

## AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ

Aydem Yenilenebilir Enerji, Türkiye'nin en büyük yenilenebilir enerji üreticilerinden biri olup hidroelektrik, rüzgâr, güneş ve jeotermal kaynaklardan elektrik üretmektedir.

Şirket, tamamen yenilenebilir kaynaklara dayalı üretim portföyü ile düşük karbonlu enerji üretimini odağına almakta ve Türkiye elektrik üretim sektöründe önemli bir konumda yer almaktadır. Portföyü ağırlıklı olarak hidroelektrik santrallerden oluşmakla birlikte rüzgâr ve güneş yatırımlarıyla çeşitlendirilmektedir.

17 Haziran 2026 itibarıyla şirketin toplam kurulu gücü yaklaşık 1.210 MW seviyesindedir ve bu kapasite Türkiye'nin önde gelen yenilenebilir enerji portföylerinden biri konumundadır.

### Şirketin üretim portföyü oldukça dengeli bir yapıya sahiptir:

- HES kurulu gücü: ~852 MW,
- RES kurulu gücü: ~268 MW,
- GES kurulu gücü (hibrit dahil): ~82 MW,
- JES kurulu gücü: ~7 MW.

### Bu yapı AYDEM'e iki önemli avantaj sağlar:

- HES'ler sayesinde yüksek baz üretim kapasitesi,
- RES'ler ve GES'ler ile portföy çeşitlendirmesi ve büyüme opsiyonu.

### Şirketin büyüme stratejisi üç ana eksende ilerlemektedir:

- Mevcut santrallerde kapasite artışı; Özellikle rüzgâr santrallerinde türbin modernizasyonu ve ek kurulu güç yatırımları yapılmaktadır. Bu sayede "mevcut tesisler üzerinden genişleme" modeliyle düşük maliyetli büyüme sağlanmaktadır.
- Yenilenebilir kaynak çeşitlendirmesi; Hidro ağırlıklı yapı, güneş ve rüzgâr yatırımlarıyla dengelenmektedir. Bu dönüşüm, üretim volatilitisini azaltmayı hedefler.
- Hibrit ve depolama yatırımları; Şirket, gelecekte batarya (BESS) sistemleri ve hibrit GES + RES projeleri ile üretim sürekliliğini artırmayı hedeflemektedir.

Şirketin kurulu gücü 2026 itibarıyla 1.210 MW seviyesinde bulunurken, şirketin yatırım planı doğrultusunda bu kapasitenin 2026 yıl sonunda 1.286 MW'a, 2027 sonunda 1.338 MW'a, depolamalı pil tesisi yatırımları da devreye alındığında ise 1.838 MW seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Söz konusu kurulu güç artış projeksiyonu ve büyüme görünümü dikkate alındığında hisse için 12 aylık **43,50 TL Hedef Fiyat ile AL** tavsiyesi veriyoruz.

HEDEF FİYAT

**43,50**

**Potansiyel +%66**

**TAVSİYE**  
**AL**

### Temel Veriler

Son fiyat (TL)	26,14
Piyasa değeri (m TL)	18.429
Piyasa değeri (m USD)	450,3
F/K	396,5
FD/FAVÖK	7,55
PD/DD	0,45
Hisse sayısı (m lot)	705
Ort. işlem hacmi (m TL)	55,65

### Fiyat Performansı

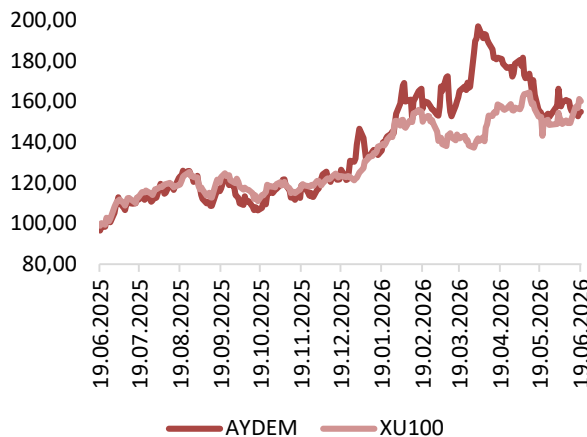
	1 Ay	3 Ay	12 Ay
BIST-100 Relatif	-6,24	-19,83	-2,54
Nominal (TL)	-0,55	-6,19	60,36
Nominal (USD)	-2,20	-11,06	43,07

### Özet

	2026T	2027T	2028T
Satışlar (m USD)	197,71	190,35	257,94
FAVÖK (m USD)	131,47	132,29	189,59
FD/FAVÖK	6,81	6,77	4,72

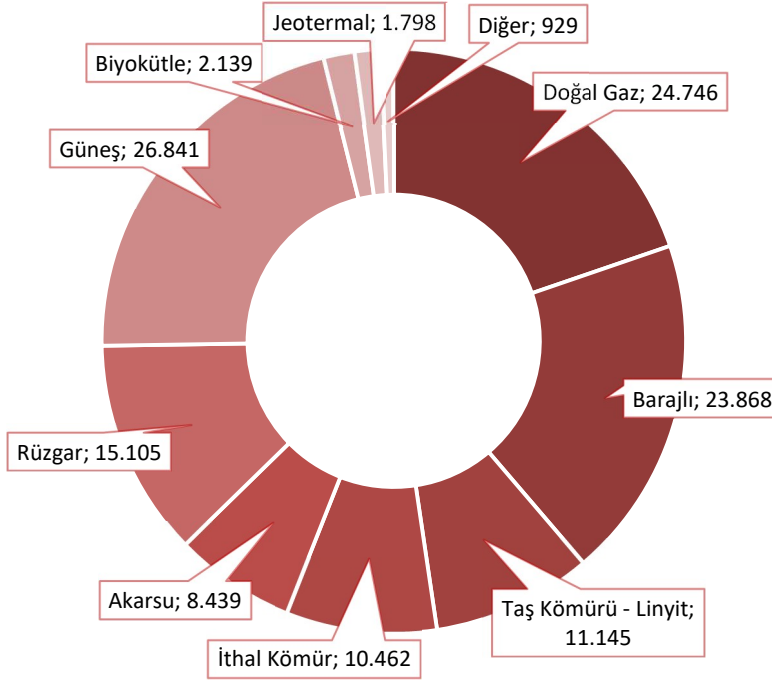
### Pay Sahibi

	%
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.	%81,56
Diğer	%18,44



## 1. Türkiye'de Enerji Sektörü

### 1.1. Türkiye'nin Kurulu Güç Görümü ve Kaynak Bazlı Dağılımı



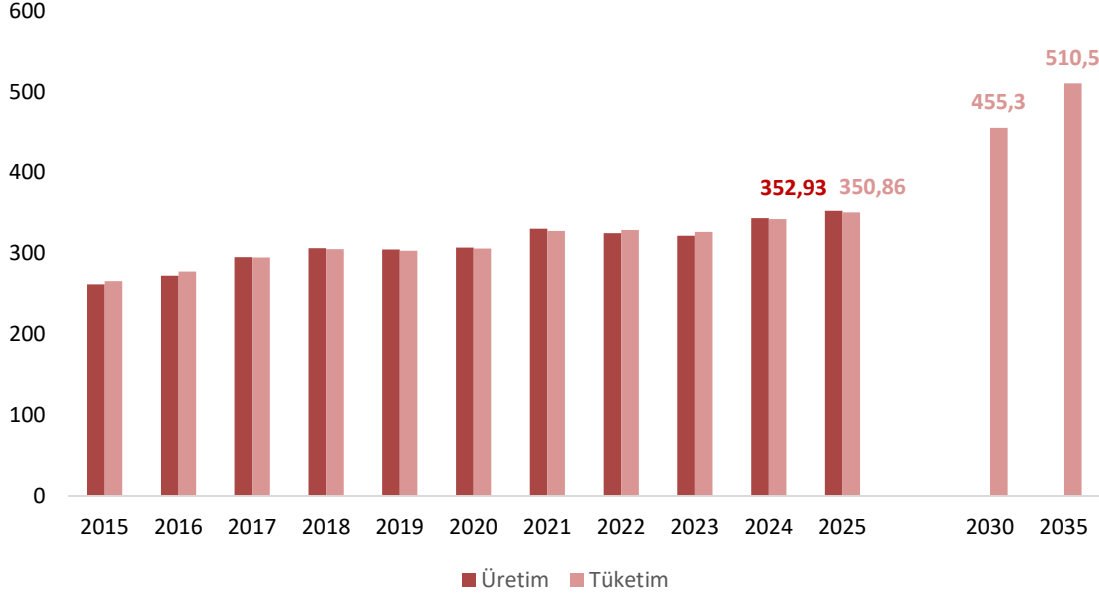
Grafik 1: Türkiye'nin Kurulu Gücünün Kaynak Bazlı Dağılımı (MW)

(Kaynak: EPİAŞ)

2026 Mayıs itibarıyla Türkiye'nin toplam kurulu gücü **125.481 MW** seviyesine ulaşarak, 2025 Mayıs ayındaki 119.067 MW seviyesine kıyasla **yıllık bazda %5,39 artış** kaydetmiştir. Bu dönemde yenilenebilir enerji kaynaklarının kurulu güç içindeki payı da artış eğilimini sürdürmüş, özellikle rüzgâr ve güneş enerjisi segmentleri büyümenin ana sürükleyicisi olmuştur. Rüzgâr enerjisi kurulu gücü 13.330 MW seviyesinden 15.105 MW'a yükselirken, güneş enerjisi kurulu gücü 22.542 MW seviyesinden 26.841 MW'a ulaşmıştır. Bu gelişmeler, Türkiye'de **yenilenebilir enerji kurulu gücünün toplam enerji arzı içerisindeki ağırlığını artırmaya devam ettiğini** göstermektedir.

Söz konusu büyümenin temelinde, **güneş ve rüzgâr yatırımlarında maliyetlerin düşmesi, yatırım geri dönüş sürelerinin kısalması ve regülasyon desteklerinin güçlenmesi** yer almaktadır. Özellikle lisanssız güneş enerjisi yatırımlarının sanayi tesisleri ve organize sanayi bölgeleri öncülüğünde hız kazanması, hibrit santral yatırımları ile depolamalı enerji projelerine yönelik teşviklerin artması kapasite artışını destekleyen ana unsurlar olmuştur. Buna karşılık, fosil yakıtlı santrallerde artan finansman maliyetleri ve hidroelektrik potansiyelin büyük ölçüde doygunluğa ulaşması, yeni kurulu güç eklemelerinin ağırlıklı olarak güneş ve rüzgâr projelerine yönelmesine neden olmuştur. Bu dinamikler doğrultusunda, 2026 itibarıyla da Türkiye'de yenilenebilir kurulu güç büyümesinin ana itici gücü güneş ve rüzgâr kaynakları olmaya devam etmektedir.

## 1.2. Türkiye'nin Elektrik Üretimi ve Tüketimi



Grafik 2: Türkiye'nin Elektrik Üretimi ve Tüketimi (TWh)

(Kaynak: EPIAŞ)

2015–2025 döneminde üretim, genel olarak istikrarlı ve yukarı yönlü bir trend sergilemiştir. Bu dönemde üretim yaklaşık %3,0 civarında bileşik yıllık büyüme oranı (CAGR) ile artmıştır. Özellikle 2020 sonrası dönemde daha güçlü bir ivmelenme dikkat çekmektedir. 2021 ve 2024–2025 yıllarında belirgin artışlar görülmüş, bu da üretim kapasitesinin zaman içinde genişlediğini göstermektedir. Genel olarak üretim serisi, dalgalanmalar içerse de uzun vadede düzenli bir büyüme eğilimi ortaya koymaktadır.

Tüketim tarafı da benzer şekilde yukarı yönlü bir eğilim göstermiş, ancak üretime kıyasla biraz daha düşük bir hızda büyümüştür. 2015–2025 döneminde tüketim yaklaşık %2,8 CAGR ile artmıştır. Özellikle 2021 sonrası dönemde tüketimde belirgin bir artış görülse de bazı yıllarda (örneğin 2022 ve 2023) sınırlı gerilemeler yaşanmıştır. Bu durum tüketimin üretime göre daha dalgalı bir yapı sergilediğini, ancak uzun vadede yine de istikrarlı bir büyüme trendi içinde olduğunu göstermektedir.

**T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre, Türkiye'de elektrik tüketiminin 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir.** Bu projeksiyonlar dikkate alındığında, özellikle yenilenebilir kurulu güç artışı ve yeni kapasite yatırımlarıyla birlikte üretim tarafında dönemsel arz fazlası oluşabilme ihtimali bulunmakla birlikte, bu durumun şebeke esnekliği, depolama yatırımları ve ihracat imkanlarının gelişmesiyle dengelenmesi beklenmektedir.

Aynı çalışmada, 2030 yılı itibarıyla elektrik üretiminin yaklaşık %47,3'ünün yenilenebilir enerji kaynaklarından sağlanacağı tahmin edilmektedir. Hidroelektrik, rüzgâr, güneş ve diğer yenilenebilir kaynakların üretimdeki payının artmasıyla birlikte, Türkiye'nin enerji dönüşüm sürecinde yenilenebilir kaynakların sistem içerisindeki ağırlığının belirgin şekilde yükselmesi beklenmektedir.

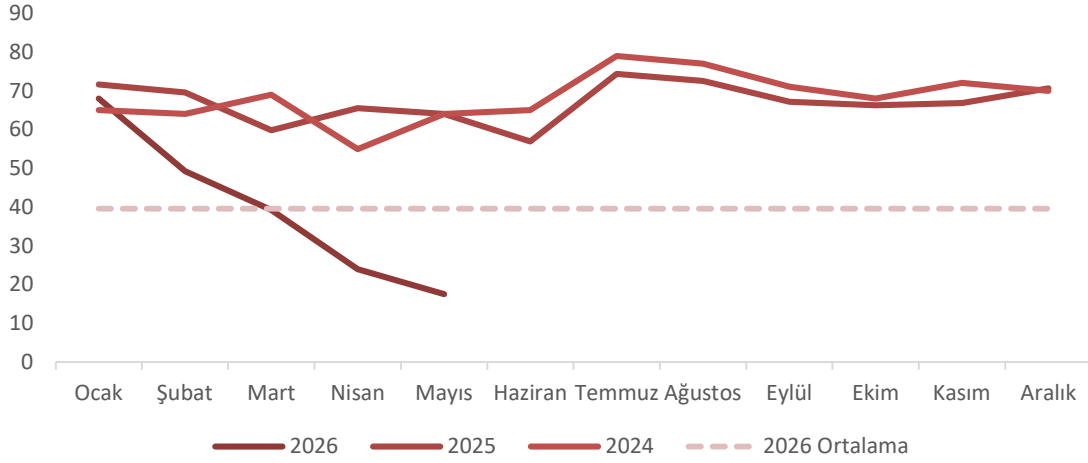
### 1.3. Piyasa Takas Fiyatı (PTF) ve Yenilenebilir Enerji Kaynakları ve Destekleme Mekanizması (YEKDEM)

#### 1.3.1. Piyasa Takas Fiyatı (PTF)

Türkiye elektrik piyasasında Gün Öncesi Piyasasında (GÖP) oluşan denge fiyatıdır. Basitçe: ertesi günün saatlik elektrik fiyatını belirleyen, arz ve talebin kesiştiği fiyattır.

Üreticiler ve tüketiciler, ertesi günün her bir saati için fiyat ve miktar içeren tekliflerini EPIAŞ'a iletir. Bu teklifler, arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktada eşleştirilir. Eşleşmenin gerçekleştiği fiyat, ilgili saat için PTF olarak belirlenir. Dolayısıyla PTF, sistemdeki üretim kapasitesi, talep seviyesi, kaynak türlerinin marjinal maliyetleri ve piyasa koşulları gibi çok sayıda faktörün etkileşimiyle oluşur.

PTF, Türkiye elektrik piyasasının ana referans fiyatı olup hem piyasa katılımcılarının gelirlerini hem de sistem genelindeki fiyat oluşum mekanizmasını doğrudan etkiler. Serbest piyasada elektrik satış fiyatının temel belirleyicisi olduğundan, üretim şirketlerinin gelir projeksiyonları, kârlılık analizleri ve yatırım kararları büyük ölçüde PTF dinamiklerine bağlıdır.



Grafik 3: Aylık Ortalama PTF (USD/MWh)

(Kaynak: EPIAŞ)

2026 yılında PTF ortalamaları yılın ilk beş ayında sırasıyla 68, 49,19, 39,23, 23,96 ve 17,57 USD/MWh seviyelerine gerileyerek son yılların belirgin şekilde altında kalmıştır. **İlk beş aylık ortalama yaklaşık 39,6 USD/MWh ile 2025 ve 2024 yılları ortalamalarının oldukça gerisindedir.** Bu düşük fiyat ortamının en önemli nedenleri arasında mevsim normallerinin üzerindeki yağışlar ve dağlardaki kar örtüsünün beklenenden erken erimesi sonucu hidroelektrik üretiminin artması yer almaktadır. Buna ek olarak, elektrik piyasasında oluşan arz fazlası nedeniyle DGÇS'ler (doğalgaz çevrim santralleri) maliyet optimizasyonu amacıyla üretimlerini azaltmakta, bu da marjinal maliyetin düşük kalmasına ve PTF'nin baskı altında seyretmesine yol açmaktadır. Normal koşullarda PTF'yi yukarı taşıyan temel unsur DGÇS'lerdir; çünkü yakıt maliyetleri daha yüksek olduğundan marjinal üretici olduklarında elektrik fiyatlarını da yukarı çekerler.

Bu çerçevede PTF tavanının 3.400 TL/MWh'den 4.500 TL/MWh'ye yükseltilmesi fiyatlar açısından yukarı yönlü potansiyel oluştursa da güçlü hidroelektrik üretimi ve DGÇS'lerin üretimlerini sınırlandırmaları devam ettiği sürece bu etkinin sınırlı kalması beklenebilir.

### 1.3.2. Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması (YEKDEM)

Türkiye’de yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten santrallere belirlenen bir dönem için alım garantisi ve sabit fiyat sunan bir destek mekanizmasıdır. Amaç, güneş, rüzgâr, hidroelektrik, biyokütle ve jeotermal gibi kaynakların elektrik üretimindeki payını artırmak ve bu yatırımların finansal sürdürülebilirliğini sağlamaktır.

YEKDEM, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten tesislere belirli bir dönem için sabit fiyat garantisi sunan bir mekanizmadır. Mekanizmanın oluşumu, bu tesislere sağlanan kaynağa göre belirlenmiş destek fiyatlarının uygulanmasıyla başlar. YEKDEM’e dahil olan santraller, ürettikleri elektriği gün öncesi piyasa fiyatından bağımsız olarak bu destek fiyatlarından satarlar. Üretimlerinin destek fiyatı ile Piyasa Takas Fiyatı (PTF) arasındaki fark ise EPIAŞ tarafından aylık olarak hesaplanarak tüm tedarikçilere yansıtılır. Bu nedenle YEKDEM maliyeti veya geliri, hem destek fiyatları ile piyasa fiyatları arasındaki farka hem de ilgili dönemde mekanizmaya dahil üretimin miktarına bağlı olarak şekillenir.

YEKDEM, lisanslı yenilenebilir enerji santrallerine sabit bir alım garantisi sağlar; ancak birim YEKDEM fiyatları santraller arasında değişiklik gösterebilir. Bu farklılığın başlıca sebepleri santral türü, devreye giriş tarihi ve sözleşme tipidir.

- YEKDEM fiyatları, santral türüne bağlı olarak farklılık göstermektedir. Genel olarak en düşük YEKDEM fiyatları hidroelektrik santrallerde, ardından rüzgâr santrallerinde, biyokütle santrallerinde daha yüksek, en yüksek fiyatlar ise güneş santrallerinde gerçekleşmektedir. Bu sıralama, santral türünün maliyet yapısı ve yatırım koşullarından kaynaklanmaktadır.
- Santralin devreye giriş tarihi, YEKDEM fiyatlarını doğrudan etkileyen önemli bir faktördür. Genel olarak, eski devreye giren santraller daha düşük YEKDEM fiyatı alırken, yeni devreye giren santraller daha yüksek fiyatlarla desteklenmektedir. Bu fark, yatırım maliyetlerindeki artış ve güncel enerji politikalarıyla belirlenen destekleme mekanizmalarından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla santral bazında fiyat farklılıklarını değerlendirirken, devreye giriş yılı göz önünde bulundurulmalıdır.
- Santralin lisans sözleşme tipi, YEKDEM fiyatlarını belirleyen bir diğer önemli faktördür. Çoğu santral, lisans sözleşmesinde TL/MWh cinsinden sabit bir fiyat alacak şekilde düzenlenmiştir. Ancak bazı eski sözleşmelerde endeksli fiyatlama veya farklı formüller uygulanabilmektedir. Bu nedenle, santral bazında tam doğruluk sağlamak ve sözleşmeden kaynaklanan fiyat farklılıklarını değerlendirmek için her santralin lisans sözleşmesinin incelenmesi gerekmektedir.

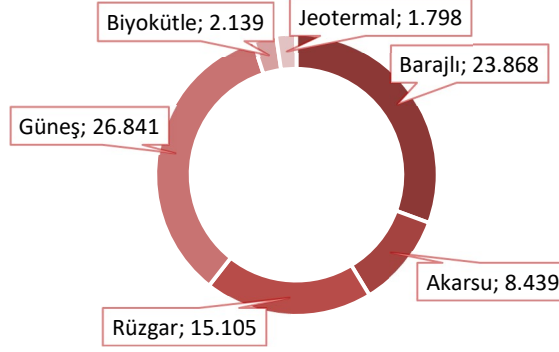
YEKDEM, Türkiye’nin enerji piyasası açısından stratejik bir öneme sahiptir. Sabit fiyat garantisi sunarak yenilenebilir enerji yatırımlarının finansal sürdürülebilirliğini destekler ve yatırımcıların gelir belirsizliğini azaltır. Bu sayede güneş, rüzgâr, hidroelektrik, biyokütle ve jeotermal gibi kaynakların elektrik üretimindeki payı artar, böylece ülkenin enerjide dışa bağımlılığı azalır. Ayrıca YEKDEM, üretim yapısının çeşitlenmesine, enerji arz güvenliğinin güçlenmesine, yenilenebilir üretimin sisteme daha fazla entegre olmasına, piyasa fiyatlarındaki volatilitenin azaltılmasına yardımcı olurken, karbon salımının düşürülmesi yoluyla çevresel sürdürülebilirliği de destekler.

	Teşvik Süresi	Teşvik Fiyatı
<b>Hidroelektrik Santrali (HES)</b>	10 yıl	73 USD/MWh
<b>Rüzgar Enerji Santrali (RES)</b>	10 yıl	73 USD/MWh
<b>Jeotermal Enerji Santrali (JES)</b>	10 yıl	105 USD/MWh
<b>Biyokütle Enerji Santrali (BES)</b>	10 yıl	133 USD/MWh
<b>Güneş Enerji Santrali (GES)</b>	10 yıl	133 USD/MWh

Tablo 1: Santral Bazlı YEKDEM Teşvik Kriterleri

(Kaynak: EPIAŞ)

#### 1.4. Türkiye'nin Yenilenebilir Enerji Kurulu Gücü ve Kaynak Bazlı Dağılımı

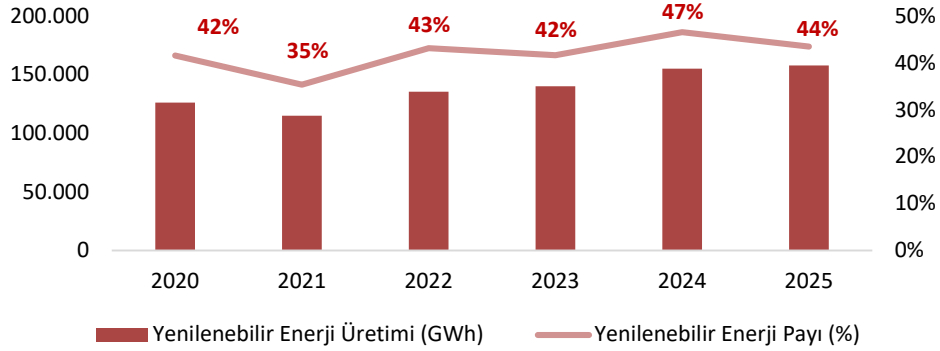


Grafik 4: Türkiye'nin Yenilenebilir Enerji Kurulu Gücünün Kaynak Bazlı Dağılımı (MW)

(Kaynak: EPIAŞ)

2026 Mayıs itibarıyla Türkiye'nin toplam yenilenebilir enerji kurulu gücü 78.190 MW seviyesine ulaşarak, 2025 Mayıs ayındaki 71.980 MW seviyesine kıyasla yıllık bazda artış kaydetmiştir. Bu dönemde artışın ana sürükleyicileri güneş ve rüzgâr enerjisi olmuştur. Güneş enerjisi kurulu gücü 22.542 MW seviyesinden 26.841 MW seviyesine yükselerek en yüksek artışı gösterirken, rüzgâr enerjisi kurulu gücü de 13.330 MW seviyesinden 15.105 MW seviyesine ulaşmıştır. Barajlı hidroelektrik ve akarsu kaynaklarında sınırlı değişimler gözlenirken, biyokütle ve jeotermal kurulu güçlerinde de daha düşük ölçekli ancak istikrarlı artışlar kaydedilmiştir. Bu gelişmeler, Türkiye'de yenilenebilir enerji kurulu gücünün büyümesinde özellikle güneş ve rüzgâr yatırımlarının belirleyici rolünü sürdürdüğünü ortaya koymaktadır.

#### 1.5. Türkiye'nin Yenilenebilir Enerji Üretimi ve Yenilenebilir Enerjinin Payı



Grafik 5: Türkiye'de Yenilenebilir Enerji Görünümü

(Kaynak: TEİAŞ)

2020-2025 döneminde yenilenebilir enerji üretimi genel olarak artış eğilimi göstererek 126.323 GWh'den 157.862 GWh'e yükselmiş, payı ise %35-%47 aralığında dalgalanmıştır. Pandemiden itibaren yeniden güçlü bir toparlanma görülmektedir. 2026 yılında ise yüksek yağış ve erken kar erimesi nedeniyle hidroelektrik üretiminin artmasıyla yılın ilk 5 ayında yenilenebilir enerji payı önceki yıllara göre belirgin şekilde daha yüksek seyretmektedir.

## 1.6. Karbon Sertifikaları ve Gönüllü Karbon Piyasaları

Karbon sertifikaları, yenilenebilir enerji üretimi sayesinde önlenen karbon emisyonlarının uluslararası standartlara göre hesaplanması ve ticarileştirilmesini mümkün kılan önemli bir mekanizmadır. Şirketler, ürettikleri temiz enerji miktarı karşılığında belirli metodolojilere göre karbon azaltım sertifikası (VER/Carbon Credit) elde edebilmekte; bu sertifikalar hem gönüllü karbon piyasalarında işlem görebilmekte hem de sürdürülebilirlik performansının ölçülmesinde kritik bir gösterge olarak kullanılmaktadır. Özellikle yenilenebilir enerji şirketleri için karbon sertifikaları, operasyonların çevresel etkisini somutlaştıran ve ek gelir potansiyeli yaratan stratejik bir unsurdur.

Karbon azaltımının hesaplanmasında kullanılan emisyon katsayısı, ilgili ülkenin elektrik üretim karışımına bağlı olarak belirlenmektedir. Türkiye’de TEİAŞ tarafından yayımlanan güncel elektrik üretimi kaynak dağılımı dikkate alınarak hesaplanan emisyon faktörü, yenilenebilir kaynaklardan üretilen her 1 MWh elektriğin atmosfere salınmasını engellediği CO<sub>2</sub> miktarını göstermektedir. Bu katsayının yüksek olması, yenilenebilir üretimin karbon azaltım etkisini artırmakta; dolayısıyla sertifikalardan elde edilebilecek potansiyel geliri olumlu yönde etkilemektedir. Şirket özelinde rüzgâr ve güneş enerjisi üretimi arttıkça, buna bağlı olarak yıllık karbon azaltım miktarının da paralel şekilde yükseldiği görülmektedir.

Gönüllü karbon piyasalarında, üretilen karbon azaltım sertifikalarının fiyatı yalnızca azaltılan emisyon miktarına değil, aynı zamanda kullanılan yenilenebilir enerji kaynağına bağlı olarak farklılaşmaktadır. Bu farklılaşmanın temel nedeni, kaynak türlerinin sağladığı ek çevresel faydalar, sürdürülebilirlik etkisi ve uluslararası metodolojilerin bu kaynaklara atadığı “kalite katsayısıdır”. Özellikle biyokütle gibi döngüsel ekonomi etkisi yaratan ve atık yönetimini doğrudan destekleyen teknolojiler, karbon piyasalarında daha yüksek katsayıyla çarpılarak fiyatlanmakta ve sertifika birim değeri rüzgâr veya güneş enerjisine kıyasla daha yüksek olmaktadır.

Bu katsayı sayesinde biyokütle kaynaklı karbon kredileri, piyasada genellikle premium fiyat ile işlem görmektedir. Rüzgâr ve güneş enerjisi sertifikaları karbon azaltımı sağlayan temel projeler olarak kabul edilirken, biyokütle projeleri atık bertarafı, metan salımının engellenmesi ve yerel sürdürülebilirlik etkisi gibi ek faydalar sunduğundan daha yüksek bir piyasa değerine sahiptir. Dolayısıyla biyokütle projelerinde aynı miktar emisyon azaltımı, rüzgâr projelerine göre daha yüksek nakit yaratma potansiyeli sunmaktadır.

Bu çerçevede, şirketin portföy bileşimi karbon sertifikası gelir potansiyelinin belirlenmesinde kritik bir rol oynamaktadır. Portföydeki rüzgâr ağırlığı yıllık bazda önemli bir karbon azaltım üretimi yaratsa da gelecekte yapılacak olası biyokütle yatırımları veya satın almalar, sertifika başına gelir katsayısının yükselmesi nedeniyle toplam karbon kredisi gelirini anlamlı ölçüde artırma potansiyeline sahiptir.

Bu kapsamda, firmanın mevcut ve planlanan kapasite artışları, yalnızca üretim portföyünü büyütmeyle kalmamakta, aynı zamanda yıllık karbon sertifikası üretim potansiyelini de anlamlı düzeyde artırmaktadır. Karbon piyasalarının derinleştiği mevcut ortamda, bu sertifikalar hem finansal değer yaratımı hem de çevresel sürdürülebilirlik açısından önemli bir araç haline gelmiştir. Şirketin uzun vadeli stratejisinde, karbon azaltım kapasitesinin güçlendirilmesi ve bu alandaki gelir potansiyelinin optimize edilmesi önemli bir kaldıraç olmaya devam edecektir.

## 1.7. Türkiye’de Karbon Piyasası Düzenlemeleri, ETS ve Uluslararası Mekanizmalar

Türkiye’de hâlihazırda tam anlamıyla işleyen ve zorunlu yükümlülüklerle dayanan organize bir karbon ticaret sistemi (Emisyon Ticaret Sistemi – ETS) bulunmamakla birlikte, gönüllü karbon piyasası uzun süredir aktif şekilde faaliyet göstermektedir. Türkiye, Gold Standard ve Verra gibi uluslararası standartlar kapsamında geliştirilen gönüllü karbon projelerinde önemli bir paya sahiptir.

Düzenlemeler tarafında ise karbon piyasasına yönelik ulusal çerçevenin oluşturulması amacıyla Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı tarafından Türkiye Karbon Piyasası Geliştirme Projesi yürütülmektedir. Bu kapsamda yayımlanan Karbon Kredilendirme ve Denkleştirme Yönetmeliği Taslağı, ulusal karbon kredisi altyapısının kurulmasına yönelik önemli bir aşamayı temsil etmektedir. Taslakta oluşturulması planlanan Türkiye Karbon Kredisi Sistemi (TRKDS) ile ulusal düzenlemelere tabi "Turkuaz Kredi" mekanizmasının hayata geçirilmesi, doğrulama ve kayıt süreçlerinin tek merkezde toplanması ve gönüllü piyasanın ulusal standartlara uyumlu hâle getirilmesi hedeflenmektedir.

Ulusal ETS'nin yürürlüğe giriş tarihi kesinleşmemekle birlikte, mevcut düzenleyici yol haritası 2028 yılı itibarıyla karbon kredilerinin ETS kapsamında denkleştirme aracı olarak kullanılabilmesine işaret etmektedir. Bu çerçevede, karbon piyasalarının derinleşmesi ve Turkuaz Kredi sisteminin uygulamaya alınması ile birlikte Türkiye'de daha organize, şeffaf ve izlenebilir bir karbon ticaret yapısının oluşması beklenmektedir. Dolayısıyla karbon piyasasının kurumsallaşması süreci hem sürdürülebilirlik hedeflerinin takibi hem de şirketlerin karbon kredisi üretimi üzerinden ek gelir yaratma kapasitesinin artırılması açısından önemli bir stratejik fırsat sunmaktadır.

Bununla birlikte, uluslararası ölçekte karbon dengeleme mekanizmalarından biri olan CORSIA (Carbon Offsetting and Reduction Scheme for International Aviation), özellikle havacılık sektöründen kaynaklanan emisyonların dengelenmesini hedefleyen küresel bir sistemdir. ICAO (Uluslararası Sivil Havacılık Örgütü) tarafından geliştirilen bu mekanizma kapsamında havayolu şirketleri, belirlenen emisyon artışını dengelemek için karbon kredisi kullanmak zorundadır. CORSIA, özellikle uluslararası kabul görmüş karbon kredilerine olan talebi artırarak gönüllü karbon piyasalarının likiditesini ve fiyat dinamiklerini doğrudan etkileyen önemli bir unsur haline gelmiştir.

Bu kapsamda, Türkiye'nin karbon piyasasının uluslararası sistemlerle uyumlu hale gelmesi, yalnızca yerel ETS ve gönüllü piyasa gelişimi açısından değil, aynı zamanda CORSIA gibi küresel mekanizmalar üzerinden oluşan karbon kredisi talebine erişim açısından da stratejik önem taşımaktadır. Bu durum, yenilenebilir enerji projelerinden elde edilen karbon kredilerinin uluslararası pazarlarda daha geniş bir alıcı kitlesine ulaşmasını mümkün kılmaktadır.

## 2. Aydem Yenilenebilir Enerji

Aydem Yenilenebilir Enerji, Aydem Enerji bünyesinde faaliyet gösteren ve tamamen yenilenebilir enerji üretimine odaklanan Türkiye'nin önemli enerji şirketlerinden biridir. Şirket, doğal kaynakların korunmasını, çevresel sürdürülebilirliği ve gelecek nesillere yaşanabilir bir dünya bırakmayı temel hedefleri arasında görmektedir. Bu doğrultuda hidroelektrik, rüzgâr, güneş ve jeotermal enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.

Şirketin temelleri, 1995 yılında Türkiye'nin ilk özel hidroelektrik santralının kurulmasıyla atılmıştır. Kuruluşundan bu yana yenilikçi ve insan odaklı yaklaşımıyla faaliyetlerini sürdüren Aydem Yenilenebilir Enerji, ülkenin enerji ihtiyacını karşılamaya katkı sağlarken çevre dostu üretim anlayışını da ön planda tutmaktadır.

Aydem Yenilenebilir Enerji'nin temel faaliyet konusu, yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı elektrik üretim tesisleri kurmak, işletmek, devralmak, kiralamak ve bu tesislere yönelik mühendislik, planlama, proje geliştirme ve fizibilite hizmetleri sunmaktır. Ayrıca üretilen elektrik enerjisini ve kapasiteyi ilgili mevzuat çerçevesinde satışa sunmakta, enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerle iştirak ilişkileri kurabilmektedir.

**Şirket, Türkiye'nin farklı bölgelerine yayılmış toplam 25 yenilenebilir enerji santraline sahiptir. Bu santrallerle toplam 1.210 MW kurulu güce ulaşmıştır.** Kurulu gücün büyük bölümünü 852,13 MW ile hidroelektrik santraller oluşturmaktadır. Bunun yanında 268,50 MW kurulu güce sahip rüzgâr enerji santralleri, 82,15 MW kapasiteli hibrit güneş enerji santrali ve 6,85 MW kurulu güce sahip jeotermal enerji santrali bulunmaktadır.

## 2.1. Mevcut Portföy Yapısı

Aydem Yenilenebilir Enerji'nin santral portföyü **20 hidroelektrik, 3 rüzgâr, 1 jeotermal ve 1 güneş** tesisinden oluşmaktadır. Hidroelektrik santrallerinin yaklaşık %73'ü nehir tipi hidroelektrik santrallerden, %27'si ise rezervuarlı hidroelektrik santrallerden meydana gelmektedir. Bu çeşitlilik, şirketin enerji üretiminde kaynak verimliliğini artırmasına ve sürdürülebilir üretim yapısına katkı sağlamaktadır.

Şirketin mevcut santral bazlı görünümü;

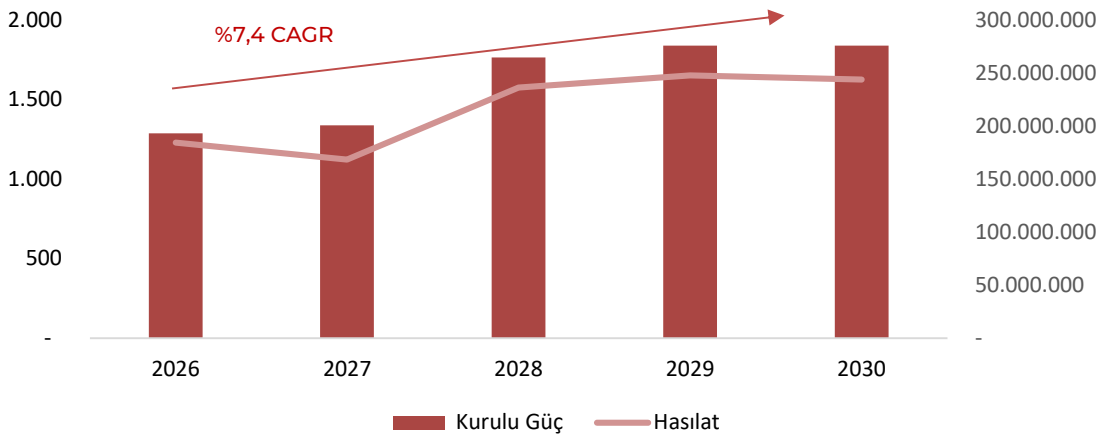
- **Bereket 1-2 HES;** Bereket 1-2 Hidroelektrik Santrali, Denizli / Honaz bölgesinde yer almakta olup toplam 3,15 MW kurulu güce sahiptir. Bölgesel su kaynaklarının verimli kullanımı ile baz yük üretimine katkı sağlamaktadır.
- **Dalaman 1-2-3-4-5 HES;** Muğla / Dalaman bölgesinde konumlanan santral, toplam 37,50 MW kurulu güç kapasitesiyle faaliyet göstermektedir. Dalaman havzasındaki hidrolojik potansiyelden yararlanarak düzenli üretim gerçekleştirmektedir.
- **Feslek HES;** Aydın / Kurtuluş'ta bulunan Feslek HES, 8,84 MW kurulu güce sahiptir. Bölgesel su akışına bağlı üretim yapısı ile yenilenebilir enerji arzına katkı sağlamaktadır.
- **Mentaş HES;** Adana / İmamoğlu'nda yer alan Mentaş HES, portföyün önemli üretim varlıklarından biri olup 49,60 MW kurulu güce sahiptir.
- **Gökyar HES;** Muğla / Dalaman'da bulunan Gökyar HES, 10,95 MW kurulu güce sahip olup hidrolojik kaynaklara dayalı üretim gerçekleştirmektedir.
- **Koyulhisar HES;** Sivas / Koyulhisar'da yer alan santral, 63,00 MW kurulu gücü ile orta ölçekli hidroelektrik üretim tesislerinden biridir.
- **Düzce Aksu HES;** Düzce / Gölyaka'da bulunan Aksu HES, 46,20 MW kurulu güce sahiptir ve üretim faaliyetlerine devam etmektedir.
- **Adıgüzel HES;** Denizli / Güney bölgesinde yer alan Adıgüzel HES, 62,00 MW kurulu gücü ile önemli hidroelektrik santrallerden biridir.
- **Kemer HES;** Aydın / Bozdoğan'da konumlanan Kemer HES, 48,00 MW kurulu güce sahiptir.
- **Akıncı HES;** Tokat / Reşadiye'de bulunan Akıncı HES, 99,00 MW kurulu gücü ile portföyün büyük ölçekli hidroelektrik santrallerinden biridir. 2028 yılı sonuna kadar YEKDEM kapsamındadır.
- **Toros HES;** Adana / Karaisalı'da yer alan Toros HES, 49,99 MW kurulu güce sahiptir.
- **Göktaş 1-2 HES;** Adana / Kozan ve Aladağ bölgelerinde bulunan Göktaş 1-2 HES, toplam 275,60 MW kurulu gücü ile şirketin en büyük hidroelektrik santral komplekslerinden biridir.
- **Çırakdamı HES;** Giresun / Dereli'de bulunan Çırakdamı HES, 49,10 MW kurulu güce sahiptir.
- **Dereli HES;** Giresun / Dereli'de yer alan Dereli HES, 49,20 MW kurulu güce sahiptir.
- **Uşak RES;** Uşak / Banaz'da bulunan rüzgâr enerji santrali, 157,50 MW kurulu güce sahiptir.
- **Yalova RES;** Yalova / Armutlu'da yer alan rüzgâr santrali, 54,00 MW kurulu gücü ile faaliyet göstermektedir. 2026 yılı sonuna kadar YEKDEM kapsamındadır.
- **Söke RES 2;** Aydın / Söke'de bulunan Söke RES 2, 57,00 MW kurulu güce sahiptir. 2026 yılı sonuna kadar YEKDEM kapsamındadır.
- **Kızıldere JES;** Denizli / Sarayköy'de yer alan Kızıldere Jeotermal Santrali, 6,85 MW kurulu güce sahiptir ve jeotermal kaynaklardan baz yük üretim sağlamaktadır.
- **Uşak Hibrit GES;** Uşak / Banaz'da bulunan hibrit güneş enerji santrali, 82,15 MW kurulu güce sahiptir.

## 2.2. Gelecek Yatırımları

Şirketin, 1.210 MW seviyesindeki kurulu gücünün açıklanan yatırım programı doğrultusunda **2027 yılı sonuna kadar önemli bir artış göstererek 1.838 MW seviyesine ulaşması** beklenmektedir. Bu artış, özellikle rüzgâr ve güneş tarafında planlanan kapasite genişlemeleri ile depolamalı enerji yatırımlarının devreye girmesiyle desteklenmektedir. Söz konusu dönemde kurulu güçte öngörülen büyüme, yaklaşık %7,4 bileşik yıllık büyüme oranına (CAGR) işaret etmekte olup, şirketin yenilenebilir enerji portföyünü ölçeksel olarak genişletirken üretim kompozisyonunu daha esnek ve teknoloji odaklı bir yapıya dönüştüreceğini göstermektedir. Bu görünüm, Aydem'in orta vadede yalnızca kapasite artırımı değil, aynı zamanda depolama entegrasyonu sayesinde şebeke uyumluluğu ve üretim sürekliliği açısından da daha güçlü bir konuma ulaşacağını ortaya koymaktadır.

Şirketin gelecek yatırımlarının santral bazlı görünümü;

- **Uşak RES Kapasite Artışı (2026);** Uşak Rüzgâr Enerji Santrali'nin kurulu gücü, yıl sonuna kadar 52 MW ek kapasite artışı ile genişletilecektir. Bu yatırım, şirketin rüzgâr enerjisi portföyündeki üretim hacmini artırmayı hedeflemektedir.
- **Söke Hibrit GES (2026);** Söke Hibrit Güneş Enerji Santrali'nin 2026 yılında hayata geçirilmesi planlanmakta olup, 16,95 MW kurulu güce sahip olacak şekilde devreye alınması hedeflenmektedir.
- **Koyulhisar Hibrit GES (2026);** 2026 yılı kapsamında planlanan Koyulhisar HES Hibrit Güneş Enerji Santrali'nin 7,69 MW kurulu güç ile devreye alınması hedeflenmektedir.
- **Uşak Hibrit GES Ek Kapasite Artışı (2027);** Uşak Hibrit GES için ayrıca 2027 yıl sonuna kadar 51,8 MW ek kapasite artışı daha planlanmaktadır. Bu yatırım ile santralin hibrit yapısının güçlendirilmesi ve toplam üretim kapasitesinin artırılması hedeflenmektedir.
- **Depolamalı Güneş Enerji Santrali (2027);** 2027 yıl sonuna kadar 400 MW kurulu güce sahip Depolamalı Güneş Enerji Santrali (GES) devreye alınacaktır. Bu yatırım, yenilenebilir üretimin depolama teknolojileri ile desteklenmesini ve şebeke esnekliğinin artırılmasını amaçlamaktadır.
- **Depolamalı Rüzgâr Enerji Santrali (2027);** 2027 yıl sonuna kadar 100 MW kurulu güce sahip Depolamalı Rüzgâr Enerji Santrali (RES) devreye alınacaktır. Bu proje ile rüzgâr enerjisinin kesintili üretim yapısının depolama sistemleri ile dengelenmesi ve üretim sürekliliğinin artırılması hedeflenmektedir.

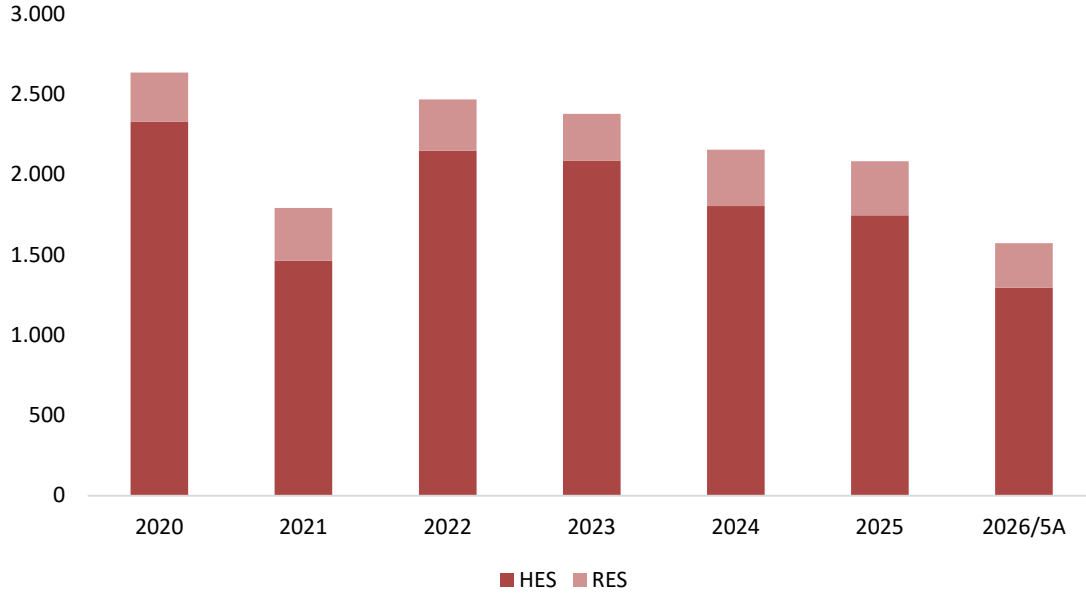


Grafik 6: Kurulu Güç (MW) ve Hasılat Projeksiyonu (USD)

(Kaynak: Aydem Analist Sunumu, Marbaş Araştırma)

### 2.3. Operasyonel Performans

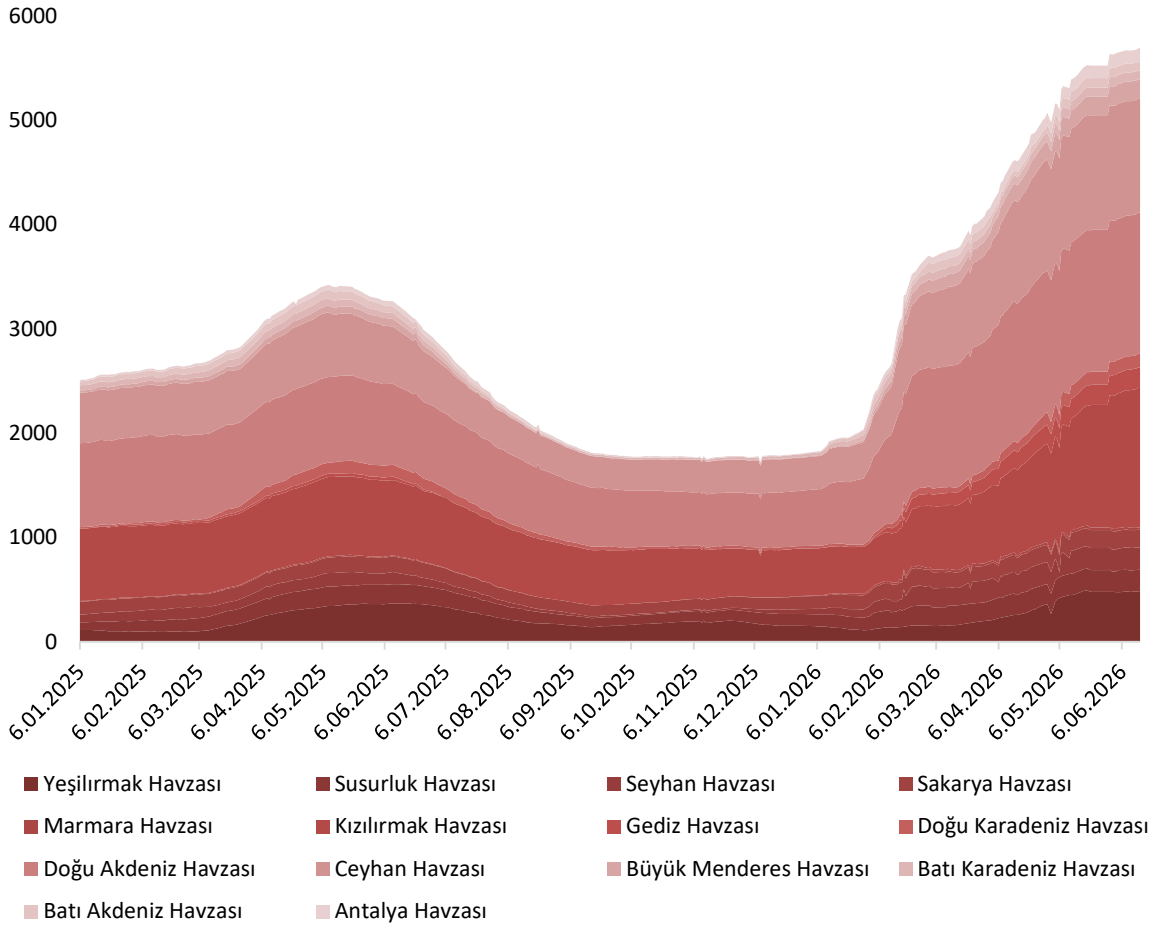
Aydem Yenilenebilir Enerji'nin hidroelektrik santral portföyü, kurulu güç açısından değerlendirildiğinde ağırlıklı olarak **Seyhan Havzası'nda** yoğunlaşmakta olup bu bölgede Mentaş HES, Toros HES ve Göktaş 1-2 HES öne çıkmaktadır. Bu yapı, şirketin hidroelektrik üretim kapasitesinin önemli bir bölümünün Seyhan havzasındaki su rejimine ve hidrolik koşullara bağlı olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte portföy, farklı havzalara yayılarak bölgesel çeşitlilik de oluşturmaktadır. Büyük Menderes Havzası'nda Bereket 1-2 HES, Feslek HES, Adıgüzel HES ve Kemer HES yer alırken; Yeşilirmak Havzası'nda Koyulhisar HES ve Akıncı HES bulunmaktadır. Batı Akdeniz Havzası'nda Dalaman 1-5 HES ve Gökyar HES konumlanmakta, Batı Karadeniz Havzası'nda Düzce Aksu HES, Doğu Karadeniz Havzası'nda ise Çırakdamı HES ve Dereli HES portföye katkı sağlamaktadır. Bu dağılım, şirketin hidroelektrik üretim yapısında Seyhan Havzası merkezli bir yoğunlaşma ile birlikte, Türkiye'nin farklı su havzalarına yayılan kısmi bir coğrafi çeşitlendirme bulunduğunu ortaya koymakta; böylece portföy, bölgesel hidrolik risklere karşı kısmen dengelenmiş ancak hâlâ Seyhan havzası koşullarına duyarlı bir operasyonel profil sergilemektedir.



Grafik 7: HES ve RES Bazında Elektrik Üretimleri (GWh)

(Kaynak: Aydem Analist Sunumu, EPIAŞ, Marbaş Araştırma)

Şirketin yenilenebilir enerji üretim performansı 2026 yılında oldukça güçlü bir görünüm sergilemektedir. Özellikle Büyük Menderes Havzasının etkisiyle hidrolojik koşullardaki iyileşme, hidroelektrik santrallerde (HES) yılın ilk beş ayında gerçekleşen 1.296 GWh'lik üretimi destekleyerek yıl geneline ilişkin yüksek üretim beklentilerini güçlendirmektedir. Bu performansta, yağış ve su rejimindeki olumlu seyrin yanı sıra şirketin son yıllarda artırdığı kurulu gücün katkısı da belirleyici olmaktadır. HES tarafında özellikle Göktaş 1-2 ve Akıncı santrallerinde gözlenen güçlü üretim artışları toplam üretimi yukarı taşıırken, RES ve hibrit GES de 2026'nın ilk beş ayında 276 GWh üretimle operasyonel olarak yüksek kapasite kullanımını sürdürmektedir. Böylece şirket, hem hidrolojik koşullardaki iyileşmeden hem de büyüyen üretim portföyünden faydalanarak son yılların en güçlü üretim dönemlerinden birini yaşamaktadır.



Grafik 8: Havzalara Göre Hidroelektrik Üretim Potansiyeli (GWh)

(Kaynak: Refinitive)

Özellikle **Büyük Menderes, Seyhan, Kızılırmak, Doğu Akdeniz ve Ceyhan** havzalarında gözlenen rezervuar doluluk ve hidroelektrik üretim potansiyeli seviyelerinin, önceki dönem ortalamalarının belirgin şekilde üzerinde seyretmesi, hidrolojik koşulların ve su birikim düzeylerinin güçlendiğine işaret etmektedir. Söz konusu havzalardaki artış, baraj rezervuarlarında depolanan su miktarının ve buna bağlı olarak hidroelektrik üretim potansiyelinin yükseldiğini göstermektedir. Bu durum, mevcut su girişlerinin ve akım rejiminin olumlu seyretmesi sayesinde ilerleyen dönemlerde hidroelektrik üretim kapasitesinde artış potansiyeli oluştuğunu ortaya koymaktadır. Genel olarak değerlendirildiğinde, mevcut hidrolojik koşullar ve rezervuar doluluk seviyeleri, bu havzalarda enerji üretimi açısından destekleyici bir görünüm sergilemektedir.

Büyük Menderes Havzası içerisinde yer alan Kemer HES, Bereket 1-2 HES ve Feslek HES'te üretim seviyelerinin yüksek seyrini sürdürmesi, havzanın hidrolojik rejimi, mevsimsel akış karakteri ve uzun dönem yağış/su potansiyeli doğrultusunda bilimsel olarak desteklenen bir beklenti olarak değerlendirilmektedir. Havzaya ilişkin rezervuar doluluklarının mevsim normallerinin belirgin şekilde üzerinde bulunması, su arzının sürekliliğini destekleyerek hidroelektrik üretim potansiyelini güçlü tutmaktadır. **Bu durum, Aydem portföyünde yer alan söz konusu santrallerin önümüzdeki dönemde de görece yüksek kapasite kullanım oranlarıyla çalışabileceğine ve üretim performansının destekleyici hidrolojik koşullar sayesinde istikrarlı bir görünüm sergileyebileceğine işaret etmektedir.**

## 2.4. Finansal Performans

AYDEM'in önümüzdeki dönem finansal görünümü, özellikle **Piyasa Takas Fiyatı (PTF) tarafındaki zayıf seyrin devam etmesi nedeniyle fiyatlama baskısının sürdüğü** ancak güçlü üretim profili ve yüksek verimli hidroelektrik portföy sayesinde operasyonel kârlılığın desteklendiği bir yapıya işaret etmektedir. 1Ç26 itibarıyla PTF'nin 1Ç25'e göre %22,15 düşerek 52,14 USD/MWh seviyesine gerilemesi, YEKDEM dışı üretimin büyük ölçüde spot piyasa fiyatlarına duyarlı olmasını artırarak şirketin gelir yapısı üzerinde baskı oluşturmaktadır. **Akıncı HES, Yalova RES ve Söke RES'in YEKDEM kapsamında olması** bu etkiyi kısmen sınırlasa da, diğer santrallerdeki spot satış ağırlığı fiyat oynaklığının finansallara yansımaları belirginleştirmektedir. Buna karşın, 1,322 milyar TL seviyesindeki ilişkili taraf elektrik ticaretinin düşük kârlılık yapısı toplam brüt kâr marjını baskılayan temel unsur olarak öne çıkmakta ve hasılat artışının kârlılığa tam yansımaları sınırlamaktadır.

Bununla birlikte şirketin hidroelektrik portföy yapısı operasyonel esnekliği desteklemektedir. Hidro kurulu gücünün %27,2'si doğrudan, %48,6'sı dolaylı olmak üzere toplam %75,9'unun rezervuarlardan yararlanabilmesi, su yönetimi optimizasyonu sayesinde üretim sürekliliğini artırırken aynı zamanda **yan hizmet gelirleri** elde edilmesine de imkân tanımaktadır. **Ayrıca YEKDEM sonrası dönemde rezervuar ve depolama yetkinliğinin katkısıyla spot piyasa fiyatlarının üzerinde satış yapabilme esnekliği**, orta vadede gelir optimizasyonu açısından önemli bir potansiyel oluşturmaktadır.

Operasyonel performans ise güçlü seyrini korurken, finansal performansa en büyük desteği vermektedir. Özellikle hidroelektrik santrallerden gelen yüksek verimli üretim katkısının artmasıyla birlikte FAVÖK yaratımı güçlenmeye devam etmiş, 1Ç26'da FAVÖK 1Ç25'e göre %9,38 artışla 1,376 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. FAVÖK marjı ise 6 puanlık artışla %39 seviyesine yükselerek operasyonel verimlilikte iyileşmeye işaret etmiştir. Net kâr tarafında ise finansal giderler ve ertelenmiş vergi giderlerinin baskısına karşın net parasal pozisyon kazancının desteğiyle 1Ç26'da yıllık bazda %43 artış kaydedilmiş ve 302 milyon TL seviyesine ulaşılmıştır. Net kâr marjı da 3 puanlık artışla %8 seviyesine yükselmiştir.

Net Borç tarafında 1Ç26 itibarıyla 33.688 milyon TL seviyesine yükseliş gerçekleşmiş olup, 1Ç25'e 31.750 milyon TL olan Net Borç seviyesine kıyasla sınırlı bir artış kaydedilmiştir. Buna karşın aynı dönemde FAVÖK tarafında daha güçlü bir performans gözlenmiş; 1Ç25'te 1.144 milyon TL olan FAVÖK, 1Ç26'da 1.455 milyon TL seviyesine yükselerek belirgin bir artış göstermiştir. Net Borçtaki artışa rağmen FAVÖK yaratımındaki daha hızlı büyüme sayesinde Net Borç/FAVÖK rasyosu 4.11x seviyesine gerileyerek kaldıraç tarafında görece bir iyileşmeye işaret etmektedir.

Likidite tarafında ise şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesi sektör ortalamalarına paralel ancak görece sınırlı bir görünüm sergilemektedir. Cari oran 1,27, likidite oranı 1,26 ve nakit oranı 0,49 seviyesinde gerçekleşmiş olup, nakit pozisyonunun görece düşük olması işletme sermayesi yönetiminin önemini artırmaktadır. Genel olarak değerlendirildiğinde AYDEM'in finansal görünümü, zayıf PTF ortamına rağmen güçlü hidrolojik üretim ve yüksek verimli HES portföyü sayesinde operasyonel kârlılığın desteklendiği, ancak fiyatlama baskısının finansal performans üzerinde sınırlayıcı bir faktör olarak varlığını sürdürdüğü bir çerçevede sunmaktadır.

## 2.5. Modelleme ve Değerleme

Önümüzdeki dönemde mevcut santrallerde kapasite artışları, özellikle rüzgâr tarafında türbin modernizasyonu ve ek kurulu güç yatırımları ile desteklenirken, hidro ağırlıklı üretim portföyünün güneş ve rüzgâr yatırımlarıyla dengelenmesi üretim volatilitesini azaltan önemli bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca hibrit projeler ve batarya (BESS) yatırımlarıyla üretim sürekliliğinin artırılması hedeflenmekte olup, bu dönüşüm şirketin uzun vadeli büyüme perspektifini güçlendirmektedir. Bu kapsamda 2026 itibarıyla 1.210 MW seviyesinde bulunan kurulu gücün 2026 sonunda 1.286 MW'a, 2027 sonunda 1.338 MW'a ve depolamalı yatırımların katkısıyla 2028 yılında 1.838 MW seviyesine ulaşmasını bekliyoruz.



Hedef fiyatımızı USD bazlı değerlendirme ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizimiz doğrultusunda belirlerken, WACC hesaplamasında değişken risksiz faiz oranı ve değişken AOSM varsayımları kullanılmıştır. Bu çerçevede AYDEM için 43,5 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi başlatıyoruz.

AYDEM	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	197.708.640	190.350.119	257.943.971	269.398.107	265.049.148
%	16,7%	-3,7%	35,5%	4,4%	-1,6%
EBIT	52.392.789	52.346.283	73.514.032	79.472.442	80.839.990
%	26,5%	27,5%	28,5%	29,5%	30,5%
NOPAT	39.294.592	39.259.712	55.135.524	59.604.331	60.629.992
Amortisman (+)	79.083.456	79.947.050	116.074.787	115.841.186	106.019.659
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-4.148.963	-528.596	13.118.540	2.248.994	-814.129
Yatırım Harcamaları	-29.656.296	-190.350.119	-77.383.191	-13.469.905	-5.300.983
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>92.870.715</b>	<b>-70.614.760</b>	<b>80.708.580</b>	<b>159.726.618</b>	<b>162.162.798</b>
<b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>	<b>73.501.834</b>	<b>-49.899.575</b>	<b>51.351.558</b>	<b>91.248.029</b>	<b>82.714.073</b>
<b>İskonto Faktörü</b>	<b>0,79</b>	<b>0,71</b>	<b>0,66</b>	<b>0,58</b>	<b>0,51</b>

HEDEF FİYAT (TL)	43,50
S.N.A Toplam	357.934.984
Artık Değer	798.681.943
Firma Değeri	1.156.616.927
Toplam Borç	496.880.083
Azınlık Payı	0
Özsermaye Değeri	659.736.844
Sermaye	705.000.000

	2026	2027	2028	2029	2030
Risksiz Faiz Oranı	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
ERP	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Beta	1	1	1	1	1
Özsermaye Oranı	65,0%	60,0%	45,0%	50,0%	60,0%
Borç Oranı	35,0%	40,0%	55,0%	50,0%	40,0%
Özsermaye Maliyeti	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
<b>AOSM</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,0%</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,1%</b>	<b>11,0%</b>



	KURULU GÜÇ (MW)				
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Bereket 1-2 HES	3	3	3	3	3
Feslek HES	9	9	9	9	9
Dalaman 1-2-3-4-5 HES	38	38	38	38	38
Gökyar HES	11	11	11	11	11
Mentaş HES	50	50	50	50	50
Koyulhisar HES	63	63	63	63	63
Toros HES	50	50	50	50	50
Aksu HES	46	46	46	46	46
Kemer HES	48	48	48	48	48
Adıgüzel HES	62	62	62	62	62
Çırakdamı HES	49	49	49	49	49
Dereli HES	49	49	49	49	49
Akıncı HES	99	99	99	99	99
Göktaş 1-2 HES	276	276	276	276	276
Söke RES	57	57	57	57	57
Uşak RES	198	198	198	198	198
Uşak Hibrit GES	107	159	159	159	159
Yalova RES	66	66	66	66	66
Kızıldere JES	7	7	7	7	7
Depolamalı GES	0	0	400	400	400
Depolamalı RES	0	0	25	100	100
<b>TOPLAM</b>	<b>1.287</b>	<b>1.339</b>	<b>1.764</b>	<b>1.839</b>	<b>1.839</b>

	KAPASİTE KULLANIM ORANI (KKO)				
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Bereket 1-2 HES	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Feslek HES	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Dalaman 1-2-3-4-5 HES	35,0%	28,0%	26,0%	24,0%	24,0%
Gökyar HES	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Mentaş HES	20,0%	17,0%	17,0%	15,0%	15,0%
Koyulhisar HES	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Toros HES	35%	25%	25%	25%	25%
Aksu HES	25%	20%	20%	20%	20%
Kemer HES	10%	10%	10%	10%	10%
Adıgüzel HES	0%	0%	0%	0%	0%
Çırakdamı HES	28%	28%	28%	28%	28%
Dereli HES	28%	25%	25%	25%	25%
Akıncı HES	42%	40%	40%	40%	40%
Göktaş 1-2 HES	30%	20%	18%	17%	16%
Söke RES	40%	40%	40%	40%	40%
Uşak RES	20%	20%	20%	20%	20%
Uşak Hibrit GES	23%	23%	23%	23%	23%
Yalova RES	30%	30%	30%	30%	30%
Kızıldere JES	0%	0%	0%	0%	0%
Depolamalı GES	0%	0%	23%	23%	23%
Depolamalı RES	0%	0%	35%	35%	35%
<b>TOPLAM</b>	<b>24,9%</b>	<b>20,7%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,4%</b>	<b>21,3%</b>

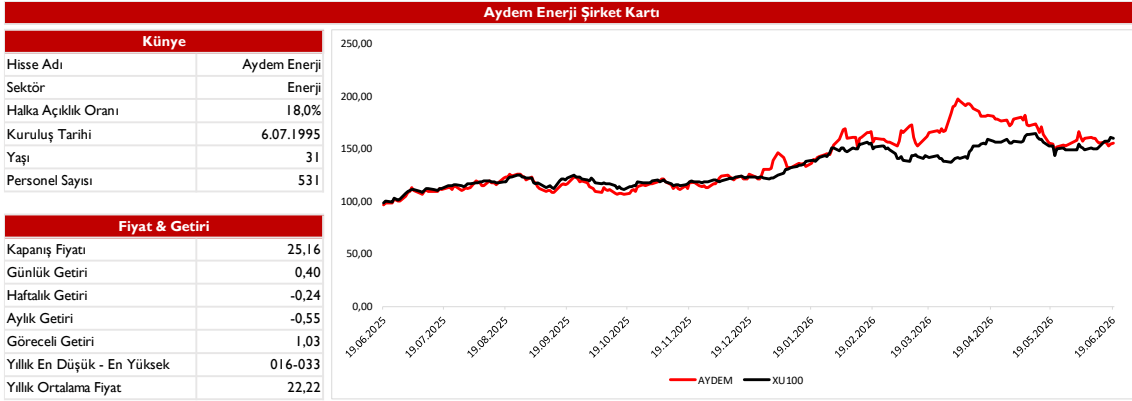


	ELEKTRİK ÜRETİMİ (MWh)				
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Bereket 1-2 HES	7.726	7.726	7.726	7.726	7.726
Feslek HES	6.195	6.195	6.195	6.195	6.195
Dalaman 1-2-3-4-5 HES	114.975	91.980	85.410	78.840	78.840
Gökyar HES	23.981	19.184	19.184	19.184	19.184
Mentaş HES	86.899	73.864	73.864	65.174	65.174
Koyulhisar HES	220.752	220.752	220.752	220.752	220.752
Toros HES	153.269	109.478	109.478	109.478	109.478
Aksu HES	101.178	80.942	80.942	80.942	80.942
Kemer HES	42.048	42.048	42.048	42.048	42.048
Çırakdamı HES	120.432	120.432	120.432	120.432	120.432
Dereli HES	120.678	107.748	107.748	107.748	107.748
Akinci HES	364.241	346.896	346.896	346.896	346.896
Göktaş 1-2 HES	724.277	482.851	434.566	410.424	386.281
Söke RES	199.728	199.728	199.728	199.728	199.728
Uşak RES	346.896	346.896	346.896	346.896	346.896
Uşak Hibrit GES	215.080	319.447	319.447	319.447	319.447
Yalova RES	173.448	173.448	173.448	173.448	173.448
Depolamalı GES	0	0	805.920	805.920	805.920
Depolamalı RES	0	0	76.650	306.600	306.600
<b>TOPLAM</b>	<b>2.806.723</b>	<b>2.430.170</b>	<b>3.257.885</b>	<b>3.448.433</b>	<b>3.424.290</b>

	ELEKTRİK HASILAT (USD)				
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Bereket 1-2 HES	479.032	525.390	525.390	517.663	509.937
Feslek HES	384.094	421.265	421.265	415.070	408.875
Dalaman 1-2-3-4-5 HES	7.128.450	6.254.640	5.807.880	5.282.280	5.203.440
Gökyar HES	1.486.791	1.304.539	1.304.539	1.285.355	1.266.170
Mentaş HES	5.387.750	5.022.774	5.022.774	4.366.685	4.301.510
Koyulhisar HES	13.686.624	15.011.136	15.011.136	14.790.384	14.569.632
Toros HES	9.502.699	7.444.511	7.444.511	7.335.033	7.225.555
Aksu HES	6.273.036	5.504.083	5.504.083	5.423.141	5.342.198
Kemer HES	2.606.976	2.859.264	2.859.264	2.817.216	2.775.168
Çırakdamı HES	7.466.814	8.189.409	8.189.409	8.068.976	7.948.544
Dereli HES	7.482.021	7.326.864	7.326.864	7.219.116	7.111.368
Akinci HES	26.589.578	25.323.408	25.323.408	23.242.032	22.895.136
Göktaş 1-2 HES	44.905.162	32.833.882	29.550.493	27.498.376	25.494.543
Söke RES	14.580.144	13.581.504	13.581.504	13.381.776	13.182.048
Uşak RES	21.507.552	23.588.928	23.588.928	23.242.032	22.895.136
Uşak Hibrit GES	13.334.954	21.722.365	21.722.365	21.402.918	21.083.472
Yalova RES	12.661.704	11.794.464	11.794.464	11.621.016	11.447.568
Depolamalı GES	0	0	65.279.520	65.279.520	65.279.520
Depolamalı RES	0	0	6.208.650	24.834.600	24.834.600
<b>TOPLAM</b>	<b>195.463.381</b>	<b>188.708.425</b>	<b>256.466.446</b>	<b>268.023.189</b>	<b>263.774.420</b>

	YAN HİZMETLER (USD)				
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Göktaş 1-2 HES	2.245.258	1.641.694	1.477.525	1.374.919	1.274.727

	HASILAT (USD)				
	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>TOPLAM</b>	<b>197.708.640</b>	<b>190.350.119</b>	<b>257.943.971</b>	<b>269.398.107</b>	<b>265.049.148</b>



Özet Bilanço				Özet Bilanço				
Kalemler	2026/03	2025/12	Değişim(%)	İtems	2026/03	2025/12	2025/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	3.868	3.809	1,54	Net Satışlar	3.750	12.920	12.920	-70,98
Nakit ve Benzerleri	1.481	1.446	2,41	Yurt İçi Satışlar	0	0	0	a.d
Stoklar	36	35	2,87	Yurt Dışı Satışlar	0	0	0	a.d
Ticari Alacaklar	2.107	1.929	9,25	Diğer Satışlar	0	0	0	a.d
Duran Varlıklar	70.892	71.618	-1,01	Satışların Maliyeti	2.978	10.110	10.110	-70,54
Maddi Duran Varlıklar	67.387	68.146	-1,11	İskontolar	0,00	0,00	0,00	a.d
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.569	2.591	-0,87	İndirimler	0,00	0,00	0,00	a.d
Aktifler	74.760	75.428	-0,89	Brüt Kar	772	2.810	2.810	-72,53
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.049	3.081	-1,01	Faaliyet Giderleri	267	857	857	-68,83
Uzun Vadeli Yükümlülükler	30.639	31.858	-3,83	Esas Faaliyet Karı	505	1.953	1.953	-74,16
Toplam Borç	33.688	34.938	-3,58	Amortisman	871	2.812	2.812	-69,02
Net Borç	22.054	24.088	-8,44	FAVÖK	1.376	4.765	0	-71,13
Sermaye	705	705	0,00	Vergi Öncesi Kar	822	-1.738	-1.738	147,28
Özkaynaklar	41.071	40.489	1,44	Ana Ortaklık Net Kar	302	-2.804	-2.804	110,75

Oran Analizi				F/K	
Oranlar	2026/03	2025/12	Değişim(%)		
<b>Likidite</b>					
Cari Oran	1,27	1,24	0,03		
Likit Oran	1,26	1,23	0,03		
<b>Değerleme</b>					
F/K	0,00	0,00	0,00		
PD/DD	0,43	0,39	0,04		
FD/FAVOK	8,15	8,39	-0,24		
<b>Karlılık</b>					
Özsermaye Karlılığı	0,84	-7,35	8,19		
Aktif Karlılık	0,45	-3,76	4,21		
Brüt Kar Marjı	20,58	21,75	-1,17		
Net Kar Marjı	8,04	-21,70	29,74		
FAVÖK Marjı	36,69	36,88	-0,19		
<b>Büyüme</b>					
Net Kar Büyüme	42,98	0,00	42,98		
FAVÖK Büyüme	9,38	-8,34	17,72		
Özsermaye Büyüme	34,65	13,04	21,61		
Aktif Büyüme	27,33	2,13	25,20		
<b>Faaliyet Etkinliği</b>					
Stok Devir Hızı	301,04	361,94	-60,90		
Alacak Devir Hızı	5,22	5,06	0,16		
Ticari Borç Devir Hızı	32,77	32,39	0,38		



#### YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

#### ARAŞTIRMA BİRİMİ

##### İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00 / 331

☎ +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı

📍 No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

