

IC Enterra

Endeks Üzeri Getiri

Karlılık enflasyon muhasebesi etkileriyle baskılandı.

Analist: Doğu Kurnaz

dogu.kurnaz@akyatirim.com.tr

Hakan Aygün

hakan.aygun@akyatirim.com.tr

IC Enterra UMS29 düzenlemelerine göre 4Ç25 mali sonuçlarını açıkladı; 657 milyon TL gelir (kons. 650 milyon TL, bizim tahminimiz 651 milyon TL) bildirdi, bu değer 4Ç24'teki 618 milyon TL'ye kıyasla %6 artışa tekabül ediyor. FAVÖK, 413 milyon TRY (konsensüs 462 milyon TRY, bizim tahminimiz 463 milyon TRY) olarak gerçekleşti ve 4Ç24'teki 394 milyon TRY'ye kıyasla %5 artış gösterdi. Çeyreğin FAVÖK marjı 100 baz puan düşüşle %63'e geriledi. IC Enterra 4Ç25'de 1,2 milyar TL zarar açıklayarak 146 milyon TL'lik konsensüs beklentisinin altında kaldı. Sapmada 711 milyon TL'lik vergi gideri, düşük parasal kazanç ve 127 milyon TL'lik yeniden değerlendirme zararı etkili olmuştur.

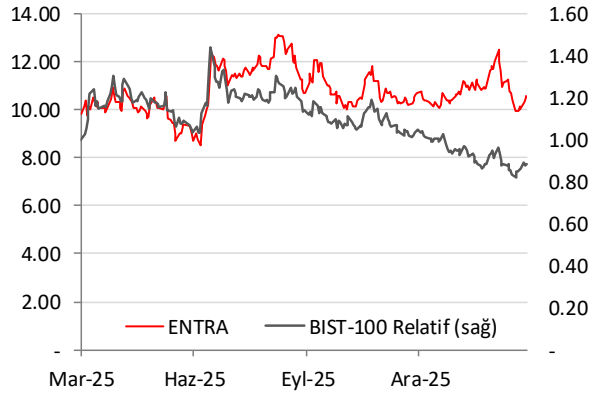
2025 yılında şirket, Erzin-2 GES'den kaynaklanan 1,2 milyar TL'lik yeniden değerlendirme zararı ve yıl sonu enflasyon muhasebesi değişikliklerinden kaynaklanan 908 milyon TL'lik ertelenmiş vergi gideri (2024: 201 milyon TL gelir) nedeniyle 1,8 milyar TL net zarar kaydetti. Ayrıca, enflasyondaki yavaşlamanın etkisiyle parasal kazanç yıllık bazda %40 azalarak 3,3 milyar TL'ye geriledi. 2025 sonuçlarının operasyonel tarafı ise beklentilere paralel görünüyor. Şirket, faaliyetlerden elde edilen nakit akışını yıllık bazda %45 artırarak 3,2 milyar TL'ye ulaştırdı. FAVÖK altında, 1Ç25'ten bu yana devam eden ve 4Ç'de hafifçe artan Erzin GES değerlendirme kaybı (HES tarafında değerlendirme kaybı olmamasına rağmen), enflasyon nedeniyle net parasal kazancın azalması ve enflasyon muhasebesi uygulamasındaki değişikliğin ertelenmiş vergi gideri olarak yansıtılması, tümü NEGATİF etkiler yarattı. POZİTİF tarafta ise borç hacmindeki azalma gelir tablosuna finansman giderlerinde azalma olarak yansıdı (%15 düşüşle 4,7 milyar TL) ve 2025 sonunda net borç/FAVÖK oranı 3,46x oldu (2024: 5,01x, 9A25: 3.6x).

Yılın tamamında üretim yıllık bazda %17 artış göstermiştir. Bu artış Erzin GES'den kaynaklanırken, hidroelektrik santrallerindeki üretim (yağışların %30 azalmasına rağmen) sabit kalmıştır. MWh başına ortalama satış fiyatı nominal olarak yıllık bazda %22 artış göstermiş olsa da reel bazda %10'a yakın bir düşüş yaşanmıştır. Bu arada, maliyet tarafında, TEIAS aracılığıyla sistem kullanımı ve sistem işletme giderlerinde sırasıyla %18 ve %32 oranında azalma etkili oldu ve operasyonel giderler tarafında, önceki yılın halka arz giderlerinin olmaması, personel sayısındaki artışa rağmen giderlerde azalma sağladı.

Yorum: Sonuçların operasyonel tarafı olumlu olduğu için, endeks üstü getiri tavsiyemizi sürdürüyoruz. Güneş enerjisi kaynağının etkisi (2025'te ilk kez görüldü), şirketin geçen yıla kıyasla kötüleşen yağış ve iklim koşullarına rağmen defansif portföyünü ve büyüme eğilimini doğruluyor. Yatırımlar ve enflasyon muhasebesi karlılığı baskı altına alsa da IC Enterra'nın net borç/FAVÖK oranı, iyi yönetilen bir CAPEX sürecini göstermektedir. Zayıf karlılık sebebiyle sonuçlara sınırlı olumsuz tepki bekliyoruz.

Bloomberg Kodu	ENTRA TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	18.60
Güncel Fiyat, TL	10.59
Getiri Potansiyeli	76%
Halka Açıklık Oranı	20%
Piyasa Değeri, mn TL	19,539
Firma Değeri, mn TL	30,880

Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	4,080	4,335	4,911	-
FAVÖK, mn TL	3,045	3,296	3,735	-
Net Kâr, mn TL	215	647	1,129	-
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	11,200	12,525	15,314	-
Net Borç/FAVÖK	3.7	3.8	4.1	n.m.
Karlılık				
FAVÖK Marjı	74.6%	76.0%	76.1%	n.a.
Net Marj	5.3%	14.9%	23.0%	n.a.
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	32.8%	6.3%	13.3%	n.m.
FAVÖK, y/y	38.8%	8.2%	13.3%	n.m.
Net Kâr, y/y	-89.1%	200.9%	74.5%	n.m.
Değerleme Verisi				
F/K	87.9	30.2	17.3	n.a.
FD/FAVÖK	9.9	9.7	9.3	n.a.
FD/Ciro	7.4	7.4	7.1	n.a.
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-10.4%	-0.4%	8.6%	3.8%
BİST-100 Relatif	-6.4%	-15.2%	-14.1%	-11.4%
AOİH, mn TL	205	150	206	173



Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar			3Ç25	ç/ç	Piyasa	Piyasa Fark	2025	2024	y/y
	4Ç25	4Ç24	y/y							
Net Satışlar	657	618	6%	840	-22%	650	1%	4,206	4,021	5%
FAVÖK	413	394	5%	599	-31%	462	-11%	3,106	2,871	8%
FAVÖK Marjı	62.8%	63.9%	-106 bps	71.3%	-846 bps	71.1%	-833 bps	73.8%	71.4%	245 bps
Net Kar	-1,246	-292		57	-2295%	120	-1137%	-1,819	2,574	-171%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	1,122	1,594	688	618	877	1,831	840	657
Satışların Maliyeti	778	851	704	729	725	816	713	689
Brüt Kar	344	743	-15	-111	151	1,015	127	-32
Operasyonel Giderler	74	154	56	52	59	92	63	91
Faaliyet Karı	270	589	-71	-164	93	922	64	-123
Amortisman ve İtfa Payları	560	557	571	558	544	535	534	536
FAVÖK	830	1,146	500	394	637	1,457	599	413
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	922	609	451	-117	-1,199	-250	50	-411
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	-13	-23	12	-22	16	57	7	57
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	11	526	322	271	-934	195	81	-124
Finansal Gelir / (Gider)	-1,656	-1,338	-971	-1,242	-1,545	-1,245	-930	-829
Parasal Kazanç / (Kayıp)	2,580	1,444	1,087	875	1,264	744	892	485
Vergi Öncesi Kar	1,193	1,198	380	-281	-1,107	673	114	-534
Vergi Geliri / (Gideri)	-663	1,166	-407	-12	-351	155	-58	-711
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-14	-96	4	-11	-48	28	7	-44
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	-649	1,262	-411	-1	-303	127	-65	-667
Vergi Sonrası Net Kar	529	2,364	-28	-292	-1,457	827	56	-1,245
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	-2	3	-1	-1	0	0	0	0
Net Kar	531	2,361	-27	-292	-1,457	827	57	-1,246
Büyüme (Yıllık)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Satış Gelirleri	12.3%	-35.0%	-29.5%	-40.2%	-21.8%	14.9%	22.1%	6.4%
Operasyonel Giderler	233.0%	675.5%	133.1%	90.3%	-20.7%	-39.9%	12.7%	73.7%
Faaliyet Karı	11.5%	-61.4%	-129.1%	-148.0%	-65.6%	56.5%	-190.6%	-24.8%
FAVÖK	6.9%	-44.4%	-35.8%	-53.8%	-23.3%	27.2%	19.7%	4.7%
Net Kar	-63.7%	-164.2%	-101.1%	-113.7%	-374.3%	-65.0%	-311.3%	326.7%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Brüt Kar Marjı	30.7%	46.6%	-2.2%	-18.0%	17.3%	55.4%	15.2%	-4.8%
Operasyonel Gider Marjı	6.6%	9.6%	8.1%	8.5%	6.7%	5.0%	7.5%	13.9%
Faaliyet Kar Marjı	24.1%	37.0%	-10.3%	-26.5%	10.6%	50.4%	7.7%	-18.7%
FAVÖK Marjı	74.0%	71.9%	72.7%	63.9%	72.6%	79.6%	71.3%	62.8%
Efektif Vergi Oranı	55.6%	-97.3%	107.3%	-4.1%	-31.7%	-23.0%	50.8%	-133.1%
Net Kar Marjı	47.4%	148.2%	-3.9%	-47.3%	-166.2%	45.2%	6.8%	-189.4%
Parasal Kazanç (Kayıp)	230.0%	90.6%	157.9%	141.7%	144.1%	40.6%	106.2%	73.7%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	26.6%	44.1%	-69.8%	278.5%	27.8%	123.7%	40.4%	53.4%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-82.9%	-26.0%	-198.2%	283.9%	88.7%	131.2%	46.1%	25.1%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	36%	61%	-96%	436%	38%	155%	57%	85%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	135.2%	80.7%	94.6%	82.9%	17.8%	4.0%	4.0%	26.6%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-43.4%	16.0%	-27.2%	-33.0%	-45.8%	42.2%	-37.5%	-14.0%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	298	702	-480	1,720	244	2,266	340	351
Düzeltilme Öncesi Kar	529	2,364	-28	-292	-1,457	827	56	-1,245
Amortisman ve İtfa Payları	560	557	571	558	544	535	534	536
İşletme Sermayesindeki Değişim	-487	255	-187	-204	-402	773	-315	-92
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-304	-2,473	-836	1,658	1,559	131	64	1,153
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,228	-1,116	-884	34	533	138	48	-186
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,516	-1,286	-651	-512	-156	-73	-34	-175
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	288	170	-233	546	690	210	81	-11
Serbest Nakit Akımı	-930	-414	-1,364	1,754	777	2,403	388	165
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1,441	2,324	588	-2,269	-415	-2,763	-178	-339
Finansal Borçlardaki Değişim	1,106	-438	616	-1,470	0	-2,091	0	144
Temettü	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	335	2,763	-28	-799	-415	-672	-179	-483
Çevrim Farkları	-35	-234	-115	-158	-69	-66	-124	9
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	477	1,677	-891	-674	293	-425	85	-165
Bilanço (milyon TL)	1Ç24	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Dönen Varlıklar	1,822	3,819	3,401	2,598	2,317	1,567	1,619	1,444
Nakit ve Nakit Benzerleri	869	2,795	1,780	981	1,274	848	933	769
Finansal Yatırımlar	0	94	780	630	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	513	395	257	283	493	215	239	259
Stoklar	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	441	629	1,364	1,335	550	504	447	417
Duran Varlıklar	52,797	55,088	54,892	47,494	46,069	45,784	45,194	50,216
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	51,846	52,491	52,440	44,922	43,434	42,960	42,495	47,775
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10	96	236	237	267	290	294	293
Diğer Duran Varlıklar	942	2,502	2,215	2,335	2,368	2,534	2,405	2,148
Toplam Varlıklar	54,619	58,908	58,293	50,092	48,386	47,352	46,814	51,661
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,132	7,063	7,256	6,495	6,199	5,537	4,200	5,772
Finansal Borçlar	5,920	5,442	5,870	5,371	5,373	4,455	3,527	5,156
Ticari Borçlar	315	627	402	395	195	293	246	210
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	897	994	984	730	630	789	428	405
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,903	13,417	12,899	11,237	11,185	9,950	10,585	10,694
Finansal Borçlar	12,434	10,620	9,912	9,843	9,414	8,076	8,747	6,954
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,469	2,796	2,987	1,394	1,771	1,873	1,837	3,741
Özkaynaklar	32,584	38,428	38,138	32,360	31,002	31,865	32,029	35,194
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	32,590	38,430	38,138	32,360	31,002	31,864	32,029	35,195
Ödenmiş Sermaye	2,657	2,795	2,566	1,845	2,194	2,070	1,925	1,845
Rezerv ve Diğer Kalemler	28,886	24,652	24,425	19,465	19,074	19,101	19,212	23,563
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	515	8,090	8,281	8,476	11,190	11,324	11,465	11,605
Dönem Net Karı / (Zararı)	531	2,893	2,866	2,574	-1,457	-630	-573	-1,819
Azınlık Payları	-6	-2	0	0	0	1	0	0
Toplam Kaynaklar	54,619	58,908	58,293	50,092	48,386	47,352	46,814	51,661
Yatırım Sermayesi (IC)	52,538	54,491	55,128	47,987	46,287	45,421	45,207	50,277
İşletme Sermayesi	198	-232	-145	-112	298	-78	-7	49
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	4%	-5%	-3%	-3%	8%	-2%	0%	1%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	-259	-597	236	493	217	-364	13	60
Toplam Borç	18,354	16,062	15,782	15,213	14,787	12,531	12,274	12,110
Net Borç / (Nakit)	17,485	13,173	13,222	13,603	13,513	11,682	11,341	11,342
Net Borç / G12A FAVÖK	3.9	3.6	4.0	4.7	5.0	3.9	3.7	3.7
Net Borç / Özkaynaklar	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
	-	-	-	-	-	-	-	-
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	17,130	15,608	15,509	14,600	14,269	12,198	11,871	11,657

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.