



ORGE ENERJİ - Nötr

Orge, 7 milyon metrekarelik taahhüt hacmiyle çok fazla projelere odaklanmaktadır. Azalan proje sayısına rağmen artan verimlilik stratejisi benimsenmiş, bu durum başarıyı ve yeni projeleri beraberinde getirmiştir. Şirketin faaliyetleri ağırlıklı olarak metro projeleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. 2015 yılından bu yana 813 bin tonluk kablo atığı geri dönüştürülmüştür.

Şirketin yeni alınan iş tutarı 530 milyon TL'den 447 milyon TL'ye gerilemiştir. Kontratlarla FX'ten TL'ye eskalasyon riskleri nedeniyle dönüş takip edilmektedir. Yılbaşından bu yana yeni alınan/kazanılan/artış yaşanan iş tutarı 798 milyon TL olarak sonuçlanmıştır. Süreç bakımından sözleşmelerde gözlemlene yaptığımızda sadece yeni sözleşme olarak DenizKoru Sarıyer Projesi takip edilirken diğer projelerin eskalasyon ve süreç takibi amacıyla güncelleme sözleşmeleri olduğu görülmektedir. Sektör büyüme iştahına sahipken Orge nezdindeki süreçlerin yavaşladığını teyitleyen en büyük unsur bu durum olmuştur. Yeni alınan işler içeriklerinde %54 premium, %46 kamu yatırımları görülmektedir.

Backlog tarafında ise 1,84 milyar TL seviyesinden 2,84 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Projelerde ağırlık iyice konut dışına evrilmiş olup yeni alınan iş tutarlarında olan eskalasyon etkisi doğal olarak buraya da yansarak TRY backlog ağırlığı %22,4 seviyelerinden %48,4 seviyesine yükselmiştir. Backlog tarafında içerik bazında %63 kamu, %34 premium, %3 konut ve %1 yenilenebilir enerji içeriklidir.

Devam eden yatırımlar çerçevesinde 2025 yılında ilave bir gecikme olmazsa (şirket ortalama 3 ay gecikme ivmesi beyan etmiştir):

- Tanap Dinamik Ups – 10,48 milyon dolar – Temmuz
- İzmir Amerikan Hastanesi – 3,75 milyon avro+ 127,5 milyon TL – Ağustos
- Yeni Havalimanı-Halkalı Metrosu – 2,13 milyon avro+ 25,12 milyon TL – Ağustos

Gecikme riskli ancak güncel durumda tamamlanabilecekler:

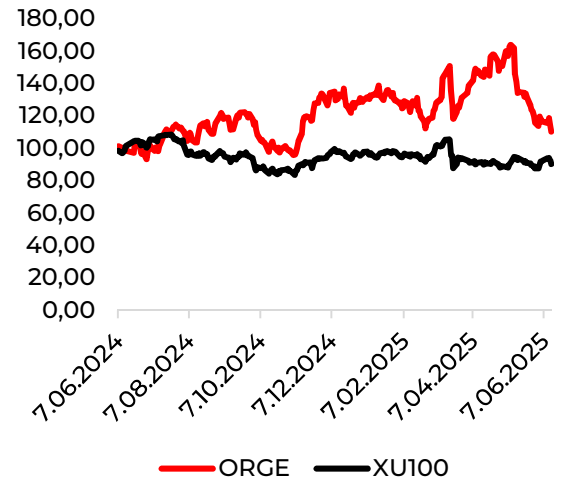
- Bodrum Hillside Otel – 360 milyon TL – Eylül
- İstanbul Havalimanı Mro Hangar – 3,9 milyon dolar+ 144,13 milyon TL – Eylül
- Gebze Darıca Metrosu – 2,69 milyon avro+31,79 milyon TL – Eylül
- Folkart Nova – 725,16 bin avro+ 1,22 milyon dolar+ 65,06 milyon TL – Eylül
- Pendik-Fevzi Çakmak Metrosu – 9,98 milyon avro + 133,75 milyon TL – Ekim
- IFM Metrosu – 9,48 milyon dolar + 249,91 milyon TL – Kasım ayında tamamlanmasını bekleyebiliriz.

16 Haziran 2025

Hisse Kodu	ORGE
Piyasa Değeri (mlr TL)	5,77
Piyasa Değeri (mln \$)	146,46

F/K	8,15
PD/DD	2,01
FD/FAVÖK	2,82

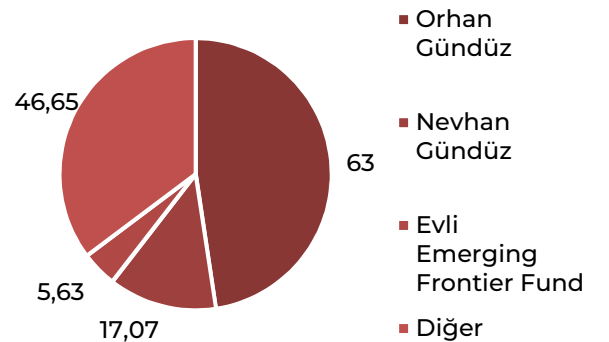
Hisse Sayısı (mln lot)	80
FDPO (%)	52,27
Günlük Ortalama İşlem (mln TL) (12 aylık)	102,43



FİYAT

PERFORMANSI	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-24,18	-23,95	11,17
Nominal (TL)	-24,16	-23,84	11,14
Nominal (USD)	-22,29	-18,29	21,40

Ortaklık Yapısı (%)



İŞ GELİŞTİRME ALANLARI

1- Raylı Sistemler:

- **İstanbul'un 2050 hedefi 717 kilometre olup** mevcut hat uzunluğu 381 kilometre olarak görülmektedir.
- Devam eden proje uzunluğu 87 kilometre olup Orge'nin İstanbul nezdinde görev aldığı metro uzunluğu 117 kilometredir.
- Elektrik kapsamı %12-20 seviyesindedir.
- 2025 yılı yatırım programında 1,44 trilyon TL yatırım planlanmaktadır. **Yatırımların %30'u (yaklaşık 440 milyar TL) ulaştırma yatırımdır.**
- Raylı sistem yatırımları bakanlık özelinde 20 milyar TL, belediyeler nezdinde 62 milyar TL'dir.
- 27,8 milyar TL'si İstanbul, 12,7 milyar TL'si İzmir, 8,5 milyar TL'si Mersin, 13,5 milyar TL'si diğer şehirler olarak görülmektedir.

2- Yurtiçi Üst Yapı Projeleri

- Veri merkezleri yatırımlarında mevcut 100 bin m2 yapılmış alan olup **5 yıllık hedef 400 bin m2'dir. Elektrik payı %15-25 seviyesindedir.**
- Sanayi tesisleri nezdinde çeşitli alanlarda sınai grupların neredeyse tümünde yatırım anlayışı hem yurtiçi hem yurtdışında yer verilebilmektedir. **Elektrik payı %12-20 seviyesindedir.**
- Turizm yatırımları nezdinde 2025 hedefi 64 milyon turist ile 64 milyar dolar, 2028 hedefi ise 90 milyon turist 100 milyar dolar gelir hedefi söz konusudur. %30-45 turist sayısı ve turizm gelirlerinde büyüme tahmin ediliyor. Elektrik payı %12-20 seviyesindedir.

3- Uzaklaşan Alan: Yenilenebilir Enerji

- Sektör tarafında izin süreçlerinin uzaması nedeniyle Orge bu tarafta ilgi odağını ikincil plana attı.
- Salt fiyat rekabeti doğal olarak karlılığı baskılıyor
- 4 kontratta 10 MW proje ve +20 noktada iş bitirimi yapıldı
- Yurtdışı yakın coğrafyalara yönelik takip depolamalı GES'ler nezdinde sürüyor.

4- Yurtdışı İşler/Orge Ticaret

- Merkezi depolama ve sevkiyat anlayışı var
- Deprem kaynaklı yeniden yapım ve kentsel dönüşüm sürecinde hem altyapı hem üstyapıda elektrik malzemelerinde olası ihtiyaç
- EV dönüşüm ve GES işlerinde kablo başta olmak üzere diğer nitelikli malzeme ihtiyacı oluşması durumunda önemli yer edinimi söz konusu olabilir

İş geliştirme alanlarında özellikle makroekonomik koşulların yanı sıra işbirliği yapılan belediyeler üzerinde yönetim değişiklikleriyle birlikte tahsilat süreçlerinde yüklenici firma ile arasında gecikmeler doğal olarak Orge gibi şirketlere önemli ölçüde etki etmekle birlikte bu durum yeni iş alımlarında zayıflamaya backlog büyümesini sınırlamaya neden olmuştur. Yapısal bakımından 1.çeyrek sonrası imzalanan 1 adet iş büyüklüğü bile görece iyileştireceğinden çeyrekte çeyreğe olumlu ancak 2024 2.çeyrekte güçlü baz etkisi nedeniyle yine sınırlanan finansallar bu kalemlerde görmek mümkün olabilecektir.

YENİ ALAN: ELEKTRİKLİ ARAÇ ŞARJ İSTASYONLARI

Dünya'da 2030'da 210 milyon, 2035'de 420 milyon adet şarj istasyonu olması bekleniyor (IEA). 2032'de global şarj pazarının (CAGR:%30) ile 215 milyar dolar olması öngörülüyor (Statzon). 2030'da ABD ve AB özel mülkiyet pazar büyüklüğü 300 milyar dolar olması öngörülüyor.(IEA/McKinsey).

Türkiye nezdinde 143 bin kamusal (EPDK), 750 bin özel mülk şarj istasyonunun 2030'a kadar oluşması bekleniyor. Türkiye pazarının büyüklüğünün 5 milyar dolar seviyesinde gerçekleşeceği tahmin ediliyor.

Ek katkılar:

- TOGG üretimi yalnızca 1 milyon adet oluşu
- Çin'den 3 üretici ve 4.üretici potansiyeli gelmesi
- Ticari araç filo dönüşümleri
- Paket servis araç dönüşümleri
- Ticari ulaşım dönüşümleri
- Taşımacılıkta yapılan dönüşümler

Şarj istasyonları nezdinde (en düşük senaryoda):

- 1- AC miktarının 2025'te 24.983'ten 2035'te 100.150 adede çıkacağı
- 2- DC miktarının 2025'te 9.295'ten 2035'te 46.766 adet seviyesine ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Elektrikli araç projeksiyonları nezdinde (en düşük senaryoda): 2025 yılında 202.030 adet olan miktarın 2035 yılında 1.779.488 adete ulaşacağı tahmin ediliyor.

Şirket kendi şarj istasyonları nezdinde şunları gerçekleştirdi:

- 1- Cihaz tasarımları ve kalıpları imal edildi
- 2- Donanım ve yazılım üretimi baz modellerde tamamlandı
- 3- 45 milyon TL'lik yatırım teşvik belgesi alındı. Bilişim Vadisine şube açıldı.
- 4- Pazarlama ve satışa yönelik çalışmalar sürüyor.
- 5- 2025 2.çeyrekte ilave bir süreç gecikmesi olmazsa ürünlerin satışa hazır hale getirilmesi amaçlanıyor

Şarj istasyonu içeriklerinde Lixhium tabanlı ürünün kullanılmasına yönelik geliştirmeler sürüyor. Premium taban oluşumu, entegrasyon geliştirmeleri gibi güncellemeler yapılmasıyla birlikte şarj dışı işbirlikleri gerçekleştirildiği görülmektedir.

Şirket güncel pazar verileri çerçevesinde kendisini AC şarj istasyonlarına yönlendirmiş olup DC tarafta süreç gecikmeleri ve pazarın görece yavaş olması nedeniyle ikincil planda yer almayı sürdürecektir.

Kar marjları bakımından elektrik gruplarında %20 ağırlık gösterirse küçük bir pazar payı önemli bir kar bırakabileceği gözlemlense de herhangi bir yapılabilecek aksiyonun ortalama 2 sene içerisinde netleşebileceğinden kara yansıma gecikmeli olacağını vurgulamak isteriz.

GELECEĞE YÖNELİK DEĞERLENDİRMELER

Şirket beklentilerinde açık bir sürpriz ortaya koymuyor. Bu çerçevede backlog planlandığı gibi gelire yansır (açık tabirle eritilebilirse) beklentiler şu şekildedir:

- Hasılat %50
- Faaliyet karında %50 nominal büyüme tahmin ediliyor.

Sektörün reel olarak 2026'da 1 kat büyüebileceği tahmin edilse de Orge özelinde büyümelerin sınırlanma beklentisi çerçevesinde nominal büyümeler kuvvetli kalsa da TMS 29'u sürece dahil ettiğinizde büyüme çok sınırlı kalacaktır.

Eskalasyon süreçleri önemli bir katkı verse de makroekonomik tahminlerimizde de yer almayan ara bir zam olması, dövizde olası şok ve süreçlerin dengesizliği oluşmadıkça önümüzdeki süreçlerde yeni sözleşmelerde ön planda olmayacaktır.

Rakiplerine nazaran iç ve dış tarafta birden fazla oyuncu görülerek ortalamalar yüksek kalsa da gruplama bakımında her taahhütçünün Orge ile karşılaştırılmaması gerektiğini değerlendiriyoruz. Orge taahhüt tarafında işin yüklenicisi değil yüklenimde bir parça olarak ele alınmalıdır. Bu çerçevede gözlemleme yaptığımızda güncel rasyoları özelinde taahhüt grubunda (Orge'ye uyumlu) veriler şu şekilde olmuştur (Refinitiv, Finnet verilerine göre):

- 7,44 F/K
- 2,07 PD/DD
- 3,51 FD/FAVÖK

Sonuç olarak, şirketin "şimdilik" sınırlı iskontolu işlem gördüğünü gözlemlemekle birlikte Orge'nin yapısı gereği şarj grubu sürece dahil olmadıkça 1 ve 2.çeyreklerde olumlu ayrılan finansallar TMS 29 dahil/nominal fark edilmeksizin görülemeyeceğini değerlendirmekteyiz.

Orge'nin özellikle 4.çeyrekte backlog yapısı gereği ayrışmayı sürdüreceğini değerlendirsek bu senenin önceki seneler gibi standart geçmediğini vurgulamak isteriz. Belediyelerde yönetim değişikliği nedeniyle tahsilat problemleri, yükleniciler bazında maliyetlerin düşmesine rağmen gecikmeler, makroekonomik koşullar ve geleceğe yönelik sektör büyümesi potansiyeline rağmen yapısal büyümenin yalnızca eskalasyon ile büyük oranda sınırlanması ikincil plana atılmasına neden olmaktadır.

Bu çerçevede görüşmeyi nötr değerlendirmekle birlikte gelecek dönemde eritme başarılı olması takdirinde 3.çeyrekte itibaren kısmen "iskontolu" olabileceği ve 2026 2.çeyrekte itibaren ise iskontonun görülebileceğini tahmin ediyoruz.

Orge Enerji'yi finansallar bazında değerlendirmeyi, gözlemlemeyi sürdürmeye devam edeceğimizi ve önemsedığımızı hatırlatmış olalım.

**YASAL UYARI**

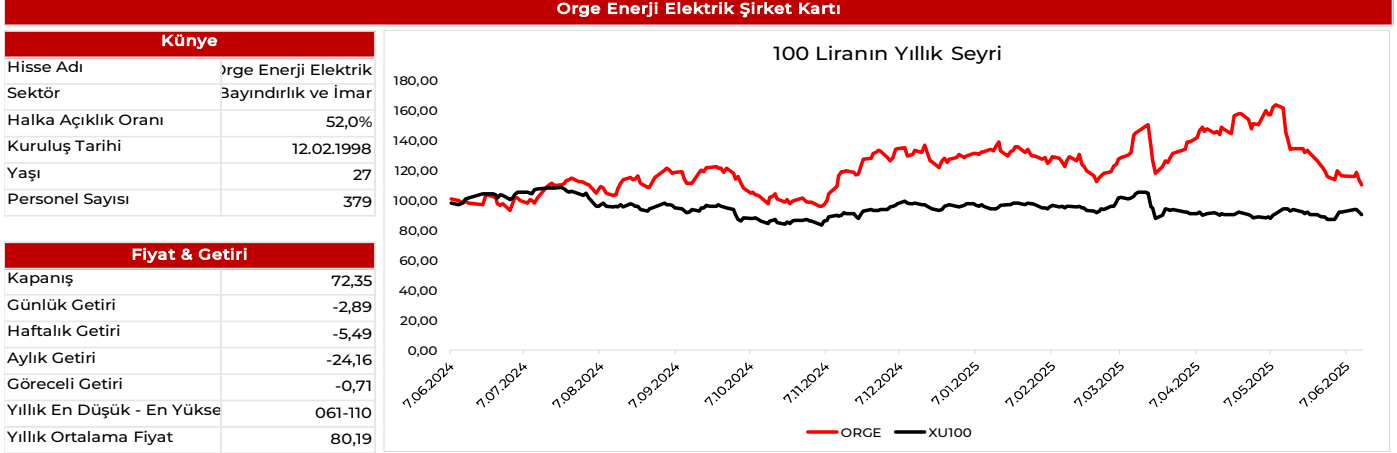
Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri 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



FİNANSALLAR



Özet Bilanço				Özet Gelir Tablosu				
Kalemler	2025/03	2024/03	Değişim(%)	Kalemler	2025/03	2024/03	2024/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	4.023	2.164	85,91	Net Satışlar	782	821	3.429	-4,76
Nakit ve Benzerleri	137	234	-41,49	Yurt İçi Satış	0	0	0	a.d
Stoklar	40	19	106,97	Yurt Dışı Satış	0	0	0	a.d
Ticari Alacaklar	456	245	85,90	Diğer Satışlar	0	0	0	a.d
Duran Varlıklar	407	368	10,63	Satışların Maliyeti	373	362	1.441	2,98
Maddi Duran Varlıklar	39	30	30,84	İskontolar	0,00	0,00	0,00	a.d
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	0	101.726,55	İndirimler	0,00	0,00	0,00	a.d
Aktifler	4.430	2.532	74,97	Brüt Kâr	409	459	1.988	-10,87
Kısa Vadeli Borçlar	888	668	32,90	Faaliyet Giderleri	29	24	103	22,25
Uzun Vadeli Borçlar	673	246	173,28	Esas Faaliyet Kârı	380	435	1.885	-12,66
Toplam Borç	1.561	914	70,71	Amortisman	3	2	12	46,69
Net Borç	-35	-28	-24,57	FAVÖK	383	437	0	-12,38
Sermaye	80	80	0,00	Vergi Öncesi Kâr	104	85	927	23,20
Özkaynaklar	2.870	1.618	77,38	Ana Ortaklık Net Kâr	86	139	691	-37,96

Oran Analizi				F/K	
Oranlar	2025/03	2024/03	Değişim(Bps)		
Likidite					
Cari Oran	4,53	3,24	1,29		
Likit Oran	0,77	0,76	0,01		
Değerleme					
F/K	9,07	16,42	-7,35		
PD/DD	2,02	3,48	-1,46		
FD/FAVÖK	3,12	3,74	-0,62		
Karlılık					
Özsermaye Karlılığı	3,85	11,86	-8,00		
Aktif Karlılık	2,48	7,30	-4,81		
Brüt Kâr Marjı	52,30	55,88	-3,59		
Net Kâr Marjı	11,06	16,97	-5,92		
Favök Marjı	49,01	53,27	-4,26		
Büyüme					
Net Kâr Büyüme	-37,96	24,37	-62,33		
Favök Büyüme	-12,38	229,02	-241,40		
Özsermaye Büyüme	77,38	120,80	-43,43		
Aktif Büyüme	74,97	96,72	-21,75		
Faaliyet Etkinliği					
Stok Devir Hızı	41,77	18,40	23,37		
Alacak Devir Hızı	8,95	10,50	-1,55		
Ticari Borç Devir Hızı	5,91	10,15	-4,24		

PD/DD