

## IC Enterra

## Endeks Üzerinde Getiri

## Kötü hava koşullarına rağmen karlılık ve büyüme sürdürüldü...

Analist: Doğu Kurnaz

[dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr](mailto:dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr)

Hakan Aygün

[hakan.aygun@akyatirim.com.tr](mailto:hakan.aygun@akyatirim.com.tr)

IC Enterra, UMS29 düzeltmelerine göre hazırlanan 2025 3. çeyrek finansal sonuçlarını açıkladı. Şirket, 3Ç25'te 806 milyon TL gelir (piyasa beklentisi: 747 milyon TL) elde etti; bu rakam, 3Ç24'teki 674 milyon TL'ye kıyasla %20 artışa işaret ediyor. Şirketin FAVÖK'ü 581 milyon TL (piyasa beklentisi: 560 milyon TL) olarak gerçekleşti ve yıllık bazda %21 artış gösterdi. FAVÖK marjı %72'ye (3Ç24: %71) yükselerek yeni devreye alınan önemli güneş kaynağı Erzin-2'nin katkısını yansıttı.

Net kâr 54 milyon TL (piyasa beklentisi: 184 milyon TL, 3Ç24: -21 milyon TL) olarak açıklanırken, net finansman gideri 894 milyon TL ve ertelenmiş vergi gideri 63 milyon TL olarak kaydedildi. Şirket, 3Ç24'teki 1.042 milyon TL'ye kıyasla daha düşük olan 855 milyon TL parasal kazanç ve 56 milyon TL vergi gideri açıkladı.

Şirketin net borcu sınırlı değişim göstererek 10,8 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Net Borç / Son 12 Ay FAVÖK oranı, 2024 yıl sonundaki 5,33x'ten 3,9x'e geriledi. IC Enterra, 241 bin MWh elektrik üreterek geçen yıla göre %44 artış kaydetti; bunda Erzin-2 (71,6 bin MWh) santralinin önemli katkısı oldu. Hidroelektrik kaynakları, yağış miktarının %31 düşmesine rağmen aynı üretim seviyesini koruyarak santrallerin coğrafi konum avantajını gösterdi. Sekiz hidroelektrik santralden dördü yıllık bazda %50'nin üzerinde üretim artışı kaydederken, daha yüksek kapasiteli diğer dört santral ortalama %8-10 üretim düşüşü yaşadı.

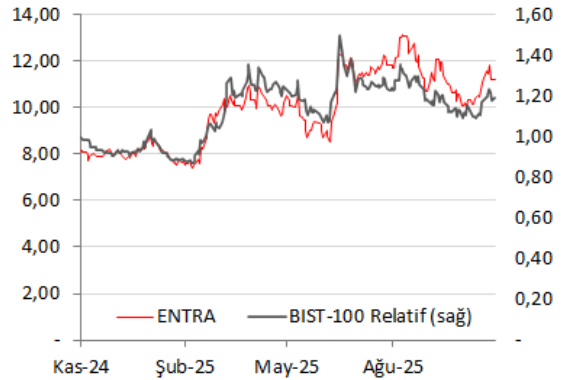
2025 başından bu yana IC Enterra 1.054 bin MWh elektrik üretti; bu rakam yıllık bazda %19 artışa işaret ediyor. MWh başına ortalama satış fiyatı %23 artarak 2.945 TL'ye yükseldi; bu artışta Erzin-2 GES'in pozitif katkısı etkili oldu. 2025'in ilk dokuz ayında IC Enterra'nın faaliyetlerden nakit akışı, 9A24'teki 498 milyon TL'den 2.730 milyon TL'ye yükseldi.

**Yorum ve Derecelendirme:** Sonuçların şirketin büyüme eğilimini teyit ettiğini düşünüyoruz ve EPIAŞ şeffaflık platformunda üretim rakamlarının finansallar açıklanmadan öncesinde erişilebilir olması nedeniyle, açıklanan sonuçların hisse üzerinde sınırlı pozitif etki yaratmasını bekliyoruz.

| Çeyrek Özet  |                  |       |          |       |        |             |       |       |         |
|--------------|------------------|-------|----------|-------|--------|-------------|-------|-------|---------|
| milyon TL    | Özet Finansallar |       |          | 2Ç25  | Piyasa | Piyasa Fark | 9A25  | 9A24  | y/y     |
|              | 3Ç25             | 3Ç24  | y/y      |       |        |             |       |       |         |
| Net Satışlar | 805              | 660   | 22%      | 1.755 | 747    | 8%          | 3.400 | 3.261 | 4%      |
| FAVÖK        | 574              | 479   | 20%      | 1.396 | 560    | 2%          | 2.580 | 2.373 | 9%      |
| FAVÖK Marjı  | 71,3%            | 72,7% | -141 bps | 79,6% | 75,0%  | -375 bps    | 75,9% | 72,8% | 313 bps |
| Net Kar      | 54               | -26   | -311%    | 793   | 184    | -70%        | -549  | 2.746 | -120%   |

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

| Bloomberg Kodu        | ENTRA TI          |        |        |       |
|-----------------------|-------------------|--------|--------|-------|
| Tavsiye               | Endeks Üz. Getiri |        |        |       |
| Hedef Fiyat, TL       | 18,6000           |        |        |       |
| Güncel Fiyat, TL      | 11,21             |        |        |       |
| Getiri Potansiyeli    | 66%               |        |        |       |
| Halka Açıklık Oranı   | 20%               |        |        |       |
| Piyasa Değeri, mn TL  | 20.682            |        |        |       |
| Firma Değeri, mn TL   | 31.096            |        |        |       |
| Finansal Veriler      | 2024              | 2025T  | 2026T  | 2027T |
| Özet UFRS Finansallar |                   |        |        |       |
| Ciro, mn TL           | 3.072             | 4.730  | 5.841  | -     |
| FAVÖK, mn TL          | 2.193             | 3.689  | 4.614  | -     |
| Net Kâr, mn TL        | 1.966             | 2.743  | 3.621  | -     |
| Borçluluk             |                   |        |        |       |
| Net Borç, mn TL       | 10.393            | 13.629 | 18.960 | -     |
| Net Borç/FAVÖK        | 4,7               | 3,7    | 4,1    | n.m.  |
| Karlılık              |                   |        |        |       |
| FAVÖK Marjı           | 71,4%             | 78,0%  | 79,0%  | n.a.  |
| Net Marj              | 64,0%             | 58,0%  | 62,0%  | n.a.  |
| Temettü Verimi        | -                 | -      | -      | -     |
| Büyüme                |                   |        |        |       |
| Ciro, y/y             | 37,6%             | 54,0%  | 23,5%  | n.m.  |
| FAVÖK, y/y            | 19,5%             | 68,2%  | 25,1%  | n.m.  |
| Net Kâr, y/y          | 23,3%             | 39,5%  | 32,0%  | n.m.  |
| Değerleme Verisi      | 2024              | 2025T  | 2026T  | 2027T |
| F/K                   | 8,8               | 7,5    | 5,7    | n.a.  |
| FD/FAVÖK              | 12,6              | 9,3    | 8,6    | n.a.  |
| FD/Ciro               | 9,0               | 7,3    | 6,8    | n.a.  |
| Hisse Verileri        | 1A                | 3A     | 12A    | YBG   |
| Nominal Getiri        | 6,2%              | -5,3%  | 40,5%  | 41,7% |
| BİST-100 Relatif      | 5,5%              | -3,7%  | 19,6%  | 29,1% |
| AOİH, mn TL           | 111               | 176    | 222    | 238   |



Piyasa verileri 10 Kasım 2025 tarihli.

| <b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>                | <b>1Ç24</b>   | <b>2Ç24</b>   | <b>3Ç24</b>   | <b>4Ç24</b>   | <b>1Ç25</b>   | <b>2Ç25</b>   | <b>3Ç25</b> | <b>9A24</b>   | <b>9A25</b>   |
|-------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>                          | <b>1.075</b>  | <b>1.527</b>  | <b>660</b>    | <b>592</b>    | <b>840</b>    | <b>1.755</b>  | <b>805</b>  | <b>3.261</b>  | <b>3.400</b>  |
| <b>Satışların Maliyeti</b>                      | <b>745</b>    | <b>815</b>    | <b>674</b>    | <b>698</b>    | <b>695</b>    | <b>782</b>    | <b>683</b>  | <b>2.234</b>  | <b>2.160</b>  |
| <b>Brüt Kar</b>                                 | <b>330</b>    | <b>712</b>    | <b>-15</b>    | <b>-106</b>   | <b>145</b>    | <b>972</b>    | <b>122</b>  | <b>1.027</b>  | <b>1.240</b>  |
| Operasyonel Giderler                            | 71            | 147           | 53            | 50            | 56            | 89            | 60          | 271           | 205           |
| <b>Faaliyet Karı</b>                            | <b>259</b>    | <b>565</b>    | <b>-68</b>    | <b>-157</b>   | <b>89</b>     | <b>884</b>    | <b>62</b>   | <b>756</b>    | <b>1.035</b>  |
| Amortisman ve İtfa Payları                      | 537           | 533           | 547           | 535           | 521           | 512           | 512         | 1.617         | 1.546         |
| <b>FAVÖK</b>                                    | <b>796</b>    | <b>1.098</b>  | <b>479</b>    | <b>378</b>    | <b>610</b>    | <b>1.396</b>  | <b>574</b>  | <b>2.373</b>  | <b>2.580</b>  |
| Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)             | 884           | 583           | 432           | -112          | -1.149        | -239          | 48          | 1.899         | -1.341        |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)            | -12           | -22           | 12            | -21           | 16            | 54            | 6           | -22           | 76            |
| Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zarar) | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0           | 0             | 0             |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)        | 11            | 504           | 309           | 260           | -895          | 187           | 78          | 824           | -630          |
| Finansal Gelir / (Gider)                        | -1.587        | -1.282        | -930          | -1.190        | -1.481        | -1.193        | -892        | -3.799        | -3.566        |
| Parasal Kazanç / (Kayıp)                        | 2.472         | 1.384         | 1.042         | 839           | 1.211         | 712           | 855         | 4.897         | 2.778         |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>                         | <b>1.143</b>  | <b>1.148</b>  | <b>364</b>    | <b>-269</b>   | <b>-1.060</b> | <b>645</b>    | <b>110</b>  | <b>2.655</b>  | <b>-306</b>   |
| Vergi Geliri / (Gideri)                         | -636          | 1.117         | -390          | -11           | -336          | 148           | -56         | 92            | -244          |
| Dönem Vergi Geliri / (Gideri)                   | -14           | -92           | 4             | -11           | -46           | 27            | 7           | -102          | -12           |
| Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)              | -622          | 1.209         | -394          | 0             | -290          | 121           | -62         | 194           | -231          |
| <b>Vergi Sonrası Net Kar</b>                    | <b>507</b>    | <b>2.265</b>  | <b>-26</b>    | <b>-280</b>   | <b>-1.397</b> | <b>793</b>    | <b>54</b>   | <b>2.746</b>  | <b>-550</b>   |
| Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0           | 0             | 0             |
| Azınlık Payları                                 | -2            | 3             | -1            | -1            | 0             | 0             | 0           | 0             | -1            |
| <b>Net Kar</b>                                  | <b>509</b>    | <b>2.263</b>  | <b>-26</b>    | <b>-280</b>   | <b>-1.396</b> | <b>793</b>    | <b>54</b>   | <b>2.746</b>  | <b>-549</b>   |
| <b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>           | <b>1Ç24</b>   | <b>2Ç24</b>   | <b>3Ç24</b>   | <b>4Ç24</b>   | <b>1Ç25</b>   | <b>2Ç25</b>   | <b>3Ç25</b> | <b>9A24</b>   | <b>9A25</b>   |
| <b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>           | <b>286</b>    | <b>673</b>    | <b>-460</b>   | <b>1.648</b>  | <b>234</b>    | <b>2.171</b>  | <b>326</b>  | <b>499</b>    | <b>2.730</b>  |
| Düzeltilme Öncesi Kar                           | 507           | 2.265         | -27           | -280          | -1.396        | 793           | 54          | 2.746         | -550          |
| Amortisman ve İtfa Payları                      | 537           | 533           | 547           | 535           | 521           | 512           | 512         | 1.617         | 1.546         |
| İşletme Sermayesindeki Değişim                  | -467          | 244           | -179          | -195          | -385          | 741           | -302        | -402          | 54            |
| Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit            | -291          | -2.370        | -801          | 1.589         | 1.494         | 125           | 62          | -3.463        | 1.681         |
| <b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>           | <b>-1.177</b> | <b>-1.069</b> | <b>-847</b>   | <b>32</b>     | <b>511</b>    | <b>132</b>    | <b>46</b>   | <b>-3.093</b> | <b>689</b>    |
| Sabit Sermaye Yatırımları                       | -1.453        | -1.232        | -624          | -491          | -150          | -70           | -32         | -3.309        | -252          |
| Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit            | 276           | 163           | -223          | 523           | 661           | 202           | 78          | 216           | 941           |
| <b>Serbest Nakit Akımı</b>                      | <b>-891</b>   | <b>-396</b>   | <b>-1.307</b> | <b>1.681</b>  | <b>745</b>    | <b>2.303</b>  | <b>371</b>  | <b>-2.594</b> | <b>3.419</b>  |
| <b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>         | <b>1.381</b>  | <b>2.227</b>  | <b>563</b>    | <b>-2.175</b> | <b>-398</b>   | <b>-2.647</b> | <b>-171</b> | <b>4.171</b>  | <b>-3.216</b> |
| Finansal Borçlardaki Değişim                    | 1.060         | -420          | 590           | -1.409        | 0             | -2.004        | 0           | 1.230         | -2.004        |
| Temettü                                         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0           | 0             | 0             |
| Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit          | 321           | 2.647         | -27           | -766          | -398          | -643          | -171        | 2.941         | -1.212        |
| Çevrim Farkları                                 | -33           | -224          | -110          | -152          | -67           | -63           | -119        | -368          | -249          |
| <b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>         | <b>457</b>    | <b>1.607</b>  | <b>-854</b>   | <b>-645</b>   | <b>281</b>    | <b>-408</b>   | <b>81</b>   | <b>1.210</b>  | <b>-46</b>    |

| <b>Bilanço (milyon TL)</b>                  | <b>1Ç24</b>   | <b>2Ç24</b>   | <b>3Ç24</b>   | <b>4Ç24</b>   | <b>1Ç25</b>   | <b>2Ç25</b>   | <b>3Ç25</b>   |
|---------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                      | <b>1.746</b>  | <b>3.660</b>  | <b>3.259</b>  | <b>2.490</b>  | <b>2.220</b>  | <b>1.502</b>  | <b>1.552</b>  |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                   | 833           | 2.678         | 1.705         | 940           | 1.221         | 813           | 894           |
| Ticari Alacaklar                            | 491           | 378           | 246           | 271           | 472           | 206           | 229           |
| Stoklar                                     | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Diğer Dönen Varlıklar                       | 422           | 603           | 1.308         | 1.279         | 527           | 483           | 428           |
| <b>Duran Varlıklar</b>                      | <b>50.594</b> | <b>52.789</b> | <b>52.601</b> | <b>45.513</b> | <b>44.146</b> | <b>43.874</b> | <b>43.308</b> |
| Finansal Yatırımlar                         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar   | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Maddi Duran Varlıklar                       | 49.682        | 50.300        | 50.252        | 43.048        | 41.621        | 41.167        | 40.721        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar               | 9             | 92            | 226           | 227           | 256           | 278           | 282           |
| Diğer Duran Varlıklar                       | 903           | 2.398         | 2.123         | 2.238         | 2.269         | 2.428         | 2.305         |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                     | <b>52.340</b> | <b>56.449</b> | <b>55.860</b> | <b>48.003</b> | <b>46.366</b> | <b>45.376</b> | <b>44.860</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>            | <b>6.834</b>  | <b>6.768</b>  | <b>6.953</b>  | <b>6.224</b>  | <b>5.940</b>  | <b>5.306</b>  | <b>4.025</b>  |
| Finansal Borçlar                            | 5.673         | 5.215         | 5.625         | 5.147         | 5.149         | 4.269         | 3.380         |
| Ticari Borçlar                              | 302           | 601           | 385           | 379           | 187           | 281           | 236           |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler             | 860           | 953           | 943           | 699           | 604           | 756           | 410           |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>            | <b>14.281</b> | <b>12.857</b> | <b>12.361</b> | <b>10.768</b> | <b>10.718</b> | <b>9.534</b>  | <b>10.143</b> |
| Finansal Borçlar                            | 11.915        | 10.177        | 9.498         | 9.432         | 9.021         | 7.739         | 8.382         |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler             | 2.366         | 2.680         | 2.863         | 1.336         | 1.697         | 1.795         | 1.761         |
| <b>Özkaynaklar</b>                          | <b>31.224</b> | <b>36.824</b> | <b>36.546</b> | <b>31.011</b> | <b>29.708</b> | <b>30.535</b> | <b>30.692</b> |
| Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar               | 31.230        | 36.826        | 36.546        | 31.010        | 29.708        | 30.535        | 30.692        |
| Azınlık Payları                             | -6            | -2            | 0             | 0             | 0             | 1             | 0             |
| <b>Toplam Kaynaklar</b>                     | <b>52.340</b> | <b>56.449</b> | <b>55.860</b> | <b>48.003</b> | <b>46.366</b> | <b>45.376</b> | <b>44.860</b> |
| Yatırım Sermayesi (IC)                      | 50.346        | 52.217        | 52.827        | 45.985        | 44.355        | 43.525        | 43.321        |
| İşletme Sermayesi                           | 189           | -223          | -139          | -108          | 285           | -74           | -6            |
| İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri | 4%            | -5%           | -3%           | -3%           | 8%            | -2%           | 0%            |
| Toplam Borç                                 | 17.588        | 15.392        | 15.123        | 14.579        | 14.170        | 12.008        | 11.762        |
| Net Borç / (Nakit)                          | 16.756        | 12.623        | 12.671        | 13.036        | 12.949        | 11.195        | 10.868        |
| Net Borç / G12A FAVÖK                       | 3,9           | 3,6           | 4,0           | 4,7           | 5,0           | 3,9           | 3,7           |
| Net Borç / Özkaynaklar                      | 0,5           | 0,3           | 0,3           | 0,4           | 0,4           | 0,4           | 0,4           |
| Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)          | -16.415       | -14.956       | -14.862       | -13.991       | -13.673       | -11.689       | -11.375       |

## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.