

27/10/2025

Karlı büyüme potansiyeli; cazip değerlendirme

İzdemir Enerji'yi hisse başına 15,93TL hedef fiyatla ve "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesi ile takip ettiğimiz şirketler kapsamına alıyoruz. 2007 yılında İzmir'de kurulan İzdemir Enerji, ithal kömüre dayalı yaklaşık 370 MW kurulu güce sahip lisanslı bir termik santral işletmektedir. Bu santral tam kapasite çalışıldığında yıllık yaklaşık 950 bin ila 1 milyon ton kömür tüketimi ve 2 milyar 841 milyon kWh'ye kadar elektrik üretim kapasitesine sahiptir. İzdemir Enerji aynı zamanda yenilenebilir enerji alanında yatırımları ile ön plana çıkmaktadır. Şirketin halihazırda 143 MW güneş enerjisi elektrik santrali mevcuttur. Önümüzdeki yıllarda şirketin GES alanında büyüyeceğini ve yatırım teşviklerinden yararlanmaya devam edeceğini beklemekteyiz. Şirket, ürettiği elektriği hem serbest piyasa tüketicilerine hem de devlet/ulusal iletim sistemine satmaktadır. Şirketin 2025 yılı satışlarının yıllık %24 artışla 9 milyar TL'ye, 2026'da ise %25 artışla 11,3 milyar TL'ye yükselmesini bekliyoruz. Net karın 2025 yılında 515 milyon TL'ye, 2026 yılında ise %48 artarak 763 milyon TL'ye ulaşacağını tahmin ediyoruz. Şirketin mevcut değerlemesini 2026 tahmini 1,8x Firma Değeri/Satışlar, 8,6x Firma Değeri/FAVÖK ve 1,2x Fiyat/Defter Değeri oranı ile cazip buluyoruz.

Operasyonel karlılık yükseliş trendinde ilerliyor.

Sektörde elektrik satış fiyatları arz talebe bağlı olarak belirlenmektedir. Orta ve uzun vadede piyasa takas fiyatının (PTF) 65-70 USD bandında hareket edeceğini düşünmekteyiz. Bu açıdan, maliyet yönetimi operasyonel karlılık için kritik öneme sahiptir. İzdemir Enerji, uluslararası piyasalardan kömür ithal ederken kendi limanını kullanmaktadır. Bu sayede şirket gemi büyüklüğü ve tonajı ayarlamada, boşaltma, bekleme ve yükleme işlemlerinde maliyet avantajı ve stok seviyesini belirlemede esneklik sağlamaktadır. FAVÖK'ün 2025 yılında 1.7 milyar TL'ye 2026 yılında ise 2.4 milyar TL'ye ulaşmasını beklerken FAVÖK marjını 2025-2026 yıllarında ortalama %20,2 olarak öngörüyoruz. Uzun vadeli (2025-32) FAVÖK marjının ortalama %18,1 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Şirketin nakit seviyesinin yükseleceğini öngörüyoruz.

Şirketin büyümek için tercihi kendi özkaynakları olup borçluluk seviyesinin düşük tutmaya gayret etmektedir. 1H25 itibarıyla 641 milyon TL net borca sahip olan İzdemir Enerji'nin 2025 yılını 281 milyon TL net borçla kapatacağını düşünüyoruz. Tahmin dönemimiz olan 2026-2032 yıllarında ise şirketin nette nakitte olacağını ve net nakdin FAVÖK'e oranının ortalama 0,3x seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

IZENR

Bloomberg/Reuters Kodu	IZENR T1 / IZENR.IS
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Fiyatı (TL)	8.47
Hedef Fiyat (TL)	15.93
Yükseliş Potansiyeli	88%

Piyasa Değeri (mn TL)	495
Halka Açıklık (%)	37.0
12 Aylık yüksek/düşük (TL)	10.50 / 4.23
Ort. Gün. İşlem Hacmi (mn TL)	10.5
Net Borç (mn TL) - 2Ç25	641
Firma Değeri (mn TL)	1,136

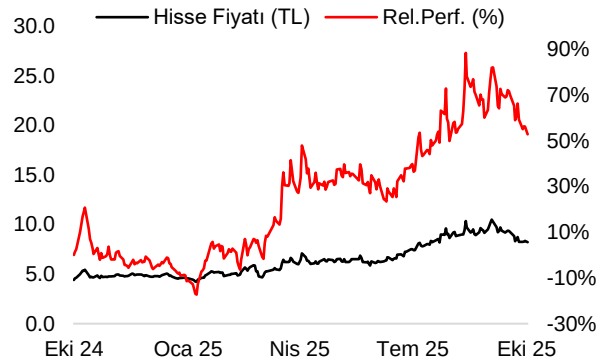
Tahminler* (mn TL)	2023	2024	2025T	2026T
Net Satışlar	10,882	7,268	9,013	11,266
% büyüme	26%	-33%	24%	25%
FAVÖK	1,365	792	1,747	2,358
% marj	12.5	10.9	19.4	20.9
Net Kar	1,579	-929	515	763
% marj	14.5	-12.8	5.7	6.8
Sermaye Getirisi	1.6%	-7.3%	3.3%	4.4%
Temettü	0	0	0	0
% Temettü verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Çarpanlar

FD/Satışlar	1.88x	2.82x	2.33x	1.79x
FD/FAVÖK	15.0x	25.9x	12.0x	8.6x
F/DD	1.44x	1.43x	1.26x	1.15x

	1M	3M	12M	YTD
Rel. Getiri	-14%	12%	50%	60%
Mutlak	-17%	14%	86%	78%

* IAS29 uygulanmıştır



Analist: Övünç Gürsoy, CFA

Değerleme

TL bazlı İNA değerlememizde, 2025-2032 tahmin dönemi için ortalama %26,0 özkaynak maliyeti, %19,4 borçlanma maliyeti ve 1,00 hisse senedi betasına dayanan %22,8 AOSM kullandık. Efektif vergi oranını şirket vergi teşviklerinden yararlandığı için yıllara sari olarak kademeli şekilde artırılmış olup 2025-2032 tahmin döneminde ortalama %16,0 olarak varsayılmıştır. Uç değer büyüme oranı varsayımımız ise %17,5'tir. Sonuç olarak, İNA değerlememiz İzdemir Enerji için hisse başına 15,93TL 12 aylık hedef fiyata işaret ederken %88'lik getiri potansiyeline karşılık gelmektedir.

Tablo 1: İZENR İNA Analizi

TL mn	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satışlar	7,268	9,013	11,266	13,068	15,682	18,034	20,198	22,622	25,337
Yıllık büyüme	-	24%	25%	16%	20%	15%	12%	12%	12%
Brüt Kar	310	1,487	2,140	2,222	2,666	3,066	3,434	3,846	4,307
Yıllık büyüme	-	379%	44%	4%	20%	15%	12%	12%	12%
Brüt kar marjı	4.3%	16.5%	19.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
FVÖK	225	1,181	1,735	1,751	2,101	2,417	2,707	3,031	3,395
Yıllık büyüme	-	425%	47%	1%	20%	15%	12%	12%	12%
FVÖK marjı	3.1%	13.1%	15.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
FAVÖK	792	1,747	2,358	2,406	2,789	3,138	3,464	3,827	4,231
Yıllık büyüme	-	121%	35%	2%	16%	13%	10%	10%	11%
FAVÖK marjı	10.9%	19.4%	20.9%	18.4%	17.8%	17.4%	17.2%	16.9%	16.7%
Net İşletme Sermayesi	1,495	2,364	2,693	3,185	3,822	4,394	4,921	5,511	6,172
İşletme Sermayesi Değişimi	-253	869	329	492	636	573	527	590	661
Satışlara oranı	20.6%	26.2%	23.9%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
Yatırım Harcamaları	1,333	1,400	250	274	329	379	424	475	532
Satışlara oranı	18.3%	15.5%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
Vergi	0	43	61	193	311	382	498	577	730
Serbest nakit akışı	-288	-565	1,719	1,446	1,512	1,805	2,016	2,185	2,308
Yıllık büyüme	-	96%	-404%	-16%	5%	19%	12%	8%	6%
Serbest nakit akışı marjı	-4.0%	-6.3%	15.3%	11.1%	9.6%	10.0%	10.0%	9.7%	9.1%
AOSM	25.9%	25.9%	25.3%	24.3%	23.3%	22.4%	21.4%	20.4%	19.5%
İskonto faktörü	1.00	0.79	0.63	0.51	0.41	0.34	0.28	0.23	0.19
Serbest nakit akışının bugünkü değeri	-288	-448	1,090	737	625	610	561	505	447
Serbest nakit akışı - Bugünkü değer toplamı	3,839								
Uç değer bugünkü değeri	26,860								
Firma değeri	30,698								
Net borç (2Ç25)	641								
Öz sermaye değeri	30,057								
Azınlık Payları	0								
Hisse adeti (mn)	2444								
Hisse başına hesaplanan değer	12.30								
12 aylık hedef fiyat	15.93								
Cari hisse fiyatı	8.47								
Yükselme potansiyeli	88%								

* 2025-2032 tahmin dönemi ortalama değerleri

*2024 yılı ve sonrası için enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

Riskler

- İthal kömür genellikle ABD doları ile fiyatlandığı için, santral gelirleri TL cinsinden olsa bile giderler döviz cinsindendir. USD/TRY kurundaki artışlar, yakıt maliyetini doğrudan yükseltir. Kur koruması yoksa veya PPA (alım garantisi) döviz bazlı değilse, marjlar ciddi şekilde daralır.
- Küresel kömür fiyatları (özellikle Newcastle, API2 gibi endeksler) oldukça oynaktır. 2022'de Ukrayna savaşı sonrası kömür fiyatları 400 USD/ton'a kadar çıkmıştı; bu tür ani sıçramalar üretim maliyetlerini katlayabilir. İzdemir Enerji farklı ülkelerden oluşan çeşitlendirilmiş bir tedarikçi zincirine sahip olduğundan fiyatlardaki ani sıçramalardan daha az etkilenebilir.
- Avrupa Birliği'nin sınırda Karbon Düzenleme Mekanizması (CBAM) gibi uygulamaları ithal kömür santrallerini dolaylı etkiler. Türkiye'nin olası ulusal karbon fiyatlandırma sistemi veya emisyon ticaret sistemi (ETS) devreye girdiğinde, ithal kömür santralleri ciddi karbon maliyeti ile karşılaşabilir (örneğin 50–100 €/ton CO₂ seviyeleri). Bu durum üretim maliyetini gaz santrallerine veya yenilenebilirler göre daha da dezavantajlı hale getirir.
- Elektrik talebi düştüğünde ya da yenilenebilir üretim arttığında, sistem marj fiyatları (PTF) geriler. PTF düşük kalırsa ithal kömür santralleri marjinal maliyetlerinin altında üretmek zorunda kalabilir veya devre dışı kalabilir.
- Kömürün çoğu Güney Afrika, Rusya, Kolombiya, Endonezya gibi ülkelerden ithal edilir. Bu ülkelerdeki grev, savaş, ambargo veya lojistik sıkıntılar arzı kısıtlayabilir. Navlun (deniz taşımacılığı) maliyetleri ve sigorta bedelleri de büyük oynaklık gösterir.
- Kömür santralleri yüksek CO₂, SO₂, NO_x ve partikül salımı nedeniyle en sıkı çevre denetimine tabi tesislerdir.
- ÇED izinleri, filtre sistemleri, kül depolama alanları, atık su yönetimi gibi unsurların her biri yüksek yatırım ve işletme gideri gerektirir. Yeni çevre standartlarına uyum sağlanmazsa santral kapasite düşürme veya kapanma riskiyle karşılaşabilir.
- Kömür santralleri, özellikle ithal kömürün değişken kalitesi nedeniyle kazan ve türbin aşınması gibi teknik sorunlara yatkındır. Yedek parça tedariki dövizle olur ve maliyetlidir.
- Risksiz faiz oranındaki değişim değerlemeyi etkilemektedir. Risksiz faiz oranındaki her bir puanlık değişim değerlememizi %4,3 oranında etkilemektedir.

Şirket Profili

İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş. 2007 yılında İzmir’de kurulmuştur. Şirketin fiili faaliyet konusu elektrik üretimi ve ticaretidir. Şirket sahip olduğu enerji santrallerinde elektrik üretimi yapmakta ve satmaktadır. Ayrıca kendi üretimine ilave olarak veya duruş zamanlarında dışarıdan da elektrik alımı yapmakta ve müşterilerine satmaktadır.

Tablo 2: İzdemir Enerji Yerleşkesi



Kaynak: Paranın Yönü Websitesi <https://www.paraninyonu.com.tr/haber/izdemir-enerji-izenr-planli-bakim-calismasini-tamamladi-47119>

Şirketin İzmir Aliğa’da 103.485 m² arazi üzerinde bulunan ve ithal kömüre dayalı olarak elektrik üreten termik santralinin toplam kurulu gücü 370 MW’dır. Şirket yenilenebilir enerji alanında Manisa İli Salihli İlçesinde 24,1 MWe, 51 MWe ve 68,08 MWe toplam kurulu gücü 143,18 MWe olacak şekilde Güneş Enerjisi Elektrik Santrali (GES) kurulumunu tamamlanmıştır.

Termik santralde tam kapasite çalışıldığında yıllık 950 bin ila 1 milyon ton arası kömür tüketilmekte ve bunun karşılığında 2 milyar 841 milyon kWh e kadar elektrik enerjisi üretilebilmekte, üretilen elektrik enerjisinin bir kısmı serbest tüketicilere bir kısmı devlete satılmaktadır.

Enerji üretim tesisinde temiz kömür yakma teknolojilerinden, pulverize kömür yakma teknolojisi uygulanmaktadır. Tesiste ana yakıt olarak ithal kömür, yardımcı yakıt olarak doğal gaz kullanılmaktadır.

Tablo 3: İzdemir Enerji Üretim Tesis

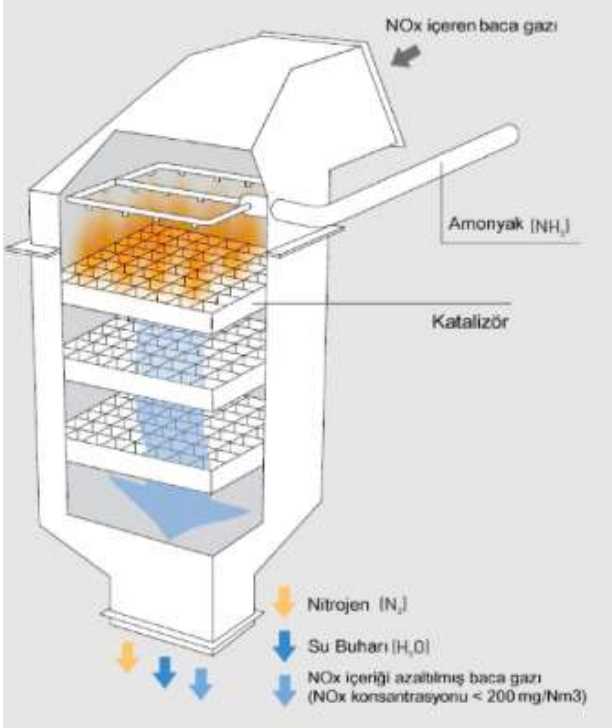
Kaynak: İzdemir Enerji Websitesi, <https://www.izdemirenerji.com/santrallerimiz/enerji-santrali/teknoloji>

Kömür, stok sahasından kapalı bantlı taşıma sistemi ile kazana iletilmektedir. Değirmenlerde toz haline getirilen kömür, brülörler aracılığıyla kazanda yakılmaktadır. Kazan içi yakma sıcaklığı 1.400°C civarında olacaktır. Buhar kazanında elde edilen yüksek basınçlı buhar, konvansiyonel bir buhar türbinini geçerek, buhar türbini ile birlikte çalışan jeneratörün elektrik üretmesini sağlayacaktır. Türbinden çıkan buhar, kondenser sisteminde yoğunlaştırılarak buhar kazanına gönderilecek ve yeniden buhar üretimi gerçekleştirilecektir.

Kazan içerisinde yanma sonucu açığa çıkan baca gazı önce azot oksitlerin giderilmesi için DeNOx ünitesinden sonrasında ise elektrostatik toz tutucu filtrelerden ve devamında ise kükürt dioksit giderme tesisinden geçtikten sonra bacaya yönlendirilecektir. Burada amaç düşük emisyon değerlerine ulaşmaktır. Santralin elektrik üretimi sırasında ortaya çıkan ana atıkları kül ve alçıtaşıdır. Bu maddeler daha sonra çimento, beton ve alçı firmalarında ham madde olarak kullanılmakta olup ekonomik değer olarak geri kazanılmaktadır.

Belirlenen NOx emisyonu limit değerlerinin sağlanabilmesi için santralde, düşük NOx yakıcıları gibi birincil nitrojenasyon sistemlerinin yanında DeNOx sistemi de kurulacaktır. Aşağıdaki tabloda süreç gösterilmiştir.

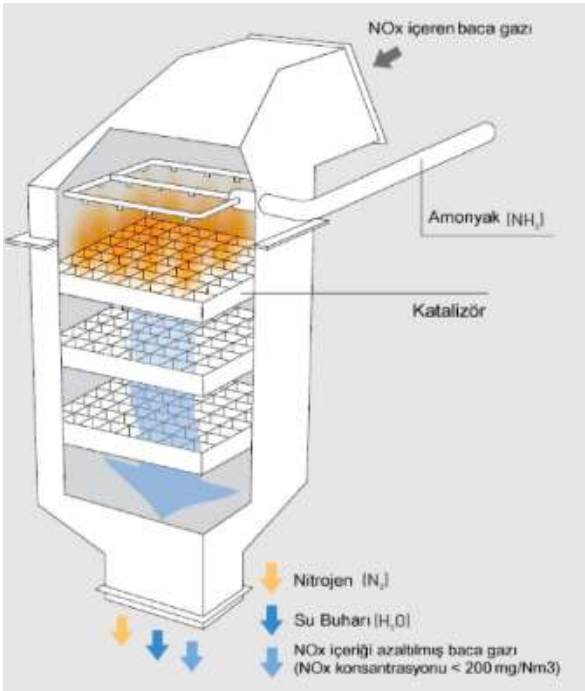
Tablo 4: Baca Gazı Denitrifikasyon (DeNOX) Ünitesi



Kaynak: İzdemir Enerji Websitesi, <https://www.izdemirenerji.com/santrallerimiz/enerji-santrali/baca-gazi-denitrifikasyon-denox-unitesi>

Santralde kömürün yanması sonucunda oluşabilecek SO_2 emisyonunun sınır değerlerin altına getirilmesi için santralde ıslak kireçtaşı prosesine dayalı BGD ünitesinin kurulması planlanmıştır.

Tablo 5: Baca Gazı Desulfürizasyon (BGD) Ünitesi

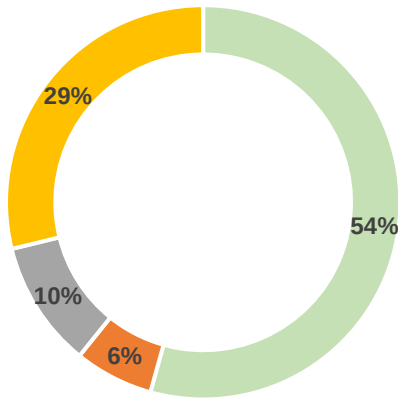


Kaynak: İzdemir Enerji Websitesi, <https://www.izdemirenerji.com/santrallerimiz/enerji-santrali/baca-gazi-desulfurizasyon-bgd-unitesi>

Termik santralin yanısıra İzmir Enerji tarafından enerji üretim kaynaklarını çeşitlendirmek adına kullanımı tüm dünyada hızla artan GES (güneş enerjisi elektrik santrali) Manisa'da 150 MWe üretim hacmine sahip arazi üzerine kurulmuştur. Söz konusu projenin 1.Etabı 24,1MWe gücünde, 2. Etabı ise 51MWe gücünde ve 3.etabı 68,083MWe gücünde olup yüksek verimli monokristal topcon bifacial güneş paneli modülünden oluşmaktadır. Şirketin Güneş Enerjisi Santrali toplam gücü 143,18 MWe ulaşmıştır.

Şirket hisseleri 16.08.2023 tarihinde BIST'te işlem görmeye başlamıştır. 30 Haziran 2025 itibariyle Şirket'in hissedar yapısı aşağıdaki şekildedir.

Tablo 6: İzmir Enerji Hissedar Yapısı



■ İzmir Demir Çelik A.Ş. ■ İDÇ Liman İşletmeleri A.Ş. ■ GSY Fonları ■ Diğer

Kaynak: Kamuya Açıklama Platformu

İzmir Enerji Tarihsel Gelişimi

Şirket, 2007 yılında İzmir'de kurulmuştur. 2011 yılında termik santral inşaatı başlamıştır. 2014 yılında santral devreye girmiştir. 2023 yılında ise şirket hisseleri borsada işlem görmeye başlamıştır. 2024 yılında Manisa ilinde 24,1 MWe ve 51 MWe olmak üzere toplam 75,1 MWe kurulu güçte Güneş Enerjisi Elektrik Santralinin işletmeye alınmıştır. 2025 yılında ise Manisa ilinde 75,1 MWe ek olarak 68,083 MWe kurulu gücünde Güneş Enerjisi Elektrik Santralinin işletmeye alınmıştır.

FİNANSALLARA BAKIŞ

Geçen sene Haziran sonu 163.3 milyon TL esas faaliyet zararı oluşmuşken, Haziran 2025 döneminde 276 milyon TL esas faaliyet karı oluşmuştur. Geçen sene Haziran sonu 1.3 milyar TL dönem net zararı açıklanmış iken, 2025 yılı ilk altı ayda 253 milyon TL dönem net zararı oluşmuştur. Esas faaliyet kar marjı geçen yıl Haziran döneminde -%4,4 iken, Haziran 2025 döneminde %7,4 olarak gerçekleşmiştir. Satış gelirleri ise geçen yılın ilk altı aylık dönemine göre %1 oranında artarak 3.8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Geçen yıl aynı dönem finansal tablolarda 130 milyon TL olan FAVÖK Haziran 2025 döneminde %310 artışla 534 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 7: Özet Karşılaştırmalı Finansallar (TL)

	30 Haziran 2025	30 Haziran 2024
Dönen Varlıklar	2.596.739.296	2.665.907.541
Duran Varlıklar	13.355.213.470	12.653.095.350
Toplam Varlıklar	15.951.952.766	15.319.002.891
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	861.260.252	347.963.027
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	876.478.961	504.269.115
Özkaynaklar	14.214.213.553	14.466.770.749
Toplam Kaynaklar	15.951.952.766	15.319.002.891

Finansal Oranlar	30.06.2025	31.12.2024
Cari Oran (Dönen Var./K.V. Borçlar)	3,02	7,66
Likidite Oranı (Dönen Var.-Stoklar/K.V. Borçlar)	1,08	4,44
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	0,12	0,06
Maddi Duran Varlıklar/Özkaynaklar	0,92	0,83
Esas faaliyet kar marjı	% 7	% 4
Dönen Varlıklar/Aktif Toplamı	0,16	0,17
Duran Varlıklar/Aktif Toplamı	0,84	0,83
Net İşletme Sermayesi (TL) (Dön.Var.-K.V.Borç.)	1.735.479.044	2.317.944.514

Kaynak: İzdemir Enerji Haziran 2025 Tarihli Faaliyet Raporu

Üretim ve satış faaliyetlerine bakacak olursak termik santralden elektrik üretimi geçen seneye göre %35 artış göstermiştir. GES kaynaklı elektrik üretimi 2025 yılında katkı yapmaya başlamıştır. Toplam elektrik satışı ise geçen seneye göre %27 artış göstermiştir.

Tablo 8: Üretim ve Satış Performansı

MWh	2024 ilk 6 ay	2025 ilk 6 ay	Değişim %
Termik santral üretim	969.707	1.309.110	% 35
GES üretim	-	78.199	-
Satış	1.133.156	1.434.007	% 27

Kaynak: İzdemir Enerji Haziran 2025 Tarihli Faaliyet Raporu

Kapasite ve kapasite kullanım oranındaki değişimler karşılaştırmalı olarak aşağıda verilmiştir. Şirket 2025 ilk 6 aylık döneminde %92 kapasite kullanım oranına ulaşmıştır.

Tablo 9: Kapasite Kullanım Oranı

Termik santral yıllık kapasite (MWh)	2024 ilk 6 ay kapasite kullanım oranı	2025 ilk 6 ay kapasite kullanım oranı
2.841.000	% 68	% 92

Kaynak: İzdemir Enerji Haziran 2025 Tarihli Faaliyet Raporu

YATIRIM FAALİYETLERİ

İzdemir Enerji'nin henüz aktifleştirilmeyen yapılmakta olan yatırımların Haziran 2025 sonu itibarıyla tutarı 1.3 milyar TL'dir.

İzdemir Enerji, Manisa'da yenilenebilir enerji üretimi alanında 147 MWe üretim hacmine sahip arazi üzerine, 75,1 MWe kurulu gücünde GES yatırımını tamamlanmış ve devreye almıştır. Mevcut 75,1 MWe Güneş Enerjisi Elektrik Santraline ek olarak 68 MWe kurulu gücünde güneş enerjisinden elektrik üretimi yapmak üzere başlatılan yatırım süreci devreye alınmış olup Güneş Enerjisi Santrali toplam 143,18 MWe güce ulaşmıştır.

İzdemir Enerji, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan 3 yıl süreli iki adet yatırım teşvik belgesi almıştır. Teşvik belgelerinin toplam tutarı 1.5 milyar TL'dir. Söz konusu yatırım teşvik belgeleri, şirketin Manisa ilinde sahip olduğu arazileri üzerine yenilenebilir enerji üretimi alanında kuracağı güneş enerjisi santrali yatırımı için alınmıştır. Yatırım teşviki kapsamında, %30 yatırım katkı oranı, sigorta primi işveren hissesi (6 yıl) ve KDV istisnası destek unsurlarından yararlanılacaktır. Söz konusu devlet katkısı, ileriki dönemlerde ödenmesi gereken kurumlar vergisinin daha az ödenmesi suretiyle sağlanacaktır.

Şirketin yenilenebilir enerji üretimi alanında yatırımları kapsamında Nisan 2024 tarihinde 1'inci etap 24,1 MWe/32,079 MWp kurulu güç santrali (GES) işletmeye alınarak elektrik enerjisi üretimine başlamıştır. Devreye alınan 1. etap güneş enerji santrali ile yılda 55 milyon kWh elektrik enerjisi üretilerek, üretilen elektrik enerjisinin tamamı GES yatırımları kapsamında yapılmış olan 154 kV trafo merkezi üzerinden enterkonnekte sisteme verilmektedir.

Eylül 2024 tarihinde ise 2'inci etap 51 MWe/61,088 MWp kurulu güç santraline ait taşıyıcı konstrüksiyon sisteminin montaj işlemleri ile elektriksel montaj işlemleri tamamlanmış ve Güneş Enerjisi Elektrik Santrali (GES) işletmeye alınarak elektrik enerjisi üretimine başlamıştır. 51 MWe kurulu gücündeki 2. Etap Güneş enerji santrali ile yılda 101 milyon kWh elektrik enerjisi üretilerek, Güneş Enerjisi Elektrik Santralinin toplam kurulu gücü 75,1MWe olacak olup yılda 149 milyon kWh elektrik enerjisi üretmesi planlanmaktadır.

2025 yılı ikinci yarısında ise 68,083 MWe gücündeki 3'üncü etaba ait tesisin TEDAŞ tarafından Geçici Kabul İşlemleri yapılmış ve tesis işletmeye alınarak elektrik enerjisi üretimine başlamıştır. 3. Etapın devreye alınması ile birlikte İzdemir Enerji'nin Güneş Enerjisi Santrali toplam 143,18 MWe güce ulaşmıştır.

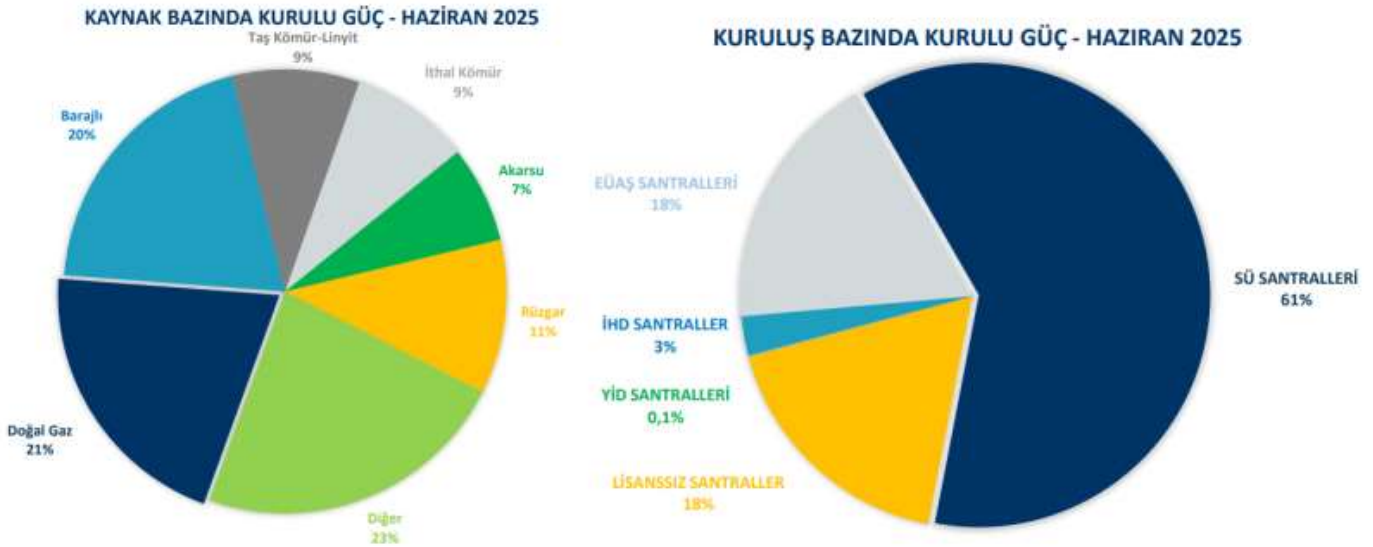
TÜRKİYE ELEKTRİK PİYASASI

EPİAŞ tarafından yayınlanan aylık elektrik piyasaları raporuna göre 2025 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla Türkiye'nin elektrik enerjisi kurulu gücü 119.377 MW'a ulaşmıştır.

2025 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla elektrik üretim santrallerinin kurulu güçleri kaynak bazında incelendiğinde, ilk sırada 24.611 MW (%20,6) ile doğalgaz yer almaktadır. Ardından 23.863 MW (%20) ile barajlı, 13.391 MW (%11,2) ile rüzgar, 11.073 MW (%9,3) ile taş kömür-linyit, 10.456 MW (%8,8) ile ithal kömür, 8.420 MW (%7,1) ile akarsu ve 27.562 MW (%23,1) ile diğer kaynaklar gelmektedir. Diğer kaynakların kurulu güç dağılımı incelendiğinde, 22.755 MW ile güneş, 2.121 MW ile biyokütle, 1.734 MW ile jeotermal, 405 MW ile asfaltit, 310 MW ile kojenerasyon ve 230 MW ile fuel oil santralleri yer almaktadır.

Kuruluş bazında kurulu güçler incelendiğinde, serbest üretim santralleri 73.254 MW (%61,4), EÜAŞ santralleri 21.573 MW (%18,1), lisanssız santraller 21.189 (%17,7), işletme hakkı devredilen santraller 3.245 MW (%2,7) ve yap işlet devret santralleri 116 MW (%0,1) kurulu güce sahiptir.

Tablo 10: Kaynak ve Kuruluş Bazında Kurulu Elektrik Gücü



Kaynak: EPİAŞ, İzdemir Enerji Haziran 2025 Tarihli Faaliyet Raporu

Ayrıca ülkemizde elektrik enerjisi üretim santrali sayısı, 2025 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla 36.522'ye (lisanssız santraller dâhil) yükselmiştir. Mevcut santrallerin 771 adedi hidroelektrik, 71 adedi kömür, 381 adedi rüzgar, 66 adedi jeotermal, 346 adedi doğal gaz, 34.453 adedi güneş, 434 adedi ise diğer kaynaklı santrallerdir. (Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı).

2025 yılı ilk altı ayında toplam üretim 168.957.725 MWh olarak gerçekleşmiştir. Üretimin kaynaklara göre dağılımı aşağıdaki gibi olmuştur.

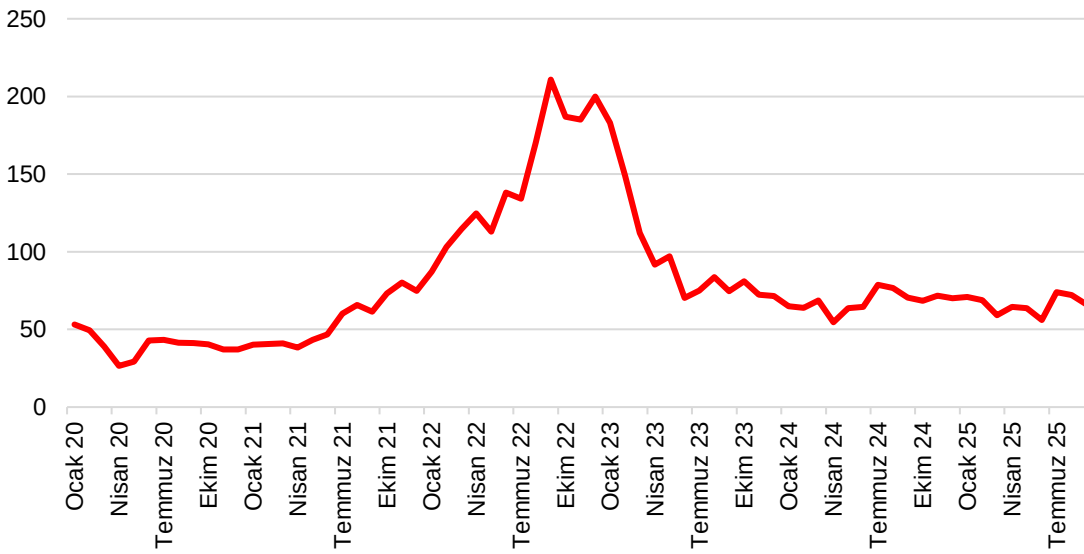
Tablo 11: Elektrik Üretim Kaynaklarına Göre Dağılımı

KAYNAK TÜRÜ	2025 İLK 6 AY ÜRETİM (MWh)	(%)
İTHAL KÖMÜR	33.892.725	20,06%
DOĞAL GAZ	33.154.299	19,62%
BARAJLI	22.772.391	13,48%
RÜZGAR	18.773.673	11,11%
LİNYİT	17.983.110	10,64%
GÜNEŞ	17.781.179	10,52%
AKARSU	11.062.284	6,55%
JEOTERMAL	5.460.178	3,23%
BİYOKÜTLE	4.232.239	2,50%
TAŞ KÖMÜR	2.202.055	1,30%
ASFALTİT KÖMÜR	757.301	0,45%
ATIK ISI	510.149	0,30%
FUEL OİL	376.143	0,22%
TOPLAM	168.957.725	100,00%

Kaynak: TEİAŞ, İzdemir Enerji Haziran 2025 Tarihli Faaliyet Raporu

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere Türkiye’de ithal kömür elektrik üretim kaynaklarının başında gelmektedir. Bunu doğalgaz ve barajlar takip etmektedir.

Tablo 12: Aylık Ortalama PTF (USD)



Kaynak: EPİAŞ Şeffaflık Platformu

Aylık ortalama piyasa takas fiyatlarına (PTF) baktığımızda 2023 yılından itibaren 50 ile 100 USD arasında seyrettiğini görmekteyiz. 2022 yılında Rusya'nın Ukrayna'yı işgali ve sonrasında Rusya'nın Avrupa'ya doğalgaz ihracını kısıması ve Avrupa'nın Rusya'dan petrol ve kömür ithalatına yaptırımlar getirmesi global bir enerji krizine yol açmıştır ve bunun sonucunda enerji fiyatlarında yüksek artışlar yaşanmıştır. Orta ve uzun vadede PTF'nin 65-70 USD bandında dalgalanacağını düşünmekteyiz.

Tablo 13: İzdemir Enerji Özet Finansallar (Enflasyon Muhasebesi Uygulanmış)

Özet Gelir Tablosu (mn TL)	2024	2025T	2026T
Satışlar	7,268	9,013	11,266
Satışların Maliyeti	6,958	7,526	9,125
Brüt Kar	310	1,487	2,140
Faaliyet Giderleri	85	306	406
Faaliyet Gelirleri	225	1,181	1,735
FAVÖK	792	1,747	2,358
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	33	109	55
Finansal Gelirler/(Giderler)*, Net	-816	-547	-601
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	-242	113	23
Vergi Öncesi Kar	-799	856	1,211
Vergi Gideri	0	-341	-448
Net Kar/(Zarar)	-929	515	763
*Net parasal kazanç (kayıp) dahil			
Özet Bilanço (mn TL)	2024	2025T	2026T
Nakit ve nakit benzerleri	841	808	1,623
Ticari alacaklar	457	420	525
Stoklar	1,120	2,021	2,250
Diğer dönen varlıklar	248	180	225
Dönen varlıklar	2,666	3,428	4,623
Maddi duran varlıklar	12,040	14,207	14,492
Maddi olmayan duran varlıklar	2	2	2
Diğer duran varlıklar	611	180	214
Duran varlıklar	12,653	14,390	14,708
Toplam varlıklar	15,319	17,818	19,331
Kısa vadeli borçlanmalar	209	282	324
Ticari borçlar	82	76	82
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	57	81	101
Kısa vadeli yükümlülükler	348	440	507
Uzun vadeli borçlanmalar	448	806	766
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	56	90	113
Uzun vadeli yükümlülükler	504	896	879
Özkaynaklar	14,467	16,482	17,945
Toplam yükümlülükler ve özkaynaklar	15,319	17,818	19,331
Net borç	-184	281	-533
Nakit Akışı (mn TL)	2024	2025T	2026T
FAVÖK	792	1,747	2,358
Faaliyet Karı Vergisi	0	43	61
Net işletme Sermayesi Değişimi	-253	869	329
Yatırım Harcamaları	1,333	1400	250
Serbest Nakit Akımı	-288	-565	1,719
Rasyolar	2024	2025T	2026T
Brüt Kar Marjı	4.3%	16.5%	19.0%
FAVÖK Marjı	10.9%	19.4%	20.9%
Net Kar Marjı	-12.8%	2.7%	6.8%
Efektif Vergi Oranı	0.0%	5.0%	5.0%
Aktif Karlılığı	-6.1%	3.1%	4.1%
Özkaynak Karlılığı	-6.4%	3.3%	4.4%
Net Borç/FAVÖK	-0.2	0.2	-0.2

Kaynak: Şirket Finansalları, OYAK Yatırım

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisseler ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.