

1. Amaç ve Kapsam

Bu raporun amacı, Türkiye’de yenilenebilir enerji sektörünün mevcut durumunu, orta vadeli görünümünü ve sektörü şekillendiren temel dinamikleri analiz edip değerlendirmektir. Bu doğrultuda rapor, öncelikle Türkiye’nin kurulu güç yapısının, elektrik üretim bileşenlerinin, piyasa tasarımının ve fiyatlama dinamiklerinin üzerinde durarak sektöre ilişkin güncel bir perspektif sunmayı hedeflemektedir.

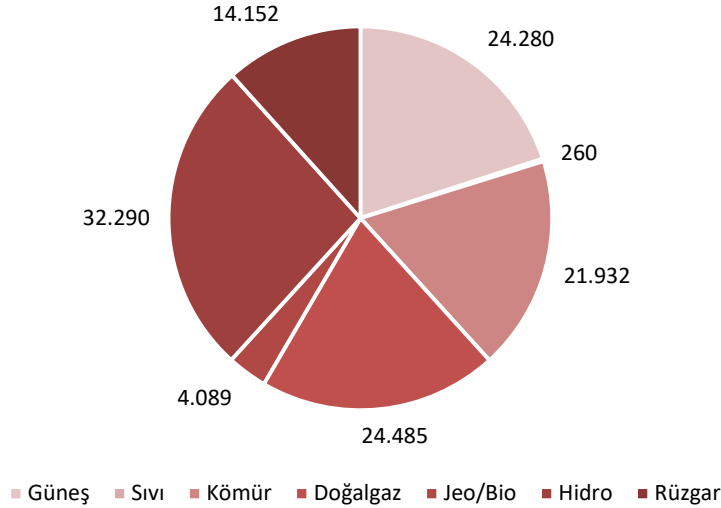
Raporun ikinci bölümünde, yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren **Galata Wind Enerji A.Ş.** ve **IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.** ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Her iki şirketin iş modeli, portföy yapısı, operasyonel performansı, finansal performansı ve büyüme stratejileri kapsamlı şekilde incelenmiştir.

Analizin devamında, her iki şirket için oluşturulan finansal projeksiyon modelleri üzerinden değerlendirme çalışması yapılmış ve bu çerçevede hedef fiyat hesaplamaları sunulmuştur. Kullanılan varsayımlar ve yöntemler ilgili bölümlerde detaylandırılmıştır.

Bu bağlamda rapor hem sektöre genel bakış hem de **IC Enterra** ve **Galata Wind** özelinde yatırımcıya yol gösterici nitelikte bir değerlendirme seti ortaya koymaktadır. Raporun kapsamı hem makro sektörel görünümü hem de şirket bazlı değerlendirme çıktılarını bir araya getirmeyi amaçlamaktadır.

2. Türkiye’de Enerji Sektörü

2.1. Türkiye’nin Kurulu Güç Görünümü ve Kaynak Bazlı Dağılımı

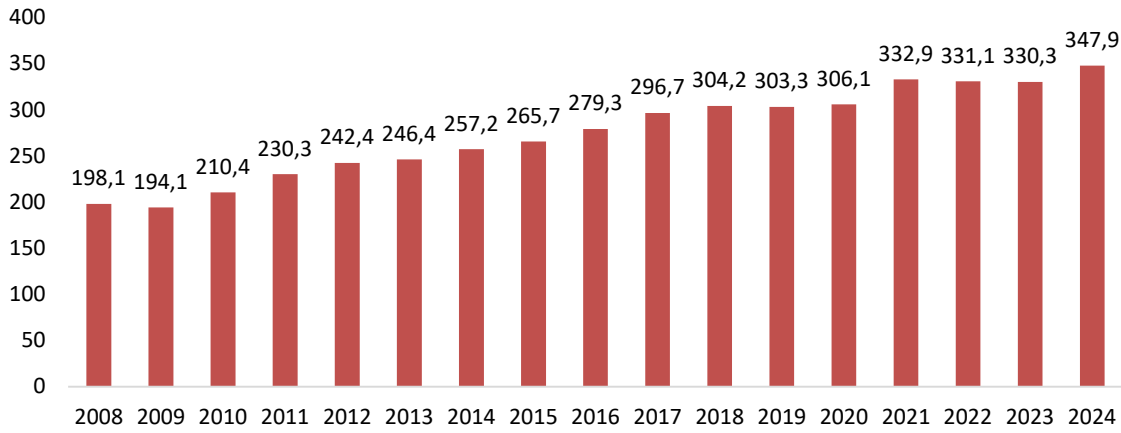


Grafik 1: Türkiye'nin Kurulu Gücünün Kaynak Bazlı Dağılımı (MW)

2025 yılının Eylül ayında Türkiye’nin kurulu gücü, 2024 yılına kıyasla **%5,29 artarak 121.488 MW** seviyesine ulaşmıştır. Yenilenebilir enerji kaynaklarının ise kurulu gücü de **%9,1** oranında yükselerek **74.811 MW** olmuştur. Yenilenebilir kaynaklar içinde hidroelektrik grubu liderliğini korurken, güneş enerjisi (%23,76) ve rüzgâr enerjisi (%12,53) en yüksek artışları gerçekleştiren kaynaklar olmuştur.

2025 yılında güneş ve rüzgâr kurulu gücünde görülen yüksek artışın temel nedenleri, bu kaynakların yatırım maliyetlerindeki belirgin düşüş, kısa devreye alma süreleri ve regülasyon destekleridir. Özellikle Türkiye’de lisanssız GES yatırımlarının OSB’ler ve sanayi tesisleri öncülüğünde hız kazanması ile hibrit ve depolamalı yenilenebilir projelere verilen teşvikler, kapasite artışını güçlü şekilde desteklemiştir. Buna ek olarak, fosil yakıtlı santrallerde finansman zorlukları ve hidroelektrik potansiyelinin büyük ölçüde sınıra ulaşmış olması, yeni kapasite eklemelerini neredeyse tamamen güneş ve rüzgâr projelerine yönlendirmiştir. Bu dinamikler sonucunda, geçmiş yıllarda olduğu gibi 2025 yılında da yenilenebilir kurulu güç büyümesinin ana sürükleyicisi GES ve RES olmuştur.

2.2. Türkiye’nin Elektrik Tüketimi



Grafik 2: Türkiye'nin Yıllık Elektrik Tüketimi (TWh)

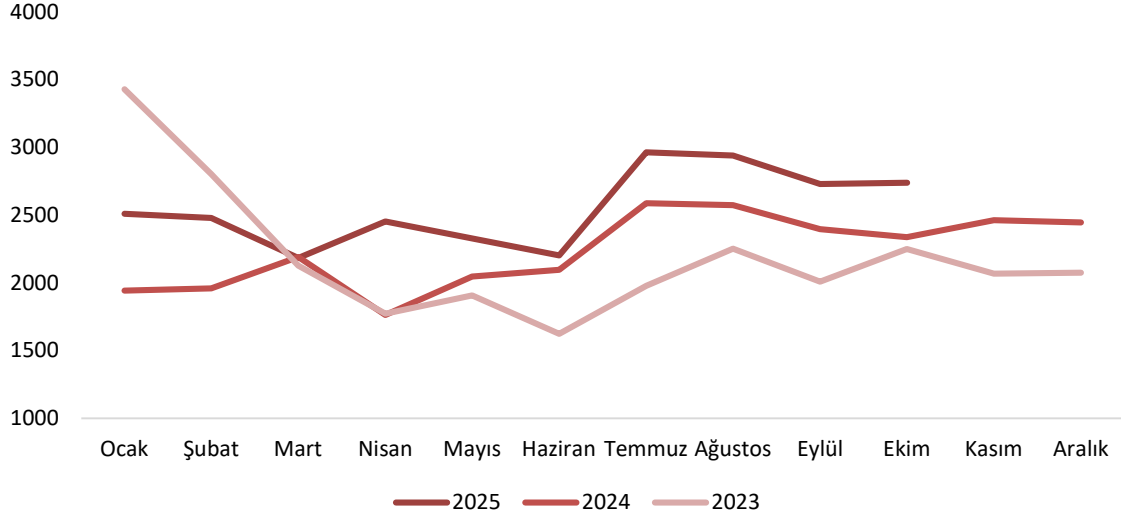
2024 yılında Türkiye’nin enerji tüketimi 2023 yılına göre **%5,3** artarak **347,9 TWh** seviyesine yükselmiştir. 2025 Ekim ayında ise enerji tüketimi bir önceki senenin aynı ayına kıyasla **%4,14** artışla **301,5 TWh** seviyesine ulaşmıştır.

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

2.3.1. 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.

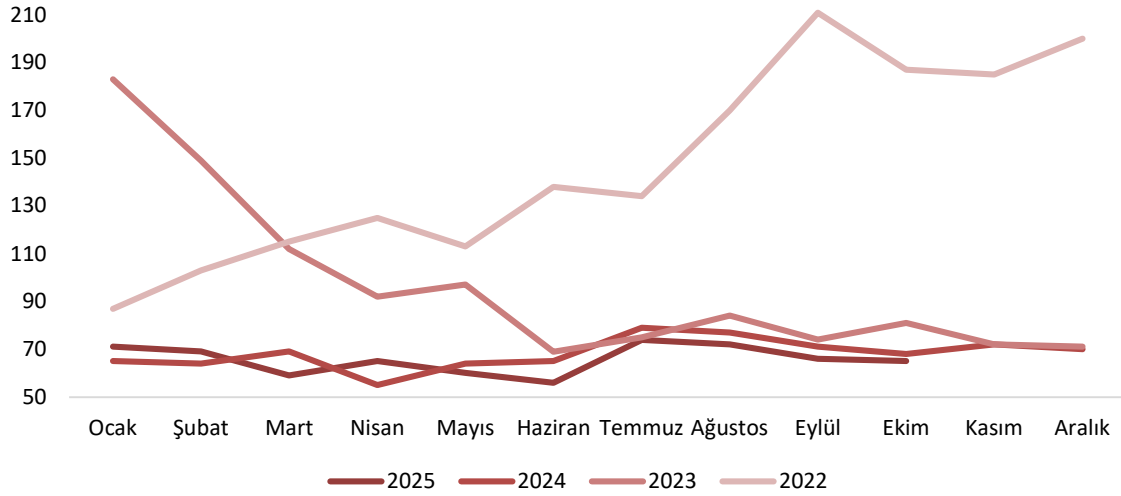
Üreticiler ve tüketiciler, ertesi günün her bir saati için fiyat ve miktar içeren tekliflerini EPIAŞ’a iletir. Bu teklifler, arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktada eşleştirilir. Eşleşmenin gerçekleştiği fiyat, ilgili saat için **PTF** olarak belirlenir. Dolayısıyla PTF, sistemdeki üretim kapasitesi, 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 (TL/MWh)

TL bazlı bakıldığında 2025 yılında PTF, Mart ayından itibaren 2023 ve 2024'e kıyasla daha yüksek seyretmiştir. Temmuz ve Ağustos aylarında ise talep kaynaklı dönemsellik etkisi belirgin olarak gözlemlenmiştir.



Grafik 4: Aylık Ortalama PTF (USD/MWh)

USD bazında değerlendirildiğinde, 2025 yılında PTF dalgalı bir seyir izlemiştir. Yıllık ölçeğe ise düşüş eğiliminin devam ettiği görülmektedir. Bu fiyatlamanın temel nedeni, PTF tavanının TL bazlı belirlenmesi ve aynı dönemde de USD/TL paritesindeki yukarı yönlü hareketin fiyatı reel olarak aşağı çekmesidir.

Önümüzdeki dönemde enerji fiyatlarının belirgin bir yukarı yönlü hareket göstermesi için gerekli koşulların henüz oluşmadığını değerlendiriyoruz. Yenilenebilir enerji kapasitesindeki artışın merit-order (Elektrik üretim kaynaklarının marjinal maliyetine göre düşükten yükseğe doğru sıralanmasıdır.) yapısını aşağı yönlü baskıladığı ve fiyat oynaklığını sınırladığı dikkate alındığında, PTF'in 65-70 USD bandında dengelenmesini bekliyoruz.

2.3.2. 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 fiyatlandırma 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.

2.4. Karbon Sertifikası ve Etkileri

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 CO₂ 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 oluşmaktadır.

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. Kaynak bazlı katsayı farklarının korunması, karbon piyasalarının derinliği ile birleştiğinde, şirket için ek bir stratejik değer yaratma unsuru olmaya devam edecektir.

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.**

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 (TR-KDS)** 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 kullanılabileceğine 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.

2.5. Türkiye’de Yenilenebilir Enerji Sektörü

Türkiye, son yıllarda enerji alanında **hem arz güvenliğini artırmayı hem de karbon salımlarını azaltmayı hedefleyen politikalar doğrultusunda yenilenebilir enerji yatırımlarını öncelikli hale getirmiştir**. Ülke genelinde elektrik üretiminde yenilenebilir kaynakların payı giderek artmakta, hidroelektrik, rüzgâr, güneş ve biyokütle gibi kaynaklar kritik bir rol oynamaktadır. Özellikle **güneş ve rüzgâr** enerjisinde kurulu kapasite hızlı bir büyüme göstermektedir; bu durum, enerji sektöründe yeni yatırım fırsatlarının yanı sıra teknoloji ve altyapı geliştirme ihtiyacını da beraberinde getirmektedir.

Türkiye’de yenilenebilir enerji projelerinin finansal ve operasyonel fizibilitesini destekleyen **YEKDEM** gibi teşvikler, sektördeki yatırımcılar için önemli bir güvence sağlamaktadır. Bu mekanizma sayesinde, lisanslı santraller belirli bir süre boyunca sabit bir alım garantisi ile desteklenmekte, bu da yeni yatırımların önünü açmaktadır. Bunun yanı sıra, Türkiye’de elektrik piyasasında oluşan **Piyasa Takas Fiyatları (PTF)** ve uzun vadeli alım-satım sözleşmeleri, santral işletmecileri için gelir öngörülebilirliğini artırmakta ve sektörde rekabetçi bir ortam yaratmaktadır.

Bu çerçevede, **Galata Wind** ve **IC Enterra** gibi santral işletmecileri, Türkiye’nin yenilenebilir enerji sektöründeki mevcut kapasite, yatırım potansiyeli ve destek mekanizmalarını değerlendirmek açısından kritik öneme sahiptir. Söz konusu şirketler hem mevcut enerji üretim portföyleri hem de yeni yatırımlar üzerinden sektördeki rekabetçi konumlarını sürdürmektedir. Bu bölümde, **Galata Wind** ve **IC Enterra**’nın Türkiye’deki faaliyetleri, portföy yapısı, gelecek yatırımları, operasyonel performansı ve finansal görünümü detaylı olarak ele alınacaktır.



Galata Wind – Olumlu / Bilanço Hatırlatma

Zorlu koşullara rağmen net kâr

Galata Wind, 3Ç25'te 947 milyon TL hasılat, 664 milyon TL FAVÖK ve 292 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı.

Enerji piyasası büyümesini sürdürmektedir. Türkiye'nin toplam kurulu gücü Eylül 2025 itibarıyla 121.488 MW seviyesine ulaşmıştır. Kaynak bazında değerlendirildiğinde, güneş 4.662 MW, rüzgâr 1.576 MW, hidroelektrik 87 MW ve kömür 53 MW artış gösterirken; doğalgazda 190 MW, jeotermal/biyokütle ise 82 MW azalış yaşanmıştır. Sahiplik dağılımında ise lisanssız üretim 4.115 MW, özel sektör 2.823 MW artarken; EÜAŞ portföyü 732 MW ve YİD kapsamındaki santraller 100 MW gerilemiştir. **Önümüzdeki dönemde kurulu güç artışlarının ağırlıklı olarak yenilenebilir enerji kaynakları öncülüğünde devam etmesini bekliyoruz.**

Tüketim iştahı güçlü seyrini korurken, fiyatlamalarda henüz arzu edilen seviyelere ulaşamamıştır. Türkiye'de elektrik tüketimi %4,1 artarak 273.986 GWh seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılındaki toplam 347,9 GWh'lik tüketim dikkate alındığında, yıl sonu hedeflerine ulaşma olasılığı yükselmektedir. Fiyat tarafında TL bazlı PTF artış eğiliminde olsa da dolar bazında son üç yılın en düşük seviyelerine gerileyerek 66 USD/MWh düzeyinde fiyatlanmaktadır. EÜAŞ'ın son dönemde aldığı aksiyonların yenilenebilir enerji şirketleri üzerinde anlamlı bir olumlu etkisi olmayacağı için, Galata Wind (GWIND) gibi şirketlerin değerlemesinde bu unsuru dikkate almıyoruz.

GWIND büyüme ivmesini sürdürmektedir. 30 Eylül 2025 itibarıyla 354,2 MW kurulu güce ulaşan şirketin üretim performansı da güçlenmeye devam etmektedir. Rüzgâr santrallerinde üretim %20,71 artarak 647 GWh'a, güneş santrallerinde ise %2,33 artışla 44 GWh'a yükselmiştir. Toplam üretim bu dönemde %15,53 artışla 692 GWh seviyesine ulaşmıştır. 3. çeyrek özelinde bakıldığında, üretim %48'lik güçlü bir artışla 270 GWh olarak gerçekleşmiştir. GWIND'in hem portföy büyüklüğü hem de üretim kapasitesindeki artışlar doğrultusunda önümüzdeki dönemde de büyümesini sürdürmesini bekliyoruz.

Yatırımlar devam ediyor. Şirket yatırım döneminde faaliyetlerini sürdürüyor. 2026-2027 yıllarında 354,2 MW kapasiteyi 576,8 MW'a yükseltmeyi, 2030'da da 1086,8 MW hedefliyor.

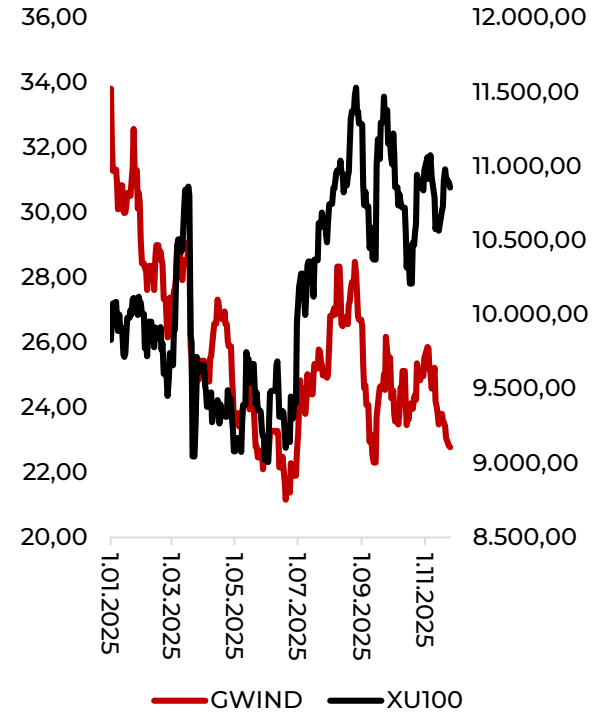
GWIND özelinde finansalları olumlu değerlendirmekle birlikte gelecek yatırım vizyonu ile finansalların büyümeye devam edeceğini değerlendiriyoruz. Yenilenebilir enerji sektöründe önemli bir küresel oyuncu olmaya hazırlanıyor.

26 Kasım 2025

Son Fiyat	22,78
HEDEF FİYAT	53,9
POTANSİYEL	%136,61
TAVSİYE	AL
Piyasa Değeri (mln TL)	12.301
Piyasa Değeri (mln \$)	290
F/K	16,14
FD/FAVÖK	8,41
PD/DD	0,91
Hisse Sayısı (mln lot)	540
FDPO (%)	29,96
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	78

FİYAT PERFORMANSI(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-9,68	-14,88	-21,59
XELKT'E GÖRE	-13,89	-18,79	-43,09
Nominal (TL)	-10,17	-20,01	-8,88
Nominal (USD)	-11,33	-23,41	-31,34

ORTAKLIK YAPISI	%
DOHOL	70
DİĞER	30



3. Galata Wind Enerji A.Ş.

Galata Wind Enerji A.Ş., Türkiye’de **rüzgâr enerjisi** alanında faaliyet gösteren önemli bir oyuncudur. Şirket, rüzgâr santrallerinin kurulumu, işletilmesi ve bakımına odaklanarak sektörde sürdürülebilir bir büyüme hedeflemektedir. Santrallerinde **YEKDEM** desteklerinden yararlanarak gelir öngörülebilirliğini güvence altına alan Galata Wind, aynı zamanda **Piyasa Takas Fiyatları (PTF)** ve **uzun vadeli satış sözleşmeleri** ile gelir çeşitliliği sağlamaktadır. Şirket, **teknoloji ve operasyonel verimliliğe yatırım yaparak rüzgâr enerjisi üretim kapasitesini artırmayı ve sektörde rekabetçi bir konum elde etmeyi** hedeflemektedir. Galata Wind, Türkiye’nin yenilenebilir enerji hedeflerine katkıda bulunurken, yatırımcılar için de güvenli ve öngörülebilir bir enerji üretim modeli sunmaktadır.

3.1. İş Modeli

2012 yılından beri **Doğan Holding** iştiraki olarak faaliyetlerine devam eden **Galata Wind**, %100 yenilenebilir kaynaklı, **çevreye duyarlı elektrik enerjisi üreterek, karbon emisyon azaltımı sağlamaktadır**. Toplam **354,2 MW** kurulu güce sahip olan Galata Wind’in hedefi yenilenebilir enerji kaynaklarını doğru kullanarak ülkemizin enerjideki dışa bağımlılığını azaltmak, çevreye duyarlı, güvenilir ve sürdürülebilir bir iş modeli ile Türkiye’nin temiz elektrik sağlayıcısı olmaktır.

Temel olarak Galata Wind, Türkiye’de **rüzgâr enerjisi santralleri kurmak, işletmek ve bakımını yapmak** suretiyle faaliyet göstermektedir. Şirketin **gelir modeli ise, ürettiği elektriğin YEKDEM desteği ve PTF üzerinden** satılmasına dayanmaktadır.

Yeşil, temiz ve yenilenebilir enerji üretim santralleri ile geleceğe yatırım yapmakta olan Galata Wind, önümüzdeki dönemlerde de portföyünü **sadece yenilenebilir enerji** faaliyetleri ile genişleteceğini taahhüt etmektedir.

Galata Wind, kendi santrallerinde **kapasite artırarak**, yurt içinde ve yurt dışında faaliyette olan RES ve GES’lerden **satın almalar** gerçekleştirerek, devletin açacağı **YEKA** ihalelerine katılarak ve yurt dışında küçük ve orta ölçekli enerji santralleri **satın alarak veya proje geliştirerek**, portföyünü sadece yenilenebilir enerji yatırımlarıyla **2030 yılına kadar 1089,8 MW’a** çıkarmayı hedeflemektedir.

3.2. Mevcut Portföy Yapısı

Galata Wind, mevcut portföyünde **Mersin RES, Şah RES ve Taşpınar RES** olmak üzere 3 adet RES, **Taşpınar Hibrit GES, Çorum GES ve Erzurum GES** olmak üzere 3 adet de GES bulundurmaktadır. Mevcut portföydeki santrallerin toplam kurulu gücü **354,2 MW** olup, yıllık ortalama elektrik üretimi **951.000 MWh**’dir.

- **Mersin RES:** Mevcut portföyün bir parçası olan Mersin Rüzgâr Enerjisi Santrali, **99,9 MW** kurulu güce sahip olup **26 türbinle** faaliyet göstermektedir. Yıllık ortalama elektrik üretimi **342.000 MWh** olarak gerçekleşmektedir. YEKDEM destek süresi 2020 yılında sona ermiş olup, elektrik satış fiyatı **PTF** üzerinden belirlenmektedir.
- **Şah RES:** Şah Rüzgâr Enerjisi Santrali, **105 MW** kurulu güç ile **35 türbinden** oluşmaktadır. Yıllık ortalama elektrik üretimi **330.000 MWh** seviyesindedir. YEKDEM süresi 2021 yılında sona ermiş olup, santral **PTF** üzerinden elektrik satışı gerçekleştirmektedir.

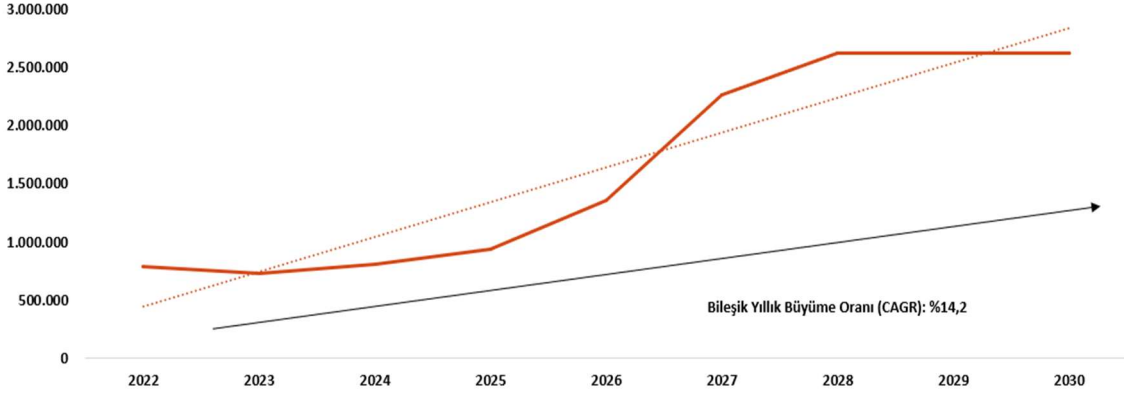


- **Taşpınar RES + Hibrit GES:** Taşpınar Rüzgâr Enerjisi Santrali ve Hibrit GES Santrali, **79+36,2 MW** kurulu güç ve **16 türbin** kapasitesiyle faaliyet göstermektedir. Yıllık ortalama elektrik üretimi **225.000 MWh**'dir. **YEKDEM desteği 2030 yılına kadar devam etmekte olup, elektrik satış fiyatı ilk 5 yıl için 21 USD/MWh yerli katkı payı dahil 94 USD/MWh, sonraki 5 yıl için 73 USD/MWh** olarak belirlenmiştir.
- **Çorum GES:** Çorum Güneş Enerjisi Santrali, **9,4 MW** kurulu güce sahiptir ve yıllık ortalama elektrik üretimi **14.000 MWh** seviyesindedir. **YEKDEM desteği 2027 yılına kadar devam etmekte olup, elektrik satış fiyatı 133 USD/MWh** olarak belirlenmiştir.
- **Erzurum GES:** Erzurum Güneş Enerjisi Santrali, **24,7 MW** kurulu güç kapasitesine sahip olup yıllık ortalama **40.000 MWh** elektrik üretmektedir. **YEKDEM desteği 2028 yılına kadar sürmekte olup, elektrik satış fiyatı 133 USD/MWh**'tir.

3.3. Gelecek Yatırımları

Galata Wind, kendi santrallerinde **kapasite artırarak**, yurt içinde ve yurt dışında faaliyette olan RES ve GES'lerden **satın almalar** gerçekleştirerek, yurt dışında küçük ve orta ölçekli enerji santralleri **satın alarak veya proje geliştirerek**, portföyünü sadece yenilenebilir enerji yatırımlarıyla **2030 yılına kadar 1089,8 MW'a** çıkarmayı hedeflemektedir.

- **Şah RES (Kapasite Artışı):** Şah Rüzgâr Enerjisi Santrali'nde planlanan **kapasite artışı kapsamında 1 türbin ile 6,8 MW ek kurulu güç** sağlanması hedeflenmektedir. İnşaatın 1. çeyrek 2026'da başlaması ve santralin **2. çeyrek 2026'da faaliyete geçmesi** planlanmaktadır. Üretilen elektrik, PTF üzerinden satışa sunulacaktır. Projenin tahmini **kapasite faktörü %36** olarak öngörülmektedir.
- **Alapınar RES:** Alapınar Rüzgâr Enerjisi Santrali, **3 türbin ile toplam 15,8 MW** kurulu güç kapasitesine sahip **yeni bir lisans** projesidir. İnşaatın 1. çeyrek 2026'da başlaması ve santralin **2. çeyrek 2026'da faaliyete geçmesi** planlanmaktadır. Elektrik satış fiyatı, yeni YEKDEM mekanizması veya PTF üzerinden belirlenecektir.
- **Avrupa GES:** Avrupa Güneş Enerjisi Santralleri, **2 faz halinde toplam 300 MW (200 MW + 100 MW)** kurulu güç kapasitesine sahiptir. İnşaat çalışmaları 2026 yılı 1. çeyreğinde başlayacak olup, **santralin faaliyete geçmesi 2026 ve 2027 yıllarında** planlanmaktadır. Elektrik satış fiyatı, **ihale yöntemi veya PPA sözleşmeleri** ile belirlenecektir.
- **Depolamalı GES:** Depolamalı Güneş Enerjisi Santralleri, **4 yıllık bir süreçte toplam 410 MW kapasite (300 MW RES + 110 MW GES)** ile devreye alınacaktır. İnşaat ve **faaliyete geçme dönemi 2026-2030 yılları** arasında planlanmıştır. Elektrik satış fiyatı, yeni YEKDEM desteği kapsamında belirlenecektir.

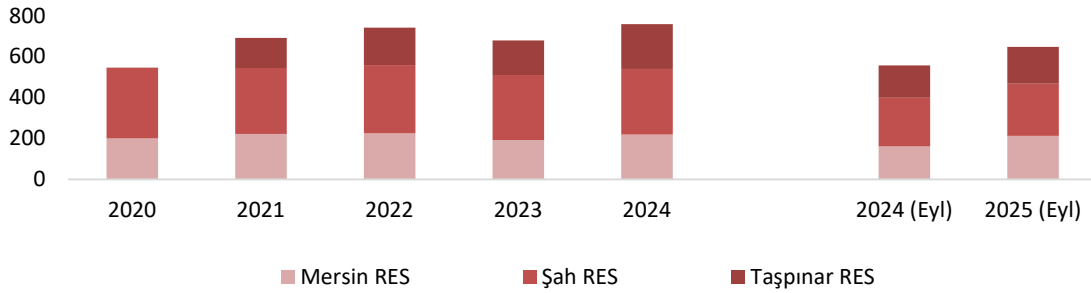


Grafik 5: Galata Wind Üretim Projeksiyonu (MWh)

Galata Wind'in gelecek yatırımlarına ilişkin projeksiyon grafiği, şirketin büyüme potansiyelini net bir şekilde ortaya koymaktadır. Yapılan analizler doğrultusunda, yatırımların yıllık bileşik büyüme oranı (CAGR) %14,2 olarak hesaplanmıştır. Bu oran, rüzgâr ve güneş santrallerindeki kapasite artışlarının, şirketin uzun vadeli üretim ve gelir büyümesini destekleyeceğini göstermektedir. Söz konusu projeksiyon, portföyün stratejik genişlemesinin finansal performans üzerindeki olumlu etkisine işaret etmektedir.

3.4. Operasyonel Performans

Galata Wind, portföyünde şu an için hem rüzgâr hem de güneş enerjisi santralleri bulundursa da şirketin operasyonel ve stratejik odak noktası rüzgâr santralleri olarak öne çıkmaktadır. Güneş santralleri şu an için portföyde tamamlayıcı bir rol üstlenmekteyken, Avrupa GES ve Depolamalı Santrallerin devreye girmesiyle birlikte güneş enerjisinin portföydeki payının da artması beklenmektedir. Bu doğrultuda, gelecekte portföyün üretim kapasitesi ve stratejik öncelikleri çeşitlenerek rüzgâr ve güneş santralleri arasında dengeli bir yapıya doğru evrilecektir.



Grafik 6: Galata Wind RES Üretimleri (GWh)

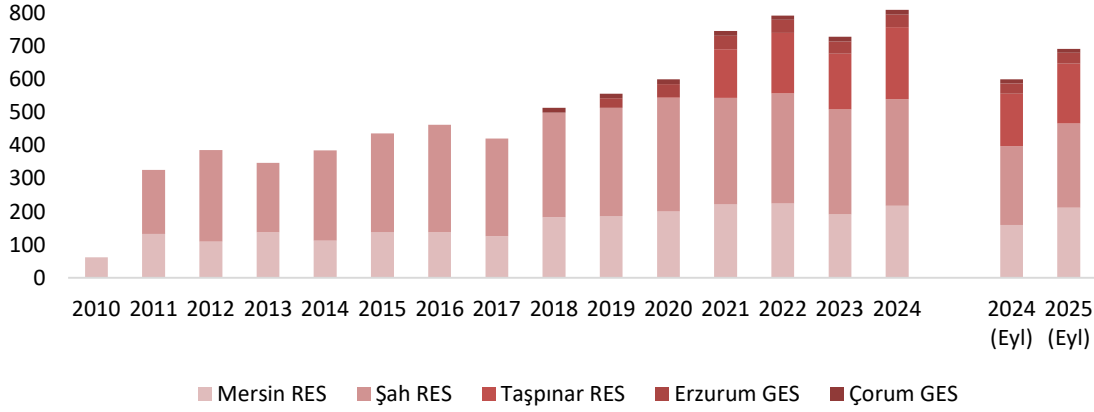
Mersin RES'in üretimi 2023 yılında 192 GWh iken, 2024 yılında 218 GWh'ye yükselmiş; Eylül ayı bazında 2024'te 160 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 212 GWh'ye çıkmıştır.

Şah RES'te 2023 üretimi 317 GWh seviyesindeyken, 2024 yılında 322 GWh'ye yükselmiş; Eylül 2024'te 238 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 255 GWh'ye ulaşmıştır.

Taşpınar RES'te ise 2023 üretimi 169 GWh, 2024'te 218 GWh olarak kaydedilmiş; Eylül 2024'te 159 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 181 GWh'ye yükselmiştir.



Bu çerçevede, Galata Wind portföyündeki üç rüzgâr santralinin üretim performansı **hem yıllık hem de Eylül ayı bazında artış** göstermektedir. **2023 yılında** Mersin, Şah ve Taşpınar RES'lerin **toplam yıllık üretimi 678 GWh iken, 2024 yılında bu toplam 758 GWh'ye yükselmiştir. Eylül ayı bazında ise, 2024'te toplam üretim 557 GWh olarak kaydedilmiş olup, 2025 Eylül itibarıyla bu rakam 648 GWh'ye ulaşmıştır.** Söz konusu veriler, portföy santrallerinin son bir yıllık dönemde **operasyonel performans artışı ve üretim kapasitesindeki iyileşmeyi** net bir şekilde ortaya koymaktadır.



Grafik 7: Galata Wind Toplam Elektrik Üretimleri (GWh)

Rüzgâr santrallerindeki artış miktarlarına bağlı olarak, Galata Wind portföyündeki santrallerin **toplam elektrik üretimi hem yıllık hem de Eylül bazlı karşılaştırmalarda artış göstermektedir.**

2023 yılında Mersin, Şah, Taşpınar RES ile Erzurum ve Çorum GES'lerin **toplam yıllık üretimi 729 GWh** seviyesinde gerçekleşirken, **2024 yılında bu toplam 810 GWh'ye yükselmiştir. Eylül ayı bazında ise, 2024'te toplam üretim 640 GWh olarak kaydedilmiş olup, 2025 Eylül itibarıyla 692 GWh'ye ulaşmıştır.**

Bu veriler, portföyün son bir yıllık dönemde operasyonel performansını belirgin şekilde güçlendirdiğini ortaya koymaktadır.

3.5. Finansal Performans

Galata Wind'in önümüzdeki döneme ilişkin finansal görünümü, **şirketin portföy bileşiminin giderek daha dengeli bir yapıya evrilmesi, üretim volatilitésinin sınırlandırılması ve nakit akış kalitesinin iyileşmesi üzerine inşa edilmektedir.** 2025 sonrası projeksiyonlarda, hem rüzgâr varlıklarından kaynaklanan **yüksek kapasite faktörü katkısı** hem de devreye alınacak güneş ve depolama yatırımları ile birlikte **baz üretimin güçlenmesi** beklenmektedir.

Son açıklanan bilanço verilerine göre, Galata Wind'in 3Ç25 performansı yıllık bazda büyümeyi sürdürmüştür. Şirketin cirosu **3Ç24'e göre %15,10 artışla 947,48 milyon TL'ye yükselirken, brüt kâr %6,05 artışla 484,77 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK ise aynı dönemde %13,75 oranında artarak 661,81 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Net kâr tarafında ise %44,11 gibi oldukça güçlü bir artış kaydedilmiş ve 291,65 milyon TL'ye ulaşılmıştır. Net kârdaki bu sert yükselişte brüt kâr artışı ile birlikte diğer faaliyet gelirlerindeki iyileşme etkili olmuştur.**

Kârlılık tarafında ise elektrik fiyatlarındaki baskı ve maliyetlerdeki artış nedeniyle marjlarda daralma görülmüştür. **Brüt kâr marjı** yıllık bazda 6 puan azalarak %48,29 seviyesine, **FAVÖK marjı** ise 2,11 puan gerileyerek %70,06 seviyesine düşmüştür.

Likidite göstergeleri sektör ortalamalarının belirgin şekilde üzerinde yer almaktadır. Şirketin **cari oranı 1,67** (sektör ortalaması 1,41), **likidite oranı 1,66** (sektör ortalaması 1,14) ve **nakit oranı 1,27** (sektör ortalaması 0,52) seviyesinde gerçekleşmiş olup, **kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesinin güçlü** olduğuna işaret etmektedir.

Borçluluk cephesinde de olumlu bir görünüm söz konusudur. **Net borç, 2Ç25'e göre %26 gerileyerek 972 milyon TL'ye düşmüş**; **Net Borç/FAVÖK oranı ise 3Ç25'te 0,48x** seviyesine kadar gerilemiştir. **Finansal kaldıraç oranı çeyreklik bazda yatay seyrederek %28,49** (sektör ortalaması %36,57) olarak gerçekleşmiş; **finansal borç oranı ise %11,63** (sektör ortalaması %20,83) seviyesinde kalmıştır. Bu veriler, şirketin borçluluk yapısının sektör ortalamasına kıyasla oldukça güçlü olduğunu göstermektedir

3.6. Modelleme ve Değerleme

Önümüzdeki dönemde portföy çeşitliliğinin artırılması, hibrit yatırımların devreye alınması ve olası satın alma planları, şirketin büyüme perspektifini güçlendiren temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu çerçevede, güçlü bilanço yapısı ile artış gösteren serbest nakit akımlarının etkisi dikkate alındığında, Galata Wind'in uzun vadeli görünümü **pozitif** olarak değerlendirilmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) analizimiz doğrultusunda **Galata Wind için 53,9 TL Hedef Fiyat ile AL** tavsiyemizi başlatıyoruz. Şirket, tamamı yenilenebilir enerji varlıklarından oluşan portföy kompozisyonu, düşük borçluluk seviyesi ve güçlü nakit üretim kapasitesi sayesinde sektörde sağlam bir konuma sahip olmaktadır. Rüzgâr santrallerindeki kapasite artışları ile güneş enerjisi projelerinin devreye alınması, üretim tarafında sürdürülebilir büyüme potansiyelini desteklemektedir.



	25%	25%	25%	25%	25%	25%
GWIND (USD)	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
Satışlar	71.565.093	84.954.286	103.512.974	147.875.738	177.064.324	206.710.105
%	-0,8%	18,7%	21,8%	42,9%	19,7%	16,7%
EBIT	26.264.389	31.772.903	39.438.443	57.375.786	69.940.408	84.131.013
%	36,7%	37,4%	38,1%	38,8%	39,5%	40,7%
NOPAT	19.698.292	23.829.677	29.578.832	43.031.840	52.455.306	63.098.260
Amortisman (+)	25.763.434	32.282.629	41.405.190	66.544.082	76.137.659	84.751.143
Net İşletme Sermayesi Değişim (-)	-7.433.572	9.329.352	258.344	1.886.005	857.386	1.372.593
Yatırım Harcamaları	-48.664.263	-72.211.143	-62.107.785	-177.450.886	-123.945.027	-31.006.516
Serbest Nakit Akışı	4.231.034	-25.428.189	8.617.894	-69.760.969	3.790.553	115.470.294
İndirgenmiş Nakit Akışı	4.113.531	-20.393.922	6.233.695	-46.161.294	2.289.188	63.949.366
İskonto Faktörü	0,89	0,80	0,72	0,66	0,60	0,55

HEDEF FİYAT (USD)	1,28	Toplam Değer	1.066.688.038
S.N.A Toplam	10.030.565	S.N.S.N.A.	115.470.294
Artık Değer	526.516.319	%g	1,5%
Firma Değeri	536.546.884	%r	12,5%
Toplam Borç	23.429.523	T1	526.516.319
Azınlık Payı	0		
Özsermaye Değeri	513.117.361		
Sermaye	540.000.000		
12A Özsermaye Değeri	692.708.438		
HEDEF FİYAT (TL)	53,9		

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
Risksiz Faiz Oranı	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
ERP	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Oranı	70,0%	65,0%	60,0%	50,0%	45,0%	40,0%
Borç Oranı	30,0%	35,0%	40,0%	50,0%	55,0%	60,0%
Özsermaye Maliyeti	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
AOSM	11,9%	11,7%	11,4%	10,9%	10,6%	10,4%



KURULU GÜÇ (MW)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
ŞAH RES	105	112	112	112	112	112
TAŞPINAR RES	79	79	79	79	79	79
MERSİN RES	100	100	100	100	100	100
ERZURUM GES	25	25	25	25	25	25
ÇORUM GES	9	9	9	9	9	9
TAŞPINAR HİBRİT GES	36	36	36	36	36	36
ALAPINAR RES	0	16	16	16	16	16
AVRUPA GES	0	75	200	300	300	300
DEPOLAMALI RES	0	0	0	100	200	300
DEPOLAMALI GES	0	0	0	50	100	110
TOPLAM	354	452	577	827	977	1.087

ÜRETİM MİKTARI (MWh)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
ŞAH RES	321.930	342.779	342.779	342.779	342.779	342.779
TAŞPINAR RES + HİBRİT GES	221.628	221.628	221.628	221.628	221.628	221.628
MERSİN RES	289.080	324.120	324.120	324.120	324.120	324.120
ERZURUM GES	54.750	54.750	54.750	54.750	54.750	54.750
ÇORUM GES	14.822	14.822	14.822	14.822	14.822	14.822
ALAPINAR RES	0	48.443	48.443	48.443	48.443	48.443
AVRUPA GES	0	131.400	350.400	525.600	525.600	525.600
DEPOLAMALI RES	0	0	0	306.600	613.200	919.800
DEPOLAMALI GES	0	0	0	87.600	175.200	192.720
TOPLAM	902.210	1.137.942	1.356.942	1.926.342	2.320.542	2.644.62

KAPASİTE KULLANIM ORANI (KKO)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
ŞAH RES	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
TAŞPINAR RES+HİBRİT GES	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
MERSİN RES	33,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%	37,0%
ERZURUM GES	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
ÇORUM GES	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
ALAPINAR RES	0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
AVRUPA GES	0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
DEPOLAMALI RES	0%	0%	0%	35,0%	35,0%	35,0%
DEPOLAMALI GES	0%	0%	0%	20,0%	20,0%	20,0%
TOPLAM	29,1%	28,7%	26,8%	26,5%	27,1%	27,7%



SATIŞ FİYATI (USD/MWh)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
ŞAH RES	67	68	69	68	67	66
TAŞPINAR RES+HİBRİT GES	94	73	73	73	73	73
MERSİN RES	67	68	69	68	67	66
ERZURUM GES	133	133	133	133	67	66
ÇORUM GES	133	133	133	68	67	66
ALAPINAR RES	0	68	69	68	67	66
AVRUPA GES	0	75	75	75	75	75
DEPOLAMALI RES	0	0	0	75	75	75
DEPOLAMALI GES	0	0	0	75	75	75
ORTALAMA FİYAT	79	74	74	74	72	72

ELEKTRİK HASILAT (USD)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
ŞAH RES	21.569.310	23.308.958	23.651.737	23.308.958	22.966.180	22.623.401
TAŞPINAR RES + HİBRİT GES	20.833.032	16.178.844	16.178.844	16.178.844	16.178.844	16.178.844
MERSİN RES	19.368.360	22.040.160	22.364.280	22.040.160	21.716.040	21.391.920
ERZURUM GES	7.281.750	7.281.750	7.281.750	7.281.750	3.668.250	3.613.500
ÇORUM GES	1.971.315	1.971.315	1.971.315	1.007.891	993.069	978.247
ALAPINAR RES	0	3.294.110	3.342.553	3.294.110	3.245.668	3.197.225
AVRUPA GES	0	13.140.000	26.280.000	39.420.000	39.420.000	42.048.000
DEPOLAMALI RES	0	0	0	22.995.000	45.990.000	68.985.000
DEPOLAMALI GES	0	0	0	6.570.000	13.140.000	14.454.000
TOPLAM	71.023.767	83.930.138	101.070.480	142.096.713	167.318.050	190.842.136

KARBON SERTİFİKASI - ORTALAMA TON/YIL (USD)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
TOPLAM	0	682.765	814.165	1.155.805	1.392.325	1.586.797
KARBON FİYAT	0	1,50	3,00	5,00	7,00	10,00
KARBON GELİR	0	1.024.147	2.442.495	5.779.025	9.746.274	15.867.969
TOPLAM GELİR	71.565.093	84.954.286	103.512.974	147.875.738	177.064.324	206.710.105

IC Enterra – Olumlu / Bilanço Hatırlatma

Büyüme isteği sürüyor

IC Enterra, 3Ç25'te 805 milyon TL hasılat, 574 milyon TL FAVÖK ve 55 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde sonuçlar paylaştı.

Şirket, sektöre kıyasla güçlü bir performans sergileyerek piyasadan pozitif ayrışmayı sürdürmektedir. İç piyasada su miktarı yılın ilk dokuz ayında %31 daralırken, IC Enterra özelinde su miktarının nötr kalması bu ayrışmanın temel nedenlerinden biridir. Güncel koşullar altında şirketin bu olumlu görünümünü koruduğunu görmekteyiz; toplantı değerlendirmemizde de bu noktaya özellikle dikkat çekmiştik.

Genç ve kaliteli portföy yapısı, şirketin operasyonel başarısına önemli ölçüde katkı sağlamaktadır. Ortalama 33,7 yıllık lisans süresi, 19,8 yıllık portföy yaşı, %98,9 emre amadelik oranı ve ortalama %34 kapasite kullanım oranı, portföyün verimlilik ve sürdürülebilirlik açısından güçlü bir konumda olduğunu göstermekte ve şirketin pozitif ayrışmasına imkân vermektedir.

EPİAŞ verileri tabloyu net şekilde ortaya koymaktadır. Kâr tahminlerimizde de dikkate aldığımız üzere, şirketin üretimi 3. Çeyrekte %45 artarak 241 GWh seviyesine ulaşmış, yılın ilk dokuz ayında ise üretim %19 artışla 1.054 GWh olarak gerçekleşmiştir. Birim satış fiyatı MWh başına 2.404 TL'den %23 yükselerek 2.945 TL'ye çıkmıştır. Santral bazında incelendiğinde ilk 9 aylık dönemde:

- Yukarı Mercan %8 düşüşle 32.516 MWh,
- Niksar %3 düşüşle 137.844 MWh,
- Üçharmanlar %58 artışla 32.332 MWh,
- Bağıştaş %2 düşüşle 383.734 MWh,
- Çileklitepe %55 artışla 40.714 MWh,
- Kemerçayır %56 artışla 30.726 MWh,
- Üçhanlar %55 artışla 22.728 MWh,
- Kadıncık %21 düşüşle 187.134 MWh,
- YEKA GES yeni devreye girmesiyle 186.525 MWh olmak üzere,

Üretim %18,6 artışla 1.054.253 MWh olmuştur.

FAVÖK tarafındaki büyüme ivmesi korunuyor. Üretim artışının da desteğiyle şirketin FAVÖK'ü yılın ilk 9 ayında %13 yükselerek 2,66 milyar TL'ye ulaştı. Aynı dönemde FAVÖK marjı 600 baz puan artışla %78,1 seviyesine çıktı. Marjın önümüzdeki dönemde %75-80 bandında dengelenmesini öngörüyoruz.

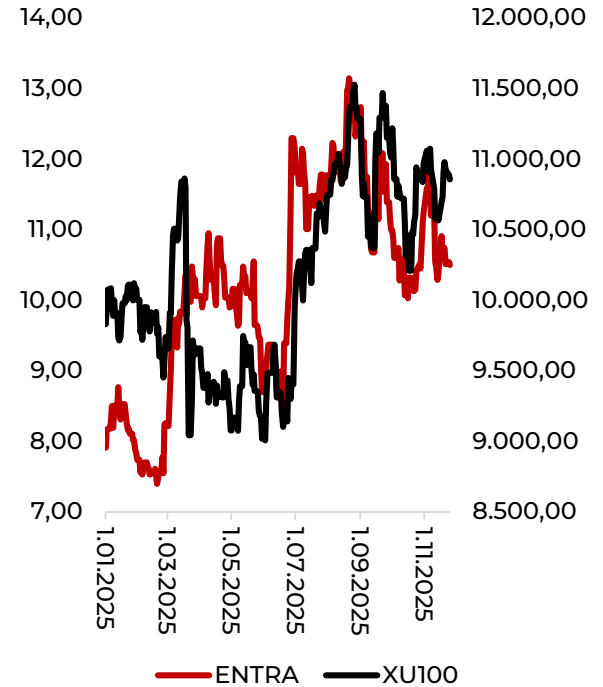
ENTRA özelinde finansalları olumlu değerlendiriyoruz. Yatırım tarafındaki güçlü büyüme ivmesi ve operasyonel faaliyetlerin yarattığı katkı sayesinde şirketin sektörden pozitif ayrışmasını bekliyoruz.

26 Kasım 2025

Son Fiyat	10,50
HEDEF FİYAT	18,7
POTANSİYEL	%78,10
TAVSİYE	AL
Piyasa Değeri (mln TL)	19.373
Piyasa Değeri (mln \$)	457
F/K	0,00
FD/FAVÖK	12,60
PD/DD	0,63
Hisse Sayısı (mln lot)	1.845
FDPO (%)	20,02
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	222

FİYAT PERFORMANSI(%)	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	1,36	-14,28	18,37
XELKT'E GÖRE	-2,85	-18,19	-3,12
Nominal (TL)	0,86	-19,42	31,09
Nominal (USD)	-0,29	-22,81	8,62

ORTAKLIK YAPISI	%
IC İÇTAŞ	79,97
DİĞER	20,03



4. IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş., Türkiye'nin yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren öncü şirketlerden biridir. Şirket, özellikle **güneş ve rüzgâr santralleri yatırımlarıyla** dikkat çekmektedir. Yatırımlarını **farklı coğrafi bölgelerde** konumlandırarak **enerji arz güvenliğine** katkıda bulunan Enterra, lisanslı santrallerinde **YEKDEM** mekanizmasından yararlanarak finansal öngörülebilirlik sağlamaktadır. Şirket, operasyonel verimliliği artırmak ve sürdürülebilir enerji üretimini güçlendirmek amacıyla modern teknolojiler ve dijital enerji yönetim sistemleri kullanmaktadır. Ayrıca **IC Enterra, enerji üretim portföyünü çeşitlendirerek** hem mevcut kapasitesini artırmakta hem de gelecekteki yatırım fırsatlarını değerlendirmektedir.

4.1. İş Modeli

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş., tamamı yenilenebilir kaynaklardan oluşan üretim portföyü ile sektörde konumlanan bir enerji şirkettir. Şirket hâlihazırda **9 hidroelektrik santrali (HES) ve 1 güneş enerjisi santralinden (GES) oluşan toplam 488 MW kurulu güce** sahiptir. Farklı coğrafi bölgelerde yer alan bu varlıklar, üretim sürekliliğini destekleyen **dengeli bir kaynak yapısı** sunmakta; **düşük işletme maliyetleri ve sürdürülebilir üretim** kapasitesi sayesinde şirketin uzun vadeli operasyonel istikrarına katkı sağlamaktadır.

Şirketin gelir modeli, **Piyasa Takas Fiyatı (PTF)**, **YEKDEM** kapsamındaki teşvik mekanizmaları ve **ikili anlaşmalar** üzerinden sağlanan uzun vadeli kontrat gelirlerine dayanmaktadır. Portföyün ağırlıklı bölümünü oluşturan **hidroelektrik santraller, mevsimsel üretim avantajı ve yüksek verimlilikleri** ile öne çıkarken; **güneş enerjisi santrali düşük bakım ihtiyacı ve öngörülebilir üretim** profiliyle gelir çeşitliliğini artırmaktadır.

IC Enterra'nın operasyonel stratejisi, mevcut portföyde **verimlilik artışı sağlamaya, ölçek ekonomisi yaratacak kapasite büyümelerine ve dijitalleşme odaklı üretim yönetimine** dayanmaktadır. **Güçlü nakit akımı, disiplinli borçlanma yapısı ve yatırımcıya değer yaratmayı hedefleyen büyüme politikası**, şirketin orta ve uzun vadede sürdürülebilir bir performans sergilemesine olanak tanımaktadır.

IC Enterra, devam eden ve planlanan yatırımları doğrultusunda portföyünü kademeli olarak genişletmeyi hedeflemektedir. Şirket, **2030 yılı sonuna kadar** devreye alacağı yeni rüzgâr, hidroelektrik ve güneş enerjisi projeleriyle toplam kurulu gücünü mevcut **488 MW seviyesinden 1.199 MW'a** çıkarmayı planlamaktadır. Bu büyüme stratejisi, hem üretim kapasitesinde anlamlı bir ölçek ekonomisi yaratmakta hem de şirketin uzun vadeli gelir görünümünü güçlendirmektedir. Ayrıca yatırım programı kapsamında yer alan **depolamalı rüzgâr enerjisi santrali (D-RES)** projeleri, şirketin portföyünde rüzgâr enerjisinin stratejik önemini artırarak enerji depolama kabiliyetiyle sistem esnekliğini yükseltmeyi hedeflemektedir. Depolamalı yapı, özellikle şebeke dengelemesi, pik talep yönetimi ve üretim dalgalanmalarının azaltılması açısından şirketin operasyonel verimliliğine katkı sağlayacak olup, portföy çeşitliliğini daha da güçlendirmektedir. Planlanan yatırımların tamamlanmasıyla IC Enterra'nın **kaynak bazlı riskleri azalacak, yenilenebilir enerji üretiminde daha dengeli bir yapı oluşacak ve toplam üretim hacmi daha öngörülebilir, istikrarlı ve sürdürülebilir** bir seviyeye ulaşacaktır.



4.2. Mevcut Portföy Yapısı

IC Enterra, mevcut portföyünde Türkiye'nin farklı bölgelerine yayılmış **9 adet hidroelektrik santrali (HES)** ve **1 adet güneş enerjisi santrali (GES)** bulundurmaktadır. Portföyde yer alan **Bağıştaş-1, Kadıncık-1, Kadıncık-2, Niksar, Üçharmanlar, Üçanlar, Kemercayır, Yukarı Mercan ve Çeliklepepe HES'leri** ile **Erzin-2 GES'in** toplam kurulu gücü **488 MW** olup, yıllık ortalama elektrik üretimi **1.300.000 MWh**'dir.

- **Bağıştaş-1 HES:** Bağıştaş-1 Hidroelektrik Santrali, **140,6 MW** kurulu güç ile faaliyet göstermektedir. Yıllık ortalama elektrik üretimi **480.000 MWh** seviyesindedir. Elektrik satışları, 2026 yılından itibaren güncel piyasa koşullarına göre PTF üzerinden gerçekleştirilecek olsa da **Bağıştaş-1 özelinde sekonder frekans kontrolü, dengeleme güç mekanizması ve diğer ek gelir kalemleri sayesinde satış fiyatı PTF'nin üzerinde** gerçekleşecektir.
- **Kadıncık-1 HES:** Kadıncık-1 Hidroelektrik Santrali, **70,0 MW** kurulu güç ile faaliyet göstermektedir. Yıllık ortalama elektrik üretimi **170.000 MWh**'tir. Elektrik satış fiyatı **PTF** bazlı olarak belirlenmektedir.
- **Kadıncık-2 HES:** Kadıncık-2 Hidroelektrik Santrali, **56,0 MW** kurulu güce sahiptir. Yıllık ortalama **135.000 MWh** elektrik üretmektedir. Elektrik satışını **PTF** üzerinden gerçekleştirmektedir.
- **Niksar HES:** Niksar Hidroelektrik Santrali, **40,2 MW** kurulu güç ile faaliyet göstermektedir. Yıllık ortalama elektrik üretimi **165.000 MWh**'tir. Elektrik satış fiyatı **PTF**'ye bağlı olarak şekillenmektedir.
- **Çeliklepepe HES:** Çeliklepepe HES, **23,1 MW** kurulu güce sahiptir. Yıllık ortalama **55.000 MWh** elektrik üretimi yapmaktadır. Kaynak verimliliği ve düşük bakım ihtiyacı sayesinde istikrarlı bir üretim profili sunan santral, elektrik satışlarını **2026 yılından itibaren PTF** bazlı olarak gerçekleştirecektir.
- **Üçanlar HES:** Üçanlar HES, **11,9 MWe** kurulu güce sahiptir. Yıllık ortalama **25.000 MWh** elektrik üretimi yapmaktadır. Elektrik satışlarını **PTF** bazlı olarak gerçekleştirmektedir.
- **Üçharmanlar HES:** Üçharmanlar Hidroelektrik Santrali, **16,6 MW** kurulu güç ile faaliyet göstermektedir. Yıllık ortalama elektrik üretimi **35.000 MWh**'tir. Elektrik satış fiyatı **PTF** üzerinden belirlenmektedir.
- **Kemercayır HES:** Kemercayır Hidroelektrik Santrali, **15,5 MW** kurulu güç ile faaliyet göstermektedir. Yıllık ortalama **30.000 MWh** elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. Elektrik satış fiyatı **PTF**'ye bağlı olarak şekillenmektedir.
- **Yukarı Mercan HES:** Yukarı Mercan HES, **14,0 MW** kurulu güce sahiptir. Yıllık ortalama elektrik üretimi **40.000 MWh**'tir. Bölgesel hidrolojik yapının avantajlarını taşıyan santral, portföyün küçük ölçekli ancak etkin üretim yapan bir diğer bileşenidir. Elektrik satış fiyatı **PTF** üzerinden belirlenmektedir.
- **Erzin-2 GES:** Portföydeki **tek güneş enerjisi santrali** olan Erzin-2 GES, **100 MW** kurulu güce sahiptir. Yıllık ortalama elektrik üretimi **210.000 MWh**'tir. Elektrik satışları **PTF** üzerinden yapılmaktadır.

4.3. Gelecek Yatırımları

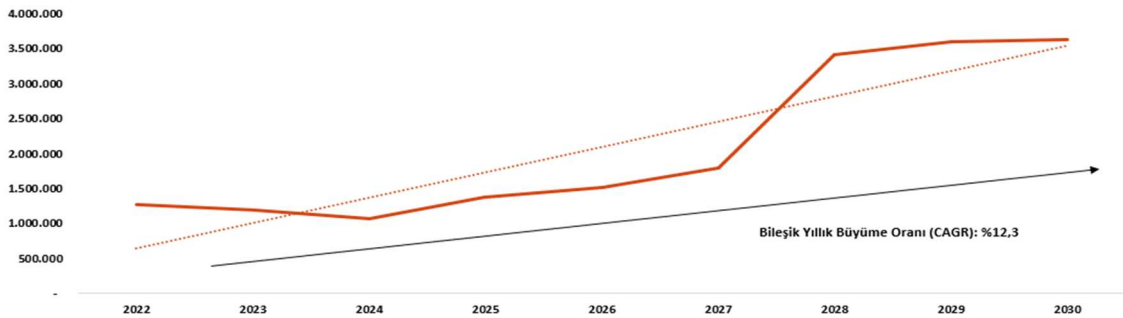
IC Enterra, yurt içi ve yurt dışında geliştirdiği yeni projeler ile portföyünü **2030 yılına** kadar önemli ölçüde genişletmeyi hedeflemektedir. Şirket, **hibrit GES** yatırımları, **depolamalı RES ve GES** projeleri ile **yurt dışındaki rüzgâr enerjisi santrali** geliştirme faaliyetleri sayesinde toplam kurulu gücünü **488 MW seviyesinden 1.199 MW'a** çıkarmayı planlamaktadır.

Bağıştaş Hibrit GES: Bağıştaş-1 HES sahasına kurulacak hibrit GES projesi toplam **61 MW** kurulu güce sahiptir. İnşaat sürecinin **2026 yılının ikinci yarısında başlaması** ve hibrit tesisin **2026 yılı sonunda faaliyete geçmesi** hedeflenmektedir. Üretilen elektrik, güncel piyasa yapısına bağlı olarak **PTF** üzerinden satışa sunulacaktır.

Depolamalı RES ve GES: IC Enterra, 430 MW depolamalı RES ve 55 MW depolamalı GES olmak üzere toplam **485 MW** kapasiteli depolamalı enerji projelerini geliştirmektedir. Yıllık üretim potansiyeli yaklaşık **1,5 milyar kWh** olan bu yatırımların, şirketin %100 sahip olacağı özel amaçlı şirketler üzerinden yürütülmesi planlanmaktadır. Depolamalı RES projeleri **2027 yılının sonundan itibaren kademeli olarak devreye alınacak**, projelerin tamamının **2030 yılı itibarıyla tam kapasiteyle faaliyete geçmesi** öngörülmektedir. Elektrik satış yapısı, depolamalı yenilenebilir enerjiye yönelik yeni piyasa düzenlemeleri çerçevesinde **YEKDEM** veya **PTF** bazlı olarak şekillenecektir. Depolama entegrasyonu sayesinde **üretim esnekliği artacak, sistem dengeleme kabiliyeti güçlenecek ve IC Enterra'nın enerji ticareti pozisyonu daha rekabetçi bir seviyeye taşınacaktır.**

Troia Wind & Bovino Wind: İtalya'da geliştirilen **Troia Wind (64,8 MW)** ve **Bovino Wind (43,2 MW)** projeleri için olumlu bağlantı görüşleri alınmıştır. Projelerin **2026 yılının sonunda inşaatı hazır hâle gelmesi ve sonrasında kademeli olarak devreye alma** sürecinin başlaması beklenmektedir. Üretilen elektrik, **Avrupa enerji piyasasında ihale yöntemi veya uzun dönemli PPA sözleşmeleri** ile değerlendirilebilecektir.

Serracapriola RES: IC Enterra'nın %100 iştiraki tarafından geliştirilen **57,6 MW** kapasiteli **Serracapriola** rüzgâr projesi için olumlu bağlantı görüşü alınmış olup, izin süreçlerinin tamamlanmasının ardından **2027 sonrası inşaatı başlanması** planlanmaktadır.



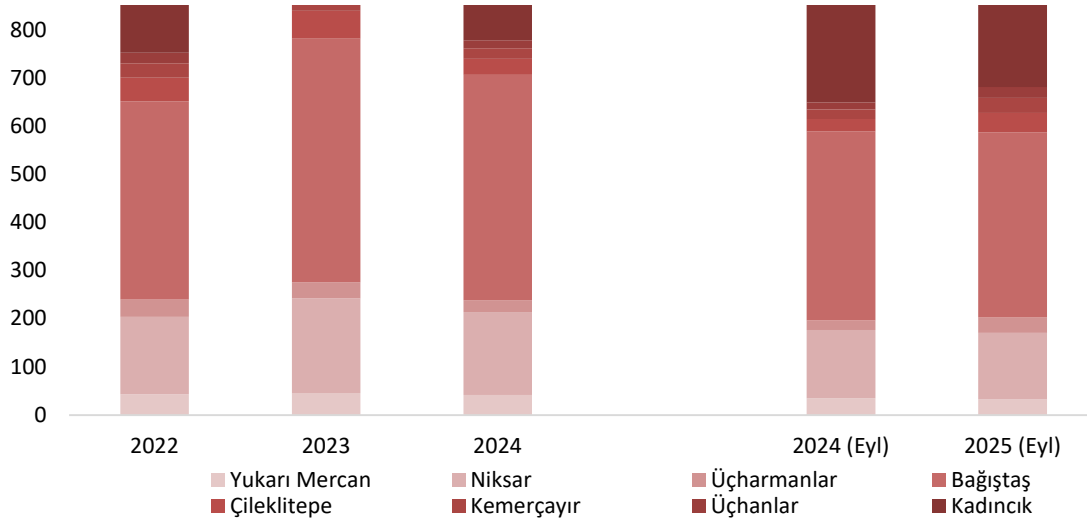
Grafik 8: IC Enterra Üretim Projeksiyonu (MWh)

IC Enterra'nın gelecek yatırım projeksiyonu, şirketin orta-uzun vadeli büyüme potansiyelini açık biçimde ortaya koymaktadır. Analizler sonucunda **yıllık bileşik büyüme oranı (CAGR) %12,3** seviyesinde hesaplanmış olup, bu oran **portföyde planlanan kapasite artışlarının üretim ve gelir performansını istikrarlı şekilde destekleyeceğine** işaret etmektedir.

4.4. Operasyonel Performans

IC Enterra, mevcut portföy yapısı itibarıyla ağırlıklı olarak **hidroelektrik santralleri** üzerinden üretim gerçekleştirmektedir. Şirketin toplam **488 MW**'lık kurulu gücünün büyük bölümünü oluşturan HES varlıkları, operasyonel açıdan **istikrarlı üretim ve yüksek kapasite kullanım oranları** sayesinde portföyün **temel performans taşıyıcısı** konumundadır. Buna karşın portföyde yer alan güneş enerjisi santrali sınırlı kapasitesiyle tamamlayıcı bir rol üstlenmektedir.

Ancak **hibrit GES, depolamalı RES ve GES projeleri ile yurt dışı rüzgâr yatırımlarının devreye girmesi sonucunda** IC Enterra'nın **üretim yapısı** önümüzdeki yıllarda belirgin ölçüde **çeşitlenecektir**. Bu doğrultuda, şirketin stratejik öncelikleri HES ağırlıklı yapıdan çıkarak **rüzgâr, güneş ve depolama teknolojilerinin dengeli bir bileşime sahip olduğu** daha esnek ve ölçeklenebilir bir üretim portföyüne doğru evrilecektir. Bu dönüşüm hem operasyonel verimliliği hem de uzun vadeli gelir görünümünün sürdürülebilirliğini güçlendirecektir.



Grafik 9: IC Enterra HES Üretimleri (GWh)

Yukarı Mercan RES'in üretimi 2023 yılında 46 GWh iken, 2024 yılında 42 GWh'ye gerilemiş; Eylül ayı bazında 2024'te 35 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 33 GWh'ye düşmüştür.

Niksar RES'te 2023 üretimi 197 GWh seviyesindeyken, 2024'te 172 GWh'ye azalmış; Eylül 2024'te 142 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 138 GWh'ye gerilemiştir.

Üçharmanlar RES'in üretimi 2023'te 33 GWh iken, 2024 yılında 25 GWh'ye düşmüş; Eylül 2024'te 20 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 32 GWh'ye yükselmiştir.

Bağıştaş RES'te 2023 üretimi 506 GWh seviyesindeyken, 2024'te 468 GWh'ye gerilemiş; Eylül 2024'te 392 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 384 GWh'ye düşmüştür.

Çileklitepe RES'in üretimi 2023'te 58 GWh iken, 2024'te 33 GWh'ye gerilemiş; Eylül 2024'te 26 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 41 GWh'ye yükselmiştir.



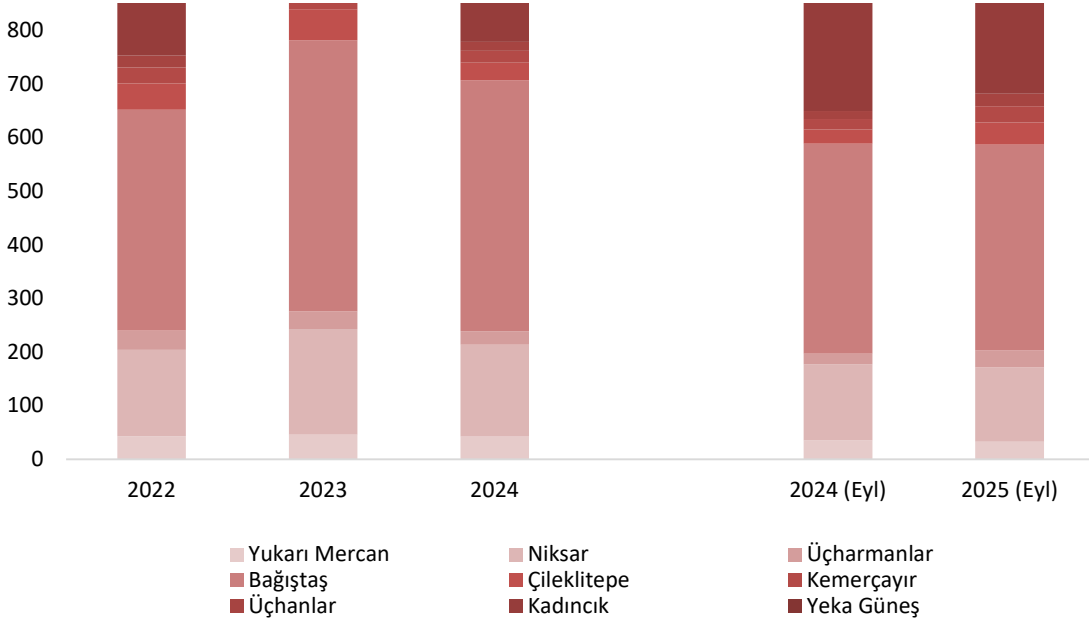
Kemerçayır RES'te 2023 üretimi 31 GWh seviyesindeyken, 2024'te 22 GWh'ye düşmüş; Eylül 2024'te 20 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 31 GWh'ye çıkmıştır.

Üçanlar RES'in üretimi 2023'te 24 GWh iken, 2024 yılında 17 GWh'ye düşmüş; Eylül 2024'te 15 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 23 GWh'ye yükselmiştir.

Kadıncık RES'te 2023 üretimi 302 GWh iken, 2024'te 275 GWh'ye gerilemiş; Eylül 2024'te 238 GWh olan üretim, 2025 Eylül itibarıyla 187 GWh'ye düşmüştür.

Yeka Güneş Santrali 2024 yılı toplam üretiminde 15 GWh kaydetmiş olup, Eylül 2025 itibarıyla üretim 181 GWh'ye yükselmiştir.

Bu çerçevede, portföy santrallerinin yıllık üretim performansı genel olarak bazı santrallerde düşüş gösterse de Eylül ayı bazında Üçanlar, Çileklitepe, Kemerçayır ve Üçanlar'da artış gözlemlenmiştir. Bunun yanı sıra, 2024 sonunda faaliyete geçen Yeka Güneş Santrali, portföyün toplam üretim performansına önemli bir katkı sağlamıştır. Toplamda, portföyün operasyonel performansında yıllık bazda kısmi düşüş görülse de son bir yıllık dönemde Yeka Güneş'in devreye girmesi portföy üretiminde belirgin bir artış yaratmıştır.



Grafik 10: IC Enterra Toplam Elektrik Üretimleri (GWh)

Rüzgâr ve güneş santrallerindeki üretim performansları göz önünde bulundurulduğunda, Enterra portföyündeki santrallerin toplam elektrik üretimi hem yıllık hem de Eylül ayı bazlı karşılaştırmalarda dalgalı bir seyir göstermiştir.

2023 yılında portföyün toplam yıllık üretimi 1.189 GWh seviyesinde gerçekleşirken, 2024 yılında bu toplam 1.169 GWh'ye gerilemiştir. Eylül ayı bazında ise, 2024'te toplam üretim 813 GWh'e, 2025 Eylül itibarıyla ise 876 GWh'ye yükselmiştir.

Özellikle 2024 sonunda faaliyete geçen Yeka Güneş Santrali, portföyün toplam üretim performansına önemli bir katkı sağlamış ve Eylül 2025 itibarıyla toplam üretimde belirgin bir artış gözlemlenmiştir. Bu veriler, Enterra portföyünün son bir yıllık dönemde operasyonel performansındaki toparlanmayı ve üretim kapasitesindeki artışı net bir şekilde ortaya koymaktadır.

4.5. Finansal Performans

Enterra'nın önümüzdeki döneme ilişkin finansal görünümü, **portföy bileşiminin giderek daha dengeli bir yapıya evrilmesi, üretim performansının istikrara kavuşması ve nakit akış kalitesinin iyileşmesi** üzerine şekillenmektedir. 2025 sonrası projeksiyonlarda, hem rüzgâr santrallerinden kaynaklanan **yüksek kapasite faktörü katkısı** hem de 2024 sonunda devreye alınan **Yeka Güneş Santrali** ile birlikte baz üretimin güçlenmesi öngörülmektedir.

Son açıklanan bilanço verilerine göre, IC Enterra'nın cirosu 3Ç24'e kıyasla 3Ç25'te **%22,1 artışla 805 milyon TL'ye yükselmiştir. Brüt kâr üst üste üç çeyrek boyunca pozitif seyrini sürdürerek 122 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK ise aynı dönemde %19,7 artışla 573,7 milyon TL'ye ulaşmıştır. Net kâr, üst üste iki çeyrek pozitif performans göstererek 54,2 milyon TL olmuştur. 3Ç24'e göre 3Ç25'te maliyet artışının sınırlı kalması ve satışlardaki artış, net kârın oluşumunda belirleyici olmuştur.**

Kârlılık tarafında, elektrik fiyatlarındaki baskıya rağmen maliyetlerdeki sınırlı artış sayesinde yıllık bazda bir iyileşme gözlemlenmiştir. **Ancak asıl iyileşme, şirketin iş modeli gereği yüksek sabit giderlerin, üretim arttıkça kaldıraç etkisi yaratmasından kaynaklanmaktadır. Bu doğrultuda brüt kâr marjı yıllık bazda 4,97 puan artarak %36,46'ya, FAVÖK marjı ise 3,13 puan yükselerek %75,89'a ulaşmıştır.**

Likidite göstergeleri sektör ortalamalarının belirgin şekilde altında yer almaktadır. Şirketin cari oranı 0,39 (sektör ortalaması 1,41), likidite oranı 0,39 (sektör ortalaması 1,14) ve nakit oranı 0,22 (sektör ortalaması 0,52) seviyesinde gerçekleşmiş olup, **kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesinin güçlü olduğuna işaret etmektedir.**

Borçluluk cephesinde de çok olumlu bir görünüm olmasa da iyileşme devam etmektedir. **Net borç, 2Ç25'e göre %3 gerileyerek 10,87 milyar TL'ye düşmüş; Net Borç/FAVÖK oranı ise 3Ç25'te 3,67x seviyesine kadar gerilemiştir. Finansal kaldıraç oranı çeyreklik bazda düşüş ivmesini sürdürerek %31,58 (sektör ortalaması %36,57) olarak gerçekleşmiş; finansal borç oranı ise %26,22 (sektör ortalaması %20,83) seviyesinde kalmıştır. Bu veriler, şirketin Net Borç/FAVÖK oranının sektöre paralel ve iyileşmekte olduğunu göstermektedir.**

4.6. Modelleme ve Değerleme

Önümüzdeki dönemde IC Enterra'nın **portföy çeşitliliğini artırması, hibrit GES ve RES yatırımlarını devreye alması ve olası stratejik satın alma planları**, şirketin büyüme perspektifini güçlendiren temel unsurlar arasında yer almaktadır. **Borçluluk seviyesindeki iyileşme ve yatırımların pozitif etkisi**, gelecekteki finansal performans üzerinde belirleyici olacaktır. Bu çerçevede, güçlü portföy yapısı ve artış gösteren serbest nakit akımları dikkate alındığında, IC Enterra'nın uzun vadeli görünümü **pozitif** olarak değerlendirilmektedir.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) analizimiz doğrultusunda **IC Enterra için 18,7 TL Hedef Fiyat ve AL** tavsiyemizi başlatıyoruz. IC Enterra için modelleme çalışmamızda şirketin yenilenebilir enerji varlıklarının büyüme potansiyeli ve operasyonel verimliliği öne çıkmakta; rüzgâr santrallerindeki kapasite artışları ve güneş enerjisi yatırımlarının devreye alınması, üretim tarafında sürdürülebilir büyüme potansiyelini desteklemektedir.



YENİLENEBİLİR ENERJİ SEKTÖRÜ

	25%	25%	25%	25%	25%	25%
ENTRA	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
Satışlar	104.853.312	113.253.550	140.517.442	262.950.014	278.928.168	282.092.486
%	11,9%	8,0%	24,1%	87,1%	6,1%	1,1%
EBIT	33.238.500	36.580.897	46.089.721	86.510.555	93.440.936	95.911.445
%	31,7%	32,3%	32,8%	32,9%	33,5%	34,0%
NOPAT	24.928.875	27.435.672	34.567.291	64.882.916	70.080.702	71.933.584
Amortisman (+)	46.659.724	59.458.114	74.474.244	136.734.007	142.253.366	141.046.243
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	6.350.803	92.080	-309.172	-2.033.484	-893.130	-628.544
Yatırım Harcamaları	-36.698.659	-158.554.970	-203.750.290	-210.360.011	-69.732.042	-56.418.497
Serbest Nakit Akışı	28.539.137	-71.753.263	-94.399.584	-6.709.604	143.495.156	157.189.873
İndirgenmiş Nakit Akışı	26.988.646	-57.655.947	-68.476.747	-4.397.991	83.639.473	81.092.461
İskonto Faktörü	0,89	0,80	0,73	0,66	0,58	0,52

HEDEF FİYAT (USD)	0,33	Toplam Değer	1.569.965.278
S.N.A Toplam	61.189.895	S.Y.S.N.A.	157.189.873
Artık Değer	809.927.165	%g	1,5%
Firma Değeri	871.117.060	%r	11,7%
Toplam Borç	261.884.796	T1	809.927.165
Azınlık Payı	1.064		
Özsermaye Değeri	609.233.329		
Sermaye	1.845.000.000		
12A Özsermaye Değeri	822.464.994		

HEDEF FİYAT (TL)	18,7
-------------------------	-------------

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
Risksiz Faiz Oranı	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
ERP	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Oranı	68,0%	63,0%	58,0%	55,0%	60,0%	65,0%
Borç Oranı	32,0%	37,0%	42,0%	45,0%	40,0%	35,0%
Özsermaye Maliyeti	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Maliyeti	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
AOSM	11,0%	10,6%	10,2%	10,0%	10,4%	10,7%



YENİLENEBİLİR ENERJİ SEKTÖRÜ

KURULU GÜÇ (MW)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
YUKARI MERCAN	14	14	14	14	14	14
NİKSAR	40	40	40	40	40	40
ÜÇHARMANLAR	17	17	17	17	17	17
BAĞIŞTAŞ	141	172	202	202	202	202
ÇİLEKLİTEPE	23	23	23	23	23	23
KEMERÇAYIR	16	16	16	16	16	16
ÜÇHANLAR	12	12	12	12	12	12
KADINCIK	126	126	126	126	126	126
YEKA GÜNEŞ	100	100	100	100	100	100
DEPOLAMALI RES	0	0	0	430	430	430
DEPOLAMALI GES	0	0	0	55	55	55
İTALYA RES	0	0	54	108	165	165
TOPLAM	488	519	603	1.142	1.199	1.199

ÜRETİM MİKTARI (MWh)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
YUKARI MERCAN	42.924	42.924	42.924	42.924	42.924	42.924
NİKSAR	165.347	165.347	165.347	165.347	165.347	165.347
ÜÇHARMANLAR	39.357	39.357	39.357	39.357	39.357	39.357
BAĞIŞTAŞ	494.064	617.755	743.198	760.894	778.589	796.284
ÇİLEKLİTEPE	56.733	56.733	56.733	56.733	56.733	56.733
KEMERÇAYIR	29.872	29.872	29.872	29.872	29.872	29.872
ÜÇHANLAR	26.149	26.149	26.149	26.149	26.149	26.149
KADINCIK	309.053	309.053	309.053	309.053	309.053	309.053
YEKA GÜNEŞ	219.000	219.000	219.000	219.000	219.000	219.000
DEPOLAMALI RES	0	0	0	1.318.380	1.318.380	1.318.380
DEPOLAMALI GES	0	0	0	110.814	110.814	110.814
İTALYA RES	0	0	165.564	331.128	505.890	505.890
TOPLAM	1.382.498	1.506.189	1.797.196	3.409.650	3.602.107	3.619.802

KAPASİTE KULLANIM ORANI (KKO)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
YUKARI MERCAN	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NİKSAR	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%	47,0%
ÜÇHARMANLAR	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
BAĞIŞTAŞ	40,0%	41,0%	42,0%	43,0%	44,0%	45,0%
ÇİLEKLİTEPE	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
KEMERÇAYIR	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
ÜÇHANLAR	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
KADINCIK	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
YEKA GÜNEŞ	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
DEPOLAMALI RES	%0	%0	%0	35,0%	35,0%	35,0%
DEPOLAMALI GES	%0	%0	%0	23,0%	23,0%	23,0%
İTALYA RES	%0	%0	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
TOPLAM	32,3%	33,1%	34,0%	34,1%	34,3%	34,5%



MENKUL DEĞERLER

Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



YENİLENEBİLİR ENERJİ SEKTÖRÜ

SATIŞ FİYATI (USD/MWh)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
YUKARI MERCAN	67	68	69	68	67	66
NİKSAR	67	68	69	68	67	66
ÜÇARMANLAR	67	68	69	68	67	66
BAĞIŞTAŞ	73	68	69	68	67	66
ÇİLEKLİTEPE	73	68	69	68	67	66
KEMERÇAYIR	67	68	69	68	67	66
ÜÇANLAR	67	68	69	68	67	66
KADINCIK	67	68	69	68	67	66
YEKA GÜNEŞ	67	68	69	68	67	66
DEPOLAMALI RES	0	75	75	75	75	75
DEPOLAMALI GES	0	75	75	75	75	75
İTALYA RES	0	0	80	80	80	80
TOPLAM	69	68	70	72	72	72

ELEKTRİK HASILAT (USD)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
YUKARI MERCAN	2.875.908	2.918.832	2.961.756	2.918.832	2.875.908	2.832.984
NİKSAR	11.078.232	11.243.579	11.408.926	11.243.579	11.078.232	10.912.886
ÜÇARMANLAR	2.636.914	2.676.271	2.715.628	2.676.271	2.636.914	2.597.557
BAĞIŞTAŞ	36.066.672	42.007.354	51.280.690	51.740.765	52.165.450	52.554.744
ÇİLEKLİTEPE	4.141.528	3.857.862	3.914.595	3.857.862	3.801.129	3.744.395
KEMERÇAYIR	2.001.397	2.031.269	2.061.140	2.031.269	2.001.397	1.971.526
ÜÇANLAR	1.751.956	1.778.105	1.804.253	1.778.105	1.751.956	1.725.808
KADINCIK	20.706.538	21.015.590	21.324.643	21.015.590	20.706.538	20.397.485
YEKA GÜNEŞ	14.673.000	14.892.000	15.111.000	14.892.000	14.673.000	14.454.000
DEPOLAMALI RES	0	0	0	98.878.500	98.878.500	98.878.500
DEPOLAMALI GES	0	0	0	8.311.050	8.311.050	8.311.050
İTALYA RES	0	0	13.245.120	26.490.240	40.471.200	40.471.200
TOPLAM	95.932.146	102.420.862	125.827.752	245.834.063	259.351.274	258.852.134

YAN HİZMETLER (USD)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
TOPLAM	7.934.668	9.241.618	11.281.752	11.382.968	11.476.399	11.562.044

KARBON SERTİFİKASI - ORTALAMA TON/YIL (USD)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
TOPLAM	986.499	1.060.713	1.135.979	1.146.597	1.157.214	1.167.831
KARBON FİYAT	1,00	1,50	3,00	5,00	7,00	10,00
KARBON GELİRİ	986.499	1.591.070	3.407.938	5.732.983	8.100.496	11.678.308

TOPLAM GELİR (USD)

	2025/12	2026/12	2027/12	2028/12	2029/12	2030/12
TOPLAM GELİR	104.853.312	113.253.550	140.517.442	262.950.014	278.928.168	282.092.486



MENKUL DEĞERLER

Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı No:6 D:12 Kat:4 Şişli

www.marbas.com.tr

+90 (212) 286 30 00



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 müşterileri 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

