

Hedef Fiyat Revizyonu

Tatlıpınar Enerji <TATEN>

Enerji

Tatlıpınar Enerji (**TATEN**)'deki 15,15 TL (bedelsiz sermaye artırımını öncesi 61 TL) hedef fiyatımızı **%45** getiri potansiyeli ile **23,8** TL'ye yükseltiyor ve coverage (takip) listemizde tutmaya devam ediyoruz. Değerlememizde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve yurt dışı çarpan analizi kullanılmış olup, sayfa 5'te yer almaktadır.

Santrallerin YEKDEM'e kayıtlı olması ile sürdürülebilir performans. YEKDEM, yenilenebilir enerji üreticileri açısından öncelikle fiyat belirsizliğini azaltarak nakit akımlarının öngörülebilirliğini artıran ve şirketin sermaye maliyetini aşağı çeken bir mekanizma işlevi görüyor. Serbest piyasada yalnızca Piyasa Takas Fiyatı'na (PTF) maruz kalan tesisler, kısa dönemli fiyat dalgalanmalarının ve talep şoklarının etkisini bilançooya taşıırken, YEKDEM kapsamındaki projeler belirli bir süre boyunca regülasyonla tanımlanmış birim fiyat üzerinden satış yaptıkları için gelir volatilitesi sınırlanıyor. Şirketin üretiminin %100'ü YEKDEM kapsamında olup, 2026—2030 yılları arasında 73\$'a YEKDEM fiyatı bulunuyor.

Artan kapasite ile ön görülebilir hedefler. Şirket, 2025 yıl sonu itibarıyla ~%70 RES, ~%24 GES ve ~%6 HES kapasitesi ile 351 MW kurulu güce sahip. Şirket, 2026 yıl sonuna kadar 500 MW, 2028 yıl sonuna kadar 1.000 MW kurulu güce ulaşmayı hedefliyor. Bu kapasite artışlarında ise GES payının artırılması planlanıyor. Yenilenebilir enerji üretimine odaklanan bir strateji ile özellikle RES ve GES yatırımlarının ağırlık kazanmasıyla, şirketin uzun vadeli maliyet yapısını öngörülebilir ve düşük değişkenlikte kılarken, güneş ve rüzgar projelerinde yakıt maliyeti bulunmadığından marjlar yüksek enerji fiyatı dönemlerinde daha güçlü, düşük fiyat dönemlerinde ise daha dirençli hale geliyor. Bu yapı, şirketi uzun vadede yenilenebilir enerji piyasasında daha rekabetçi ve regülasyonlara uyumlu bir konuma taşıma potansiyeli sunuyor.

Yurt dışı yatırımlarının artması bekleniyor. Şirket, öncelikli olarak Türkiye, Romanya, Sırbistan Macaristan, Hırvatistan, Karadağ'da; ikincil yatırım bölgesi olarak da, Bulgaristan, Arnavutluk'ta ve Doğu Avrupa'da genişleme hedefliyor. Bu durum da şirketin Türkiye ve çevre Avrupa pazarlarında genişleme stratejisinde hem bölgesel talep artışından pay alma hem de döviz bazlı gelir yapısı ile finansal dengeyi güçlendirme hedefini yansıtıyor. Stratejik planlamalar kapsamında yeni kapasitelerin devreye alınması, Güneşgün 4 Enerji Üretim satın alımı ile güçlenmesi ile beklenen operasyonlar ve yurt dışı şirket yatırımı beklentileri, şirkete katalizör olabilecek unsurlar arasında yer alıyor.

Hidrojen teknolojilerine yatırım planı. Şirket, hidrojen teknolojilerine yatırım planı kapsamında enerji dönüşümünde stratejik bir konumlanma hedefliyor. Özellikle yeşil hidrojen alanındaki maliyet düşüşleri, AB regülasyonları ve ağır sanayi sektörlerinin karbon azaltım ihtiyacı düşünüldüğünde, bu yatırım orta—uzun vadede hem rekabet avantajı hem de yeni gelir alanları yaratma potansiyeli taşıdığı görülmekte. Buna karşılık teknolojinin henüz tam olgunlaşmamış olması, altyapı gereksinimleri ve uzun geri dönüş süreleri, sermaye planlaması ve risk yönetimini kritik hale getirirken, doğru teşvik mekanizmaları ve stratejik ortaklıklar, bu adımın finansal sürdürülebilirliğini güçlendiren unsur olabilir.

Riskler. Olası mevzuat, teşvikler veya lisans/izin koşullarındaki değişiklikler kapsamında regülasyon ve lisanslama, olası yüksek borçluluk, faiz ve kur dalgalanmaları nedeniyle finansman ve faiz oranı, doğlafetler, tedarik riskleri.

Kaynak: Şirket Verileri, EquityRT, Finnet

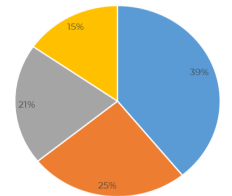
Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	TATEN
Hedef Fiyat (TL)	23,80
Hedef Getiri	45%
Hisse Fiyatı (TL)	16,38
5Y En Yüksek	23,89
5Y En Düşük	7,89
Hisse Adedi (mn)	1.122
HAO	25%
Piyasa Değeri (TL mn)	18.378
Piyasa Değeri (USD mn)	432
Finansal Borç (TL mn)	6.241
Finansal Borç (USD mn)	150
3A OIH (USD mn)	5,65
3A OIH/HA Piyasa Değ.	5,22%

F / K	
Güncel	22,05
6 Aylık Ortalama	21,06
1 Yıllık Ortalama	15,12

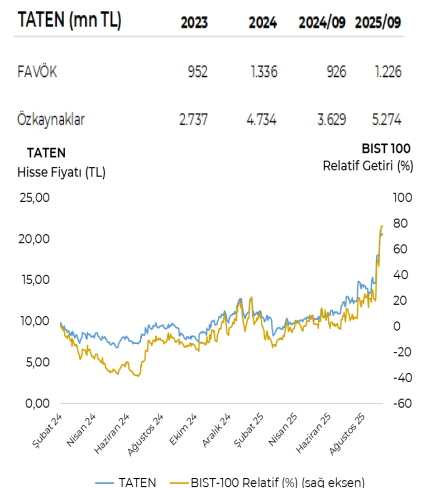
PD/DD	
Güncel	3,48
6 Aylık Ortalama	2,36
1 Yıllık Ortalama	2,98

Ortaklık Yapısı



• ALI İBRAHİMCİOĞLU • DİĞER • HÜSEYİN ALİNE İBRAHİMCİOĞLU • AKDENİZ İNŞAAT VE EĞİTİM HİZ. A.Ş.

Performans



Info Yatırım Araştırma

arastirma@infoyatirim.com.tr

Şirketin Özet Tanıtımı

Tatlıpınar Enerji (**TATEN**), Ağaoğlu Şirketler Grubu altında sürdürülebilir bir gelecek için temiz ve yenilenebilir enerji kaynaklarına yatırım yapmaktadır. Ağaoğlu Şirketler Grubu'nun iştiraki olan Tatlıpınar Enerji, yerli ve temiz enerji kaynaklarını en verimli şekilde kullanarak ülkemizin yenilenebilir enerji üretimine katkıda bulunmak ve enerjide dışa bağımlılığı azaltmak amacıyla 2011 yılında kurulmuş, 2012 yılında üretim lisansını almıştır. Şirket'in kuruluş amacı ve ana faaliyetleri arasında; elektrik enerjisi üretim tesislerinin kurulması ve işletilmesi, elektrik üretimi ve üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin toptan satış lisansı ve/veya perakende satış lisansı sahibi tüzel kişilere ve serbest tüketicilere satışı yer almaktadır. Böylelikle operasyonlar, sadece üretim değil, elektrik arz zincirinin satış ayağını da kapsamakta.. Şirket, 2007 yılından bu yana 600MW'ın üzerinde yenilenebilir enerji projesi geliştiren Ağaoğlu Enerji Grubu'nun bir parçasıdır. Şirket, yönetiminde söz sahibi olduğu 245 MW RES, 85 MW GES ve 21 MW HES kapasitesiyle toplamda 351 MW kurulu güce sahiptir.

Yatırım Stratejisi

- ✓ Tamamen yenilenebilir enerji üretim stratejisi,
- ✓ Türkiye ve bölgede depolamalı yenilenebilir enerji geliştirilmesi,
- ✓ Hidrojen teknolojilerine yatırım planı,
- ✓ Global finansman kaynaklarıyla uzun süreli ve etkin ilişki,
- ✓ Öncelikli olarak Türkiye ve Doğu Avrupa'da genişleme hedefi.

Gelecek Beklentileri

Şirket, 2025 yıl sonu itibarıyla ~%70 RES, ~%24 GES ve ~%6 HES kapasitesi ile 351 MW kurulu güce sahip. 2026 yıl sonuna kadar 500 MW, 2028 yıl sonuna kadar 1.000 MW kurulu güce ulaşmayı hedefliyor. Bu kapasite artışlarında ise GES payının artırılması hedefleniyor. Yenilenebilir enerji üretimine odaklanan bir strateji ile özellikle RES ve GES yatırımlarının ağırlık kazanmasıyla, şirketin uzun vadeli maliyet yapısını öngörülebilir ve düşük değişkenlikte kılarken, güneş ve rüzgar projelerinde yakıt maliyeti bulunmadığından marjlar yüksek enerji fiyatı dönemlerinde daha güçlü, düşük fiyat dönemlerinde ise daha dirençli hale geliyor. Bu yapı, şirketi uzun vadede yenilenebilir enerji piyasasında daha rekabetçi ve regülasyonlara uyumlu bir konuma taşıma potansiyeli sunuyor.

Şirket, öncelikli olarak Türkiye, Romanya, Sırbistan Macaristan, Hırvatistan, Karadağ'da; ikincil yatırım bölgesi olarak da, Bulgaristan, Arnavutluk'ta ve Doğu Avrupa'da genişleme hedefliyor. Bu durum da şirketin Türkiye ve çevre Avrupa pazarlarında genişleme stratejisinde hem bölgesel talep artışından pay alma hem de döviz bazlı gelir yapısı ile finansal dengeyi güçlendirme hedefini yansıtıyor. Stratejik planlamalar kapsamında yeni kapasitelerin devreye alınması, Güneşgün 4 Enerji Üretim satın alımı ile güçlenmesi ile beklenen operasyonlar ve yurt dışı şirket yatırımı beklentileri, şirkete katalizör olabilecek unsurlar arasında yer alıyor.

Riskler

Regülasyon ve lisanslama riskleri, EPDK mevzuatında olası değişikliklerin üretim kapasitesi, fiyatlandırma ve teşvik mekanizmaları üzerinde doğrudan etkide bulunması nedeniyle yatırım geri dönüşlerini volatil hale getirebilir. Teşvik yapısındaki değişimler şirketin nakit akışı projeksiyonlarını değiştirebilir. Yüksek borçluluk ve faiz ortamı, proje finansmanı maliyetlerini artırarak FAVÖK marjı üzerinde baskı oluşturabilir. Kur dalgalanmaları, döviz cinsi ekipman ve finansman yapısı nedeniyle hem yatırım maliyetlerini hem de bilanço risklerini yükseltebilir. Tedarik zinciri riskleri, türbin, panel ve inverter gibi ithal ekipman tedarikinde gecikme ve maliyet artışı yaratıp, proje devreye alma sürelerini uzatarak şirketin yatırım verimliliğini düşürebilir. Ayrıca, beklenen yatırımların devreye alma sürelerinin uzaması hem üretim kapasitesinin geç realize edilmesine hem de öngörülen nakit akışlarının zamanlamasında sapmaya yol açarak finansal kırılganlığı artırabilir.

Değerleme Yöntemi

Şirket değerlemesinde %75 İndirgenmiş Nakit Akımı ve %25 yurt dışı çarpan analizi kullanılmıştır. Bu dağılımın nedeni, şirket özelindeki nakit akışlarının ve büyüme varsayımlarının daha sağlıklı bir değerlendirme sağlayacağı varsayımıyla İNA metodolojisinin ağırlıklandırılmasıdır. Bununla birlikte, piyasa fiyatlamalarını yansıtmak amacıyla uluslararası şirketlerin karşılaştırmalı çarpanları değerlemeye eklenmiştir.

İNA Varsayımları

Net Satışlar Projeksiyonu: Şirketin 2025 yılında 78 milyon dolar, 2026 yılında 81 milyon dolar, 2027 yılında kapasitenin artması ile 102 milyon dolar, 2028'de ise 153 milyon dolar ciro yapmasını bekliyoruz. Ayrıca YEKDEM'deki 73 \$'lık satış fiyatının sürdürülebilir finansallarla şirkete olumlu yansımaları bekliyoruz.

FAVÖK Projeksiyonu: FAVÖK'te şirketin %65 – 70 oranında marjını korumasını beklemekteyiz.

CAPEX Projeksiyonu: Şirketin kapasitesini 350 MW'den 2028'e kadar 1.000 MW'ye çıkartması hedefleri kapsamında CAPEX'i yaklaşık 350 (175 + 175) milyon dolar olarak değerlememize ekledik. Şirketin kapasitesini artıracak olması operasyonel anlamda ciddi bir ölçek genişlemesi planladığını gösterirken ve bu ölçekte büyüme yüksek miktarda CAPEX gerektiriyor. CAPEX artışı kısa vadede serbest nakit akışını ve amortisman yükünü artırırsa da yatırımın uzun vadede üretim kapasitesini artırarak gelir büyümesi, operasyonel verimlilik ve MW başına maliyet avantajı yaratması beklenebilir.

Şirketin yatırım dönemi geçici nitelikte olup (2028), iki yıllık periyotta toplam 350 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Yatırımların tamamlanmasını takiben CAPEX seviyesinin yatırım öncesi dönemlerdeki gibi minimal düzeye geri dönmesi öngörülmektedir.

İNA (000 USD)	2025 (T)	2026 (T)	2027 (T)	2028 (T)	2029 (T)
Net Satışlar	78.000	81.000	102.000	153.000	168.300
Brüt Kar	39.000	44.550	61.200	91.800	100.980
FAVÖK	50.700	56.700	71.400	107.100	117.810
Amortisman	10.500	13.000	15.000	18.000	19.000
CAPEX	39.000	64.800	175.000	175.000	5.049

Çarpan Analizi

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	
Şirket Adı	FD/FAVÖK (2026 T)
Audax Renovables	7,64
Brookfield Renewable	27,00
Cecep Wind Power	10,91
Clearvise	9,55
Cloudberry Clean Energy	17,88
Corporacion Acciona	10,03
EDP Renovables	8,41
Greenergy Renovables	12,54
Terna Ergy	10,21
Transalta	9,81
Volitalia	12,30
Zhongmin Energy	7,99

EDP Renovaveis SA	11,47
Orsted Copenhagen	10,09
Ortalama	11,85
Medyan	10,15
TATEN 2026T	10,02

Değerleme Özeti		
	Değer (Mn \$)	Ağırlık
FD/FAVÖK Değeri	575.368	100%
İNA Değeri	644.710	75%
Çarpan Değeri	575.368	25%
Hedef Değer	627.374	
Hedef Fiyat	\$0,56	
Hedef Fiyat	₺23,81	
Potansiyel Getiri	45,4%	

Finansal Tablolar

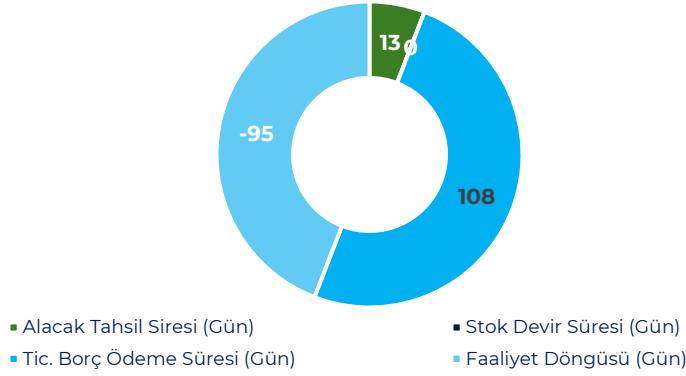
ÖZET BİLANÇO [000 Dolar]	2025/09	2024/09
DÖNEN VARLIKLAR	23.224	16.484
Hazır Değerler	14.538	9.486
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	2.017	1.218
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	865	624
Stoklar	0	0
Peşin Ödenmiş Giderler	5.390	4.304
Diğer Dönen Varlıklar	0	0
DURAN VARLIKLAR	332.105	294.337
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	41	120
Maddi Duran Varlıklar	265.593	248.103
Maddi Olmayan Duran Var.	6	7
Peşin Ödenmiş Giderler	0	79
Diğer Duran Varlıklar	0	0
TOPLAM AKTİFLER	355.329	310.821

	2025/09	2024/09
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	48.359	29.185
Finansal Borçlar	0	0
UV Fin. Borçların KV Kısımları	31.155	21.480
Ticari Borçlar	15.005	5.834
Diğer Borçlar	1.830	1.582
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	122.819	131.115
Finansal Borçlar	119.229	128.748
Borç ve Gider Karşılıkları	387	196
Ertelenmiş Gelirler	0	0

ÖZSERMAYE	127.088	106.468
Sermaye	6.759	8.228
Net Dönem Karı	-2.258	16.537
Geçmiş Yıl Karları	61.494	31.499
TOPLAM PASİFLER	355.329	310.821

MALİ VERİLER	2025/09	2024/09
Cari Oran	0,48	0,56
Likidite Rasyosu	0,48	0,56
Özsermaye/Aktif (%)	35,77	34,25
Fin. Gider / Net Satış (%)	44,26	25,67
Yatırımlar / Net Satış	422,32	370,83
Alacak Tahsil Süresi (Gün)	13	13
Stok Devir Süresi (Gün)	0	0
Tic. Borç Ödeme Süresi (Gün)	108	90
Faaliyet Döngüsü (Gün)	-95	-76

Faaliyet Döngüsü



Kaynak: Finnet

Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler 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 verilmemekte olup 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 Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.