

Ahlatcı Doğal Gaz ve Enerya Enerji

Yapısal büyümeye odaklanmış defansif merkez...

Farklı büyüme motorlarına sahip bir enerji altyapı oyuncusu: Doğal gaz dağıtımı, katılım bankacılığı ve altın madenciliği alanlarında faaliyet gösteren Ahlatcı Doğal Gaz ve Enerya Enerji, defansif nakit akışları ile yüksek büyüme potansiyeline sahip iştiraklerin benzersiz bir birleşimini sunmaktadır. Grup, 12 bölgeye ve 218 lokasyona yayılan birleşik ağı ile son satın almalarla birlikte 2,8 milyondan fazla aboneye hizmet vermektedir. Doğal gaz iş kolunun düzenlemeye tabi doğası, maliyet-artı tarife mekanizması aracılığıyla öngörülebilir getiriler sağlamakta ve Grubun yeni dikeylere genişlemesi için istikrarlı bir temel oluşturmaktadır.

Katılım bankacılığına stratejik giriş (AHGAZ): AHGAZ, Dünya Katılım Bankası'ndaki efektif %91,13'lük payı aracılığıyla Türkiye'nin hızla büyüyen katılım bankacılığı sektörüne doğrudan erişim sağlamaktadır. %100 Türk sermayeli tek özel katılım bankası olan Banka, ölçeklenebilir bir maliyet tabanı sürdürmek amacıyla dijital erişim ile fiziki şubeleri harmanlayan hibrit bir modelden yararlanmaktadır.

Altın madenciliğinde değerini açığa çıkması (ENERY): ENERY, %100 oranında sahibi olduğu Ahlatcı Altın İşletmeleri aracılığıyla altın madenciliğine doğrudan yatırım yapmaktadır. Bu segment, Yozgat Sarıkaya'da 927.000 onsluk altın kaynağının keşfedilmesinin ardından dönüşümsel bir evreye girmektedir. Üretimin 2027 yılının ortalarında başlamasının öngörülmesi ve bölgenin yakınındaki işleme kapasitesini kullanan düşük yatırım harcamalı "uydu" modeli ile bu dikeyin, öngörülen beş yıllık rezerv ömrü boyunca önemli bir serbest nakit akışı kaynağı olması beklenmektedir.

Sinerjik altın katılım modeli: Ahlatcı'nın 300'den fazla fiziki ticaret noktasıyla grup içi sinerjilerden yararlanan Dünya Katılım Bankası, yenilikçi bir modelle Türkiye'nin yastık altındaki 6.170 tonluk altın rezervlerini hedeflemektedir. Bu özelleştirilmiş model sayesinde Banka, kuyumculara altın cinsinden kredi kullandırmak ve getiriyi yatırımcılarla paylaşmak üzere fiziki mevduatları mobilize etmektedir. Bu dikey entegrasyon, Banka'nın hacim yaratmasına ve Grubun yerleşik rafineri ve perakende altyapısından yararlanarak rekabetçi ticaret makasları sunmasına olanak tanımaktadır.

Yatırım döngüsünü destekleyen güçlü finansallar: 9A25'te AHGAZ, yıllık bazda %57 artışla 35,7 milyar TL konsolide ciro açıklarken, ENERY'nin gaz operasyonları 21,8 milyar TL ciro (+%15 y/y) elde etmiştir. Operasyonel nakit akışıyla desteklenen her iki şirket de sağlam net nakit pozisyonlarını korumaktadır. Bu durum, finansal istikrarı sürdürürken madencilik ve bankacılık alanındaki devam eden yatırım döngüsünü finanse etmek için yeterli güç sağlamaktadır.

17 Aralık 2025

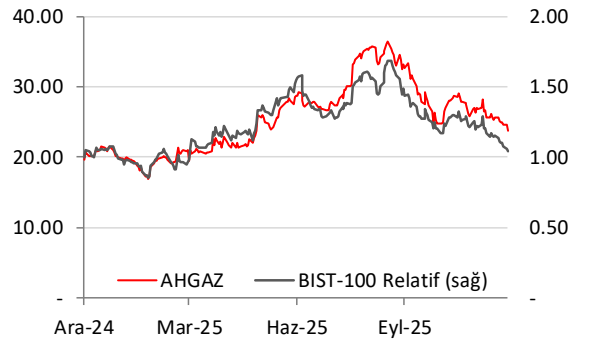
Öneri yok

Analist: Doğu Kurnaz

dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr

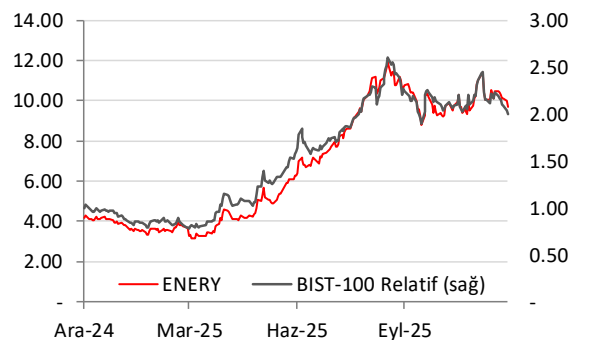
Bloomberg Kodu	AHGAZ TI
Tavsiye	Öneri Yok
Güncel Fiyat, TL	23.82
Halka Açıklık Oranı	20%
Piyasa Değeri, mn TL	61,932
Firma Değeri, mn TL	n.a.

Finansal Veriler	2023	2024	9A25
Ciro, mn TL	36,297	37,885	35,704
FAVÖK, mn TL	2,663	4,704	5,862
Net Kâr, mn TL	5,617	2,213	2,566
Hisse Verileri	1A	3A	YBG
Nominal Getiri	-7.8%	-29.5%	14.9%
BİST-100 Relatif	-14.2%	-30.5%	-0.5%
AOIH, mn TL	113	122	130



Bloomberg Kodu	ENERY TI
Tavsiye	Öneri Yok
Güncel Fiyat, TL	9.70
Halka Açıklık Oranı	22%
Piyasa Değeri, mn TL	87,300
Firma Değeri, mn TL	n.a.

Finansal Veriler	2023	2024	9A25
Ciro, mn TL	36,252	29,476	21,768
FAVÖK, mn TL	2,915	3,812	3,877
Net Kâr, mn TL	4,010	3,544	4,355
Hisse Verileri	1A	3A	YBG
Nominal Getiri	2.1%	-11.9%	134.8%
BİST-100 Relatif	-4.9%	-13.2%	103.4%
AOIH, mn TL	300	383	345



Yatırım Teması

AHGAZ ve ENERY'yi, düzenlemeye tabi bir altyapı şirketinin istikrarını, finansal hizmetler ve değerli metal madenciliğinin yüksek getiri potansiyeliyle birleştiren cazip bir "hibrit" yatırım aracı olarak görüyoruz. Ahlatcı Holding'in gücüyle desteklenen bu şirketler, geleneksel doğal gaz dağıtımının ötesine geçerek stratejik yatırım platformlarına dönüşmektedir.

Yatırım teması, net bir sermaye tahsisi stratejisine dayanmaktadır: Doğal gaz işinin öngörülebilir, enflasyona karşı korumalı nakit akışlarını, Katılım Bankacılığı (AHGAZ) ve Altın Madenciliği (ENERY) alanlarındaki yüksek getirili genişlemeyi finanse etmek için kullanmak. Bu yapı, yatırımcılara reel varlıklara yatırım yoluyla kur oynaklığına ve enflasyona karşı defansif bir taban sunmaktadır.

Defansif Çapa: Marmara Çorlu ve Yalova şebekelerinin stratejik satın alımıyla birlikte 12 bölgede faaliyet gösteren ve 2,8 milyondan fazla aboneye hizmet veren bir yapı ve doğası gereği defansif bir iş modeli. Vergi sonrası %12,4 RMGO ile "Maliyet+Getiri" tarife mekanizması altında faaliyet gösteren Grup, gaz fiyatlarındaki oynaklığı etkin bir şekilde son kullanıcılara yansıtarak marj istikrarını sağlamaktadır. Bu düzenlenmiş varlık tabanı (RAB), Grubun düzenlemeye tabi olmayan dikeylerindeki iddialı yatırım döngüsünü sürdürmek için gereken güvenilir serbest nakit akışını sağlamaktadır.

Katılım Bankacılığı (AHGAZ): AHGAZ, Dünya Katılım Bankası'ndaki efektif %91,13 hissesi aracılığıyla Türkiye finans sektörüne stratejik bir giriş sunmaktadır. Banka, Türkiye'nin tahmini 6.170 tonluk "yastık altı" altın tasarruflarını sisteme almak için tasarlanan son derece sinerjik "altın katılım" modeliyle kendini farklılaştırmakta. Ahlatcı Holding'in 300'den fazla ATOM (Altın Tasarruf Modeli) noktası ve rafineri tecrübesiyle entegre olarak Banka, kuyumcu perakendecilerine altın cinsinden kredi vermek üzere fiziki altın mevduatlarını mobilize etmektedir. Bu, Banka'nın altın kredilerinden getiri sağlarken yatırımcılara rekabetçi bir getiri sunduğu kapalı devre bir ekosistem yaratmaktadır. Grubun 2,8 milyondan fazla gaz abonesine çapraz satış yapılarak daha fazla sinerji açığa çıkarılmakta ve Banka, minimum edinim maliyetiyle hızlı müşteri kazanımı için konumlandırılmaktadır.

Altın Rezervi (ENERY): ENERY, %100 sahibi olduğu Ahlatcı Altın İşletmeleri aracılığıyla Grubun madencilik alanındaki birincil aracı olarak hizmet vermektedir. Segment, Yozgat Sarıkaya'da 927.000 onsluk altın kaynağının keşfedilmesinin ardından dönüşümsel bir büyüme evresine girmektedir. Yönetimin stratejisi, sıfırdan bir tesisin (greenfield) ağır yatırım harcamalarına ve izin gecikmelerine katlanmak yerine, cevherin yakındaki işleme tesislerine taşındığı bir "uydu" üretim modeline odaklanmaktadır. Ticari üretimin 2027 yılının ortalarında hedeflenmesi ve öngörülen beş yıllık rezerv ömrü ile bu dikey, Grubun Türkiye'nin tek tam dikey entegre altın oyuncusu olma hedefini tamamlayarak güçlü bir döviz bazlı nakit akışı kaynağı olmaya adaydır.

Altın madenciliği kaynaklarındaki gelişmelerin, katılım bankacılığı tarafının kendine özgü, sinerji odaklı kârlılığıyla birleşerek grup için istikrarlı bir operasyonel ivme yaratacağını öngörmekteyiz.

Grafik 1: AHGAZ Özet Finansallar (TL, mn)

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	12,270	5,081	5,432	15,102	17,743	10,161	7,801	22,783	35,704
Satışların Maliyeti	10,622	4,543	4,999	12,862	14,627	8,116	6,271	20,164	29,014
Brüt Kar	1,649	539	433	2,240	3,115	2,044	1,530	2,620	6,690
Operasyonel Giderler	829	507	616	811	1,222	1,043	924	1,953	3,190
Faaliyet Karı	819	31	-183	1,429	1,893	1,001	606	667	3,500
Amortisman ve İtfa Payları	981	497	577	552	897	605	860	2,055	2,362
FAVÖK	1,800	528	394	1,982	2,790	1,606	1,466	2,722	5,862
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	32	631	-748	2,038	-306	-709	432	-85	-583
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	1,250	1,018	546	674	1,063	629	1,024	2,814	2,716
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	1	16	52	638	5	1	20	69	26
Finansal Gelir / (Gider)	-234	236	-669	-50	-952	-1,028	-263	-667	-2,243
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-985	-640	-677	776	-423	-311	-349	-2,301	-1,082
Vergi Öncesi Kar	852	662	-931	3,468	1,587	292	1,038	582	2,917
Vergi Geliri / (Gideri)	1,543	578	1,005	-3,640	646	548	199	3,127	1,394
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-366	-248	90	-483	-595	-464	-363	-525	-1,421
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	1,909	826	916	-3,158	1,241	1,012	562	3,651	2,815
Vergi Sonrası Net Kar	2,395	1,240	74	-173	2,234	840	1,237	3,709	4,311
Durdurulan Faaliyetler Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	638	512	490	-317	679	717	348	1,640	1,744
Net Kar	1,757	727	-416	144	1,555	123	889	2,069	2,566

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	2,164	-3,351	3,803	6,744	8,344	-2,029	5,378	2,616	11,693
Düzeltilme Öncesi Kar	2,395	1,240	74	-173	2,234	840	1,237	3,709	4,311
Amortisman ve İtfa Payları	981	497	577	552	897	605	860	2,055	2,362
İşletme Sermayesindeki Değişim	-387	-7,111	3,097	1,149	4,253	-4,752	3,434	-4,401	2,935
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-825	2,024	54	5,216	960	1,278	-153	1,253	2,085
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,114	-8,197	-1,359	-1,361	-888	-1,773	-808	-10,670	-3,470
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,334	-8,180	-1,343	-2,108	-1,121	-2,449	-1,473	-10,856	-5,044
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	220	-17	-17	747	233	676	665	186	1,573
Serbest Nakit Akımı	1,050	-11,548	2,444	5,384	7,455	-3,802	4,570	-8,054	8,223
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-1,091	1,692	638	2,669	-680	-664	-1,627	1,239	-2,971
Finansal Borçlardaki Değişim	-92	-5	1,063	341	321	-34	-536	966	-250
Temettü	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-999	1,697	-426	2,328	-1,001	-629	-1,091	273	-2,721
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-41	-9,855	3,081	8,053	6,775	-4,466	2,943	-6,815	5,252

Source: Rasyonet

Grafik 2: ENERY Özet Finansallar (TL, mn)

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	11,741	3,847	3,324	10,565	12,852	5,662	3,254	18,911	21,768
Satışların Maliyeti	10,371	3,826	3,292	9,369	10,860	4,949	3,175	17,489	18,985
Brüt Kar	1,369	20	32	1,196	1,991	713	79	1,422	2,783
Operasyonel Giderler	391	167	182	190	476	208	155	740	839
Faaliyet Karı	979	-147	-150	1,007	1,516	505	-76	682	1,944
Amortisman ve İtfa Payları	668	459	493	503	689	538	706	1,620	1,932
FAVÖK	1,647	312	343	1,509	2,204	1,043	629	2,302	3,877
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	248	772	-243	2,036	385	16	447	776	848
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	807	422	50	201	769	612	472	1,279	1,853
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	76	282	135	451	147	-90	229	492	286
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	1	16	3	641	1	2	20	21	22
Finansal Gelir / (Gider)	-216	-79	-191	120	-460	-390	-74	-486	-924
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-420	130	-241	623	-73	-117	-200	-530	-390
Vergi Öncesi Kar	1,227	625	-393	3,042	1,900	520	371	1,458	2,792
Vergi Geliri / (Gideri)	1,368	785	886	-3,625	-12	1,514	671	3,039	2,173
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-456	-104	98	-351	-460	-309	-183	-461	-952
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	1,824	889	787	-3,274	448	1,823	854	3,500	3,125
Vergi Sonrası Net Kar	2,595	1,410	492	-583	1,889	2,034	1,042	4,497	4,965
Durdurulan Faaliyetler Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	426	143	20	-219	234	233	143	589	609
Net Kar	2,169	1,267	472	-364	1,655	1,801	899	3,908	4,355

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	9M24	9M25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	3,002	1,005	885	2,581	3,981	1,902	584	4,892	6,468
Düzeltilme Öncesi Kar	2,595	1,410	492	-583	1,889	2,034	1,042	4,497	4,965
Amortisman ve İtfa Payları	668	459	493	503	689	538	706	1,620	1,932
İşletme Sermayesindeki Değişim	-1,045	-992	-81	-366	-1,151	158	-81	-2,117	-1,074
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	784	128	-20	3,027	2,554	-828	-1,083	892	644
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-2,019	-3,921	-842	289	-840	-1,630	-881	-6,782	-3,351
Sabit Sermaye Yatırımları	-781	-1,262	-1,017	-677	-884	-2,303	-1,219	-3,060	-4,407
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,238	-2,659	175	967	44	673	339	-3,722	1,056
Serbest Nakit Akımı	983	-2,916	43	2,870	3,141	272	-297	-1,890	3,117
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-779	-3,011	893	1,718	-77	-189	-1,276	-2,897	-1,542
Finansal Borçlardaki Değişim	-12	-8	1,057	648	388	-36	-456	1,037	-105
Temettü	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-766	-3,003	-164	1,070	-465	-152	-820	-3,933	-1,437
Çevrim Farkları	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	204	-5,927	936	4,589	3,064	83	-1,572	-4,787	1,575

Kaynak: Rasyonet

Ana Ortaklığa Genel Bakış

Ahlatcı Holding, 10 farklı sektörde 70'ten fazla şirketi ve 5.000'i aşkın çalışanıyla Türkiye'nin en büyük ve en çeşitlendirilmiş holdinglerinden biri konumundadır. Grup, 2024 yılında 149 milyar ABD Doları konsolide ciro ve 294 milyon ABD Doları konsolide FAVÖK elde etmiştir. Büyümeyi desteklemek için iddialı bir yatırım harcaması programı yürütmesine rağmen Holding, net borcunu 2022'deki 275 milyon ABD Doları seviyesinden 2024'te 110 milyon ABD Dolarına düşürerek 0,4x gibi güçlü bir Net Borç/FAVÖK oranı yakalamış ve borçluluk oranını başarılı bir şekilde azaltmıştır.

Grup, kökleri altın sektörüne dayanan derin bir geçmişe sahiptir. Yıllık 420 ton altın ve 620 ton gümüş rafine kapasitesiyle Türkiye'nin en büyük ikinci altın rafinerisi olan Ahlatcı Metal Rafineri'yi işletmektedir. Bu endüstriyel güç, ülke genelinde 6.000'den fazla kuyumcu perakendecisine tedarik sağlayan geniş bir perakende ağıyla tamamlanmaktadır. Ahlatcı Altın İşletmeleri aracılığıyla altın madenciliğine yakın zamanda yapılan girişle birlikte Holding, çıkarma işleminden rafinaj, perakende dağıtım ve tasarrufa kadar tüm altın değer zincirinde tam dikey entegrasyona sahip Türkiye'deki tek oyuncu olmaya hazırlanmaktadır.

Holding, halka açık iştirakleri olan AHGAZ ve ENERY'yi değer paylaşımı araçları olarak kullanmaktadır. Sermaye piyasaları stratejisi, genişlemeyi finanse etmek için taze sermayeyi doğrudan şirketlere kanalize eden birincil ihraçlara odaklanmaktadır. İleriye dönük olarak Grup, çeşitlendirilmiş portföyünde daha fazla değer açığa çıkarmak için ilave iştirakleri veya Holding'in kendisini potansiyel olarak halka arz etmeye yönelik yapıcı bir strateji sürdürmektedir.

Grafik 3: Ahlatcı Holding Faaliyet Alanları



AHGAZ Şirket Genel Bakışı

Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. (AHGAZ), Türkiye'nin en büyük holdinglerinden biri olan Ahlatıcı Holding'in iştiraki olarak kurulmuştur. Aralık 2022'deki halka arzı öncesinde Şirket, %100 oranında Ahlatıcı Holding'e aitti ve yalnızca Holding'in doğal gaz dağıtım kolu olan Enerya Enerji'nin (ENERY) sahibi olarak faaliyet göstermekteydi. Halka arzın ardından Şirket sermayesinin %25,36'sı Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlarken, Ahlatıcı Holding çoğunluk hissesini korumuştur.

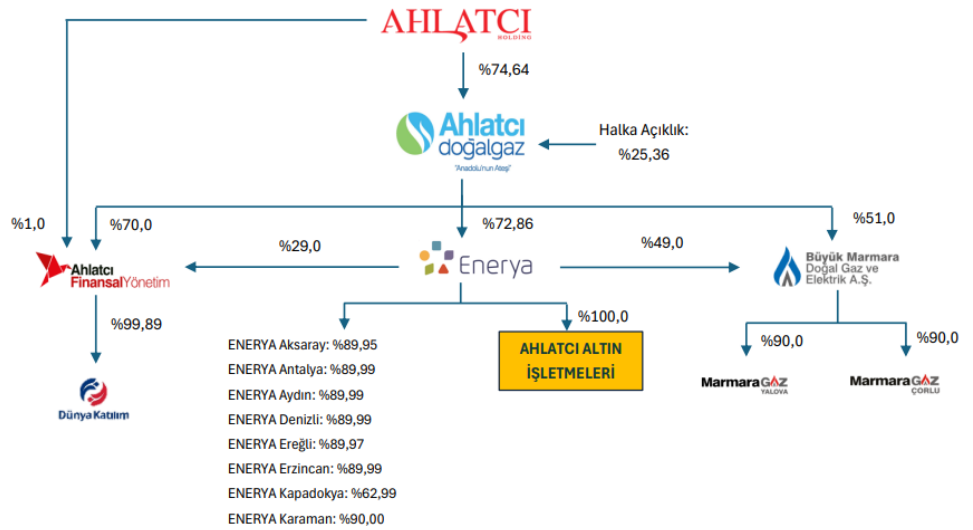
Mevcut durumda AHGAZ, doğal gaz dağıtımı ve katılım bankacılığı şirketlerinde kontrol gücüne sahip hisseleri elinde bulundurarak Grubun enerji ve finansal faaliyetleri için birincil yatırım aracı işlevi görmektedir.

Ortaklık Yapısı: AHGAZ'ın çoğunluk hissesi, %74,64'lük pay ile Ahlatıcı Holding'e aittir. Kalan %25,36'lık kısım Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık kısmı oluşturmaktadır. Şirket'in varlık portföyü, iki kilit iştirakteki önemli hisseler üzerinden yapılandırılmıştır:

1. **Enerya Enerji (ENERY):** AHGAZ, ENERY'de %72,86 oranında doğrudan paya sahiptir.
2. **AHL Ahlatıcı Finansal Yönetim A.Ş.:** AHGAZ, AHL Ahlatıcı Finansal Yönetim'de %70 oranında doğrudan paya sahiptir.

Bu yapı sayesinde AHGAZ, Ahlatıcı Finansal Yönetim üzerinden doğrudan ve ENERY'nin aynı kuruluştaki %29,0'lık payı üzerinden dolaylı olarak Dünya Katılım Bankası'nda yaklaşık %91'lik efektif bir paya sahiptir.

Grafik 4: AHGAZ Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket

AHGAZ'ın operasyonel varlıkları ve iş segmentleri doğal gaz dağıtımı ve finansal hizmetler olarak ikiye ayrılmaktadır:

- Doğal Gaz Dağıtım Varlıkları:** Bağlı ortaklığı ENERY aracılığıyla AHGAZ, Eylül 2025 itibarıyla 10 bölgede ve 194 lokasyonda operasyonlarını yönetmekte, 23,8 bin km şebeke uzunluğu ile 2,4 milyon aboneye hizmet vermektedir. Şirket'in portföyü, lisans geçerlilik süreleri 2033 ile 2038 arasında değişen Konya, Denizli, Antalya ve Aydın gibi illerin dağıtım lisanslarını içermektedir. ENERY'nin mevcut portföyüne ek olarak AHGAZ, 2024 yılında %51'i AHGAZ'a ve %49'u ENERY'ye ait bir iş ortaklığı olan Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş. aracılığıyla faaliyet alanını genişletmiştir. Bu kuruluş, Çorlu ve Yalova bölgelerinin dağıtım şebekelerini toplam 4,1 milyar TL bedelle satın almıştır. Bu satın almalar dahil edildiğinde, Grubun birleşik şebekesi 2,8 milyondan fazla aboneye ve 28,4 bin km şebeke uzunluğuna ulaşmaktadır.
- Finansal Hizmetler Varlıkları:** AHGAZ, 6,0 milyar TL sermaye enjeksiyonunun ardından Mayıs 2024'te faaliyete geçen Dünya Katılım Bankası'nı konsolide etmektedir. Banka halihazırda 24 fiziki şube işletmekte ve 566 personel istihdam etmektedir. Banka, DK Portföy Yönetimi, DK Yatırım Menkul Değerler ve DK Varlık Kiralama (Sukuk) gibi iştiraklerle desteklenmektedir.
- Madencilik Varlıkları (Dolaylı):** AHGAZ, ENERY'deki %72,86'lık hissesi aracılığıyla, ENERY'nin 2024 yılında satın aldığı Ahlatcı Altın İşletmeleri'nde dolaylı bir paya sahiptir. Bu kuruluş, Yozgat Sarıkaya sahası dahil olmak üzere 12 altın madeni ruhsatına sahiptir.

ENERYA Şirket Genel Bakışı

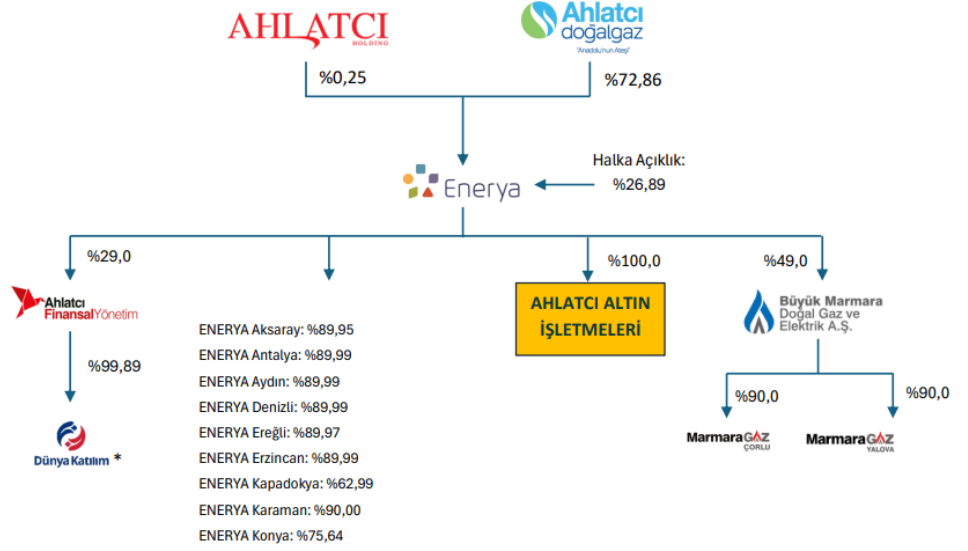
Enerya Enerji A.Ş. (ENERY), Ahlatcı Holding bünyesindeki başlıca doğal gaz dağıtım kuruluşu olarak faaliyet göstermektedir. Ağustos 2023'teki halka arz öncesinde Şirket, Ahlatcı Doğal Gaz'ın (AHGAZ) %100 iştiraki olup yalnızca 10 bölgede doğal gaz dağıtıcısı olarak işlev görmekteydi.

Halka arz, yalnızca sermaye artırımı (birincil ihraç) yoluyla gerçekleştirilmiş ve Şirket sermayesinin %26,89'u Borsa İstanbul'da halka arz edilmiştir. Halka arz sonrası ENERY, saf bir altyapı şirketinden çeşitlendirilmiş bir çatı şirketine dönüşerek portföyünü altın madenciliği ve katılım bankacılığı alanındaki önemli varlıkları içerecek şekilde genişletmiştir.

Ortaklık Yapısı: ENERY'nin çoğunluk hissesi, %72,86'lık kontrol payını elinde tutan AHGAZ'a aittir. Ahlatcı Holding doğrudan %0,25'lik küçük bir paya sahipken, kalan %26,89'luk kısım Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık kısmı temsil etmektedir. Şirket'in varlık yapısı şunları içermektedir;

- Ahlatcı Altın İşletmeleri:** Altın madenciliğine odaklanmış, %100 oranında sahip olunan bağlı ortaklık.
- AHL Ahlatcı Finansal Yönetim A.Ş.:** Dünya Katılım Bankası'nın sahibi olan şirkette %29,0 doğrudan pay.
- Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş.:** Bu iş ortaklığında %49,0 pay.

Grafik 5: ENERYA Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket

ENERY'nin operasyonları doğal gaz dağıtımı, altın madenciliği ve finansal hizmetlerdeki azınlık payını kapsamaktadır.

Doğal Gaz Dağıtım Varlıkları: ENERY, Eylül 2025 itibarıyla 10 bölgede, 194 lokasyonu kapsayan ve yaklaşık 2,4 milyon aboneye hizmet veren doğal gaz dağıtım lisanslarına sahiptir. Önemli lisans bölgeleri arasında, işletme hakları 2033 ile 2038 yılları arasında devam eden Konya, Antalya, Denizli ve Aydın bulunmaktadır.

Ayrıca ENERY, 2024 yılında AHGAZ ile kurulan Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş.'de %49 paya sahiptir. Bu kuruluş aracılığıyla Grup, Çorlu ve Yalova bölgelerinin dağıtım ağlarını satın alarak erişimini 2,8 milyondan fazla aboneye genişletmiş ve ulusal pazar payını artırmıştır.

Madencilik Varlıkları: ENERY, Ahlatcı Holding'den 55 milyon TL bedelle satın alınan Ahlatcı Altın İşletmeleri'nin tek sahibidir. Bu iştirak, 927.000 ons altın kaynağına sahip geliştirme aşamasındaki Yozgat Sarıkaya projesi de dahil olmak üzere 12 altın madeni ruhsatından oluşan bir portföyü elinde bulundurmaktadır. Şirket ayrıca rödovans sözleşmeli bir sahaya ve Balıkesir, Kütahya ve Gümüşhane'de birden fazla arama ruhsatına sahiptir.

Finansal Hizmetler Varlıkları: ENERY, Dünya Katılım Bankası'nın %99,89'una sahip olan AHL Ahlatcı Finansal Yönetim'de %29'luk bir paya sahiptir. Bu yapı, Enerya Enerji için katılım bankacılığı sektörüne dolaylı erişim sağlamaktadır.

Sektör Görünümü: Doğal Gaz Dağıtım

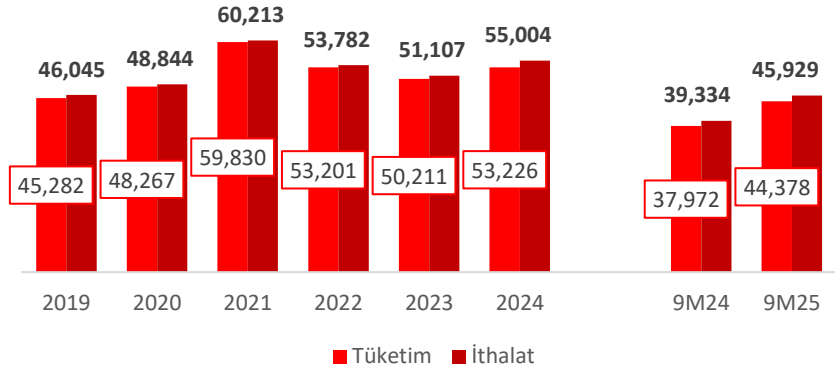
Defansif regülasyon ortamında yapısal talep büyümesi.

Güçlü ekonomik aktivite ve demografik genişlemenin etkisiyle büyüyen ve hizmet açığı olan Türkiye'de doğal gaz tüketimi, dirençli bir yukarı yönlü seyir izlemiştir. Toplam doğal gaz talebi, 2019-2024 döneminde %3,6'lık bir YBBO yansıtarak 2024 yılında 55,0 milyar metreküpe (bcm) ulaşmıştır. Pazar, önemli Anadolu illerinde yapısal olarak düşük penetrasyona sahip olmaya devam etmekte olup, altyapı genişledikçe hacim büyümesi için anlamlı bir alan sunmaktadır.

Tüketim Dinamikleri: 9A25'te yurt içi tüketim önemli ölçüde hızlanarak yıllık bazda %17 artışla 44,4 bcm'ye yükselmiştir. Konut kullanımı %36 ile tüketimde en büyük payı oluştururken, onu %25'er payla sanayi ve dönüşüm/çevrim sektörleri izlemektedir.

Kişi Başına Trendler: Abone başına tüketim, hava koşulları ve enerji verimliliği önlemleri nedeniyle dalgalanma gösterse de, kentleşme ve yeni konut arzı gibi faktörlerin etkisiyle abone tabanının genişlemesi, toplam hacim büyümesini desteklemeye devam etmektedir.

Grafik 6: Türkiye’de Toplam Doğal Gaz Talebi (mn, metreküp)



Kaynak: EPDK

Arz Dinamikleri: Türkiye, yurt içi üretimin tarihsel olarak talebin yalnızca %1'ini karşıladığı yapısal bir net doğal gaz ithalatçısı olarak faaliyet göstermektedir. Ancak Karadeniz Sakarya sahasının devreye alınması bu dengeyi değiştirmeye başlamış, yerli üretimin toplam arzı karşılama oranı 2024'teki %4,2 seviyesinden 9A25'te %5,3'e yükselmiştir.

İthalat Profili: 2024 yılında toplam ithalat 52,2 metreküp'e ulaşmıştır. Arz karışımına LNG (%24) karşısında boru gazı (%76) hakim olup, Rusya (%41,3) birincil tedarikçi konumunu sürdürmekte, onu Azerbaycan (%22,0) ve İran (%13,5) izlemektedir.

Pazar büyük ölçüde, 2024 yılında ithalatın %65'ini oluşturan uzun vadeli sözleşmelere dayanırken, spot piyasa işlemleri kalan %35'i oluşturmuştur. Temel olarak bir ithalatçı olmasına rağmen Türkiye, komşu bölgelere gaz transiti ve satışı yapmakta olup, 2024 yılında toplam doğal gaz ihracatı 1,78 metreküp olarak gerçekleşmiştir.

Doğal Gaz Ticaret Zinciri & Mevzuat Çerçevesi

Sektör, arz güvenliğini ve şeffaf fiyatlamayı sağlamak üzere tasarlanmış düzenlemeye tabi bir model altında faaliyet göstermektedir. Devlete ait boru hattı şirketi BOTAŞ, 2024 yılında toplam ithalatın %93'ünü gerçekleştirirken özel lisanslı şirketler kalan %7'yi yönetmektedir. İthalatçılar, toptan satış şirketlerine veya doğrudan serbest tüketicilere tedarik sağlamaktadır. Yerel şebeke işletmecileri (AHGAZ ve ENERY gibi), düzenlenmiş bir tarife rejimi altında hanelere ve küçük işletmelere gaz ulaştırmaktadır.

Öngörülebilir getiriler sağlayan şeffaf, maliyet-artı model.

Sermaye yoğun ve doğal tekel niteliğindeki altyapı sektörlerinde temel düzenleyici çıpa işlevi gören fiyat tavanı metodolojisi, yatırımcılara öngörülebilir bir getiri profili sunarken, tüketicilere de maliyet odaklı ve şeffaf tarifeler sağlar. Bu metodolojinin temelinde Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DVT) hesaplaması yatmaktadır.

Dağıtım şirketlerinin “Gelir Gereksinimi”; gerçekleşen ve planlanan yatırımların amortismanı, EPDK tarafından belirlenen Reel Makul Getiri Oranı (RMGO) üzerinden hesaplanan yatırım getirisi, faaliyet giderleri ve işletme sermayesi ihtiyacının toplanması suretiyle belirlenir ve tarife yoluyla şirketlere aktarılır. Uzun vadeli yatırımlar için finansal güvence sağlayan bu çerçeve, aynı zamanda maliyet yansıtıcı fiyatlandırma ile tüketiciyi de korumaktadır. Türkiye doğal gaz dağıtım sektöründe finansal sürdürülebilirliğin ve şeffaflığın teminatı olan bu modelde DVT(RAB), nihai tüketici fiyatlarını doğrudan şekillendiren en kritik bileşendir.

Gelir Gereksinimi iki temel bileşenden oluşur;

- 1. Yatırım Bileşeni:** Bu bileşen esas olarak Makul Getiri ve Amortisman kalemlerinden oluşmaktadır. Daha önce de belirtildiği üzere, Düzenlenmiş Varlık Tabanı (RAB), makul getirinin hesaplanmasında merkezi bir rol oynar. Bu çerçevede, ilgili dönem için hesaplanan Ortalama Varlık Tabanı, EPDK tarafından belirlenen getiri oranı (RMGO/WACC) ile çarpılarak makul getiri hesaplanır.
- 2. İşletme Gideri Bileşeni:** Bu bileşen, dağıtım şirketlerinin gerçekleşen işletme giderlerine dayanarak oluşturulan gider projeksiyonunu dikkate alır. Gaz satış/taşıma gelirleri ve Abonelik gelirleri dışında oluşacağı öngörülen diğer gelirler (Proje onay, tesisat denetim vb) düşülerek hesaplanan "Düzenlenmiş İşletme Giderleri" ile birlikte bu kalem üzerinden hesaplanan işletme sermayesi gideri de gelir gereksinimine dahil edilir.

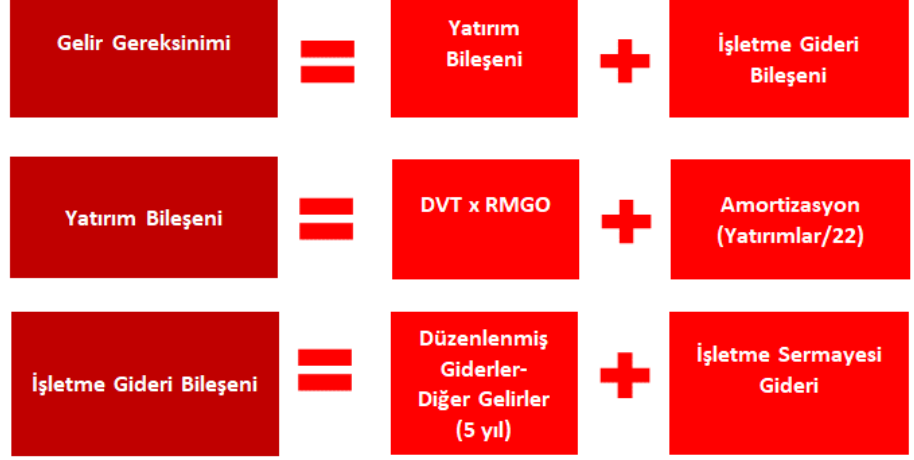
Doğal Gaz Fiyat Dalgalanmalarının Etkisi

Bu çerçevenin kritik bir özelliği, doğal gaz maliyetleri için geçişken fiyatlama mekanizmasıdır. Sistem Kullanım Bedeli, toptan doğal gaz alışı fiyatının (BOTAŞ fiyatı) üzerine eklenen sabit bir kar marjı olarak işlev görür. Sonuç olarak, dağıtım şirketlerinin faaliyet karı doğal gaz fiyatlarındaki dalgalanmalardan bağımsızdır.

Gelir Etkisi: Gaz fiyatlarındaki artış nominal geliri ve satılan malın maliyetini yükseltse de, brüt karın temel iticisi olan “Sistem Kullanım Bedelini” değiştirmez.

Tüketici Etkisi: Toptan fiyatlardaki herhangi bir değişiklik, dağıtıcının marj makasını etkilemeksizin doğrudan son kullanıcıya yansıtılır.

Grafik 7: Tarife Mekanizması



Kaynak: Şirket

Tarife Dönemlerinin Gelişimi

Başlangıçtaki tarifelerin 8 yıl için rekabetçi açık artırmayla belirlendiği ihale döneminin ardından EPDK tarafından tanımlanan ardışık beş yıllık tarife döngülerine geçilmiştir.

İhale Dönemi: Tarifeler açık eksiltme usulüyle belirlendi; 8 yıl geçerli.

1.Tarife Dönemi (2012–2016): %11,83 RMGO uygulandı.

2.Tarife Dönemi (2017–2021): RMGO %12,85'e (Mayıs 2019'a kadar) ve sonrasında %14,38'e yükseltildi.

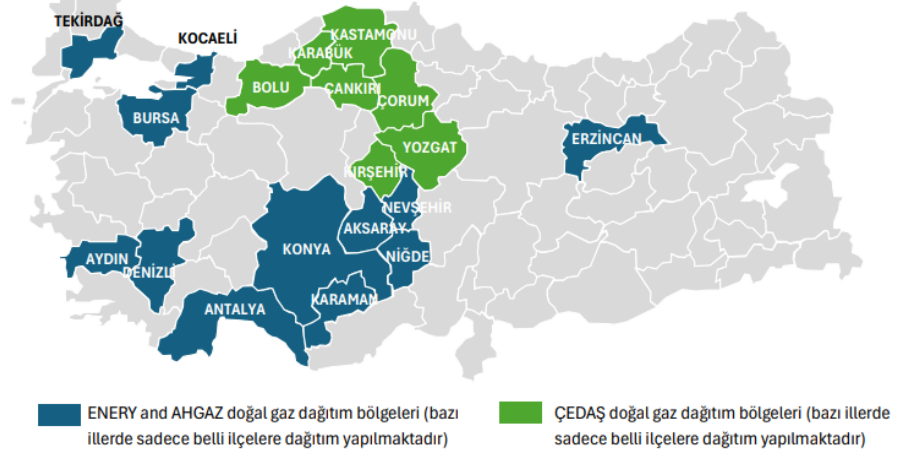
3.Tarife Dönemi (2022–2026): Halihazırda yürürlükte olup, %13,25'lik vergi öncesi RMGO uygulanmaktadır. 2026 sonrası dönem için parametreler henüz açıklanmamıştır.

Ahlatıcı Doğal Gaz & Enerya'nın sektör konumlanması

Eylül 2025 itibarıyla Enerya Enerji, 10 bölge ve 194 lokasyonda lisanslı dağıtıcı olarak faaliyet göstermekte, 23,8 bin km şebeke ile 2,4 milyon aboneye hizmet vermektedir. Bu işletme ağı, Türkiye'nin toplam doğal gaz şebeke uzunluğunun yaklaşık %10,4'ünü temsil etmektedir.

Ayrıca Grubun rekabetçi konumu, Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş. iş ortaklığı (%51 AHGAZ, %49 ENERY) aracılığıyla 2024 yılında Marmara Çorlu ve Marmara Yalova dağıtım bölgelerinin satın alınmasıyla önemli ölçüde güçlendirilmiştir.

Bu işlemin ardından, AHGAZ ve ENERY'nin operasyonel ağı 2,8 milyondan fazla aboneye ve toplam 28,4 bin km şebeke uzunluğuna genişlemiştir.

Grafik 8: Doğal Gaz Dağıtım Bölgeleri

Kaynak: Şirket

Bölgesel Çeşitlendirme ve Büyüme Opsiyonelliği

Ahlatıcı Holding'in portföyü; İç Anadolu, Marmara bölgesi, Akdeniz ve Ege dahil olmak üzere kilit ekonomik merkezler arasında yapısal olarak çeşitlendirilmiştir. Bu coğrafi yayılım, yalnızca bölgesel yoğunlaşma riskini azaltmakla kalmaz, aynı zamanda penetrasyonu düşük pazarlarda belirgin bir "operasyonel kaldıraç" sunar.

Konya gibi olgun bölgeler (%90 abone penetrasyonu) istikrarlı nakit akışları sağlarken, Antalya (%53 penetrasyon) ve Aydın (%67 penetrasyon) gibi yüksek büyüme gösteren iller önemli organik büyüme alanlarını temsil etmektedir.

Alanya ve Manavgat ilçelerine yapılan son genişleme, toplam 700 bin nüfus ekleyerek bu hacim büyüme potansiyelini minimum ilave yatırım harcaması ile daha da artırmaktadır.

Lisans Ömrü ve Düzenleyici Görünürlük

ENERY'nin ana dağıtım lisansları 30 yıl geçerli olup, bitiş tarihleri 2033 ile 2038 arasındadır. Kritik olarak, yeni satın alınan Marmara Çorlu ve Yalova lisansları 2054 yılına kadar geçerli olup, değer yaratımı için 20-25 yıllık bir ufuk sağlamaktadır.

Düzenleyici mekanizmalar, lisans sahibine bu lisansları bitiş tarihinde ilave 30 yıl uzatma hakkı tanımakta, operasyonel kriterlerin karşılanması koşuluyla varlık tabanının daimi doğasını güvence altına almaktadır.

Sector Görünümü: Katılım Bankacılığı

Pazar payı kazanımlarını destekleyen yapısal rüzgarlar.

Türkiye'de katılım bankacılığı sektörü, varlık genişlemesinde geleneksel ticari bankalardan sürekli olarak daha iyi performans göstererek sürdürülebilir bir büyüme trendi sergilemiştir.

Artan finansal kapsayıcılık ve genişleyen ürün yelpazesıyla desteklenen sektörün toplam bankacılık varlıkları içindeki payı önemli ölçüde artmış, 2015'teki %5,2 seviyesinden Eylül 2025 itibarıyla %8,9'a yükselmiştir. Sektörün toplam varlıkları 9A25'te 3.864 milyar TL'ye ulaşarak faizsiz finansal enstrümanlara olan güçlü talebi yansıtmıştır.

Fonlama ve Kredilendirme Trendleri: Bu büyüme ivmesi hem fonlama hem de kredilendirme faaliyetlerinde kendini göstermektedir. Katılma hesapları (mevduatlar) hızlı bir artış göstermiş, sektörün toplam bankacılık sistemi fonları içindeki payı on yıl önceki %6,0 seviyesinden Eylül 2025'te %10,1'e (2.515 milyar TL) ulaşmıştır.

Varlık tarafında ise sektörün kullandırılan toplam finansman (krediler) içindeki payı aynı dönemde %4,8'den %7,8'e tırmanmış, bu da katılım bankalarının reel ekonomiyi fonlamadaki artan rolünün altını çizmektedir.

Bu büyümeye rağmen pazar, toplam sektör varlıklarının %85'ini elinde bulunduran ticari bankaların hakimiyetindedir ve bu durum yeni oyuncular için daha fazla penetrasyon alanı yaratmaktadır.

"Yastık Altı" Altın Fırsatı: Sektör için kritik bir diğer yapısal katalizör, Türkiye'nin devasa kayıt dışı altın tasarruflarının mobilize edilmesidir. Tahminler, toplam "yastık altı" altın hacmini yaklaşık 6.170 ton, değerini ise kabaca 550 milyar ABD Doları olarak belirtmektedir.

Altın mevduatlarının şu anda toplam sistem mevduatlarının yalnızca %8'ini oluşturduğu göz önüne alındığında, katılım bankalarının bu varlıkları finansal sisteme entegre etmesi için değerli bir potansiyel bulunmaktadır.

Dünya Katılım Bankası'nın Özel Konumu

Tek %100 yerli özel oyuncu: Dünya Katılım Bankası, %100 Türk sermayeli tek özel katılım bankası olarak Türk bankacılık ortamında kendine özgü bir niş inşa etmektedir. Adabank'ın satın alınması ve Ahlatcı Holding tarafından 6,0 milyar TL sermaye enjeksiyonu yapılmasının ardından kurulan Banka, dijital kanalların maliyet verimliliğini stratejik konumdaki 24 şubenin fiziki erişilebilirliğiyle harmanlayan hibrit bir strateji olan dijital & fiziki iş modeli üzerinde faaliyet göstermektedir.

Bu yaklaşım, özellikle finansal sisteme aşına olmayan ve yaş ortalaması daha yüksek olan müşteri gruplarının dahil edilmesi için önemlidir. Bu yalın, teknoloji odaklı yapı, Banka'nın hem yüz yüze etkileşimler hem de kapsamlı bir dijital arayüz aracılığıyla geniş bir müşteri ihtiyacı yelpazesini etkin bir şekilde karşılarken ölçeklenebilir bir maliyet tabanı sürdürmesine olanak tanır.

Ayrıca Banka, hızlı müşteri kazanımı sağlamak için Grubun 2,8 milyondan fazla doğal gaz abonesini ekosistemine entegre etmeyi planlayarak önemli grup içi sinerjilerden yararlanmaktadır.

"Yastık Altı" Altın Ekonomisi: Banka'nın en önemli rekabetçi gücü, Türkiye'nin tahmini 6.170 tonluk (yaklaşık 550 milyar ABD Doları) kayıt dışı hanehalkı altın tasarruflarını mobilize etmek için tasarlanan grup sinerjisi yüksek özelleştirilmiş Altın Katılım Bankacılığı modelidir. Ahlatcı Holding'in 300'den fazla ATOM noktası ve rafineri yetkinliklerinden oluşan geniş ağından yararlanan Banka, yatırımcılar için rekabetçi reel getiriler sağlayan kapalı devre bir ekosistem yaratmıştır.

Mekanizma: Banka, perakende müşterilerden fiziki altın mevduatı toplamakta ve bu havuzu kuyumcu perakendecilerine ve üreticilerine altın cinsinden krediler kullanırmak için kullanmaktadır. Bu, kuyumculuk sektörünün işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılarken atıl altını kayıtlı finansal sisteme kazandırmaktadır. Banka bu altın kredilerinden getiri elde etmektedir. Önceden kararlaştırılan bir kar paylaşım oranı aracılığıyla, bu getirinin bir kısmı yatırımcıya aktarılır.

Entegre Bir Finansal Platform İnşası: Geleneksel bankacılığın ötesinde Dünya Katılım, kapsamlı bir finansal ekosistem kurmak için faaliyet alanını agresif bir şekilde genişletmektedir. Banka, portföy yönetimi, aracılık, risk sermayesi ve varlık kiralamaı tek bir platformda entegre ederek finansal hizmetler için "tek durak noktası" hizmet vermeyi amaçlamaktadır.

İştirak Genişlemesi: Banka, DK Portföy Yönetimi ve DK Girişim'i (Girişim Sermayesi) kurmuş olup, DK Yatırım Menkul Değerler (Aracı Kurum) için faaliyet izinlerini alma sürecindedir. Ayrıca, Banka'nın toptan fonlama için sermaye piyasalarına erişmesini sağlayan kira sertifikaları (sukuk) ihraç etmek üzere münhasıran DK Varlık Kiralama kurulmuştur.

Platform Stratejisi: Gelişmekte olan dijital platformu aracılığıyla Banka, müşterilerine tek bir arayüz üzerinden hem finansal hem de finansal olmayan ürünlere sorunsuz erişim sunmayı, aynı zamanda "servis bankacılığı" API'leri aracılığıyla altyapısını üçüncü taraflara açmayı hedeflemektedir.

Sektör Görünümü: Altın Madenciliği

Küresel talepteki yapısal değişimler yükselen bir milli üreticiyle buluşuyor.

Küresel altın piyasası şu anda, talebin temel sürücülerindeki bir değişimle tanımlanan yapısal bir dönüşüm döneminden geçmektedir. Geleneksel mücevher üretimi bir taban oluşturmaya devam etse de, marjinal fiyat belirleme mekanizması ağırlıklı olarak makroekonomik ve jeopolitik faktörlere kaymıştır.

Artan Toplam Talep: 2025'in ikinci çeyreğinde toplam küresel altın talebi yıllık %3 artarak 1.249 tona ulaşmıştır. Daha da önemlisi, değer bazında bakıldığında talep yıllık %45 artışla 132 milyar ABD Dolarına ulaşarak hacim artışı ve fiyat artışının ikili etkisini yansıtmıştır.

Merkez Bankalarının Birikimleri: Bu talebin kritik bir ayağı, resmi kurumların süregelen alım iştahıdır. Merkez bankaları sadece 2025'te rezervlerine 166 ton eklemiştir. 2024 yıl sonu itibarıyla merkez bankaları kolektif olarak yaklaşık 36.200 ton altın tutmaktadır; bu rakam, raporlanan toplam küresel rezervlerin kabaca %20'sini temsil etmekte olup, 2023'te kaydedilen %15'lik paydan kayda değer bir artışa işaret etmektedir. Başlıca sahipler arasında, raporlanan küresel rezervlerin neredeyse yarısını oluşturan ABD, Almanya, Fransa ve İtalya bulunmaktadır.

Yatırım & Makro Sürücüler: Resmi sektör alımlarının ötesinde talep; artan ABD resesyonu olasılığı, süregelen ticaret ve tarife riskleri ve küresel çapta tırmanan jeopolitik gerilimler tarafından yapısal olarak desteklenmektedir. Bu faktörler, altın ETF'lerine yönelik perakende ve kurumsal girişleri yeniden ateşleyerek yatırım talebi için sağlam bir taban oluşturmuştur.

Altın Fiyatları

Altın fiyatlama ortamı, bahsedilen risk faktörlerinin etkisiyle analist beklentilerini sürekli aşarak olağanüstü bir performans sergilemiştir. 2024 yılında ortalama yıllık altın fiyatı, 2023 ortalamasına göre %21 artışla 2.388 ABD Doları/ons seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bu ivme 2025'te de hızlanarak devam etmiş, yılbaşından bugüne ortalama 3.275 ABD Doları/ons seviyesine ulaşmıştır. Fiyatlar, 20 Ekim 2025 itibarıyla 4.350 ABD Doları/ons seviyesine ulaşarak tarihi zirveleri test etmiştir.

2026'ya bakıldığında; süregelen merkez bankaları talebi, devam eden jeopolitik gelişmeler ve ABD Merkez Bankası'nın (FED) kademeli faiz indirimi beklentileri birleşiminin, altın fiyatlarını desteklemeye devam etmesi beklenmektedir. Tarihsel olarak altın fiyatları, öngörülemeyen makro şoklar nedeniyle 2015–2024 döneminde konsensüs tahminlerini sürekli olarak geride bırakmıştır.

Türkiye Altın Sektörü Genel Görünümü

Türkiye, küresel altın pazarında potansiyeli oldukça yüksek ancak az keşfedilmiş bir ekonomik alanı temsil etmektedir. Türkiye'de modern altın madenciliği, 2001 yılında İzmir'deki Ovacık madeninin devreye alınmasıyla başlayan ve sadece 1,4 ton üretim yapan nispeten yeni bir uygulamadır.

O tarihten bu yana üretim, temel olarak 2010 sonrası yeni madenlerin devreye alınmasıyla önemli ölçüde genişlemiş ve 2024 itibarıyla 32,2 tona ulaşmıştır. Bu büyümeye rağmen ülkenin, jeolojik potansiyeline kıyasla yeterince pazara entegre olmadığı görülmektedir.

Jeoloji Mühendisleri Odası tahminleri, Türkiye'nin toplam altın rezervlerinin yaklaşık 6.500 ton olduğunu, bunun bugüne kadar sadece 650 tonunun çıkarıldığını öne sürmektedir.

Sektör, günümüzde kaynak geliştirmeyi hızlandırmayı amaçlayan destekleyici bir regülasyon çerçevesinden yararlanmakta. 2025 yılında yürürlüğe giren son yasal değişiklikler arasında; ilk izin başvuruları için "ÇED Gerekli Değildir" ön koşulunun kaldırılması (geliştirme sürelerini önemli ölçüde kısaltır) ve daha önce yasaklanan alanlarda madencilik faaliyetlerini kolaylaştıran yeni düzenlemeler yer almaktadır.

Sektör, yerleşik uluslararası işletmeciler ve büyüyen yerli oyuncuların bir karışımı ile karakterize edilmektedir. Şu anda faaliyette olan 20 aktif altın madeni bulunmakta olup, fizibilite veya izin aşamasında olan 18 proje daha mevcuttur.

Grafik 9: Türkiye’de Aktif Maden Sahaları

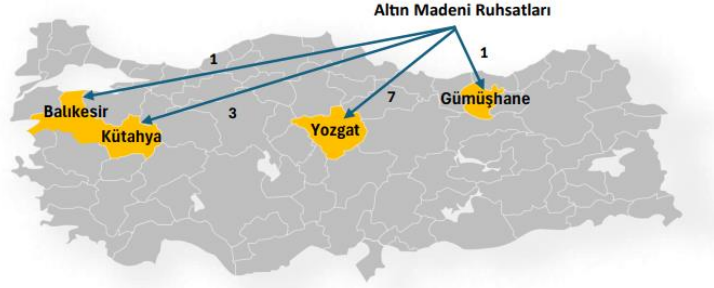
Konum	Operatör	Açılış
İzmir - Ovacık	Koza	2001
Manisa - Sart	Pomza	2002
Uşak - Kışladağ	Tüprag	2006
Gümüşhane - Mastra	Koza	2009
İzmir - Çukuralan	Koza	2009
Erzincan - Çöpler	Anagold	2010
İzmir - Efemçukuru	Tüprag	2011
Eskişehir - Kaymaz	Koza	2011
Niğde - Bolkardağ	Gümüştaş	2012
Gümüşhane - Midi	YıldızBakır	2012
Kayseri - Himmetdede	Koza	2013
Fatsa - Altıntepe	Bahar	2015
Sivas - Bakırtepe	Demirexport	2015
Konya - İnlice	Esan	2015
Balıkesir - Kızıltepe	Senit	2017
Çanakkale - Lapseki	Tümad	2018
Balıkesir - İvrendi	Tümad	2019
Kayseri - Öksüt	Öksüt	2020
Balıkesir - Gediktepe	Lidya	2021
Bilecik - Söğüt	Gübretaş	2023

Kaynak: MAPEG

Ahlatcı Altın İşletmeleri: Grubun Stratejik Madencilik Aracı

Ahlatcı Altın İşletmeleri, Ahlatcı Holding'in genişlemesi için birincil araç olarak hizmet vermektedir. Bu kuruluş, Grubun maden çıkarımından rafinaja (Ahlatcı Metal Rafineri aracılığıyla) ve perakende dağıtıma kadar tam dikey entegrasyon sağlama stratejisinin merkezinde yer almaktadır.

Şirket, Türkiye'nin kilit maden kuşaklarında 12 altın madeni ruhsatından oluşan çeşitli bir portföye sahiptir:

Grafik 10: Ahlatcı Holding Mevcut Maden Sahaları

Kaynak: Şirket

Maden Ruhsatı Portföyü

Yozgat, Sarıkaya (7 Ruhsat): Ahlatcı Altın İşletmeleri'nin satın alınması ve ardından gelen MAPEG onayıyla Grup, Sarıkaya bölgesindeki yedi altın madeni ruhsatını başarıyla entegre etmiştir. Bu varlıklar, uluslararası dev Eldorado Gold Corporation'ın (Tüprag) yerel bir iştiraki olan Madalyon Madencilik'ten devralınmıştır.

Kütahya & Balıkesir: Şirket, 2025 yılındaki rekabetçi ihalelerle faaliyet alanını aktif bir şekilde genişletmiştir.

- Kütahya (3 Ruhsat): 10 Nisan 2025 tarihli MAPEG ihalesinde üç Grup IV ruhsat sahası için kazanan teklifler verilmiş, devirler 12 Haziran 2025 itibarıyla tamamlanmıştır.
- Balıkesir (1 Ruhsat): 7 Nisan 2025'teki başarılı bir teklifin ardından bir Grup IV maden sahasının hakları satın alınmıştır.
- Gümüşhane (1 Ruhsat): Portföy, Ahlatcı Altın İşletmeleri satın alımının ardından ENERY'ye devredilen Çamlıköy bölgesindeki bir ruhsatı içermektedir. Kritik olarak, bu saha için gerekli arama ve maden tesisi izinleri 15 Ekim 2024 tarihinde Orman Genel Müdürlüğü tarafından verilmiştir.

Amiral Gemisi Keşif, Yozgat Sarıkaya

Portföyün en değerli varlığı Yozgat'taki Sarıkaya projesidir. Bu bölgedeki yedi ruhsattan sadece birinde yapılan son sondajlar, 927.000 onsluk bir altın kaynağı tespit etmiştir. Şirket, proje hattını aktif bir şekilde ilerletmektedir. Kütahya Simav sahasında (3 ruhsat) sondaj faaliyetleri devam etmekte olup, ilk kaynak tahminlerinin 2Ç26'da açıklanması beklenmektedir.

Sermaye getirisini maksimize etmek için Şirket, düşük yatırım harcamalı bir operasyonel model benimsemeyi planlamaktadır. Sermaye yoğun olan özel bir sıfırdan işleme tesisi inşa etmek yerine, Sarıkaya'dan çıkarılan cevher, yakın illerdeki atıl kapasiteye sahip mevcut işleme tesislerine taşınacaktır. Bu yaklaşım, ön yatırımı önemli ölçüde azaltmakta ve nakit akışına geçiş sürecini hızlandırmaktadır.

Ticari üretimin 2027 yılının ortalarında başlaması öngörülmektedir. Mevcut kaynağın beş yıllık bir ufukta (2032'ye kadar) tüketilmesi beklenmektedir. Eylül ayındaki analist toplantısında yönetim, Grubun iştiraki Çedaş (bölgenin lisanslı doğal gaz dağıtıcısı) aracılığıyla Yozgat'taki yerleşik ayak izinin önemli bir stratejik avantaj sağladığını vurgulamıştır. Bu derin yerel tanışıklıktan yararlanan Şirket, regülasyon ve ÇED izin süreçlerini daha kolay bir şekilde yönetmeyi beklemektedir.

Grafik 11: Türkiye’de Kıymetli Maden Rafineri Lisansı Sahipleri (21.10.2025)

Rafineriler	Tür	Lisans Tarihi
Ahlatcı Metal Rafineri A.Ş.	Altın	22.08.2024
Ahlatcı Metal Rafineri A.Ş.	Gümüş	27.08.2024
Garanti Rafineri A.Ş.	Altın	22.08.2024
Altın Rafineri Dünyası A.Ş.	Altın	22.11.2024
Samsun Altın Rafineri A.Ş.	Altın	22.05.2025
Rekor Altın Rafineri A.Ş.	Altın	01.08.2025
Aleks Altın Rafineri A.Ş.	Altın	17.08.2025
Ozanlar Metal Rafineri A.Ş.	Altın	20.10.2025

Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı

RİSKLER

AHGAZ ve Enerya manşet düzeyinde genel olarak benzer varlık risklerine sahip olsa da, iştiraklerdeki farklı hisse oranları nedeniyle risk profilleri ayrılmaktadır. AHGAZ, Dünya Katılım Bankası'ndaki %91,13 sahipliği nedeniyle ağırlıklı olarak bankacılık sektörü riskine maruz kalırken; ENERY, doğal gaz varlıklarındaki ve Ahlatcı Altın İşletmeleri'ndeki doğrudan hisseleri aracılığıyla doğal gaz dağıtımı ve altın madenciliğine özgü risklere maruz kalmaktadır.

Doğal Gaz Dağıtım Segmenti: Türkiye'de doğal gaz dağıtım pazarının yüksek oranda düzenlemeye tabi olması nedeniyle riskler genel olarak sınırlıdır; ancak, abone yaygınlık oranında beklenenden düşük artış ve 2026 sonrasında MRGO'da olası bir düşüş, aşağı yönlü riskler yaratacaktır.

Katılım Bankacılığı Segmenti: Dünya Katılım Bankası için temel aşağı yönlü riskler; beklenenden zayıf kredi büyümesine neden olabilecek düzenleyici değişiklikler, beklenenden düşük kur farkı gelirleri veya net faiz marjları, altın mevduatlarında zayıf büyüme ve iştiraklerden beklenenden düşük katkı sağlanmasıdır.

Altın Madenciliği Segmenti: Ahlatcı Altın İşletmeleri için birincil aşağı yönlü riskler; beklenenden düşük altın fiyatları, beklenenden yüksek nakit maliyetler ve beklenenden uzun süren izin onay süreçleridir.

Abone Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltmesinin Kâr/Zarar Üzerindeki Etkisi

Güvence bedelleri, alacakları güvence altına almak için sözleşme imzalanırken müşterilerden tahsil edilen tek seferlik ödemelerdir. Bu bedellerin değerlendirme tutarı, tahsilat tarihinden iki ay önceki TÜFE endeksi ile raporlama tarihinden iki ay önceki TÜFE endeksi arasındaki farka göre hesaplanır.

Hesaplanan yeniden değerlendirme karşılığı, net parasal kayıp / kazanç kalemi altında muhasebeleştirilir. Söz konusu yeniden değerlendirme gideri nakit çıkışı gerektirmeyen bir kalemdir; gerçek bir ödeme yükümlülüğü oluşturmaz ve yalnızca tüm müşteri sözleşmelerinin varsayımsal olarak aynı anda feshedilmesi durumunda ödenmesi gereken tutarı ifade eder.

AHGAZ: 30 Eylül 2025 itibarıyla, güvence bedellerinin toplam değerlendirme tutarı TÜFE endeksindeki artış nedeniyle 1.584,7 milyon TL'ye ulaşmıştır. EPDK düzenlemelerine uygun olarak hesaplanan bu nakit dışı güvence bedeli değerlendirme tutarı hariç tutulduğunda, şirketin TFRS kapsamındaki net karı 9A25'te 5.895,2 milyon TL olacak ve son on iki aylık net karı 6.319 milyon TL'ye ulaşacaktır.

Grafik 12: AHGAZ Abone Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltmesi Etkisi (TL, mn)

Güvence Bedeli Değerleme Etkisi	9A24	9A25	S12A
Hasılat	22,784	35,704	45,758
Brüt Kar	2,169	6,689	9,380
Esas Faaliyet Karı	3,481	6,215	8,319
Finansman Geliri/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	3,550	6,242	8,984
Vergi Öncesi Kar/Zarar	582	2,916	6,384
Güvence Bedeli Enflasyon Değerleme Gideri	2,056	1,584	2,181
Güvence Bedeli Enflasyon Değerleme Gideri Hariç Vergi Öncesi Kar	2,639	4,501	8,565
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	3,126	1,393	-2,246
Dönem Vergi Gideri	-524	-1,421	-1,904
Ertelenmiş Vergi Geliri	3,651	2,815	-342
Güvence Bedeli Enflasyon Değerleme Gideri Hariç Dönem Karı/Zararı	5,765	5,895	6,318
Güvence Bedeli Enflasyon Değerleme Gideri Dahil Dönem Karı/Zararı	3,709	4,310	4,137

Kaynak: Rasyonet, Şirket

ENERY: 30 Eylül 2025 itibarıyla, güvence bedellerinin toplam değerlendirme tutarı TÜFE endeksindeki artış nedeniyle 1.315,6 milyon TL'ye ulaşmıştır. EPDK düzenlemelerine uygun olarak hesaplanan bu nakit dışı güvence bedeli değerlendirme tutarı hariç tutulduğunda, şirketin TFRS kapsamındaki net karı 9A25'te 6.280,3 milyon TL olacak ve son on iki aylık net karı 6.164,6 milyon TL'ye ulaşacaktır.

Grafik 13: ENERY Abone Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltmesi (TL, mn)

Güvence Bedeli Değerleme Etkisi	9A24	9A25	S12A
Hasılat	18,911	21,768	32,333
Brüt Kar	1,422	2,783	3,979
Esas Faaliyet Karı	1,961	3,797	5,005
Finansman Geliri/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	2,474	4,106	6,405
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1,458	3,792	5,834
Güvence Bedeli Enflasyon Değerleme Gideri	1,925	1,315	1,782
Güvence Bedeli Enflasyon Değerleme Gideri Hariç Vergi Öncesi Kar	3,383	4,107	7,617
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	3,038	2,172	-1,452
Dönem Vergi Gideri	-461	-952	-1,303
Ertelenmiş Vergi Geliri	3,499	3,125	-149
Güvence Bedeli Enflasyon Değerleme Gideri Hariç Dönem Karı/Zararı	6,422	6,280	6,164
Güvence Bedeli Enflasyon Değerleme Gideri Dahil Dönem Karı/Zararı	4,497	4,964	4,382

Kaynak: Rasyonet, Şirket

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 bilgiler dayanılarak alınan 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 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 İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2024