Enerjisa Analist Toplantısı Notları (2026/9)

03.11.2026

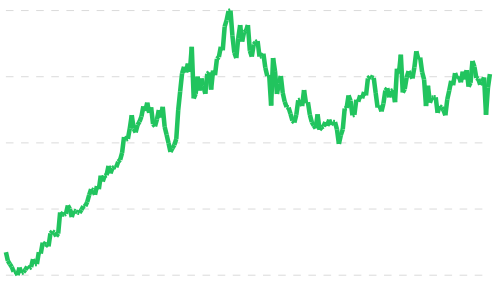
Enerjisa Enerji A.Ş.

Operasyonel Performans

Dağıtım yatırımları ilk dokuz ayda geçen yılın aynı dönemindeki 10,3 milyar TL'den 20,1 milyar TL'ye yükseldi. Yönetim, 2025'te olduğu gibi finansman ihtiyacını optimize etmek amacıyla yıllık yatırımın önemli bölümünün dördüncü çeyreğe planlandığını belirtti. Düzenlemeye tabi varlık tabanı (RAB), Eylül 2025 sonundaki 78,1 milyar TL'den yüzde 43 artışla 111,5 milyar TL'ye ulaştı. Artışın ağırlıklı olarak yıllık enflasyon endekslemesinden kaynaklandığı, hazirandan bu yana yatırım harcaması geri ödemelerinin yeni yatırımları dengelemesiyle artışın sınırlı kaldığı ifade edildi. Yönetim, Enerji Bakanlığı'nın önümüzdeki 10 yılda 50 milyar ABD doları dağıtım, 35 milyar ABD doları iletim olmak üzere yaklaşık 85 milyar ABD dolarlık şebeke yatırımı ihtiyacı öngördüğünü ve elektrifikasyon oranının yaklaşık yüzde 25'ten yüzde 35'e çıkarılmasının hedeflendiğini hatırlatarak bu gelişmelerin RAB'ın uzun vadeli büyümesini desteklediğini belirtti. Verimlilik ve kalite kazançları, yeni tarife döneminin daha sıkı kayıp-kaçak hedefleri nedeniyle geçen yılın aynı dönemindeki 6,3 milyar TL'den yüzde 13 düşüşle 5,5 milyar TL'ye geriledi. EPDK'nın 2025 birim fiyatlarına ilişkin kararı sonrasında oluşan yatırım harcaması verimliliği bu düşüşü kısmen dengeledi.
Perakendede düzenlemeye tabi segmentin satış hacmi, son kaynak tedarik tarifesi limitlerinin düşürülmesiyle müşterilerin serbest piyasaya geçişinin sürmesi sonucu yüzde 7 azalarak 21,7 TWh oldu. Düzenlemeye tabi brüt marj yüzde 13,5'ten yüzde 15,1'e yükselse de brüt kâr geriledi. Yönetim, yeni dönemdeki metodoloji değişikliğiyle borçlanma maliyeti telafisinin azalmasının, tedarik maliyetlerinin düşmesinin ve sübvansiyonların yüksek seyrinin marjın uygulandığı maliyet tabanını küçülttüğünü belirtti. Düzenlemeye tabi brüt kârın enflasyona endeksli olmaması nedeniyle marjların reel olarak erimeye devam ettiği ve EPDK'nın getirilerde anlamlı bir iyileştirme yapmasının beklendiği ifade edildi. Serbest piyasada hacim, konut ve KOBİ müşterilerinin katkısıyla yüzde 7 artışla 13,8 TWh'e ulaştı. Kurumsal hacimler ise artan rekabetle geriledi. Özellikle ikinci çeyrekte güçlü hidroelektrik üretiminin desteklediği düşük tedarik maliyetleriyle serbest piyasa brüt marjı yüzde 3,9'dan yüzde 7,7'ye yükseldi. Bu segmentteki brüt kâr artışı, düzenlemeye tabi segmentteki gerilemeyi büyük ölçüde dengeledi. Yönetim, pazar payında hafif bir düşüş pahasına da olsa hacim yerine kârlılığı önceleyen stratejinin sürdüğünü belirtti. Perakende faaliyet gelirlerinin üçüncü çeyrekte ikinci çeyreğe göre gerilemesi, fiyatların yeniden yükselmesiyle serbest piyasa

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	**ENJSA**
Hisse Fiyatı	**113,90**
Fiili Dolaşım Oranı	**19,97**
Hisse Başına Kar	**8,51**
Ödenmiş Sermaye	**1.181.068.967**
Piyasa Değeri	**134.523.755.341**



1H	1A	3A	6A	YTD	1Y
%2.0	%3.1	%4.6	%-7.2	%31.4	%43.9

Piyasa Çarpanları

F/K	**13,39**
FD/FAVÖK	**3,75**
PD/DD	**1,13**
Net Borç/FAVÖK	**1,43**

Oranlar	2026/9	2025/9
Cari Oran	**0,84**	**0,93**
Kaldıraç Oranı	**60,49**	**60,00**
Özkaynak Karlılığı	**8,53**	**-0,09**
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	**26,82**	**21,83**
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	**20,84**	**16,35**
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	**4,99**	**1,22**

marjlarının daralmasına bağlandı. Müşteri çözümlerinde brüt kâr, bu yıl yeni güneş enerjisi ve enerji verimliliği projesi hasılata yansımadığı için 7,4 milyar TL'den 4,5 milyar TL'ye geriledi. E-mobilite elektrik satışları ise yüzde 63 artışla 50,9 GWh'e yükseldi.

Finansal Performans

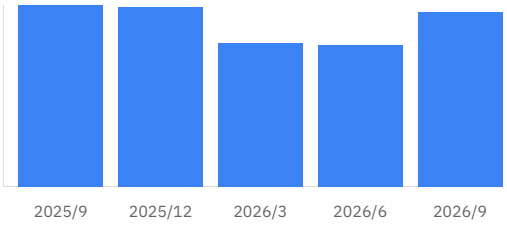
İlk dokuz ayda konsolide hasılat 199,4 milyar TL ile geçen yılın aynı dönemindeki 211,7 milyar TL'nin altında kalırken FAVÖK yüzde 8 artışla 38,1 milyar TL'den 41,3 milyar TL'ye yükseldi. Şirketin ana performans göstergesi olan ve FAVÖK ile yatırım harcaması geri ödemelerinin toplamından oluşan faaliyet gelirleri yüzde 12 artışla 55,3 milyar TL'den 62,1 milyar TL'ye ulaştı. Artış ağırlıklı olarak faaliyet gelirleri 9,6 milyar TL artarak 54,8 milyar TL'ye çıkan dağıtım iş kolundan kaynaklandı. Dağıtımda finansal gelir, geçen yılın aynı dönemindeki 21,4 milyar TL'den 30,5 milyar TL'ye yükseldi. Yönetim bu artışı yeni tarife döneminde yükseltilen getiri oranına (WACC), büyüyen RAB'a ve geçen yıla göre daha yüksek enflasyon beklentilerine bağladı. Yatırım harcaması geri ödemeleri de 17,0 milyar TL'den 20,9 milyar TL'ye çıktı. Yönetim bu artışı büyüyen RAB'a ve yeni dönemde yükseltilen yatırım tavanına bağladı. Riskten korunma araçlarının piyasa değerlemesindeki düşüş ve EPDK'nın vergi geri ödeme metodolojisini 2026 sonu itibarıyla sonlandırmasıyla kaydedilen vergi düzeltmesi dağıtım kazançlarını olumsuz etkiledi. Raporlanan net kârdan istisnai kalemler ve yeniden değerleme etkisi arındırılarak hesaplanan baz alınan net kâr, yüzde 58 artışla 7,4 milyar TL'den 11,6 milyar TL'ye yükseldi. Yönetim, güçlü faaliyet performansının yanı sıra daha düşük net finansman maliyetlerinin artışa en büyük katkıyı sağladığını belirtti. Efektif borçlanma oranlarının düşmesiyle net faiz giderleri net kârı yaklaşık 1,5 milyar TL destekledi. Tarife alacaklarından elde edilen yüksek faiz geliri yaklaşık 990 milyon TL katkı sağladı. Enflasyondaki gerilemeyle parasal kayıp da yaklaşık 485 milyon TL azaldı.

Faiz ve vergi sonrası serbest nakit akışı, geçen yılın aynı dönemindeki eksi 2,9 milyar TL'ye karşılık eksi 8,5 milyar TL oldu. Yönetim bu gelişmeyi iki nedene bağladı. Birincisi, nakit etkili yatırımların 14,0 milyar TL'den 29,4 milyar TL'ye yükselmesi. İkincisi, toplamda eksi 9,3 milyar TL olan tarife kaynaklı nakit etkisi ve aydınlatma alacakları. Eylül sonunda yaklaşık 5,2 milyar TL olan aydınlatma alacaklarının Ekim'de yaklaşık 2 milyar TL'lik kısmı tahsil edildi. Ekonomik net borç, 2025 sonundaki 78,2 milyar TL'den 101,0 milyar TL'ye yükseldi. Yönetim artışı ağırlıklı olarak yatırımlara, tarife yüküne, aydınlatma alacaklarının

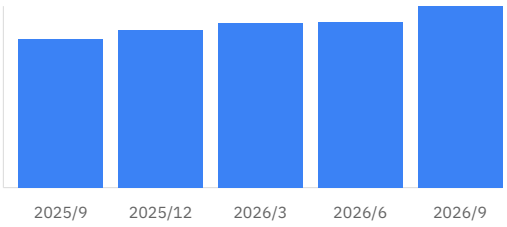
Özet Gelir Tablosu	2026/9	2025/9	%
Satışlar	**199.4 mr**	**211.7 mr**	**%-6**
Brüt Kar	**59.0 mr**	**54.0 mr**	**%9**
Faal. Karı	**39.9 mr**	**36.1 mr**	**%11**
FAVÖK	**44.5 mr**	**40.1 mr**	**%11**
Net Kar	**6.7 mr**	**577.6 mn**	**%1057**

Özet Bilanço	2026/9	2026/6	%
Dönen Var.	**91.4 mr**	**90.9 mr**	**%1**
Duran Var.	**210.6 mr**	**201.6 mr**	**%4**
Fin. Borçlar	**95.8 mr**	**98.3 mr**	**%-3**
Net Borç	**83.4 mr**	**85.5 mr**	**%-2**
Özkaynaklar	**119.3 mr**	**115.0 mr**	**%4**

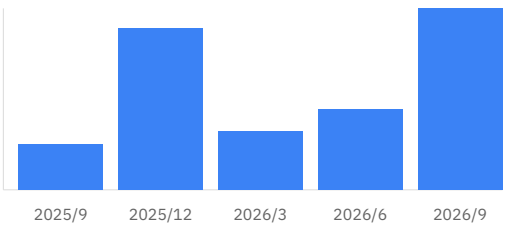
Çeyreklik Satışlar



Çeyreklik FAVÖK



Çeyreklik Net Kâr



finansmanına ve temettü ödemelerine bağladı. Net finansal borcun son 12 aylık faaliyet gelirlerine oranı 1,0x seviyesinde kaldı. Şirket 2026'da bugüne kadar 25 milyar TL'yi aşan TLREF'e endeksli tahvil ihraç etti. Ortalama faiz oranı ise rekabetçi faiz koşulları ve reeskont kredisi kullanımıyla yaklaşık 7 puan düşüşle yüzde 38,7'ye geriledi.

Gelecek Beklentileri

Şirket, Ağustos ayında jeopolitik gerginlik sonrası yükselen enflasyon beklentileri doğrultusunda yukarı revize ettiği 2026 beklentilerini teyit etti. Buna göre 2026'da 80-85 milyar TL faaliyet gelirleri, 13-15 milyar TL baz alınan net kâr, 30-35 milyar TL yatırım harcaması ve yıl sonunda 110-120 milyar TL RAB hedefleniyor. Yönetim, bugüne kadar sağlanan rekabetçi finansman koşulları ile kayıp-kaçak ve kalite kaynaklı kazançların beklentinin üzerinde gerçekleşmesiyle baz alınan net kârda aralığın üst sınırına doğru ilerlendiğini belirtti. Beklentinin yükseltilmemesine ilişkin soruya yönetim, yılın tamamlanmasına üç ay bulunduğunu ve yatırımların bilinçli olarak dördüncü çeyreğe yoğunlaştırılmasının finansman giderleri üzerinden net kâra etki edeceğini belirterek yanıt verdi. 2025'te 9,5 milyar TL olan baz alınan net kârın aralığın üst sınırında gerçekleşmesi halinde yıllık artışın yüzde 50'yi aşacağı ifade edildi.

Yönetim, 2027 için henüz bir finansal beklenti açıklamadığını, 2027 beklentilerinin Şubat 2027'de yıl sonu sonuçlarıyla paylaşılacağını, ancak RAB'a yapılan artan yatırımlarla kazançların reel olarak büyütülmesi hedefinin 2027 için de geçerli olduğunu belirtti. Yönetim, ana kazanç unsurlarının geçici veya tek seferlik etkilerden değil düzenleyici çerçeveden kaynaklandığını vurguladı. Düzenlemeye tabi getirilerin enflasyona endeksli olduğu ve şirketin yüzde 13,49 reel getiri elde ettiği hatırlatılarak reel faiz oranlarının düşmesinin şirket için olumlu olacağı ifade edildi.

Yönetim, EPDK'nın 2027'den itibaren konut elektrik desteği eşiğini yıllık 3.000 kWh'e düşürme kararının şirketin üç tedarik bölgesinde yaklaşık 1 milyon müşteriyi ve yaklaşık 3 TWh hacmi etkilemesini beklediğini belirtti. Kararın ülke genelinde sübvansiyon ve tarife yükünü, buna bağlı olarak da düşük maliyetli enerji tahsisi ihtiyacın azaltacağı belirtildi. Düzenlemeye tabi kârın tedarik maliyeti üzerinden hesaplandığı, bu nedenle maliyet tabanının yükselmesinin düzenlemeye tabi kârlılığı olumlu etkileyeceği ifade edildi. Destek kapsamından çıkan müşterilerin faturalarının yaklaşık iki katına kadar yükselebileceği ve bu durumun yaratabileceği müşteri tepkilerinin proaktif olarak yönetileceği ifade edildi.

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir. Alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Fintables Bilişim Teknolojileri A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.