

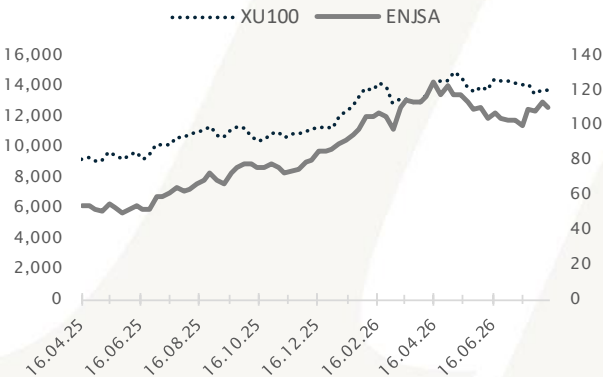
Hisse Bilgileri

Bloomberg / Bist Kodu	ENJSA:TI	ENJSA
Rapor Adı:	Analist Toplantı Notu	
Şirket Adı	Enerjisa Enerji	
Hisse Sektör	Enerji	
Rapor Tarihi	12.08.2026	
Kapanış Fiyatı - TL	110.00	
Öneri	-	
Hedef Fiyat - TL	-	
Önceki Hedef Fiyat - TL	-	
Getiri Potansiyeli - %	-	

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri - Milyon TL	129,918
Firma Değeri - Milyon TL	211,768
Hacim - Milyon TL	341
Halka Açıklık - %	20.00

Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler - Yıllık	2024/6	2025/6	2026/6
Hasılat - Milyon TL	100,344	125,839	117,082
Brüt Kâr - Milyon TL	24,427	34,853	36,658
FAVÖK - Milyon TL	18,020	25,816	27,212
Net Kâr - Milyon TL	-4,015	-361	2,746

Finansal Bilgiler - Çeyrek	2024/6	2025/6	2026/6
Hasılat - Milyon TL	49,833	61,942	58,114
Brüt Kâr - Milyon TL	10,382	17,444	17,982
FAVÖK - Milyon TL	7,373	13,090	13,815
Net Kâr - Milyon TL	23	677	1,590

Çarpanlar	2024/6	2025/6	2026/6
F/K (x)	23.77	0.00	19.26
FD/FAVÖK (x)	3.69	2.50	4.54

Enerjisa Enerji A.Ş.

Beklenti revizyonu olumlu, ancak büyümenin nakde dönüşümü kritik

Enerjisa Enerji, 2026 yılı beklentilerinde yukarı yönlü revizyona gitti. Faaliyet gelirleri hedefi 75-80 milyar TL'den 80-85 milyar TL'ye, baz alınan net kâr beklentisi ise 11-13 milyar TL'den 13-15 milyar TL'ye yükseltildi. Buna karşılık 30-35 milyar TL yatırım harcaması ve 110-120 milyar TL düzenlemeye tabi varlık tabanı hedefleri korundu. Yönetim revizyonu daha yüksek enflasyon varsayımı, perakende tarafında beklentilerin üzerindeki performans ve reel faizlerin başlangıç varsayımlarının altında kalmasıyla açıkladı.

Yeni hedeflere ulaşılması için ikinci yarıda 41,2-46,2 milyar TL faaliyet geliri ve 6,6-8,6 milyar TL baz alınan net kâr üretilmesi gerekiyor. Bu da ilk yarıya göre faaliyet gelirlerinde %6-19, baz alınan net kârda %4-35 arasında daha güçlü bir performans gerektiriyor. Revizyonu olumlu karşılamakla birlikte, büyümenin önemli bölümünün regülasyon ve enflasyona duyarlı kalemlerden gelmesi nedeniyle hedeflerin kalitesini nakit akışıyla birlikte değerlendirmek gerektiğini düşünüyoruz.

Faaliyet gelirleri büyüyor, ancak operasyonel katkı daha sınırlı

İlk yarıda grup faaliyet gelirleri reel bazda %9,1 artışla 38,8 milyar TL'ye ulaştı. Ancak büyümenin kompozisyonunda finansal gelirler ve yatırım harcaması geri ödemeleri belirleyici oldu. Dağıtım tarafındaki 4,7 milyar TL'lik katkının 4,4 milyar TL'si finansal gelirden, 2,5 milyar TL'si yatırım harcaması geri ödemelerinden gelirken, verimlilik ve kalite kazançları 821 milyon TL negatif katkı yaptı. Bu nedenle operasyonel performansı daha doğrudan yansıtan verimlilik ve kalite gelirleri %18 geriledi.

FAVÖK reel bazda %3,3 artışla 25,2 milyar TL'ye yükselirken hasılat %7 geriledi. Daha önemli nokta ise faaliyet gelirlerindeki artışın aynı ölçüde nakde dönüşmemesi. Dağıtım segmentinde faaliyet gelirlerine dahil edilen ancak henüz tahsil edilmemiş finansal gelir 6,7 milyar TL'den 8,8 milyar TL'ye yükselirken dağıtımın faiz ve vergi öncesi serbest nakit akışı 9,4 milyar TL pozitiften 1,6 milyar TL negatife döndü.

Dağıtım tarafında yeni düzenleyici dönem görünürlüğü destekliyor

Dağıtım faaliyet gelirleri %15,8 artışla 34,1 milyar TL'ye ulaşarak konsolide faaliyet gelirlerinin yaklaşık %88'ini oluşturdu. Yönetimin toplantıda verdiği bilgiye göre Beşinci Uygulama Dönemi kapsamında dağıtım WACC oranı %12,3'ten %13,5'e yükseltildi. Düzenlemeye tabi varlık tabanı %32,1 endeksenerek 105,8 milyar TL'ye ulaşırken Nisan ayından itibaren yaklaşık %32'lik dağıtım tarifi artış devreye girdi.

Buna rağmen mevcut tarife artışının hak edilen gelir ile tahsil edilen nakit arasındaki farkı tamamen kapatmadığı ve şirketin yıl içerisinde EPDK'dan ilave bir adım beklediği belirtildi. Verimlilik ve kalite gelirlerindeki gerilemede de düzenleyici parametrelerdeki değişiklikler ve kaçak-kayıp gelirlerinden şirketlerde kalan payın %55'ten %50'ye indirilmesi etkili oluyor. Dolayısıyla dağıtım tarafında yüksek WACC ve büyüyen varlık tabanı destekleyici olurken nakit tahsilatı ve düzenleyici kararlar kritik olmaya devam ediyor.

Perakendede güçlü ilk yarı performansının devamı beklenmiyor

Perakende faaliyet gelirleri %5,1 artışla 4,1 milyar TL'ye yükseldi. Regüle segmentte brüt kâr 4,5 milyar TL'den 3,7 milyar TL'ye gerilerken hacim %8 azaldı. Brüt marj sınırlı yükselse de borçlanma maliyeti telafisinin nominal olarak büyük ölçüde sabit kalması enflasyonist ortamda reel getiriyi baskılıyor. Yönetim bu segmentte düzenleyici getirilerin iyileştirilmesi gerektiğini açık şekilde ifade etti.

Serbest segmentte ise brüt kâr 1,25 milyar TL'den 2,48 milyar TL'ye yükselirken brüt marj %3,8'den %10,2'ye çıktı. Düşen toptan elektrik fiyatları ve olumlu piyasa koşulları güçlü marjı destekledi. Ancak yönetim bu seviyenin sürdürülebilir olmadığını, ikinci yarıda piyasa koşullarının normalleşmesiyle marjların aşağı gelmesini beklediğini belirtti. Bu nedenle perakende tarafının ilk yarıdaki kadar güçlü katkı sağlamasını beklemiyoruz.

Müşteri çözümlerinde proje zamanlaması görünürlüğü azaltıyor.

Müşteri çözümleri faaliyet gelirleri 2,4 milyar TL'den 790 milyon TL'ye, brüt kâr ise 5,2 milyar TL'den 2,9 milyar TL'ye geriledi. Yönetim zayıflığı yeni proje eksikliğinden ve önceki projelerin muhasebe etkisinin ağırlıklı olarak 2025'te gerçekleşmiş olmasından kaynaklandığını belirtti. Buna karşılık güneş enerjisi kapasitesi %18 artışla 146,4 MWp'ye yükselirken Eşarj üzerinden satılan elektrik %66 artışla 31,1 GWh oldu. Yönetim Eşarj'da yıl genelinde pozitif FAVÖK hedefini koruyor.

Serbest nakit akışındaki bozulma ana risklerden biri

Faiz ve vergi sonrası serbest nakit akışı ilk yarıda 3,4 milyar TL negatiften 7,5 milyar TL negatife geriledi. Nakit etkili yatırımlar 7,3 milyar TL'den 17,8 milyar TL'ye yükselirken yaklaşık 4 milyar TL'lik kısmın 2025 yatırımlarından sarkan ödemelerden oluştuğu belirtildi.

Toplantıda aydınlatma alacakları da önemli bir başlık oldu. Önceki yasal çerçevenin 2025 sonunda sona ermesi nedeniyle tahsilatların gecikmesi dağıtım tarafında yaklaşık 4 milyar TL nakit etkisi yarattı. Yeni yasal çerçevenin yürürlüğe girmesiyle bekleyen bakiyelerin tahsil edilmesinin önümüzdeki dönemlerde serbest nakit akışını desteklemesi bekleniyor. Bu nedenle aydınlatma alacaklarının çözülmesini nakit akışı açısından önemli bir potansiyel katalizör olarak görüyoruz.

Borç artıyor, ancak finansman maliyetindeki gerileme destekleyici

Ekonomik net borç 78,2 milyar TL'den 98,4 milyar TL'ye, net finansal borç ise 63,5 milyar TL'den 81,4 milyar TL'ye yükseldi. Bununla birlikte düzenlemeye tabi varlık tabanındaki artış sayesinde kaldıraç oranı 1,1x seviyesinde kaldı. Varlık tabanındaki artışın önemli bölümünün yeniden değerlendirme kaynaklı olması nedeniyle bunun doğrudan nakit yaratımı anlamına gelmediğini not etmek gerekiyor.

Finansman tarafında ise görünüm daha olumlu. Ortalama borçlanma maliyeti %46,9'dan %38,0'e gerilerken şirket 2026 yılında 21 milyar TL'nin üzerinde TLREF endeksli tahvil ihracı gerçekleştirdi. Yönetim ikinci yarıdaki yoğun yatırım programının finansmanını performansı bozmayacak şekilde karşılayabileceğini ifade etti.

Baz alınan kâr güçleniyor, ancak ertelenmiş vergi etkisi izlenmeli

Raporlanan net kâr 361 milyon TL zarardan 2,7 milyar TL kâra dönerken baz alınan net kâr %52,3 artışla 6,4 milyar TL'ye yükseldi. İki rakam arasındaki 3,6 milyar TL fark büyük ölçüde geçmiş varlık yeniden değerlemesine ilişkin amortisman etkisinden kaynaklanıyor.

Yönetim bu farkın mekanik olduğunu ve enflasyonun düşmesiyle zaman içinde gerilediğini belirtiyor. Bununla birlikte yeni yasal yeniden değerlendirme uygulamasının daha yüksek amortisman, daha düşük vergi matrahı ve daha yüksek ertelenmiş vergi geliri yaratması bekleniyor. Bu nedenle baz alınan net kârın içerisinde ertelenmiş vergi kaynaklı katkının artmasını kâr kalitesi açısından takip edilmesi gereken bir unsur olarak görüyoruz.

Değerlendirme

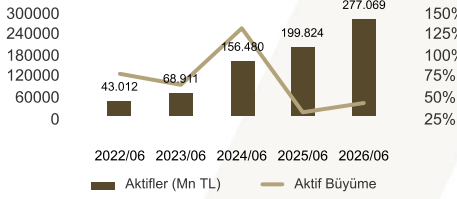
Enerjisa'nın ilk yarı sonuçlarını ve beklenti revizyonunu olumlu ancak temkinli değerlendiriyoruz. Dağıtım WACC'ndaki artış, büyüyen düzenlemeye tabi varlık tabanı, daha düşük finansman maliyeti ve yukarı revize edilen faaliyet geliri ile baz alınan net kâr hedefleri görünümü destekliyor. Uzun vadede enerji altyapısına yönelik yüksek yatırım ihtiyacı da şirketin ana faaliyet alanı açısından güçlü bir büyüme zemini oluşturuyor.

Buna karşılık faaliyet gelirlerindeki büyümenin önemli bölümünün finansal gelir ve yatırım harcaması geri ödemelerinden gelmesi, operasyonel verimlilik ve kalite gelirlerinin gerilemesi ve serbest nakit akışının daha fazla negatife dönmesi sonuçların kalitesini sınırlıyor. Perakende tarafında regüle segmentin reel getiri baskısı altında olması ve serbest segmentteki yüksek marjların yönetim tarafından sürdürülemez olarak değerlendirilmesi de ikinci yarı performansına yönelik temkinli olmamızı gerektiriyor.

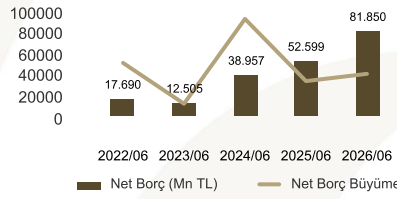
Yıl sonu 30-35 milyar TL yatırım hedefi için ikinci yarıda yatırım temposunun belirgin şekilde hızlanması gerekiyor. Bu nedenle düzenlemeye tabi varlık tabanının büyümesi, EPDK'nın tarife ve getiri kararları, aydınlatma alacaklarının tahsilatı, serbest nakit akışı, perakende marjlarının normalleşmesi ve yatırım programının finansmanı önümüzdeki dönemde temel takip alanlarımız olacak. Beklenti revizyonunu destekleyici bulmakla birlikte, revizyonun hisse açısından daha güçlü bir katalizöre dönüşmesi için faaliyet gelirlerindeki büyümenin nakit üretimine daha belirgin şekilde yansması gerektiğini düşünüyoruz.

Aktifler (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Dönen Varlıklar	78.631	89.320	63.159	86.067	36%	31%
Nakit ve Benzerleri	4.921	19.401	6.146	12.178	98%	4%
Ticari Alacaklar	40.220	34.848	28.048	38.731	38%	14%
Stoklar	4.181	6.497	4.727	7.086	50%	3%
Duran Varlıklar	202.338	175.536	136.665	191.002	40%	69%
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	-	0%
Maddi Duran Varlıklar	16.116	15.376	11.723	16.626	42%	6%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	67.674	62.218	52.401	65.470	25%	24%
Toplam Varlıklar (Aktifler)	280.968	264.857	199.824	277.069	39%	100%
Pasifler (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Kısa Vadeli Yükümlülükler	99.598	96.357	69.624	100.271	44%	36%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	13.580	12.949	4.707	9.994	112%	4%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	25.128	28.249	21.783	34.886	60%	13%
Ticari Borçlar	33.347	24.452	22.425	29.569	32%	11%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	68.595	67.771	47.105	67.839	44%	24%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	40.775	47.380	31.264	48.265	54%	17%
Toplam Yükümlülükler	168.193	164.128	116.729	168.111	44%	61%
Toplam Özkaynaklar	112.775	100.729	83.095	108.958	31%	39%
Ödenmiş Sermaye	1.181	1.181	1.181	1.181	0%	0%
Geçmiş Yıl Karları veya Zararları	36.136	31.257	27.355	33.449	22%	12%
Net Dönem Karı veya Zararı	3.171	1.080	-361	2.746	-	1%
Toplam Kaynaklar (Pasifler)	280.968	264.857	199.824	277.069	39%	100%

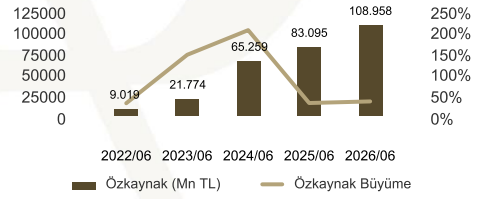
Aktifler ve Aktif Büyüme



Net Borç ve Net Borç Büyüme

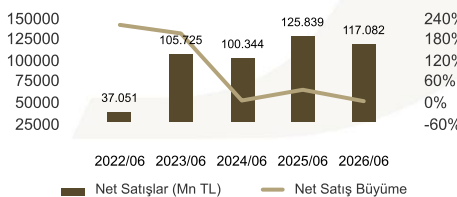


Özkaynak ve Özkaynak Büyüme

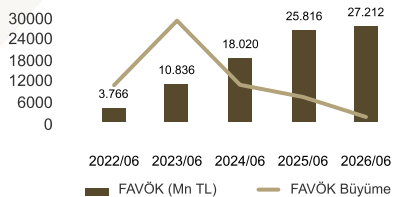


Gelir Tablosu (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Net Satışlar	233.065	55.104	125.839	117.082	-7%	100%
Satışların Maliyeti	173.559	37.651	90.986	80.424	-12%	69%
Brüt Kar (Zarar)	59.506	17.452	34.853	36.658	5%	31%
Faaliyet Giderleri	22.594	6.797	12.846	13.588	6%	12%
Genel Yönetim Giderleri	22.594	6.797	12.846	13.588	6%	12%
Pazarlama Giderleri	0	0	0	0	-	0%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	-	0%
Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı	36.912	10.655	22.006	23.070	5%	20%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.408	2.217	5.678	5.302	-7%	5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	7.473	2.536	4.086	4.277	5%	4%
Esas Faaliyet Karı veya Zararı	37.848	10.336	23.598	24.094	2%	21%
FAVÖK (Faiz,Amortisman,Vergi Öncesi Kar)	43.277	12.650	25.816	27.212	5%	23%
Finansman Gelirleri	2.926	1.114	2.078	2.925	41%	2%
Finansman Giderleri	30.045	7.432	18.668	17.707	-5%	15%
Vergi Öncesi Kar veya Zarar	5.848	3.194	4.648	7.093	53%	6%
Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı	3.171	1.080	-361	2.746	-	2%

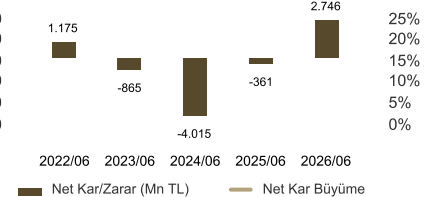
Net Satışlar ve Net Satış Büyüme



FAVÖK ve FAVÖK Büyüme

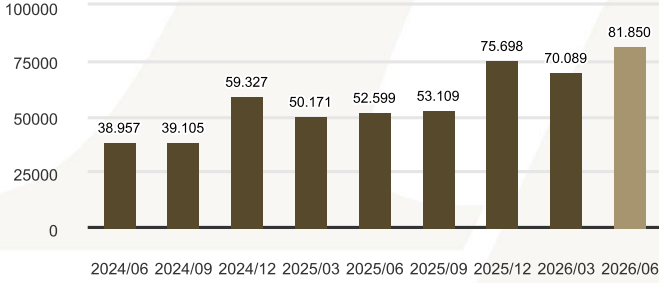


Net Kar/Zarar ve Net Kar Büyüme

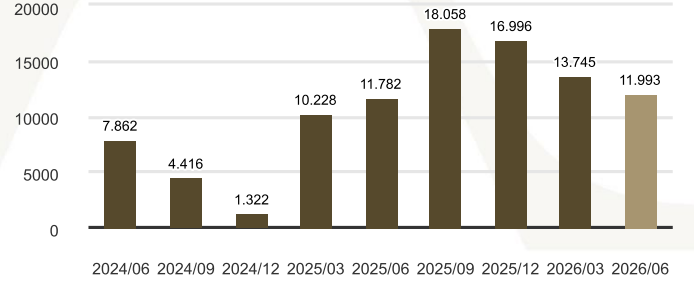


Finansal Oranlar	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06
Likidite Oranları				
Nakit Oran	4,9	20,1	8,8	12,1
Cari Oran	0,8	0,9	0,9	0,9
Faaliyet Oranları				
Stok Devir Süresi (Gün)	9,3	11,2	7,8	12,9
Alacak Devir Süresi (Gün)	49,2	54,1	32,8	59,5
Ticari Borç Devir Süresi (Gün)	62,4	44,1	32,6	58,2
Nakit Döndürme Süresi (Gün)	-3,8	21,2	8,0	14,1
Finansal Yapı Oranları				
Dönen Varlıklar / Aktifler	28,0	33,7	31,6	31,1
Duran Varlıklar / Aktifler	72,0	66,3	68,4	68,9
Toplam Borç / Aktifler	59,9	62,0	58,4	60,7
Toplam Borç / Özsermaye	149,1	162,9	140,5	154,3
Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)	16.996,5	13.745,1	11.782,3	11.993,5
Yabancı Para Net Pozisyonu / FAVÖK	39,3	31,3	24,2	26,8
Net Borç (Milyon TL)	75.698,3	70.089,3	52.598,7	81.850,3
Net Borç / FAVÖK (Yıllık)	1,7	1,6	1,1	1,8
İhracat Oranı (%)	-	-	-	-
Karlılık Oranları				
Aktif Karlılığı	1,2	0,5	-0,2	1,2
Aktif Karlılığı (Yıllık)	1,2	2,3	-1,5	2,6
Özsermaye Karlılığı	3,0	1,2	-0,5	2,9
Özsermaye Karlılığı (Yıllık)	3,0	5,8	-3,6	6,5
Esas Faaliyet Kar Marjı	15,8	19,3	17,5	19,7
Esas Faaliyet Kar Marjı (Yıllık)	15,8	16,4	15,1	16,9
FAVÖK Marjı	18,6	23,0	20,5	23,2
FAVÖK Marjı (Yıllık)	18,6	19,2	17,7	19,9
Net Kar Marjı	1,4	2,0	-0,3	2,3
Net Kar Marjı (Yıllık)	1,4	2,3	-1,0	2,8

Net Borç (Mn TL)



Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)



Değerleme Oranları

Karlılık Oranları

	Piyasa Değeri (Mn TL)	Defter Değeri (TL)	PD / DD	F / K	FD / FAVÖK	FD / Net Satış	Esas Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı	Net Kar Marjı	Özser. Karlılığı	Aktif Karlılık	FAVÖK Yıllık (Mn TL)	FAVÖK Çeyrek (Mn TL)	Net Kar Yıllık (Mn TL)	Net Kar Çeyrek (Mn TL)
ENJSA	129.917,59	92,25	1,19	20,69	4,74	0,94	17%	20%	3%	3%	1%	44.674	13.815	6.278	1.590
AKSEN	96.635,45	0,00	1,51	26,15	12,59	3,76	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ENERY	75.330,00	0,00	1,27	15,19	10,13	1,98	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BIGEN	74.375,30	6,20	20,79	-	113,89	64,05	29%	56%	-5%	0%	0%	682	164	-56	66
MAGEN	98.058,00	0,00	6,44	-	220,56	72,57	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CWENE	44.447,11	16,44	2,51	15,74	13,23	3,02	18%	23%	16%	9%	4%	4.074	1.047	2.824	501
CANTE	11.900,00	0,00	0,38	-	4,91	1,55	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AKFYE	27.937,10	0,00	0,45	20,87	12,02	6,51	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LYDYE	24.082,77	1.844,23	6,91	42,06	1.984,42	523,50	-180%	26%	1.246%	-24%	-18%	12	7	573	-34
ODAS	10.234,00	0,00	0,65	35,58	2,86	0,92	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Enerji Ort.			1,47	17,40	9,79	1,06	6%	11%	6%	10%	2%	-	-	-	-
XU100			1,32	18,59	12,27	1,13	6,1%	10,5%	5,6%	11,1%	-	-	-	-	-

Ahlatcı Yatırım Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

GENEL MÜDÜRLÜK

İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis

Yamanevler Mahallesi Ahmet Tevfik İleri Caddesi
No:22-26 İç Kapı No:49 Ümraniye / İstanbul

ŞUBELERİMİZ

İstanbul Sarıyer Şube

Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL

Çorum Şube

Gülübey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

İRTİBAT BÜROLARIMIZ

Ankara İrtibat Bürosu

Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya/
ANKARA

Denizli İrtibat Bürosu

Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm
Pamukkale/DENİZLİ

Isparta İrtibat Bürosu

Çelebiler Mahallesi, Cadde 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez/
İSPARTA

İstanbul Bağdat Caddesi İrtibat Bürosu

Feneryolu Mahallesi Gazi Muhtar Paşa Sk. No:59 Feneryolu Sitesi
D:204 K:2 Kadıköy/İstanbul

İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu

Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36
34077 Eyüpsultan/İSTANBUL

İstanbul Maslak İrtibat Bürosu

Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

İzmir İrtibat Bürosu

Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sok. Lider Centrio C Blok No:6 K2:D17
Bayraklı/İZMİR

Gaziantep İrtibat Bürosu

Batıkent Mah. Kürşat Tüzmen Bulvarı 9075 Sok. Trio Terrace Kat : 1 B
Blok NO:31 Şehitkamil/GAZİANTEP

Konya İrtibat Bürosu

Musella Bağları Mah. Kule Cad. Kule Plaza İş Merkezi K:13 N:2/18
Selçuklu/KONYA

Mersis No: 0010056453000026

Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar" Hakkında Tebliği
Uyarınca Yayınlanması Zorunlu Olan

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler 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.