b>%100</b>  |
| ENTRA  | HES           | 169.320          | 334.954        | %98         |              |
|        | GES           | 74.882           | 75.450         | %1          |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>244.202</b>   | <b>410.403</b> | <b>%68</b>  | <b>%100</b>  |
| *GWIND | RES           | 255.838          | 242.697        | %-5         |              |
|        | GES           | 14.437           | 15.241         | %6          |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>270.275</b>   | <b>257.939</b> | <b>%-5</b>  | <b>%90</b>   |
| IZENR  | GES           | 66.669           | 82.546         | %24         |              |
|        | TERMİK        | 767.920          | 746.523        | %-3         |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>834.589</b>   | <b>829.069</b> | <b>%-1</b>  | <b>%100</b>  |
| *MAGEN | GES           | 9.298            | 9.889          | %6          |              |
|        | JES           | 7.381            | 17.642         | %139        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>16.680</b>    | <b>27.531</b>  | <b>%65</b>  | <b>%36</b>   |
| *MASFN | GES           | 11.512           | 11.044         | %-4         |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>11.512</b>    | <b>11.044</b>  | <b>%-4</b>  | <b>%15</b>   |
| *METEN | HES           | 13.353           | 14.685         | %10         |              |
|        | RES           | 50.615           | 124.542        | %146        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>63.968</b>    | <b>139.227</b> | <b>%118</b> | <b>%63</b>   |
| MOGAN  | HES           | 14.906           | 32.024         | %115        |              |
|        | RES           | 452.011          | 430.721        | %-5         |              |
|        | GES           | 19.224           | 17.929         | %-7         |              |
|        | JES           | 453.889          | 421.849        | %-7         |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>940.030</b>   | <b>902.524</b> | <b>%-4</b>  | <b>%100</b>  |
| *PAMEL | HES           | 38               | 353            | %828        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>38</b>        | <b>353</b>     | <b>%828</b> | <b>%38</b>   |
| TATEN  | HES           | 3.032            | 16.935         | %459        |              |
|        | RES           | 195.095          | 201.893        | %3          |              |
|        | GES           | 29.980           | 30.290         | %1          |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>228.107</b>   | <b>249.119</b> | <b>%9</b>   | <b>%100</b>  |
| *ZEDUR | HES           | 645              | 2.109          | %227        |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>645</b>       | <b>2.109</b>   | <b>%227</b> | <b>%23</b>   |
| *ZOREN | HES           | 97.800           | 131.747        | %35         |              |
|        | RES           | 113.388          |                | %-100       |              |
|        | JES           | 461.616          | 439.318        | %-5         |              |
|        | DOĞALGAZ      | 9                |                | %-100       |              |
|        | <b>TOPLAM</b> | <b>672.812</b>   | <b>571.065</b> | <b>%-15</b> | <b>%89</b>   |

**Tablo 7:** Şirket bazında elektrik üretimi (MWh) | Kaynak: EPIAŞ, Kuzey Menkul Araştırma Tahminleri

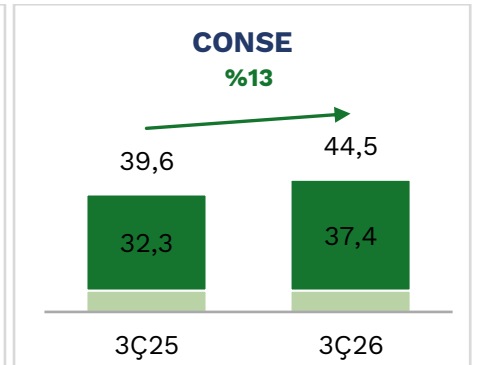
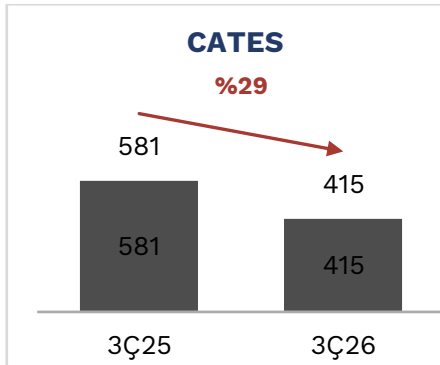
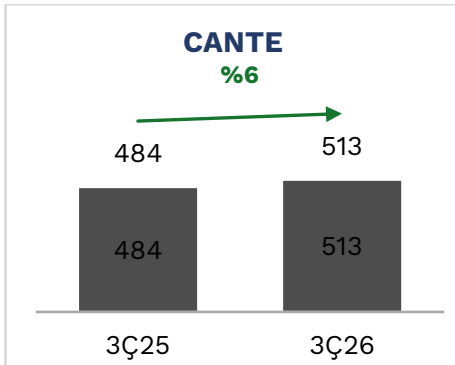
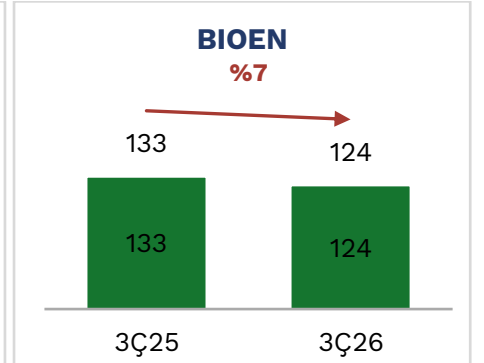
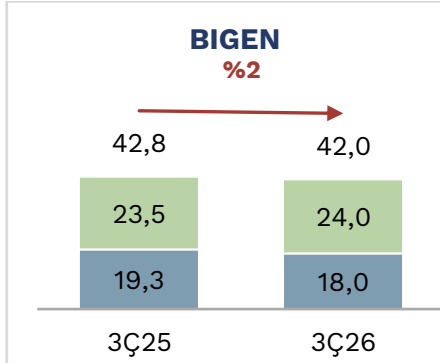
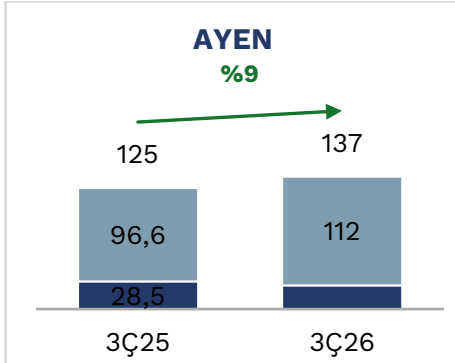
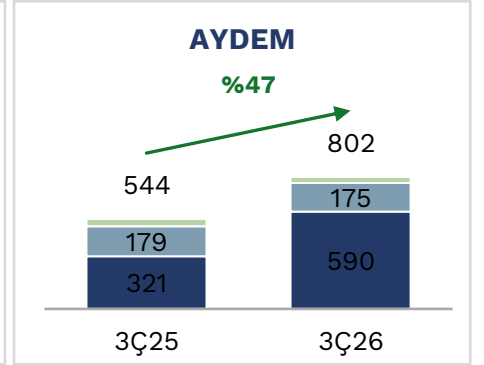
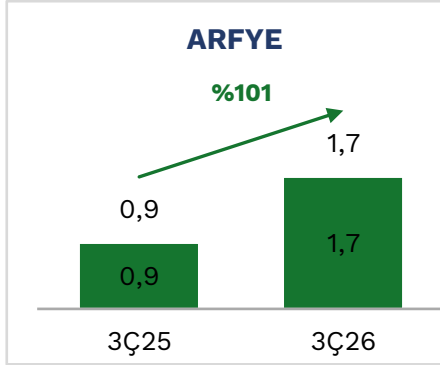
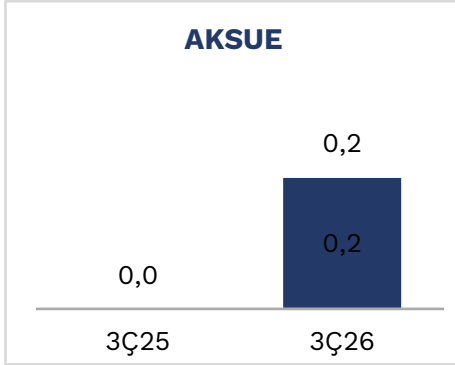
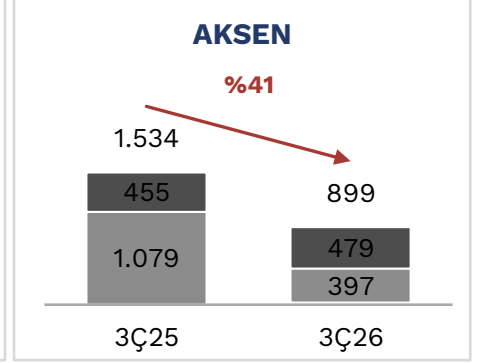
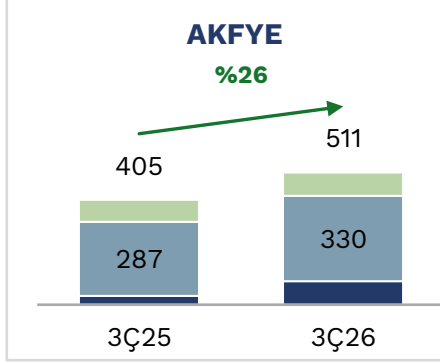
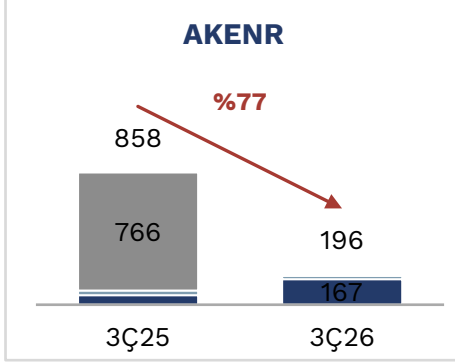
(\* işaretli şirketlerin santrallerinin bir kısmı EPIAŞ'ta yer almadığından, bu şirketlerin üretim verileri yalnızca EPIAŞ'ta kayıtlı santralleri kapsamaktadır. Veri kapsamı, EPIAŞ'ta üretim verisi izlenebilen santrallerin kurulu gücünün şirketin toplam kurulu gücüne oranını göstermektedir.)

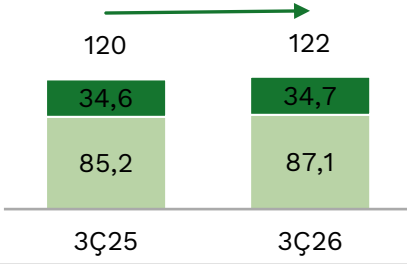
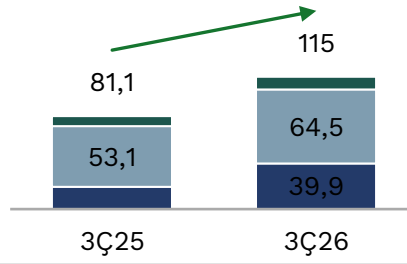
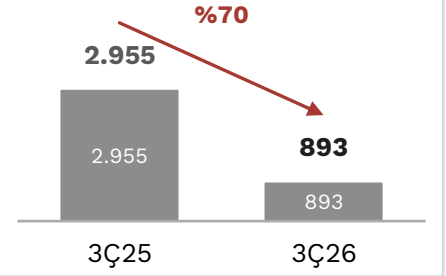
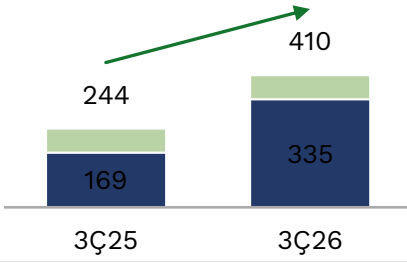
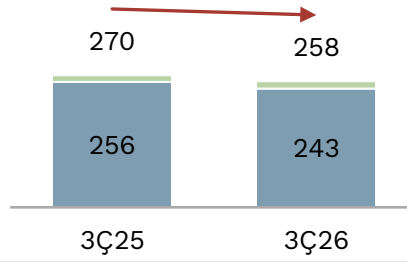
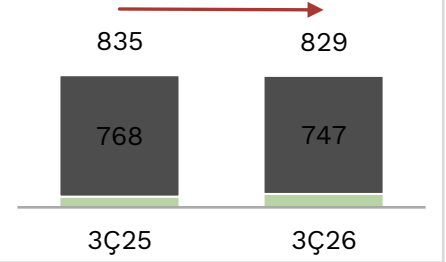
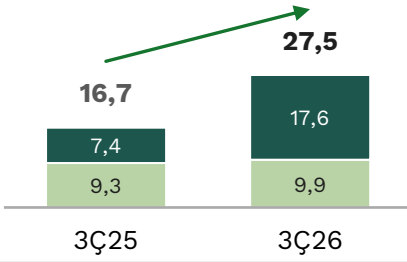
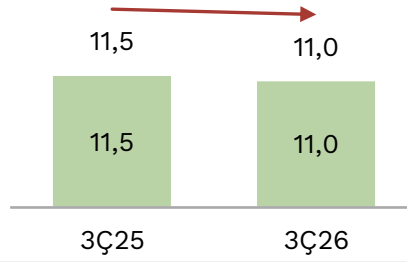
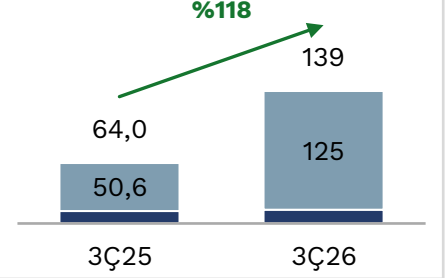
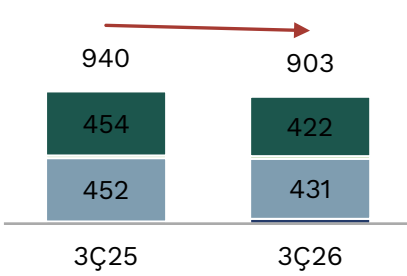
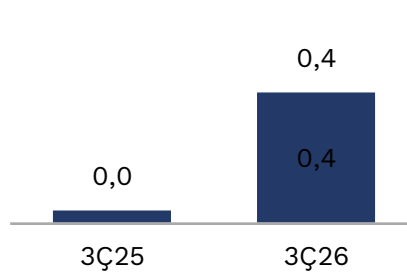
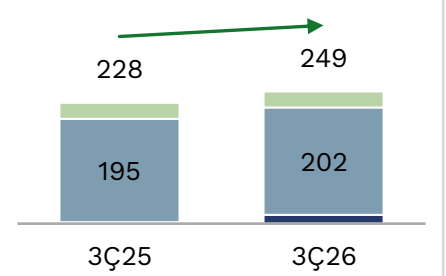
(Not: Üretim verileri EPIAŞ Şeffaflık Platformu Gerçek Zamanlı Üretim verisinden hesaplanmıştır. AKENR'de Erzin Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali 3Ç26 boyunca neredeyse hiç üretim yapmazken ENKAI'de Gebze, İzmir ve Adapazarı santrallerinin üretimi sınırlı kaldı. ZOREN'de 20 Kasım 2025'te Gökçedağ RES Rönesans Yenilenebilir Enerji'ye satıldı. MAGEN'de Morali JES-1, satın alındığı 3 Eylül 2026'dan itibaren dahil edilmiştir.)

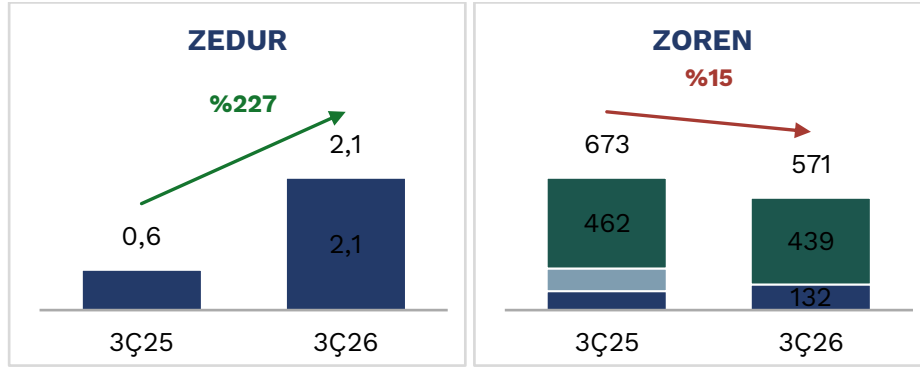


## Şirket Bazında Kaynak Kırılımlı Elektrik Üretimi (3Ç25 – 3Ç26, GWh)

■ HES ■ RES ■ GES ■ JES ■ BES ■ Doğalgaz ■ Termik



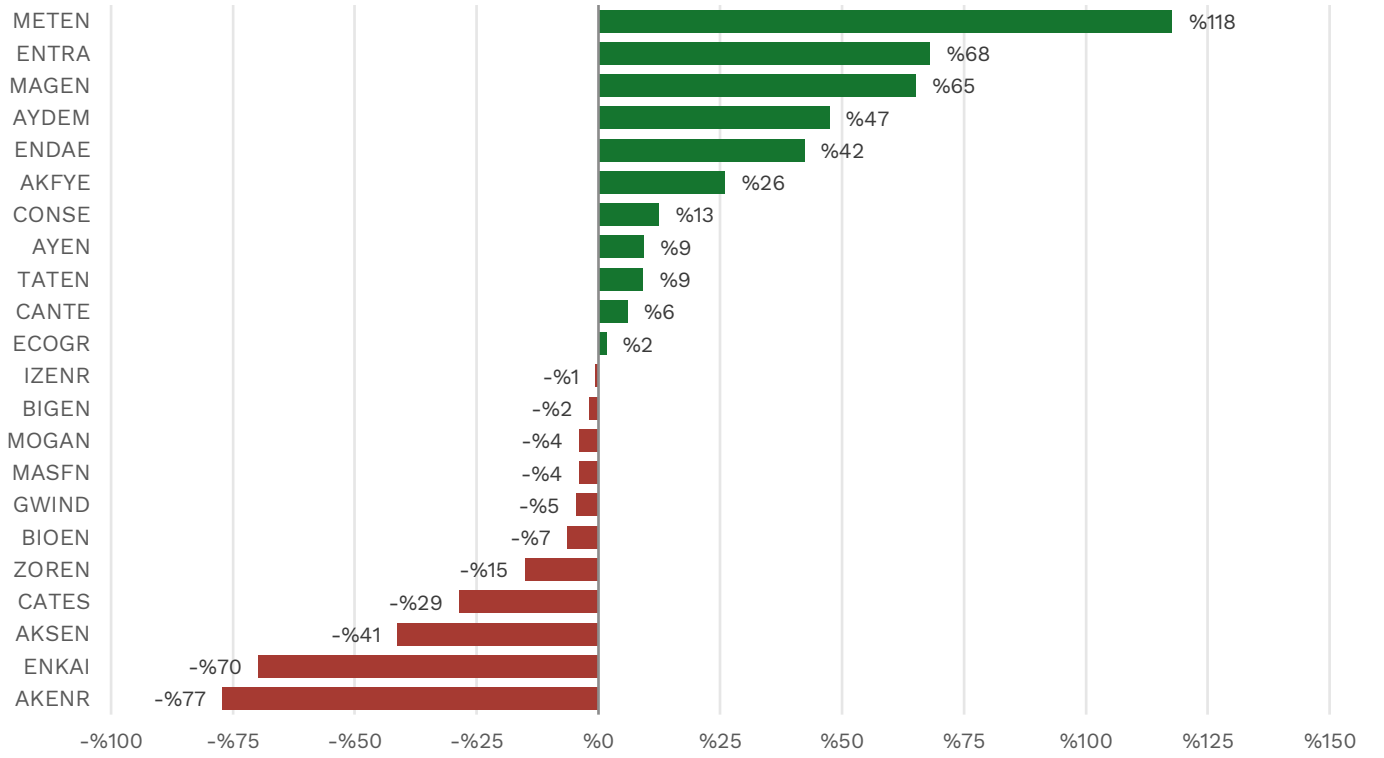
**ECOGR**  
 %2

**ENDAE**  
 %42

**ENKAI**

**ENTRA**  
 %68

**GWIND**  
 %5

**IZENR**  
 %1

**MAGEN**  
 %65

**MASFN**  
 %4

**METEN**

**MOGAN**  
 %4

**PAMEL**

**TATEN**  
 %9




**Grafik 6:** Şirket bazında kaynak kırılımlı elektrik üretimi (GWh) | Kaynak: EPIAŞ, Kuzey Menkul Araştırma Tahminleri

### METEN ve ENTRA öne çıktı, AKENR ve ENKAI geriledi

Şirket bazında üretimin yıllık değişimi, 3Ç26 / 3Ç25



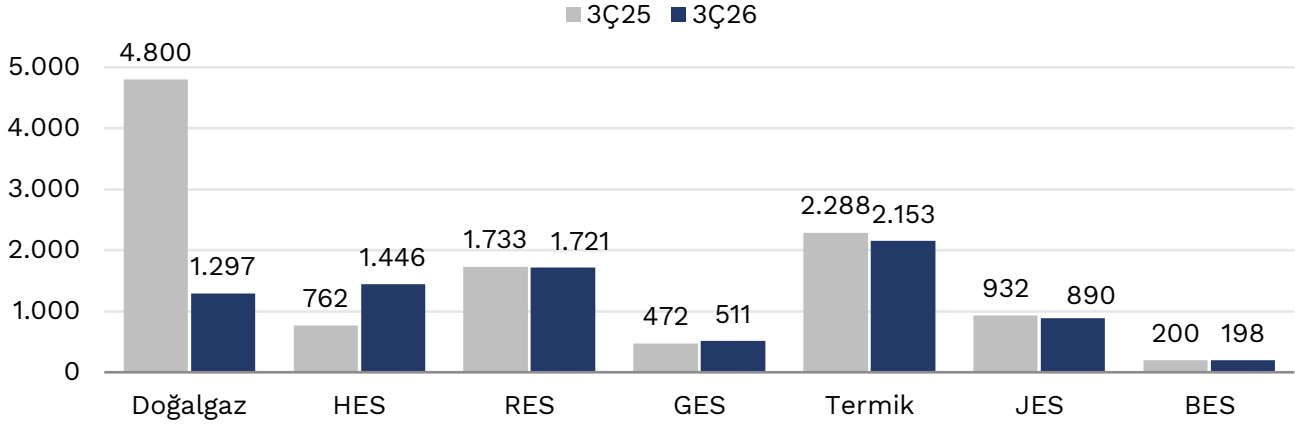
**Grafik 7:** Şirket bazında üretimin yıllık değişimi (3Ç26 / 3Ç25) | Kaynak: EPIAŞ, Kuzey Menkul Araştırma Tahminleri

3Ç26'da şirketlerin üretim performansları arasında belirgin bir ayrışma görülüyor. Hidroelektrik ağırlıklı üreticiler barajlarda biriken suyun desteğiyle üretimlerini artırırken, doğalgaz santrali bulunan şirketlerde sert üretim düşüşleri dikkat çekti. Yıllık bazda en güçlü artış, Haziran'da tam kapasiteye ulaşan 70,8 MWm'lık Elmacık RES'in katkısıyla METEN'de (%118) gerçekleşti. HES ağırlıklı portföye sahip ENTRA (%68), AYDEM (%47) ve ENDAE (%42), Eylül'de satın aldığı Morali JES-1'in katkısıyla MAGEN (%65) ile AKFYE (%26), TATEN (%9) ve CONSE (%13) de üretim artışlarıyla pozitif ayrıştı. Buna karşılık doğalgaz santrallerinde üretimin sert gerilemesiyle AKENR (-77), ENKAI (-70) ve AKSEN (-41), termik tarafta CATES (-29) ve Gökçedağ RES'in satışının etkisiyle ZOREN (-15) daha zayıf üretim performansı sergiledi. Bununla birlikte üretim hacmindeki değişimin finansal performansı tek başına açıklamadığını düşünüyoruz. PTF'nin çeyreklik bazda yükselmesine rağmen yıllık bazda daha düşük seviyede kalması, elektrik üretim gelirlerinin değerlendirilmesinde üretim hacminin yanı sıra elektrik fiyatlarındaki değişimin de dikkate alınması gerektiğine işaret ediyor.



## Doğalgaz üretimi %73 geriledi, HES üretimi %90 arttı

26 şirketin kaynak bazında üretimi, GWh



**Grafik 8:** 26 şirketin kaynak bazında üretimi (GWh) | Kaynak: EPİAŞ, Kuzey Menkul Araştırma Tahminleri

EPİAŞ'ta gerçek zamanlı üretim verisi paylaşılan 26 şirketin kaynak bazında üretimine bakıldığında, 3Ç26'da en belirgin değişim hidroelektrik ve doğalgazda görüldü. HES üretimi yıllık %90 artışla 0,76 TWh'den 1,45 TWh'ye yükselerek neredeyse iki katına çıkarken, doğalgaz üretimi %73 azalarak 4,80 TWh'den 1,30 TWh'ye geriledi. Doğalgazdaki bu sert düşüş, portföyün toplam üretimindeki yıllık %26,6'lık gerilemenin (11,19 TWh'den 8,22 TWh'ye) ana nedeni oldu. Buna karşılık yenilenebilir kaynakların toplam üretimi yıllık %16 artışla 4,77 TWh'ye yükseldi ve portföyün toplam üretimi içindeki payı %37'den %58'e çıktı.

## 3Ç26 Üretim Gelirleri Tahmini (mn TL)

| KOD   | 3Ç25    | 2Ç26    | 3Ç26(T) | YILLIK DEĞİŞİM | ÇEYREKLİK DEĞİŞİM |
|-------|---------|---------|---------|----------------|-------------------|
| AKENR | 2.597,7 | 419,7   | 639,8   | %-75           | %52               |
| AKFYE | 1.304,6 | 1.442,8 | 1.774,8 | %36            | %23               |
| AKSEN | 4.553,9 | 1.200,7 | 3.189,4 | %-30           | %166              |
| AKSUE | 0,0     | 15,8    | 0,5     | -              | %-97              |
| ARFYE | 4,6     | 15,0    | 10,9    | %135           | %-27              |
| AYDEM | 1.583,8 | 1.818,2 | 2.488,7 | %57            | %37               |
| AYEN  | 364,0   | 253,3   | 416,8   | %15            | %65               |
| BİGEN | 184,2   | 128,2   | 202,9   | %10            | %58               |
| BİOEN | 717,1   | 728,6   | 769,6   | %7             | %6                |
| CANTE | 1.423,3 | 1.818,6 | 1.879,8 | %32            | %3                |
| CATES | 1.683,9 | 1.294,6 | 1.516,4 | %-10           | %17               |
| CONSE | 213,6   | 275,5   | 282,6   | %32            | %3                |
| ECOG  | 403,4   | 292,6   | 336,2   | %-17           | %15               |
| ENDAE | 239,8   | 289,2   | 367,9   | %53            | %27               |
| ENKAI | 9.677,1 | 3.032,6 | 3.160,7 | %-67           | %4                |
| ENTRA | 698,1   | 629,2   | 1.190,5 | %71            | %89               |
| GWIND | 828,2   | 288,9   | 754,5   | %-9            | %161              |
| IZENR | 2.395,5 | 482,5   | 2.298,7 | %-4            | %376              |
| MAGEN | 81,8    | 99,6    | 160,3   | %96            | %61               |
| MASFN | 62,2    | 61,0    | 70,0    | %12            | %15               |
| METEN | 189,3   | 291,6   | 442,9   | %134           | %52               |
| MOGAN | 3.030,6 | 2.217,1 | 3.152,9 | %4             | %42               |
| PAMEL | 0,1     | 6,1     | 1,2     | %811           | %-81              |
| TATEN | 669,1   | 592,5   | 825,8   | %23            | %39               |
| ZEDUR | 1,9     | 4,2     | 5,9     | %217           | %39               |
| ZOREN | 2.449,2 | 1.626,1 | 2.203,9 | %-10           | %36               |

**Tablo 8:** 3Ç26 üretim gelirleri tahmini (mn TL) | Kaynak: EPİAŞ, Kuzey Menkul Araştırma Tahminleri

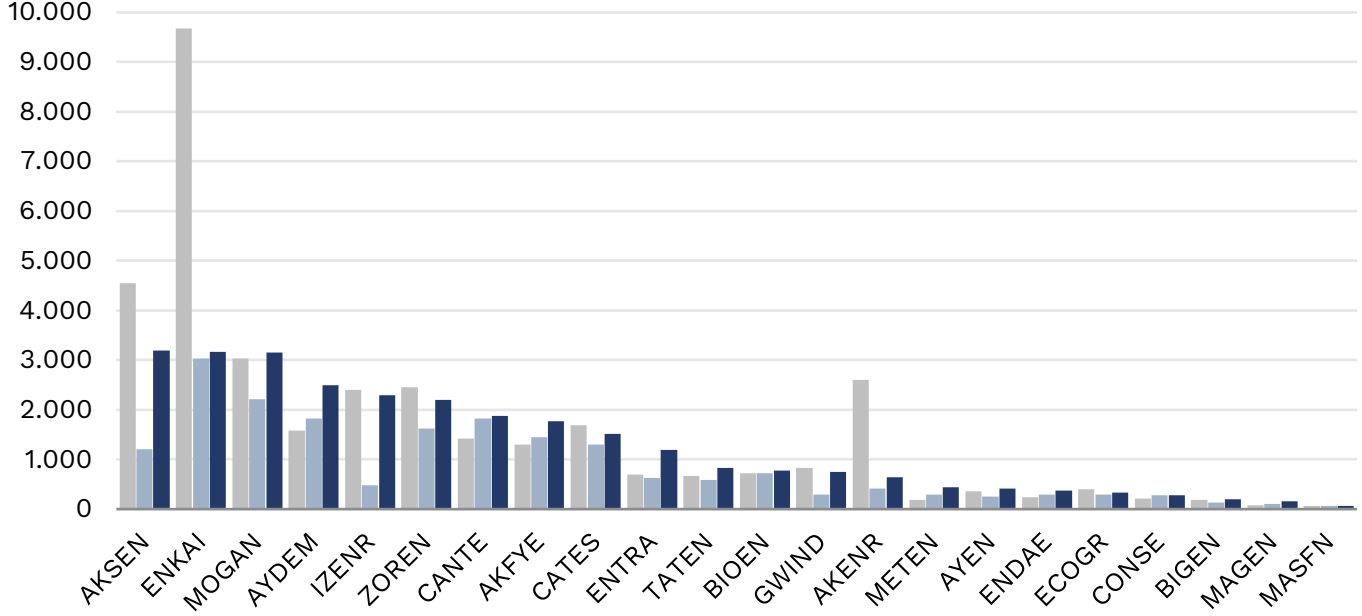
(Not: Üretim gelirleri şirketlerin EPİAŞ sistemi üzerinden ulaşılabilen santrallerinin saatlik gerçek zamanlı üretim verileri, saatlik PTF, YEKDEM fiyatları ve satış sözleşmeleri (EÜAŞ anlaşmaları dahil) dikkate alınarak hesaplanmıştır. Tutarlar yalnızca kendi üretiminin satışını kapsar. Ticaret, perakende ve yurt dışı gelirleri dahil değildir. MAGEN'de Morali JES-1 3 Eylül 2026'dan itibaren dahil edilmiştir.)



### PTF toparlanınca gelirler 2Ç26'ya göre %46 arttı

Üretim geliri tahmini, mn TL · yıllık değişim %-20

■ 3Ç25 ■ 2Ç26 ■ 3Ç26(T)



**Grafik 9:** Üretim geliri tahmini (mn TL) | Kaynak: Kuzey Menkul Araştırma Tahminleri

Üretim geliri tahminlerimize göre, 2Ç26'da sektör genelinde oluşan PTF kaynaklı gelir baskısının 3Ç26'da büyük ölçüde hafiflemesini bekliyoruz. Yıllık bazda en güçlü gelir artışını, Elmacık RES'in tam kapasiteye ulaşmasıyla üretimini iki katından fazla artıran METEN'de (%134) bekliyoruz. METEN'i, Morali JES-1'in portföye katılmasıyla MAGEN (%96), hidroelektrik üretimindeki artışla da ENTRA (%71), AYDEM (%57), ENDAE (%53) ve AKFYE (%36) izliyor. CANTE'nin (%32) gelirinin de EÜAŞ ile yaptığı 75 \$/MWh taban fiyatlı satış anlaşması sayesinde artmasını bekliyoruz. Buna karşılık doğalgaz santrallerinin üretimi sert gerileyen AKENR (%-75), ENKAI (%-67) ve AKSEN (%-30) ile üretimi azalan CATES (%-10) ve ZOREN (%-10) tarafında gelirlerin gerilemesini bekliyoruz. Üretimi yatay seyreden ECOGR (%-17) ile YEKDEM dışı rüzgar santrallerine sahip GWIND (%-9) gelirlerinin de yıllık bazda düşmesini öngörüyoruz.



## YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler **Kuzey Menkul Değerler A.Ş.** tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Sunulan bilgi, yorum ve değerlendirmeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı hizmeti kapsamında olmaksızın, genel nitelikteki değerlendirmelerden oluşmaktadır.

Burada yer alan hiçbir bilgi, herhangi bir yatırım aracının alım veya satımına ilişkin bir teklif, tavsiye veya yatırım danışmanlığı olarak değerlendirilmemelidir. Yatırım kararları, kişilerin kendi mali durumları, risk ve getiri tercihleri ile yatırım hedefleri doğrultusunda ve gerekli araştırma yapılarak alınmalıdır.

Bu nedenle, yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. İçerikte yer alan bilgiler, genel bilgilendirme amacı taşımakta olup, müşterilerin ve diğer yatırımcıların alım-satım kararlarını destekleyebilecek nitelikteki tüm bilgi ve değerlendirmeleri kapsamamaktadır.

Burada yer alan bilgi ve değerlendirmelere dayanarak gerçekleştirilecek yatırımların veya diğer ticari işlemlerin sonucunda ortaya çıkabilecek doğrudan veya dolaylı zarar, kayıp ya da olumsuz sonuçlardan **Kuzey Menkul Değerler A.Ş.** sorumlu tutulamaz.

Yatırım kararlarınızı almadan önce kendi mali durumunuzu, yatırım hedeflerinizi ve risk profilinizi değerlendirmeniz ve gerektiğinde yetkili yatırım danışmanlarından profesyonel destek almanız önerilir.

