

Düzenlemeye Tabi Tarife Değişikliklerine Yönelik Görüş

Düzenlemeye tabi elektrik tarifeleri 5 Nisan 2025 itibarıyla revize edilmiştir: Konut tarifeleri aylık bazda %25,0 artarken, sanayi tarifeleri %10,0 yükselmiştir. Tarım amaçlı kullanım tarifeleri ise Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tarafından hazırlanarak Resmî Gazete'de yayımlanan tarifelere göre aylık bazda %12,4 artırılmıştır. Bu tarife düzenlemelerinin standart üç aylık bir dönem boyunca yürürlükte kalması beklenmektedir. Temel detaylar ve etkileri aşağıdaki gibidir:

- Gün Öncesi Piyasası'nda spot elektrik fiyatları için uygulanan tavan fiyat 5 Nisan itibarıyla MWh başına 3.000 TL'den 3.400 TL'ye yükseltilmiştir. Karşılaştırmalı olarak, 2025 yılının ilk çeyreğinde spot fiyatlar ortalama 2.387 TL/MWh düzeyindeydi ve çeşitli pik saatlerde önceki tavan seviyeye ulaşılmıştı.
- Konut tarifelerine yönelik önemli artış, son haftalarda yerel basın tarafından yaygın şekilde beklenmekteydi. Ancak, resmi duyurunun gecikmesi ve devam eden enflasyonla mücadele çabaları nedeniyle belirsizlik sürmekteydi. Artışların gerekçesi, enerji sektöründeki kalıcı maliyet baskıları ile nihai tüketici fiyatlarının, üretim ve dağıtım maliyetleriyle uyumlu hale getirilmesi ihtiyacıdır.
- Hesaplamalarımıza göre, tarifelerdeki artışın mekanik TÜFE etkisi yaklaşık 0,45 puan olabilir. Dolaylı etkiler dâhil ön değerlendirmeler, aylık enflasyon üzerinde yaklaşık 0,5–0,7 puanlık kümülatif bir etkiye işaret etmektedir.
- Tarife düzenlemelerinin öne çıkan yönü, enerji maliyeti alt bileşenine kıyasla dağıtım alt bileşenindeki kayda değer artıştır. Hesaplamalarımıza göre, konut tarifelerinde (günlük 8kWh üzeri tüketim) ve sanayi tarifelerinde dağıtım bileşeni sırasıyla aylık bazda %35 ve %34 oranında artarken, enerji maliyeti alt bileşeni sırasıyla %16 ve %1 artmıştır. Bu nedenle, söz konusu artışların elektrik dağıtım şirketlerinin nakit akışlarını destekleyici olduğunu, ancak üretim şirketleri için sınırlı olumlu etkiler yaratmasını beklemekteyiz.
- Halka açık şirketler açısından bakıldığında, Enerjisa <ENJSA TI, Tut> (Sabancı Holding <SAHOL TI, AI> iştiraki) ve Meram Enerji (Alarko Holding <ALARK TI, AI> ortak girişimi), orta-uzun vadede, öncelikle nakit akışı perspektifinden, revize edilen tarife yapısından fayda sağlayabilecek konumdadır.
- Halka açık elektrik üretim şirketleri özelinde ise sınırlı olumlu etkiler öngörmekteyiz. Üretim şirketlerine yönelik doğal gaz fiyatlarındaki eş zamanlı artış dikkate alındığında, potansiyel faydaların büyük ölçüde, doğal gaz dışı varlık ağırlıklı ve spot piyasaya maruz kalan şirketlerle sınırlı kalabileceğini değerlendiriyoruz. Bu kapsama örnek olarak Galata Wind <GWIND, Arastirma Kapsamında Degil > ve AYDEM <AYDEM, Arastirma Kapsamında Degil > verilebilir.

BOTAŞ, Nisan ayına ilişkin düzenlemeye tabi doğal gaz tarifelerini açıklamıştır:

- Açıklamaya göre, konut tüketicileri için tarifeler (KDV ve ÖTV hariç) aylık bazda değişmemiştir.
- Yıllık tüketimi 300.000 m³'ün altında olan sanayi kullanıcıları için tarifeler %20 oranında artırılmıştır.
- Yıllık tüketimi 300.000 m³'ün üzerinde olan büyük sanayi kullanıcıları içinse, BOTAŞ bu ay referans fiyat katsayısına dair herhangi bir bilgi paylaşmadığından, değişken fiyatlamaya mekanizmasından sabit fiyatlamaya geri dönmüş gibi görünmektedir.
- Ayrıca, elektrik üretim şirketlerine yönelik düzenlemeye tabi tarifeler %24,2 oranında artırılmıştır.
- BOTAŞ'ın son dönemde açıklanan operasyonel kârlılık zayıflığı göz önünde bulundurulduğunda, bu tarife artışlarını, finansal baskıları kısmen dengelemeye yönelik ihtiyatlı bir adım olarak değerlendiriyoruz. Ancak, bu artışların potansiyel enflasyonist etkilerini de göz ardı etmiyoruz.
- Doğal gaz yoğun sanayi şirketleri açısından bu artışları olumsuz olarak değerlendiriyoruz. Tarife artışlarının yüksekliği, Türk Lirası'nın güçlü seyri ve Avrupa TTF fiyatlarındaki belirgin düşüşle birleştiğinde, Tüpraş <TUPRS TI, Tut> gibi Türk sanayi şirketlerinin enerji maliyet avantajı büyük ölçüde ortadan kalkmıştır.
- Halka açık hizmet (utility) şirketleri açısından ise, düzenlemeye tabi doğal gaz tarifelerindeki belirgin artış, düzenlemeye

Research Analysts
Koray Pamir

koray.pamir@unluco.com

Bahsi geçen şirketler

Enerjisa (ENJSA TI, Tut)
 Alarko Holding (ALARK TI, Al)
 Sabancı Holding (SAHOL TI, Al)
 Enka İnşaat (ENKAI TI, Tut)
 Tüpraş (TUPRS TI, Tut)

Beyan Eki

Bu araştırma raporundaki bilgiler ve görüşler **ÜNLÜ Menkul Değerler A.S ("ÜNLÜ & Co")** tarafından hazırlanmıştır.

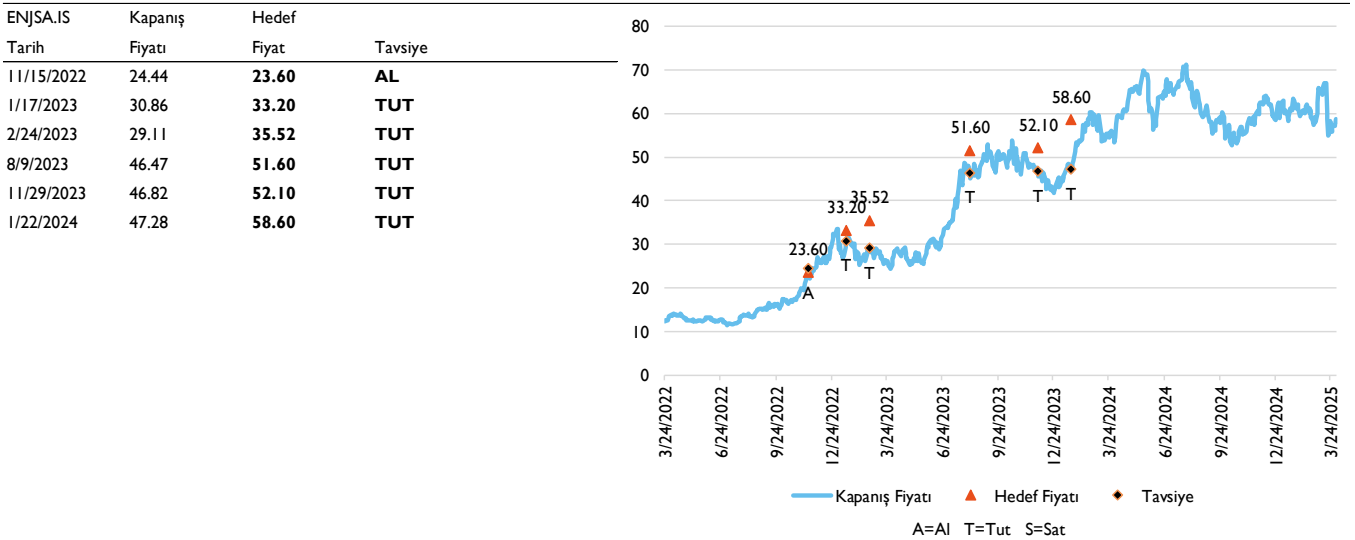
Önemli açıklamalar için, işbu raporun konusu olan şirketler ile ilgili hisse senedi fiyat grafikleri ve derecelendirme geçmişleri ile ilgili olarak, +90 212 367 3636 numaralı telefondan ÜNLÜ & Co Araştırma ve/veya Uyum Departmanı ile irtibata geçmeniz rica olunur.

Değerlendirme metodolojisi ve bu araştırma raporunda atıfta bulunulan fiyat hedefleriyle ilişkili riskler konusunda, belirli bir hisse senedi konusunda değerlendirme metodolojisi ve riskler ile ilgili bir talepler için UNLUREsearch@unluco.com adresine e-mail göndermeniz rica olunur.

Koray Pamir işbu vesileyle analiz edilen şirketler veya menkul kıymetlerle ilgili olarak, (1) işbu raporda ifade edilen görüşlerin, söz konusu şirketler ve menkul kıymetlerin tamamı hakkındaki kişisel görüşlerini doğru şekilde yansıttığını ve (2) ücretlerinin hiçbir bölümünün, işbu raporda ifade edilen spesifik tavsiye veya görüşlerle doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olmadığını, bulunmadığını ve olmayacağını onaylamaktadır(lar).

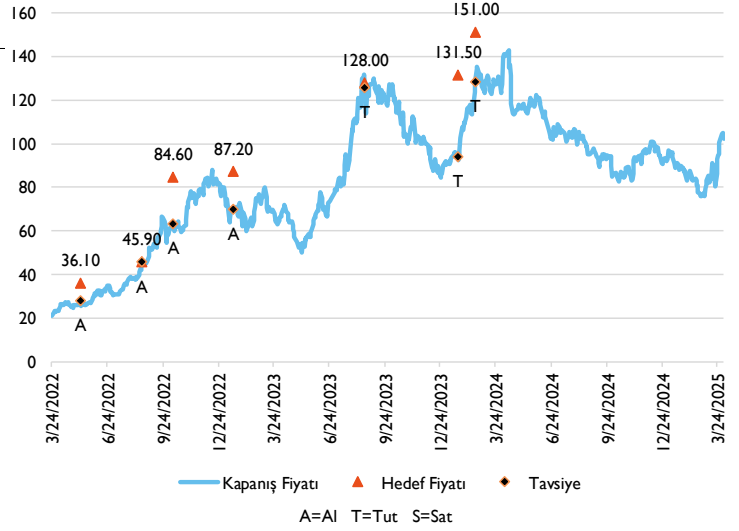
Tam şirket unvanları için Bahsi Geçen Şirketler bölümüne bakınız.

3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ENJSA.IS



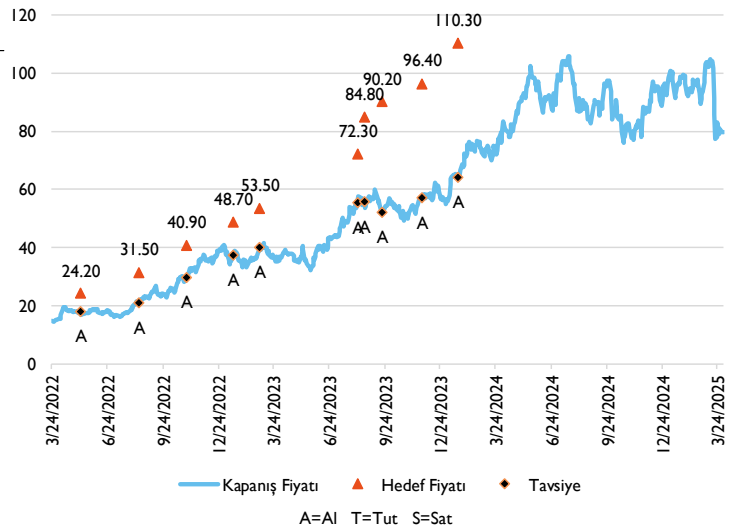
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ALARK.IS

ALARK.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	
5/10/2022	28.16	36.10	AL
8/19/2022	45.82	45.90	AL
10/10/2022	63.35	84.60	AL
1/17/2023	70.06	87.20	AL
8/22/2023	125.60	128.00	TUT
1/22/2024	94.23	131.50	TUT
2/20/2024	128.35	151.00	TUT



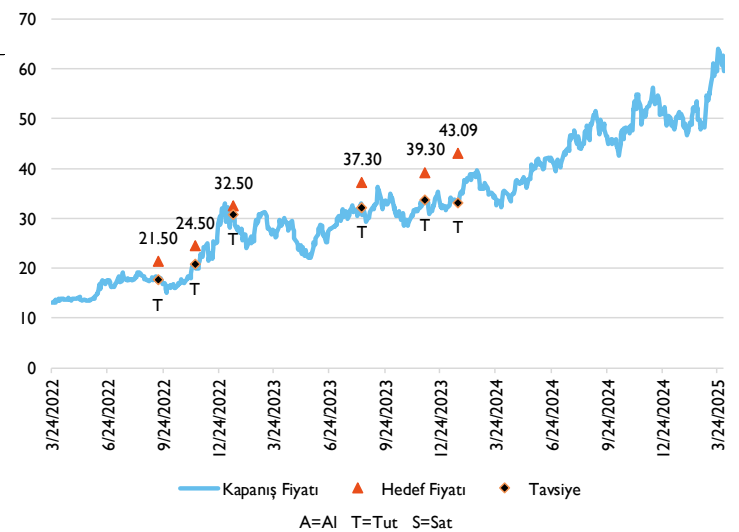
3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği SAHOL.IS

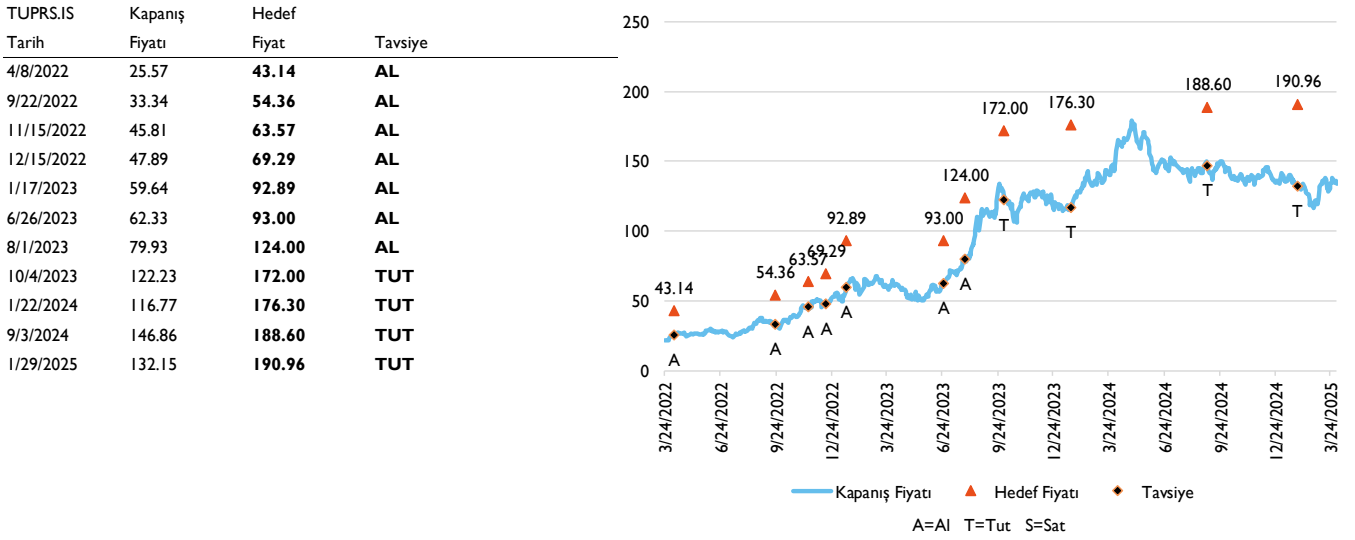
SAHOL.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	
5/11/2022	17.99	24.20	AL
8/15/2022	20.86	31.50	AL
11/11/2022	29.80	40.90	AL
1/17/2023	37.31	48.70	AL
3/2/2023	39.97	53.50	AL
8/10/2023	55.36	72.30	AL
8/21/2023	55.69	84.80	AL
9/19/2023	52.23	90.20	AL
11/24/2023	57.04	96.40	AL
1/22/2024	64.14	110.30	AL



3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği ENKAI.IS

ENKAI.IS	Kapanış	Hedef	Tavsiye
Tarih	Fiyatı	Fiyat	
9/15/2022	17.72	21.50	TUT
11/15/2022	20.79	24.50	TUT
1/17/2023	30.92	32.50	TUT
8/17/2023	32.21	37.30	TUT
11/29/2023	33.67	39.30	TUT
1/22/2024	33.21	43.09	TUT



3 Yıllık Fiyat, Hedef Fiyat ve Tavsiye Değişikliği Geçmiş Seri Grafiği TUPRS.IS

ÜNLÜ Menkul hisse derecelendirmeleri dağılımı:

Yayınlanma tarihinde derecelendirme dağılımı	AL	TUT	SAT	Kısıtlı
Tüm derecelendirmeler (%)	60	38	2	0

Analistin hisse derecelendirmeleri aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır*:

AI (B): Hissenin toplam getirisinin*, önümüzdeki 12 aylık sürede % 20'den daha fazla (veya kabul edilen riske bağlı olarak daha fazla) olması beklenmektedir.

Tut (H): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10-20 aralığında olması beklenmektedir.

Sat (S): Hissenin toplam getirisinin önümüzdeki 12 aylık sürede % 10'dan daha az olması beklenmektedir.

Kapsanmamaktadır: ÜNLÜ & Co Araştırması, ihraççuyu kapsamamakta veya ihraççı veya onunla ilgili menkul kıymetler konusunda bir yatırım görüşü sunmamaktadır. ÜNLÜ & Co'nun kapsamadığı menkul kıymetler veya şirketler hakkında, Araştırma'dan gelen herhangi bir iletişim halka açık bilgi veya konsensüs tahminlerinin bir analizine dayalı olarak oluşturulan gerçeğe dayalı veya makul, maddi olmayan bir çıkarım niteliğindedir.

*Toplam getiri, hisse senedinin beklenen Sermaye Değerlendirmesi ve beklenen Temettü Getirisinin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

*ÜNLÜ & Co Küçük ve Orta Büyüklükteki Danışman hisseleri: Hisse derecelendirmeleri Borsa İstanbul A.Ş. ("BIST") endeksinde ilişkindir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası, araştırma raporlarını, söz konusu şirket, sektör veya araştırma raporunda ifade edilen görüşler veya kanaatler üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilecek nitelikteki pazar ile ilgili gelişmelere dayalı olarak güncellemektir.

ÜNLÜ & Co'nun politikası sadece tarafsız, bağımsız, açık, gerçekçi olan ve yanıltıcı olmayan bir yatırım araştırması yayımlamaktır. Daha fazla ayrıntı için, Çıkar Çatışmalarının Yönetimi Politikasını incelemeniz rica olunur.

Olası Çıkar Çatışmaları Sınıflandırmaları için lütfen tıklayınız.

Şirket	Sınıflandırma
Tüpraş	Yoktur

Uyarı ve Gizlilik Notu

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ & Co"), Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK") tarafından yetkilendirilmiş ve SPK düzenlemelerine tabi bir kurumdur. Bu rapor, ÜNLÜ & Co tarafından hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgiler ve diğer kaynaklardan temin edilen bilgiler, güvenilir

olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup ÜNLÜ & Co tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Bu raporda yer alan bilgilerin eksiksiz olduğu iddiası bulunmadığı gibi bilgilerin her zaman değişikliğe uğrayabileceği de göz önüne alınmalıdır.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeler, yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. SPK mevzuatı gereğince, yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. ve yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Söz konusu görüşler herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olmayıp Yatırımcılar'ın mali durumu ile risk ve getiri tercihlerine de uygun olmayabilir. Bu sebeple, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı alınması, beklentilere uygun sonuçlar doğurmayabilir. Zarara uğramamak için gerekli basiret, dikkat ve özen gösterilmelidir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımından dolayı ve burada yer alan görüşlere dayanarak Yatırımcılar'ın ve üçüncü tarafların işlem yapması durumunda uğranılacak maddi ve manevi zararlardan ÜNLÜ & Co ve ÜNLÜ & Co çalışanları sorumlu değildir ve bu konuda ÜNLÜ & Co'dan herhangi bir talepte bulunulamaz.

İşbu raporda sunulan bilgi, araç ve materyaller tarafınıza sadece bilgilendirme amaçlı olarak sunulmakta olup menkul kıymetlerin veya diğer finansal araçların satma veya satın alma veya sözü edilenler için iştirak taahhüdünde bulunulması ile ilgili bir teklif veya talep olarak kullanılmamalı veya dikkate alınmamalıdır. ÜNLÜ & Co işbu raporda belirtilen menkul kıymetlerin belirli herhangi bir yatırımcı açısından uygun olmasını temin etmek adına herhangi bir adım atmış olmayabilir. ÜNLÜ & Co bu belgenin alıcılarını, raporu almaları dolayısıyla müşterileri olarak ele almayacaktır. İşbu raporda ihtiva edilen veya belirtilen yatırım veya hizmetler tarafınız açısından uygun olmayabilir ve söz konusu yatırımlar veya yatırım hizmetleri konusunda herhangi bir şüpheniz varsa, bağımsız yatırım danışmanınıza başvurunuz tavsiye edilmektedir. İşbu rapordaki hiçbir şey, herhangi bir yatırım veya stratejinin, münferit durumlarınıza uygun veya uyumlu olduğuna dair herhangi şekilde yatırım, hukuk, muhasebe veya vergi konularında bir tavsiye veya bir beyan teşkil etmediği gibi bunun dışında tarafınıza yönelik kişisel bir tavsiye de teşkil etmemektedir. ÜNLÜ & Co, yatırımın vergi sonuçları konusunda bir tavsiyede bulunmamakta olup bağımsız vergi danışmanınızla irtibat kurmanız tavsiye olunmaktadır. Vergilendirme matrahı ve seviyelerinin değişiklik gösterebileceğine bilhassa dikkat ediniz.

ÜNLÜ & Co işbu raporun Beyan Ekinde bulunan bilgi ve görüşlerin doğru ve tam olduğuna inanmaktadır. Raporun diğer bölümlerinde sunulan bilgi ve görüşler, ÜNLÜ & Co'nun, güvenilir olduğunu düşündüğu kaynaklardan elde edilmiş veya alınmiş olmakla birlikte ÜNLÜ & Co söz konusu bilgi ve görüşlerin doğruluğu veya tamlığı konusunda hiçbir beyanda bulunmamaktadır. İlave bilgiler talep üzerine mevcut bulundurulmaktadır. ÜNLÜ & Co, söz konusu sorumluluk sınırlamasının, ÜNLÜ & Co'nun tabi olduğu spesifik mevzuat veya yönetmelikler altında sorumluluğun ortaya çıkması dışında, işbu raporda sunulan materyalin kullanımından kaynaklanan zararlar dolayısıyla hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir. İşbu rapora bağımsız kararın yerine geçmek üzere güvenilmemelidir. ÜNLÜ & Co söz konusu menkul kıymet konusunda bir alım satım çağırısı yapmış olabileceği gibi gelecekte de yapabilir. İlave olarak, ÜNLÜ & Co işbu raporda sunulan bilgilerle tutarsız veya işbu raporda sunulan bilgilerden farklı sonuçlara ulaşan başkaca raporlar çıkarmış olabileceği gibi gelecekte de çıkarabilecektir. Söz konusu raporlar, söz konusu raporları hazırlayan analistlerin farklı varsayımları, görüşleri ile analitik yöntemlerini yansıtmakta olup ÜNLÜ & Co söz konusu raporların bu raporun herhangi bir alıcısının dikkatine getirilmesini temin etme yükümlülüğü altında bulunmamaktadır. ÜNLÜ & Co işbu raporda zikredilen şirketleri ilgilendiren birçok işe dahil olmaktadır.

Araştırmada bahsedilen herhangi bir şirket veya ihraççı veya menkul kıymetler veya pazarlar yahut da gelişmelerin açıklamalarının tam olması amaçlanmamaktadır. Araştırma, alıcılar tarafından, Araştırma konusu belirli herhangi bir alıcının belirli yatırım amaçları, finansal durumu veya belirli ihtiyaçları ile ilgili olmadığı için kendi kanaatlerinin uygulanmasının bir ikamesi olarak ele alınmamalıdır.

Geçmiş performans gelecekteki performansın bir göstergesi veya garantisi olarak kabul edilmemelidir ve gelecek performans konusunda açık veya zımnı hiçbir beyan veya garantide bulunulmamaktadır. İşbu raporun içerdığı bilgi, görüşler ve tahminler ÜNLÜ & Co tarafından yayımlandığı ilk tarihteki düşünceyi yansıtmakta olup bildirimde bulunulmaksızın değişikliğe tabidir. İşbu raporda zikredilen menkul kıymetler veya finansal araçların herhangi birinin fiyatı, değerı veya geliri artabileceği gibi düşüş de gösterebilir. Menkul kıymetlerin veya finansal araçların değerleri kurdaki dalgalanmalara tabi olup bunlar söz konusu menkul kıymetlerin veya finansal araçların fiyatı veya gelirleri üzerinde olumlu veya olumsuz etkiye sahip olabilirler. Amerikan Depo Sertifikası ("ADR") gibi değerleri kur dalgalanmasıyla etkilenen menkul kıymetlerin yatırımcıları bu riski etkin şekilde üstlenmektedir.

ÜNLÜ & Co, kendi Araştırma Analistleri ile bilhassa Yatırım Bankacılığı işi olmak üzere, kendi bünyesindeki diğer iř birimleri ve onların hissedarlarının iř birimleri arasındaki bilgi bariyerlerini korumaktadır. ÜNLÜ & Co analistleri, strateji uzmanları ve ekonomistlerinin ücretleri ÜNLÜ & Co veya hissedarları tarafından gerçekleştirilen Yatırım Bankacılığı veya Sermaye Piyasaları işlemleriyle bağlantılı değerdir. ÜNLÜ & Co araştırmasında sunulan bilgi ve görüşler yatırım bankacılığı personeli dâhil diğer ÜNLÜ & Co iř alanlarındaki profesyoneller tarafından gözden geçirilmiş olmayıp söz konusu profesyonellerce bilinen bilgileri yansıtmayabilir.

İşbu rapor, internet sitelerine bağlantı adresleri ve internet sitelerine köprüler saplayabilir. Raporun, ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline atıfta bulunduğu durumlar hariç olmak üzere, ÜNLÜ & Co adres verilen siteyi gözden geçirmemiş olup söz konusu sitenin içeriklerden dolayı sorumluluk kabul etmemektedir. Söz konusu adres veya köprü adresleri (ÜNLÜ & Co'nun internet sitesi materyaline adresler veya köprüler dâhil olmak üzere) sadece size kolaylık ve bilgi sağlaması açısından sunulmakta olup bağlantı verilen sitenin bilgileri ve içerikleri hiçbir surette işbu belgenin parçasını teşkil etmemektedir. İşbu rapor vasıtasıyla söz konusu internet sitesine erişim veya verilen söz konusu bağlantı adresini takip etmenin riski tarafınıza ait olacaktır.

İşbu belge, herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet teşkil etmemekte veya herhangi bir menkul kıymet için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir menkul kıymeti satın almaya yönelik bir teklif veya davet olarak yorumlanmamalıdır. Herhangi bir teklifteki menkul kıymetler için iştirak taahhüdünde bulunma veya herhangi bir teklifteki menkul kıymetleri satın alma ile ilgili herhangi bir karar, münhasıran izahnamede (ve eklerinde) veya diğer teklifle bağlantılı olarak çıkarılan diğer izahname belgesinde yer alan bilgiler temelinde yapılmalıdır.

ÜNLÜ & Co güvene dayalı bir ilişki veya bir tavsiye oluşturmamaktadır ve bu Araştırma, menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifi veya menkul kıymetler veya ilgili finansal araçların bir teklifinin teşviki veya yatırım faaliyetiyle ilgilenme daveti veya yönlendirmesi olarak yorumlanmamalıdır; bu Araştırmaya, belirli herhangi bir işlemin muhakkak surette belirtilen fiyattan yapılmış olabileceğinin veya gerçekleştirilebileceğinin bir beyanı olarak istinat edilmemelidir.

Lütfen, bu raporun, ÜNLÜ & Co tarafından esasen piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşterilere dağıtım için hazırlanmış olduğuna dikkat ediniz. ÜNLÜ & Co'nun bu raporunun, piyasa profesyonelleri ve kurumsal yatırımcı müşteriler olmayan alıcılarının bu rapora dayalı olarak herhangi bir yatırım kararı almadan önce veya içeriklerinin gerekli açıklaması açısından kendi bağımsız finansal danışmanlarından tavsiye almaları gerekmektedir.

ÜNLÜ & Co bir BIST üyesidir.