Hisse Senedi / Büyük Şirket / Elektrik - Doğalgaz Dağıtım

# Enerjisa Enerji

03/11/2026

## 2026 3.Ç Mali Tablo Analizi

**AL**

**Yükselme Potansiyeli 56%**

### Gerçekleşen vs Tahminler

ENJSA, 3Ç26'da yıllık %66 büyüme ile 4.918 mn TL baz alınan net kar açıkladı (Piyasa: 3.518 mn TL, İş Yatırım: 3.488 mn TL) ve beklentilerin oldukça üzerinde geldi. Bu sapma parasal kayıptaki düşüş ve vergiden kaynaklandı. Faaliyet geliri yıllık %20 büyüyerek 21.183 mn TL'ye ulaştı (Piyasa: 18.543 mn TL, İş Yatırım: 21.083 mn TL) ve beklentileri aştı. FAVÖK yıllık %18 artışla 14.626 mn TL oldu. Raporlanan net kar yıllık %295 artışla 3.783 mn TL'ye ulaşarak beklentilerin üzerinde geldi. Net kardaki artış büyük ölçüde ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı. 9A26'da faaliyet geliri yıllık reel %12 artışla 62.137 mn TL'ye, baz alınan net kar %58 artışla 11.635 mn TL'ye ulaştı.

### Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

**Faaliyet gelirinde finansal gelir kaynaklı büyüme.** 3Ç26'da faaliyet geliri yıllık %20 büyüyerek 21.183 mn TL'ye ulaştı, çeyreklik artış ise %2 ile sınırlı kaldı. Büyümenin ana kaynağı finansal gelir oldu: yıllık %60 artarak 11.745 mn TL'ye çıktı (3Ç25: 7.332 mn TL). Yatırım harcaması geri ödemeleri yıllık %23 artarak 6.557 mn TL oldu. 9A26'da faaliyet geliri yıllık reel %12 artışla 62.137 mn TL'ye ulaştı.

**Verimlilik ve kalite gelirleri yıllık yatay, çeyreklik zayıf.** 3Ç26'da verimlilik ve kalite gelirleri 1.540 mn TL ile yıllık bazda yatay kaldı (3Ç25: 1.513 mn TL), çeyreklik bazda ise yaklaşık %31 geriledi. Kayıp-kaçak verimliliği yıllık %25 azalarak 493 mn TL'ye indi. Kalite primi 3Ç25'teki 148 mn TL'den 3Ç26'da 384 mn TL'ye yükselerek bu düşüşü kısmen dengeledi. Kaçak tahakkuku ve tahsilatı yıllık bazda yatay seyretti (783 mn TL). Faaliyet gideri verimliliği ise yıllık bazda negatif kaldı (-121 mn TL; 3Ç25: -70 mn TL). 9A26'da verimlilik ve kalite gelirleri yıllık %13 azalarak 5.490 mn TL'ye geriledi.

**Perakende ve Müşteri Çözümleri zayıf.** 3Ç26'da perakende faaliyet geliri yıllık %28 azalarak 1.331 mn TL'ye geriledi (3Ç25: 1.860 mn TL). Düzenlemeye tabi brüt kâr %23 azalarak 1.590 mn TL'ye, serbest piyasa brüt kârı %10 azalarak 828 mn TL'ye indi. Müşteri Çözümleri faaliyet geliri yıllık %39 azalarak 1.033 mn TL oldu. 9A26'da perakende faaliyet geliri %5 azalarak 5.630 mn TL'ye, Müşteri Çözümleri %56 azalarak 1.867 mn TL'ye geriledi.

**Yatırımlarda hızlanma, varlık tabanında ivme.** DVT, 2Ç26'daki 105,8 milyar TL'den çeyreklik %5 artarak 3Ç26'da 111,5 milyar TL'ye ulaştı. 3Ç26'da gerçekleşen yatırım harcamaları 11.762 mn TL oldu (3Ç25: 9.073 mn TL, 2Ç26: 6.800 mn TL). Faiz indirimi beklentisi sebebiyle yatırım programı ikinci yarıya yığıldı ve böylece 3Ç'de hızlandı. 9A26'da toplam yatırım harcamaları yıllık %85 artışla 20,8 milyar TL'ye ulaştı. 30-35 milyar TL'lik yıl sonu hedefi için son çeyrekte 9,2-14,2 milyar TL yatırım gerekiyor.

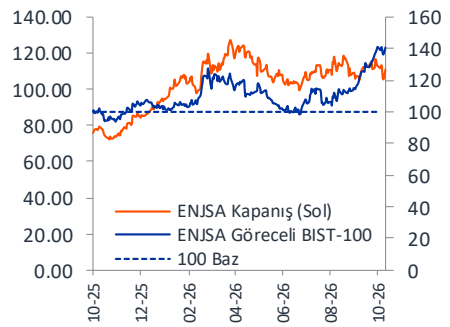
| Fiyat Bilgileri | TL |
|---|---|
| Kapanış | 111.10 |
| 12 Aylık Hedef Fiyat* | 173.54 |
| 12 Aylık Önc.Hedef Fiyat | 173.54 |
| Piyasa Değeri (mn) | 131,217 |
| Halka Açık PD (mn) | 26,204 |
| Ort. İşlem Hacmi (3Ay) | 338.7 |
| Hisse sayısı (Adet mn) | 1,181 |
| Takas Saklama Oranı (%) | 20 |
| Yabancı Oranı (%) | 35 |

*Güncelleme tarihi: 05-05-26

| Çarpanlar ($) | 2026 | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|
| F/K | 14.5 | 18.6 | 20.0 |
| PD/DD | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| FD/FAVÖK | 3.8 | 3.9 | 3.9 |

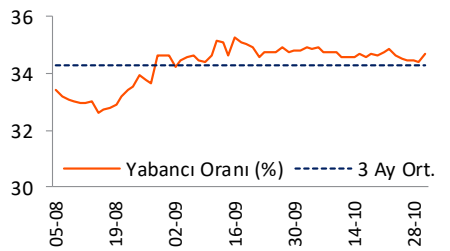
| Fiyat Perf. (%) | 1 Ay | Yılıçi | 12 Ay |
|---|---|---|---|
| TL | 0.5 | 28.2 | 40.4 |
| ABD $ | -1.3 | 10.1 | 17.9 |
| BIST-100 Relatif | 12.5 | 31.7 | 40.5 |

**Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat**




| 3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) | 105.40 | 118.60 |
|---|---|---|

| Yabancı Oranı (%) | Cari (%) | 34.67 |
|---|---|---|




**Alihan Gürleyen**
agurleyen@isyatirim.com.tr
+90 212 350 25 00

*Lütfen son sayfada yer alan yasal uyarıya bakınız*

**Finansman gideri yatay seyretti.** 3Ç26'da finansman gideri yıllık %7 artarak 8.410 mn TL'ye ulaştı (3Ç25: 7.864 mn TL). Ortalama borçlanma faizi 6A26'daki %38,0'den 9A26'da %38,7'ye yükseldi. Finansal net borç 2Ç26'daki 81,4 milyar TL'den 83,3 milyar TL'ye çıktı.

**Net kar artışı vergi ve parasal kayıp kaynaklı.** 3Ç26'da net kar çeyreklik %125 artarak 3.783 mn TL'ye ulaştı. Vergi öncesi kâr çeyreklikte yalnızca %17 arttı (2Ç26:3.880 mn TL vs 3Ç26: 4.543 mn TL). Aradaki fark ertelenmiş vergi geliri kaynaklı düşen vergi giderinden geldi (2Ç26: 2.201 mn TL vs 3Ç26: 760 mn TL). Parasal kayıptaki çeyreklik %15'lik düşüş de destek oldu (2Ç26: 1.412 mn TL vs 3Ç26: 1.195 mn TL). Faaliyet gelirindeki çeyreklik artış sınırlı kaldı, finansman giderleri de yatay seyrini korudu. Böylece, 9A26'da net kar 6.681 mn TL'ye ulaştı.

**Serbest nakit akışı negatif seyrini sürdürdü.** Faiz ve vergi sonrası serbest nakit akışı 6A26'daki -8.243 mn TL'den 9A26'da -9.517 mn TL'ye geldi. 3Ç26'da artan yatırım harcamaları sebebiyle nakit akışındaki düşüş daha da derinleşti. Finansal borç/faaliyet geliri 1,0x seviyesinde kaldı.

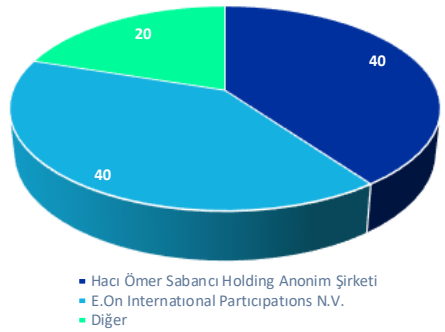
Yıl sonu beklentilerinde değişiklik yok. Şirket, 3Ç26 sonuçlarıyla birlikte Ağustos'ta yukarı yönlü revize ettiği 80-85 milyar TL faaliyet geliri ve 13-15 milyar TL baz alınan net kar beklentilerini teyit etti. 30-35 milyar TL yatırım ve 110-120 milyar TL DVT hedefleri de sabit kaldı.

## Değerlemeye Etkisi ve Görünüm

Güçlü 9A sonuçları yıl sonu hedeflerini destekliyor. Yıl sonu baz alınan net kar tahminimizi 14,0 milyar TL'den, şirketin 13-15 milyar TL aralığındaki üst hedefi olan 14,9 milyar TL'ye yükseltiyoruz. Operasyonel tahminlerimizde değişikliğe gitmiyoruz ve 84,3 milyar TL faaliyet geliri ile 118,3 milyar TL DVT tahminlerimizi koruyoruz. Böylece net kar ve baz alınan net kar tahminlerimizdeki yukarı yönlü artış bu çeyrek beklenti üstü gelen ertelenmiş vergi gelirinden kaynaklandı. Tahminlerimiz 2026 yıl sonu için 2.5x FD/Faaliyet Geliri ve 1.8x FD/DVT çarpanına işaret ediyor. %100 İNA bazlı değerlememizde 174 TL/hisse hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

**Yorum:** Net kar beklentilerin oldukça üzerinde gelmiş olsa da ağırlıklı olarak vergiden kaynaklanmasından dolayı piyasa etkisinin hafif pozitif olmasını bekliyoruz.

**Ortaklık Yapısı (%)**



## Tablo 1: Özet Finansallar

| TL mn · UMS 29 | Çeyreksel | | | | | 9 aylık | | | Tahminler | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 3Ç26 | 3Ç25 | Y/Y | 2Ç26 | Ç/Ç | 9A26 | 9A25 | Y/Y | Piyasa | İş Yatırım |
| **Ciro** | **75,762** | **78,843** | **-%4** | **61,350** | **+%23** | **199,365** | **211,691** | **-%6** | **73,970** | **51,424** |
| Brüt Kar | 20,339 | 17,305 | +%18 | 18,983 | +%7 | 59,020 | 54,003 | +%9 | | |
| *Brüt Kar Marjı* | *%26.8* | *%21.9* | *+4.9 ppt* | *%30.9* | *-4.1 ppt* | *%29.6* | *%25.5* | *+4.1 ppt* | | |
| Faaliyet Giderleri | -6,626 | -6,353 | +%4 | -6,666 | -%1 | -20,952 | -19,819 | +%6 | | |
| *Faaliyet Gideri/Ciro* | *-%8.7* | *-%8.1* | *-0.7 ppt* | *-%10.9* | *+2.1 ppt* | *-%10.5* | *-%9.4* | *-1.1 ppt* | | |
| Faaliyet Karı[1] | 13,713 | 10,952 | +%25 | 12,317 | +%11 | 38,068 | 34,184 | +%11 | | |
| Amortisman | 2,073 | 1,935 | +%7 | 2,119 | -%2 | 6,446 | 5,957 | +%8 | | |
| **FAVÖK[2]** | **14,626** | **12,344** | **+%18** | **13,515** | **+%8** | **41,259** | **38,120** | **+%8** | **12,767** | **14,533** |
| *FAVÖK Marjı* | *%19.3* | *%15.7* | *+3.6 ppt* | *%22.0* | *-2.7 ppt* | *%20.7* | *%18.0* | *+2.7 ppt* | | |
| **Faaliyet Geliri** | **21,183** | **17,712** | **+%20** | **20,720** | **+%2** | **62,137** | **55,253** | **+%12** | **18,543** | **21,083** |
| Finansman Gelir (Gider), net | -8,768 | -8,155 | +%8 | -8,467 | +%4 | -24,373 | -25,669 | -%5 | | |
| Parasal Kazanç (Kayıp) | -1,195 | -1,532 | -%22 | -1,412 | -%15 | -3,538 | -4,023 | -%12 | | |
| VÖK | 4,543 | 1,480 | +%207 | 3,880 | +%17 | 12,031 | 6,387 | +%88 | | |
| *VÖK Marjı* | *%6.0* | *%1.9* | *+4.1 ppt* | *%6.3* | *-0.3 ppt* | *%6.0* | *%3.0* | *+3.0 ppt* | | |
| Vergi Gelir (Gider) | -760 | -521 | +%46 | -2,201 | -%65 | -5,350 | -5,809 | -%8 | | |
| **Net Kar** | **3,783** | **959** | **+%295** | **1,679** | **+%125** | **6,681** | **578** | **+%1057** | **2,068** | **1,888** |
| **Baz Alınan Net Kar** | **4,918** | **2,964** | **+%66** | **3,188** | **+%54** | **11,635** | **7,375** | **+%58** | **3,518** | **3,488** |
| *Net Kar Marjı* | *%5.0* | *%1.2* | *+3.8 ppt* | *%2.7* | *+2.3 ppt* | *%3.4* | *%0.3* | *+3.1 ppt* | | |

[1] Faaliyet karı = Brüt kar – satış, genel yönetim ve Ar-Ge giderleri; diğer faaliyet gelir/giderlerini içermez. [2] FAVÖK = Faaliyet karı + amortisman/itfa.

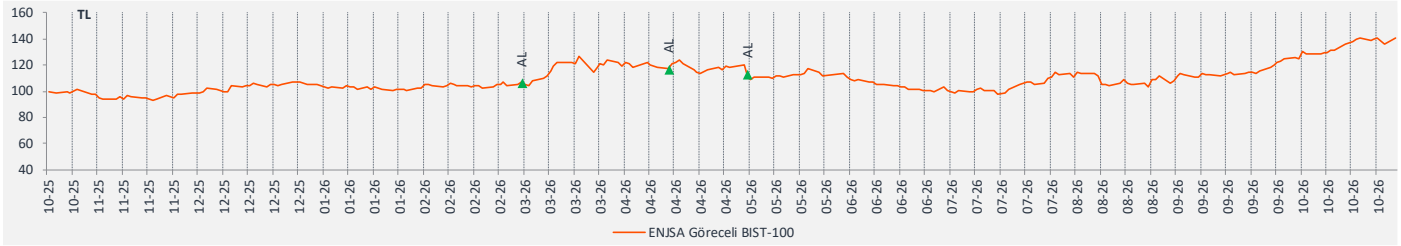
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

## Tablo 2: Güncel Özet Beklentiler

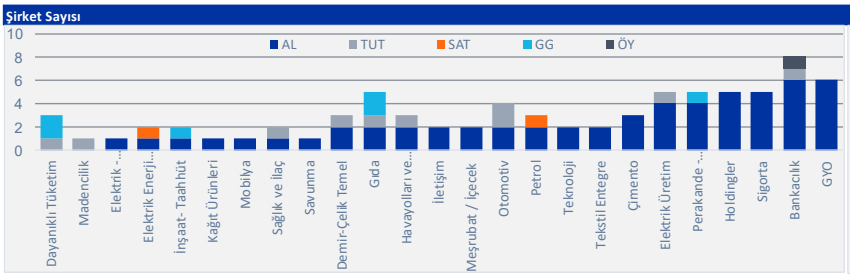
| | 2026T | | 2027T |
|---|---|---|---|
| | Önceki | Yeni | |
| **Faaliyet Geliri** | 84,331 | 84,331 | 102,480 |
| **DVT** | 118,345 | 118,345 | 156,362 |
| **Baz Alınan Net Kar** | 14,084 | 14,940 | 18,627 |
| **FD/DVT** | 1.8x | 1.8x | 1.4x |

## Enerjisa Enerji

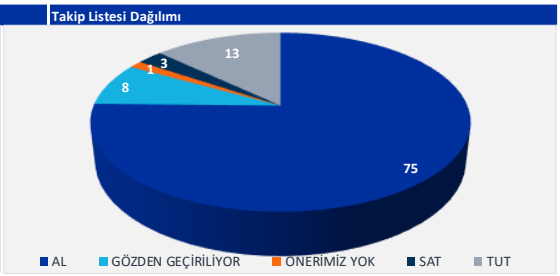
**Göreceli Getiri / Öneriler**




**Şirket Sayısı**




**Takip Listesi Dağılımı**




Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.
Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.
Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.