

14 Eylül 2026

Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. ("AHGAZ") ve Enerya Enerji A.Ş. ("ENERY") için sırasıyla 65,00 TL ve 20,00 TL 12 aylık hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyesiyle araştırma kapsamımızı başlatıyoruz. Hedef fiyatlarımız sırasıyla %60 ve %64 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Doğal gaz dağıtım, katılım bankacılığı ve altın madenciliği olmak üzere üç farklı iş kolunda faaliyet gösteren AHGAZ ve ENERY'nin faaliyetlerini; i) iyi çeşitlendirilmiş, ii) yüksek öngörülebilirliğe sahip kârlılık ve nakit akışı profili sayesinde ekonomik dalgalanmalara karşı dayanıklı ve iii) yapısal ve özgün büyüme fırsatlarından faydalanmaya uygun olarak değerlendiriyoruz. İki şirketin temel varlık yapısı büyük ölçüde benzer olsa da iştiraklerindeki farklı pay sahiplikleri şirketleri birbirinden ayırıyor. AHGAZ, Dünya Katılım Bankası'ndaki ("Banka") yaklaşık %91 oranındaki doğrudan ve dolaylı payı sayesinde Türkiye'nin hızlı büyüyen katılım bankacılığı sektörüne daha dair daha yüksek fırsatlar sunarken, ENERY Ahlatıcı Altın İşletmeleri'ndeki %100 payı ile altın madenciliği faaliyetlerine direkt olarak konumlanmıştır.

Doğal gaz dağıtım sektörünün önde gelen oyuncularından biri olan şirket, doğal gaz penetrasyonunun düşük olduğu bölgelerdeki büyüme potansiyelinden faydalanmak için güçlü bir konumda bulunuyor. ENERY ve ENERY'deki %72,86 payı aracılığıyla AHGAZ, Türkiye genelinde 12 bölge ve 239 ilçede faaliyet göstererek 2,9 milyondan fazla aboneye doğal gaz hizmeti sağlıyor. Faaliyet gösterdiği bölgelerde tek lisanslı dağıtıcı konumunda bulunan ENERY'nin dağıtım lisanslarının geçerlilik süresi 2033–2054 yılları arasında sona ererken, lisansların 30 yıl daha uzatılma hakkı bulunuyor. İş modelinin regüle yapısı istikrarlı getiriler ve yüksek öngörülebilirliğe sahip nakit akışları sağlarken, ENERY'nin faaliyet gösterdiği bazı bölgelerde doğal gaz penetrasyonunun düşük olması büyüme fırsatları sunuyor.

Hibrit "fijital" iş modeli ve farklılaşan ürünleriyle Türkiye'nin hızlı büyüyen katılım bankacılığı sektörüne güçlü bir giriş yaptı. Dünya Katılım Bankası, Türkiye'de %100 yerli sermayeye sahip ilk özel katılım bankası konumunda bulunuyor. Dijital erişim ile fiziksel hizmet noktalarını bir araya getiren fijital iş modeli sayesinde Banka, geniş bir müşteri kitlesinin farklı ihtiyaçlarına hizmet ederken yalın ve ölçeklenebilir bir maliyet yapısını koruyor. Altın bazlı katılım bankacılığında penetrasyonun düşük olduğu pazarda güçlü bir konum elde eden Banka, Türkiye'de hanehalkının sahip olduğu yüksek miktardaki altın birikimlerinden değer yaratma potansiyeli taşıyor.

Yozgat Sarıkaya'da açıklanan, Minimum Modele (Yüksek Güven Seviyesi) göre 420–450 bin ons, Maksimum Modele (Genişletilmiş Potansiyel) göre ise 654–927 bin ons seviyesindeki altın rezervleriyle yeni bir altın çağına giriyor. ENERY'nin %100, AHGAZ'ın ise ENERY'deki payı üzerinden efektif %72,86 oranında pay sahibi olduğu Ahlatıcı Altın İşletmeleri, Yozgat Sarıkaya sahasında 420 bin ons ile 927 bin ons arasında değişen bir altın kaynağı tahmini açıkladı. Değerlendirmelerimiz doğrultusunda, 650 bin ons seviyesindeki ticari altın üretiminin 2028 itibarıyla başlamasını ve kaynağın beş yıllık dönemde tamamen tüketilmesini öngörüyoruz. Yozgat Sarıkaya'da yakın zamanda tespit edilen söz konusu altın kaynağı, Ahlatıcı Altın İşletmeleri'nin sahip olduğu 17 altın madeni ruhsatından yalnızca birini temsil ediyor. Şirket ayrıca Kütahya Simav sahasında sondaj çalışmalarına başladı ve ilk sonuçların 2027'nin ilk yarısında açıklanması bekleniyor. Ahlatıcı Holding'in altın madenciliğindeki iddialı büyüme stratejisini Ahlatıcı Altın İşletmeleri üzerinden sürdürmesiyle birlikte, kısa ve orta vadede yeni maden ruhsatı alımlarının da devam etmesini bekliyoruz.

Şirket Künyesi	
Bloomberg Kodu	ENERY TI
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	12.18
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	20.00
Yükseliş Potansiyeli	64%
Fiili Dolaşım Oranı	20.97%
Piyasa Değeri, TL milyar	109.6

Temel Finansallar, TL milyar	2025	2026T	2027T	2028T
Gelirler	32,788	44,263	59,755	95,609
Brüt Kâr	4,310	6,639	8,963	14,341
Brüt Kâr Marjı	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
FAVÖK	5,936	10,674	13,273	19,488
FAVÖK Marjı	18.1%	24.1%	22.2%	20.4%
Net Kâr	4,695	8,647	11,457	17,246
Net Borç(-)/Nakit(+)	2,275	6,396	1,962	-5,904
Net Borç/FAVÖK	0.4	0.6	0.1	-0.3
F/K	11.5	11.8	8.9	5.9
FD/FAVÖK	10.3	9.7	8.1	5.9

Şirket Künyesi	
Bloomberg Kodu	AHGAZ TI
Tavsiye	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	40.54
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	65.00
Yükseliş Potansiyeli	60%
Fiili Dolaşım Oranı	12.49%
Piyasa Değeri, TL milyon	105.4

Temel Finansallar, TL milyar	2025	2026T	2027T	2028T
Gelirler	39,442	53,246	71,883	89,853
Brüt Kâr	4,292	7,987	10,782	13,478
Brüt Kâr Marjı	10.9%	15.0%	15.0%	15.0%
FAVÖK	9,891	15,438	20,841	26,052
FAVÖK Marjı	25.1%	29.0%	29.0%	29.0%
Net Kâr	2,889	3,732	7,129	10,123
Net Borç(-)/Nakit(+)	15,271	50,045	69,691	101,047
Net Borç/FAVÖK	1.5	3.2	3.3	3.9
F/K	13.3	21.0	11.0	7.7
FD/FAVÖK	5.2	3.6	1.7	0.2

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma
Fiyat ve Piyasa Değeri 11 Eylül itibarıyla

Sadrettin Bağcı

sadrettin.bagci@phillip.com.tr

İçindekiler

Yönetici Özeti.....	3
Ana Ortak: AHLATCI HOLDİNG'e Genel Bakış	4
AHGAZ: Şirket Genel Bakışı	5
ENERY: Şirket Genel Bakışı.....	6
Segment Analizi: Doğal Gaz Dağıtımı	8
Segment Analizi: Katılım Bankacılığı	20
Segment Analizi: Altın Madenciliği	29
AHGAZ 6A26 Finansal Sonuçlar Özeti (TMS 29 düzeltilmiş)	38
ENERY 6A26 Finansal Sonuçlar Özeti (TMS 29 düzeltilmiş)	39
Abone Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltmesinin Kâr/Zarar Üzerindeki Etkisi.....	40
Değerleme.....	42
Temel Riskler	44

Yönetici Özeti

Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş. (“AHGAZ”) ve Enerjya Enerji A.Ş. (“ENERY”) için sırasıyla 65,00 TL ve 20,00 TL 12 aylık hedef fiyat ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyesiyle araştırma kapsamımızı başlatıyoruz. Hedef fiyatlarımız sırasıyla %60 ve %64 yükseliş potansiyeline işaret ediyor. Doğal gaz dağıtımı, katılım bankacılığı ve altın madenciliği olmak üzere üç farklı iş kolunda faaliyet gösteren AHGAZ ve ENERY’nin faaliyetlerini; i) iyi çeşitlendirilmiş, ii) yüksek öngörülebilirliğe sahip kârlılık ve nakit akışı profili sayesinde ekonomik dalgalanmalara karşı dayanıklı ve iii) yapısal ve özgün büyüme fırsatlarından faydalanmaya uygun olarak değerlendiriyoruz. İki şirketin temel varlık yapısı büyük ölçüde benzer olsa da iştiraklerindeki farklı pay sahiplikleri şirketleri birbirinden ayırıştırıyor. AHGAZ, Dünya Katılım Bankası’ndaki (“Banka”) yaklaşık %91 oranındaki doğrudan ve dolaylı payı sayesinde Türkiye’nin hızlı büyüyen katılım bankacılığı sektörüne daha dair daha yüksek fırsatlar sunarken, ENERY Ahlatıcı Altın İşletmeleri’ndeki %100 payı ile altın madenciliği faaliyetlerine direkt olarak konumlanmıştır.

Doğal gaz dağıtım sektörünün önde gelen oyuncularından biri olan şirket, penetrasyonun düşük olduğu bölgelerdeki büyüme potansiyelinden faydalanmak için güçlü bir konumda bulunuyor. ENERY ve ENERY’deki %72,86 payı aracılığıyla AHGAZ, Türkiye genelinde 12 bölge ve 239 ilçede faaliyet göstererek 2,9 milyondan fazla aboneye doğal gaz hizmeti sağlıyor. Faaliyet gösterdiği bölgelerde tek lisanslı dağıtıcı konumunda bulunan ENERY’nin dağıtım lisanslarının geçerlilik süreleri 2033–2054 yılları arasında sona ererken, lisansların 30 yıl daha uzatılma hakkı bulunuyor. İş modelinin regüle yapısı istikrarlı getiriler ve yüksek öngörülebilirliğe sahip nakit akışları sağlarken, ENERY’nin faaliyet gösterdiği bazı bölgelerde doğal gaz penetrasyonunun düşük olması büyüme fırsatları sunuyor.

Hibrit “fijital” iş modeli ve farklılaşan ürünleriyle Türkiye’nin hızlı büyüyen katılım bankacılığı sektörüne güçlü bir giriş yaptı. Dünya Katılım Bankası, Türkiye’de %100 yerli sermayeye sahip ilk özel katılım bankası konumunda bulunuyor. Dijital erişim ile fiziksel hizmet noktalarını bir araya getiren fijital iş modeli sayesinde Banka, geniş bir müşteri kitlesinin farklı ihtiyaçlarına hizmet ederken yalın ve ölçeklenebilir bir maliyet yapısını koruyor. Altın bazlı katılım bankacılığında penetrasyonun düşük olduğu pazarda güçlü bir konuma sahip olan Banka, Türkiye’de hanehalkının sahip olduğu yüksek miktardaki altın birikimlerinden değer yaratma potansiyeli taşıyor.

Yozgat Sarıkaya’da açıklanan, Minimum Modele (Yüksek Güven Seviyesi) göre 420–450 bin ons, Maksimum Modele (Genişletilmiş Potansiyel) göre ise 654–927 bin ons seviyesindeki altın rezervleriyle yeni bir altın çağına giriyor. ENERY’nin %100, AHGAZ’ın ise ENERY’deki payı üzerinden efektif %72,86 oranında pay sahibi olduğu Ahlatıcı Altın İşletmeleri, Yozgat Sarıkaya sahasında 420 bin ons ile 927 bin ons arasında değişen bir altın kaynağı tahmini açıkladı. Değerlendirmelerimiz doğrultusunda, 650 bin ons seviyesindeki ticari altın üretiminin 2028 itibarıyla başlamasını ve kaynağın beş yıllık dönemde tamamen tüketilmesini öngörüyoruz. Yozgat Sarıkaya’da yakın zamanda tespit edilen söz konusu altın kaynağı, Ahlatıcı Altın İşletmeleri’nin sahip olduğu 17 altın madeni ruhsatından yalnızca birini temsil ediyor. Şirket ayrıca Kütahya Simav sahasında sondaj çalışmalarına başladı ve ilk sonuçların 2027’nin ilk yarısında açıklanması bekleniyor. Ahlatıcı Holding’in altın madenciliğindeki iddialı büyüme stratejisini Ahlatıcı Altın İşletmeleri üzerinden sürdürmesiyle birlikte, kısa ve orta vadede yeni maden ruhsatı alımlarının da devam etmesini bekliyoruz.

Temel riskler: Doğal gaz dağıtımı segmentinde beklentilerin altında kalan tüketim ve izin verilen AOSM’de olası düşüş; katılım bankacılığında beklentilerin altında kalan kredi büyümesi ve net faiz marjında daralma; altın madenciliğinde ise altın fiyatlarının beklentilerin altında seyretmesi, nakit maliyetlerin öngörülerimizi aşması veya izin süreçlerinde yaşanabilecek gecikmeler temel riskler arasında yer alıyor.

Ana Ortak: AHLATCI HOLDİNG'e Genel Bakış

Ahlatıcı Holding'e Genel Bakış:

AHGAZ ve ENERY'nin ana ortağı olan Ahlatıcı Holding ("Holding"), 10 farklı sektörde 80'in üzerinde şirket ve 7.000'den fazla çalışanıyla Türkiye'nin önde gelen holdinglerinden biri konumunda bulunuyor. AHGAZ ve ENERY çatısı altında yürütülen doğal gaz dağıtımı, katılım bankacılığı ve altın madenciliği faaliyetlerinin yanı sıra Ahlatıcı Holding; finans, kıymetli madenler, kuyumculuk, enerji, gayrimenkul, otomotiv, sağlık, teknoloji, üretim, havacılık ve madencilik sektörlerinde faaliyet gösteriyor. Holding, 2025 yılında 244 milyar USD konsolide gelir ve 467 milyon USD konsolide FAVÖK elde etti. Son yıllarda Holding'in iddialı büyüme planı kapsamında gerçekleştirilen yüksek yatırım harcamalarına rağmen, kârlı iştiraklerin güçlü nakit yaratımı ile AHGAZ ve ENERY halka arzlarından elde edilen gelirlerin katkısıyla Grup, 2025 yıl sonu itibarıyla 424 milyon USD net nakit pozisyonuna sahip bulunuyor.

Ahlatıcı Holding'in Halka Arz Politikası ve Sermaye Piyasaları Stratejisi:

AHGAZ'ın Aralık 2022'de, ENERY'nin ise Ağustos 2023'te halka arz edilmesinin ardından Ahlatıcı Holding'in Borsa İstanbul'da işlem gören iki iştiraki bulunuyor. Her iki halka arzda da sermaye artırımını yoluyla şirketlere doğrudan yeni kaynak sağlanırken, mevcut ortakların pay satışları da gerçekleştirildi. Finans sektöründeki faaliyetleri ve halka açık iştirakleriyle sermaye piyasalarında halihazırda güçlü bir konuma sahip olan Ahlatıcı Holding, bu alandaki varlığını daha da genişletmeye yönelik iddialı planlar taşıyor. Holding'in sermaye piyasaları stratejisi, önümüzdeki dönemde farklı sektörlerde faaliyet gösteren iştiraklerin ve potansiyel olarak Holding'in kendisinin halka arz edilmesini, böylece yaratılan değerın yatırımcılarla paylaşılmasını öngörüyor. Bu strateji kapsamında Dünya Katılım Bankası'nın halka arz planı da yönetim tarafından daha önce açıklandı.

Ahlatıcı Holding Faaliyet Alanları



Kaynak: Şirket Verileri

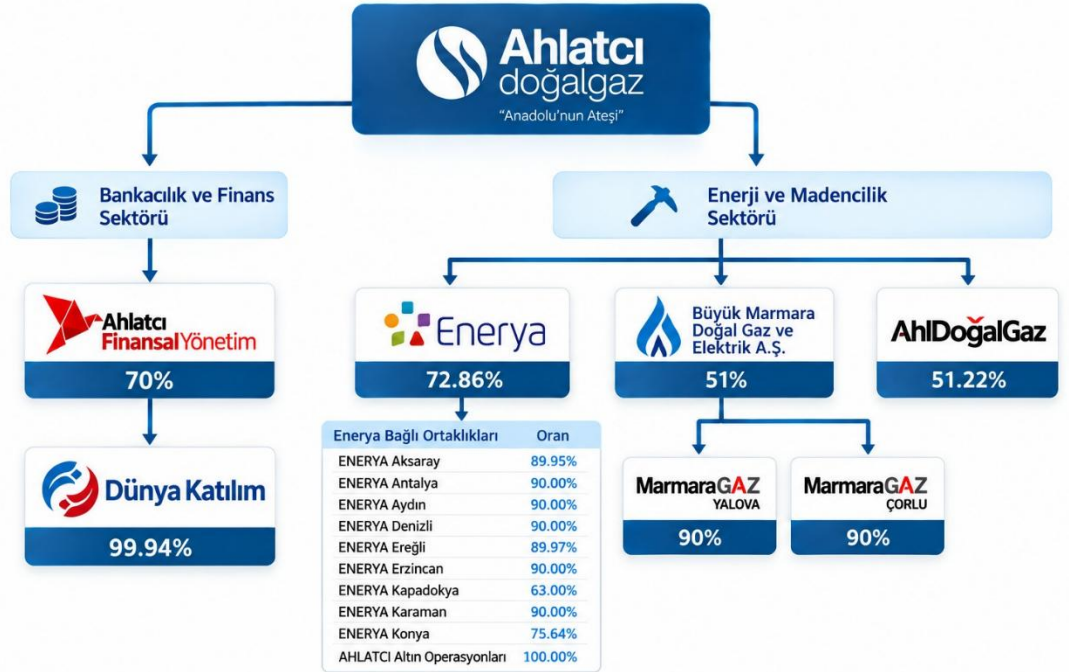
AHGAZ: Şirket Genel Bakışı

AHGAZ, 22 Aralık 2022 tarihinde gerçekleştirilen halka arz öncesinde %100 Ahlatcı Holding'e ait olup, Holding'in doğal gaz dağıtım kolu olan ENERY'nin ana şirketi olarak faaliyet gösteriyordu. AHGAZ'ın halka arzı, sermaye artırımı ve mevcut ortakların pay satışı yoluyla gerçekleştirildi. Geri alınan %3,0 oranındaki paylar da dikkate alındığında, Şirket sermayesinin %25,36'sı Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladı.

Halka açık grup şirketleri üzerinden değer yaratma stratejisi kapsamında, Dünya Katılım Bankası'nın ("Banka") %99,94'ü AHL Ahlatcı Finansal Yönetim A.Ş. tarafından satın alınarak AHGAZ ve ENERY'nin faaliyet alanları çeşitlendirildi ve farklı bir sektörde yeni bir büyüme alanı oluşturuldu. Aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere, AHGAZ ve ENERY Dünya Katılım Bankası'nda sırasıyla %70 ve %29 paya sahip bulunuyor. Böylece AHGAZ'ın ENERY üzerinden sahip olduğu dolaylı pay da dahil edildiğinde, Dünya Katılım Bankası'ndaki toplam efektif payı yaklaşık %91'e ulaşıyor.

Buna ek olarak ENERY, Ahlatcı Holding'in altın madenciliği şirketi Ahlatcı Altın İşletmeleri'nin %100'ünü 55 milyon TL bedelle Ahlatcı Holding'den satın aldı. Ahlatcı Altın İşletmeleri'nin devralınmasıyla birlikte, Tüprag Metal Madencilik'in iştiraki Madalyon Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ait Yozgat'taki 7 altın madeni ruhsatı da Enerji'ye devredildi. Tüprag Metal Madencilik ("Tüprag"), Eldorado Gold Corporation'ın %100 bağlı ortaklığı konumunda bulunuyor.

AHGAZ'ın Bağlı Ortaklıkları



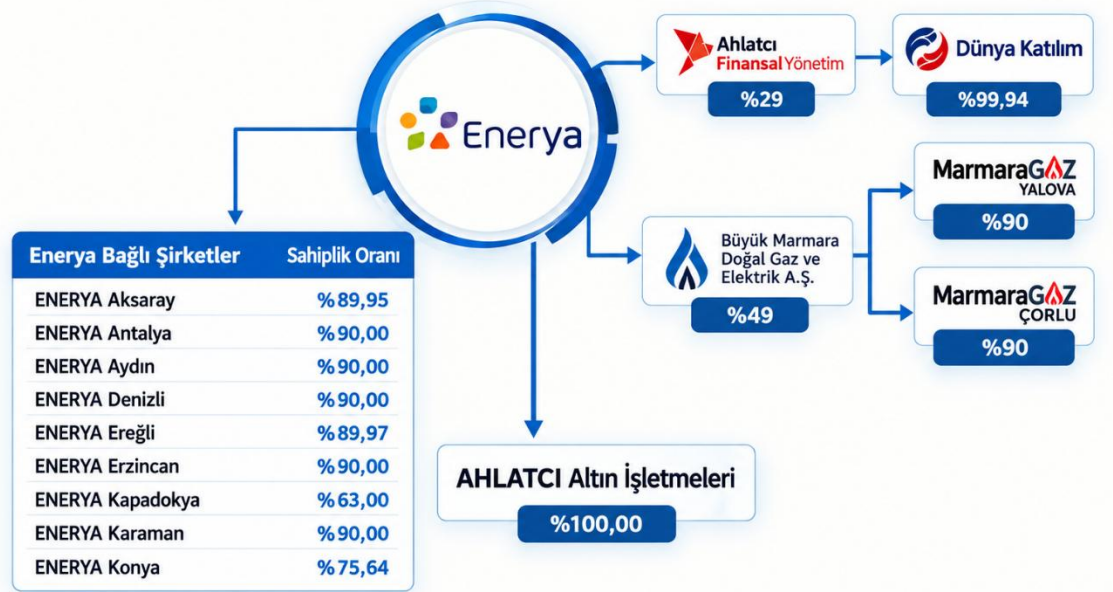
Kaynak: Şirket Verileri

ENERY: Şirket Genel Bakışı

ENERY, 23 Ağustos 2023 tarihinde gerçekleştirilen halka arz öncesinde %100 AHGAZ'a ait olup yalnızca doğal gaz dağıtım faaliyetlerini yürütüyordu. Ahlatıcı Holding'in halka arz politikası doğrultusunda ENERY'nin halka arzı da mevcut ortakların pay satışı olmaksızın yalnızca sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirildi. Geri alınan %4,1 oranındaki paylar da dikkate alındığında, Şirket sermayesinin %26,89'u Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladı.

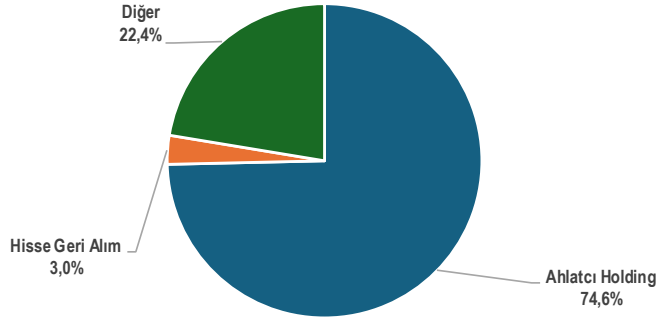
Ahlatıcı Holding'in halka açık grup şirketleri üzerinden değer yaratma stratejisi kapsamında ENERY'nin faaliyet alanları da Dünya Katılım Bankası'ndaki %29 payı ve Ahlatıcı Altın İşletmeleri'nin tamamına sahip olmasıyla çeşitlendirildi. AHGAZ ve ENERY'nin temel varlık yapısı büyük ölçüde benzer olsa da iştiraklerdeki farklı pay sahiplikleri iki şirketi birbirinden ayırıyor. AHGAZ, Dünya Katılım Bankası'ndaki yaklaşık %91 oranındaki doğrudan ve dolaylı payı sayesinde Türkiye'nin hızlı büyüyen katılım bankacılığı sektörüne daha yüksek maruziyet sunarken, ENERY Ahlatıcı Altın İşletmeleri'ndeki %100 payı ile altın madenciliği faaliyetlerine tam katkı sağlıyor.

ENERY Bağlı Ortaklıkları



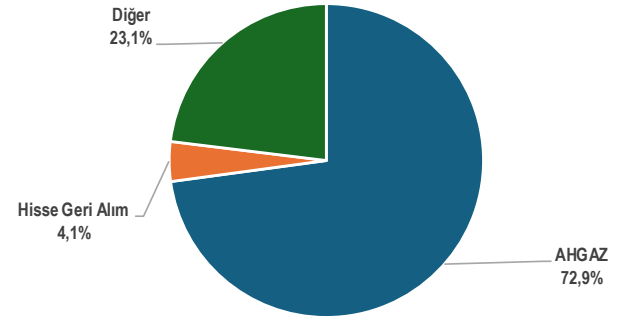
Kaynak: Şirket Verileri

AHGAZ – Ortaklık Yapısı



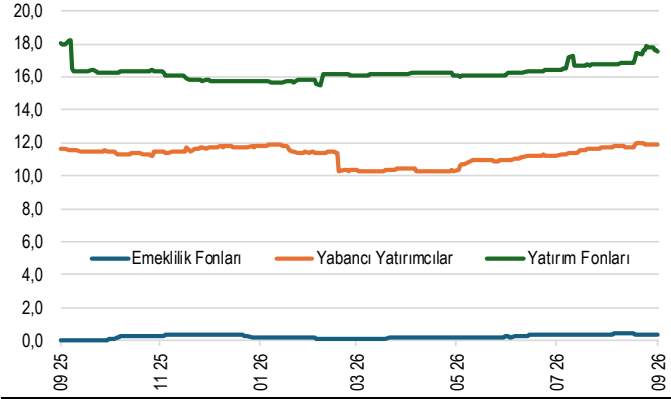
Kaynak: Şirket Verileri

ENERY – Ortaklık Yapısı



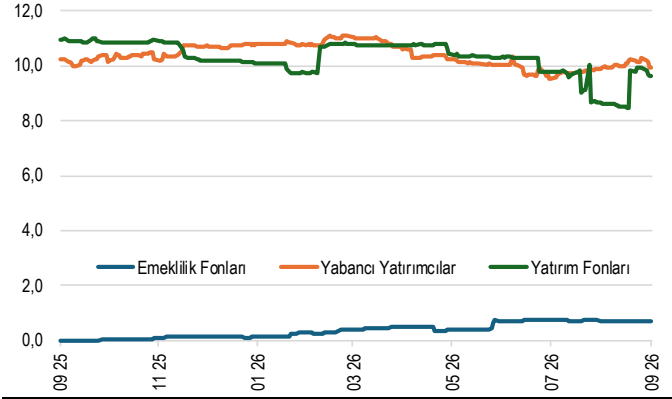
Kaynak: Şirket Verileri

AHGAZ – Kurumsal Ortaklık Oranları (%)



Kaynak: Matriks ve PhillipCapital Araştırma

ENERY – Kurumsal Ortaklık Oranları (%)



Kaynak: Matriks ve PhillipCapital Araştırma

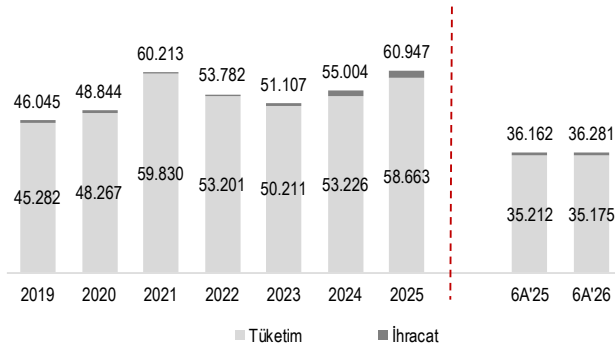
Segment Analizi: Doğal Gaz Dağıtım

i) Türkiye’de Doğal Gaz Arz ve Talep Görünümü:

Türkiye’de doğal gaz tüketimi, ekonomik ve demografik büyümeye bağlı artan enerji talebinin yanı sıra doğal gazın kullanım alanlarının genişlemesiyle istikrarlı şekilde arttı. Yurt içi rezervler ve üretim seviyelerinin talebi karşılamakta yetersiz kalması nedeniyle Türkiye, yapısal olarak net doğal gaz ithalatçısı konumunda bulunuyor.

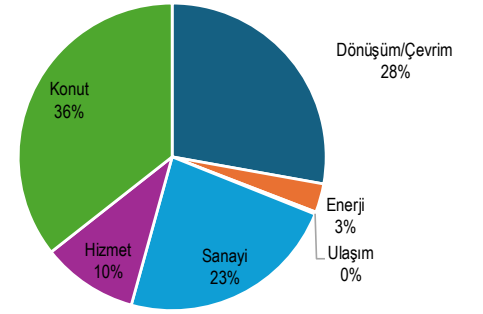
Türkiye’de doğal gaz tüketimi 2019–2025 döneminde yıllık bileşik %4,4 büyüyerek 2025 yılında 58.663 milyon Sm³e ulaştı. 2.284 milyon Sm³ doğal gaz ihracatının da eklenmesiyle toplam doğal gaz talebi 2025 yılında 60.947 milyon Sm³e yükselirken, 2019–2025 dönemindeki yıllık bileşik büyüme %4,8 olarak gerçekleşti. 2026’nın ilk yarısında ise daha ılıman kış koşullarının etkisiyle doğal gaz tüketimi yıllık bazda yatay seyretti.

Türkiye’deki Toplam Doğal Gaz Talebi (milyon sm³)



Kaynak: EPDK

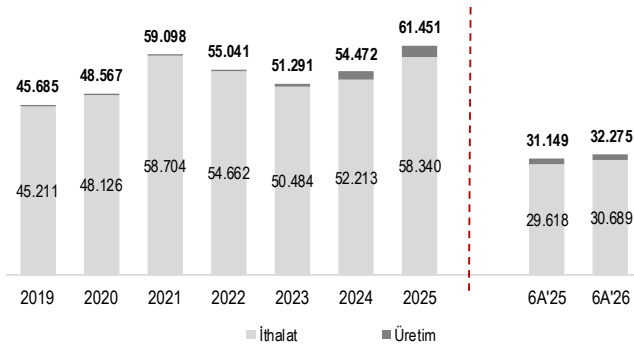
Segmentlere Göre Doğal Gaz Tüketimi (2025)



Kaynak: EPDK

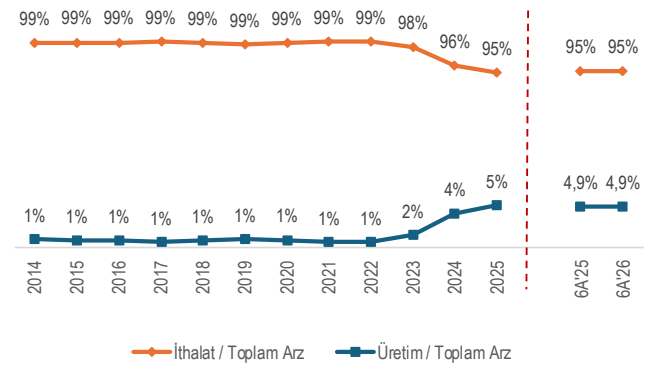
Türkiye’de doğal gaz üretimi son on yılda toplam tüketimin yalnızca yaklaşık %1’ini karşıladı. Karadeniz’deki Sakarya Gaz Sahası’nda keşfedilen doğal gaz rezervlerinden üretim Eylül 2023 itibarıyla şebekeye verilmeye başlandı. Sakarya Gaz Sahası’ndaki üretimin devreye girmesiyle Türkiye’nin doğal gaz üretimi 2020’deki 441 milyon Sm³ seviyesinden 2025’te 3.111 milyon Sm³e yükseldi. Böylece yerli üretimin toplam doğal gaz tüketimini karşılama oranı 2020’deki %0,9 seviyesinden 2025’te %5,3’e çıktı. Kalan talep ithalat yoluyla karşılanırken, toplam doğal gaz ithalatı 2025 yılında yıllık %11,7 artarak 58.340 milyon Sm³e ulaştı. 2026’nın ilk yarısında ise toplam doğal gaz arzı yıllık %3,6 artışla 32.275 milyon Sm³e yükselirken, yerli üretimin toplam arz içindeki payı %4,9 olarak gerçekleşti.

Türkiye’de Toplam Doğal Gaz Arzı (milyon Sm³)



Kaynak: EPDK

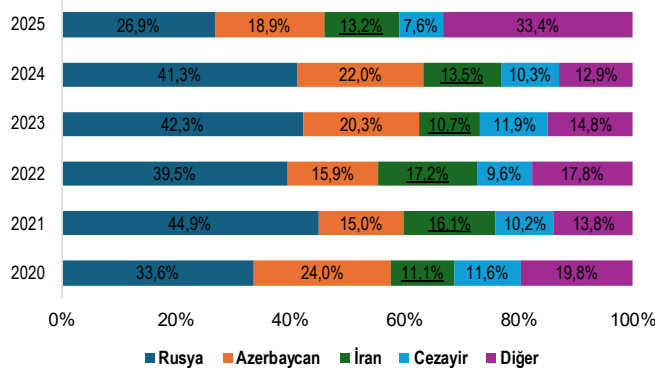
Doğal Gaz Arzında İthalat ve Üretimin Payı



Kaynak: EPDK

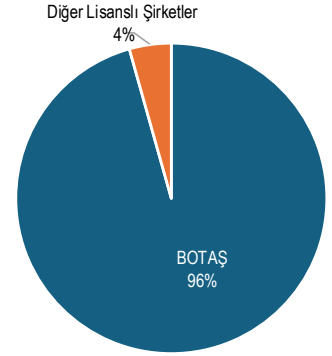
Türkiye doğal gaz ithalatını ağırlıklı olarak Rusya, Azerbaycan, İran ve Cezayir'den gerçekleştirirken, bu dört ülke toplam doğal gaz ithalatının %87'sini oluşturuyor. 2025 yılında Rusya, %26,9 pay ile doğal gaz ithalatında en büyük paya sahip ülke oldu. Rapordaki ifadeye göre bu oran 2019'daki %33,6 seviyesinden yükseldi. Kamuya ait Boru Hatları ile Petrol Taşıma A.Ş. (BOTAŞ), Türkiye'nin toplam doğal gaz ithalatının yaklaşık %96'sını gerçekleştirerek ana ithalatçı konumunda bulunuyor. Kalan yaklaşık %4'lük bölüm ise beş farklı lisanslı şirket tarafından ithal ediliyor.

Türkiye'nin Ükelere Göre Doğal Gaz İthalatı



Kaynak: EPDK

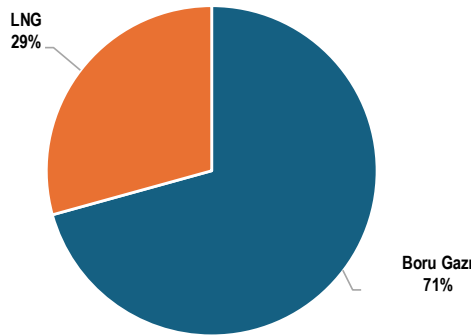
Doğal Gaz İthalatında Şirketlerin Payı (2025)



Kaynak: EPDK

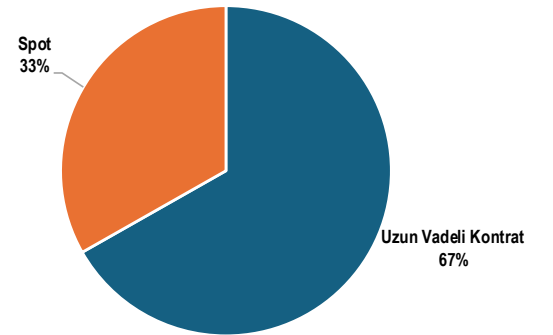
2025 yılında toplam doğal gaz ithalatı 58.337 milyon Sm³ olarak gerçekleşerek 2024'e göre %11,7 arttı. Rusya, %36,3 pay ile toplam doğal gaz ithalatında ilk sırada yer aldı. Uzun vadeli kontratlar ve spot alımlar dahil olmak üzere LNG ithalatı 17.091 milyon Sm³'e ulaşırken, toplam ithalatın %29'unu oluşturdu. Aynı dönemde 41.246 milyon Sm³ seviyesindeki boru gazı ithalatının 6.819 milyon Sm³'ü spot boru gazı alımlarından oluştu. Böylece spot boru gazının toplam doğal gaz ithalatındaki payı %11,7'ye ulaştı.

Toplam Doğal Gaz İthalatında Boru Gazı ve LNG'nin Payı (2025)



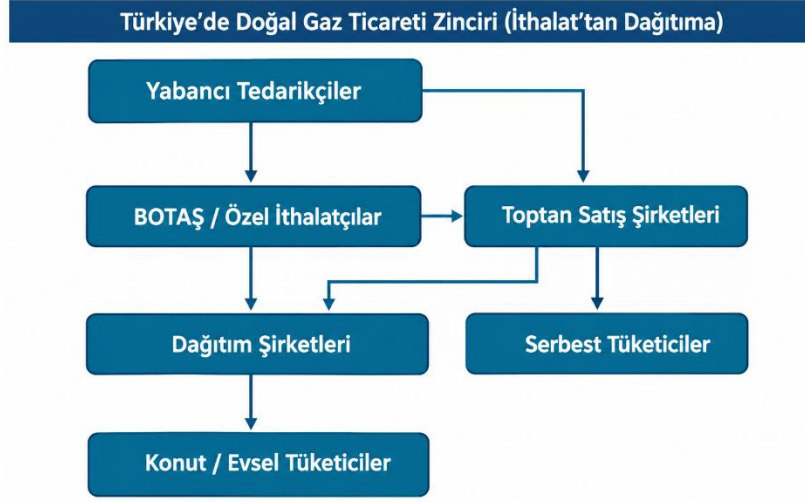
Kaynak: EPDK

Uzun Vadeli ve Spot Doğal Gaz İthalatının Payı (2025)



Kaynak: EPDK

ii) Doğal Gaz Ticaret Zinciri Genel Görünümü:



Kuruluş	Rol
Yabancı Tedarikçiler	Doğal gaz üreten ve Türkiye’ye boru hatları veya LNG kargoları yoluyla tedarik sağlayan kuruluşlardır. Rusya, İran, Azerbaycan, Katar, ABD ve Cezayir başlıca tedarikçi ülkeler arasında yer alır.
BOTAŞ / Özel İthalatçılar	Türkiye’ye doğal gaz ithal etmekle yetkili lisanslı kuruluşlardır. BOTAŞ yaklaşık %93 pay ile pazarda ağırlıklı konumda bulunurken, bazı özel şirketler de ithalat lisansına sahiptir.
Toptan Satış Şirketleri	Doğal gazı ithalatçılardan satın alarak dağıtım şirketlerine veya ikili anlaşmalar yoluyla doğrudan serbest tüketicilere satan şirketlerdir.
Dağıtım Şirketleri	Doğal gazı şehir içi dağıtım şebekeleri üzerinden konut, ticari ve sanayi kullanıcılarına ulaştıran yerel şebeke işletmecileridir. Faaliyetleri regüle tarife yapısı kapsamında yürütülür.
Serbest Tüketiciler	İletim sistemine doğrudan veya dağıtım şebekeleri üzerinden bağlı yüksek tüketimli kullanıcılarıdır. Sanayi tesisleri, elektrik santralleri, organize sanayi bölgeleri ile büyük konut ve ticari kompleksler bu gruba dahildir. Bu tüketiciler doğal gaz tedarikçilerini serbestçe seçebilir.
Konutlar / Küçük İşletmeler	Yerel dağıtım şirketlerinden regüle tarifeler üzerinden doğal gaz alan ve kendi tedarikçisini seçemeyen son kullanıcılarıdır.

iii) AHGAZ ve ENERY’nin Doğal Gaz Dağıtım Pazarındaki Konumu

2025 yıl sonu itibarıyla Türkiye’de doğal gaz dağıtım lisansına sahip şirketlerin, dolayısıyla dağıtım bölgelerinin sayısı 73’e ulaştı. 2025 yılında Türkiye’nin 81 ilinin tamamında, toplam 828 ilçe ve 154 beldeye doğal gaz arzı sağlandı.

Ahlatıcı Holding, doğal gaz dağıtım sektöründe halka açık iştirakleri AHGAZ ve ENERY’nin yanı sıra halka açık olmayan iştiraki Çedaş üzerinden faaliyet gösteriyor. Haziran 2026 sonu itibarıyla ENERY, dokuz dağıtım şirketi aracılığıyla 10 bölge, 101 ilçe ve 215 lokasyonda lisanslı ve yetkili doğal gaz dağıtıcısı olarak faaliyet gösterirken 2,5 milyon aboneye hizmet veriyor. ENERY’nin dağıtım

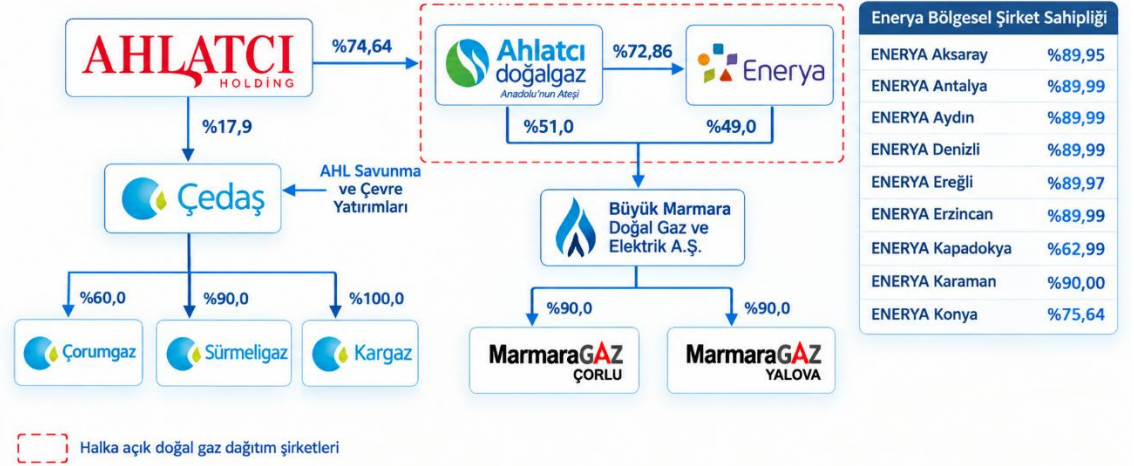
şebekesi 24,6 bin km uzunluğa ulaşarak Türkiye'nin toplam doğal gaz şebekesinin yaklaşık %10,6'sını oluşturuyor.

Marmara Çorlu ve Marmara Yalova dağıtım bölgelerinin yakın dönemde satın alınmasının ardından AHGAZ ve ENERY'nin toplam hizmet kapsamı 3,0 milyon bağımsız bölüme ve 29,4 bin km toplam şebeke uzunluğuna ulaştı. Ahlatıcı Holding ayrıca doğrudan ve dolaylı paylarıyla Çedaş'ın yaklaşık %17,9'una sahip bulunuyor. Çedaş; Çorumgaz ile Çorum'da, Sürmeligaz ile Yozgat ve Kırşehir'in belirli ilçelerinde, Kargaz ile Karabük, Kastamonu, Çankırı ve Bolu'nun Gerede ilçesinde faaliyet gösteriyor.

Bu kapsamda Ahlatıcı Holding toplamda 17 bölge ve 316 lokasyonda 3,6 milyon aboneye hizmet verirken, toplam doğal gaz dağıtım şebekesi 36.685 km'ye ulaşıyor.

Ahlatıcı Holding'in Doğal Gaz Dağıtım Pazarındaki Konumlanması ve Ortaklık Yapısı

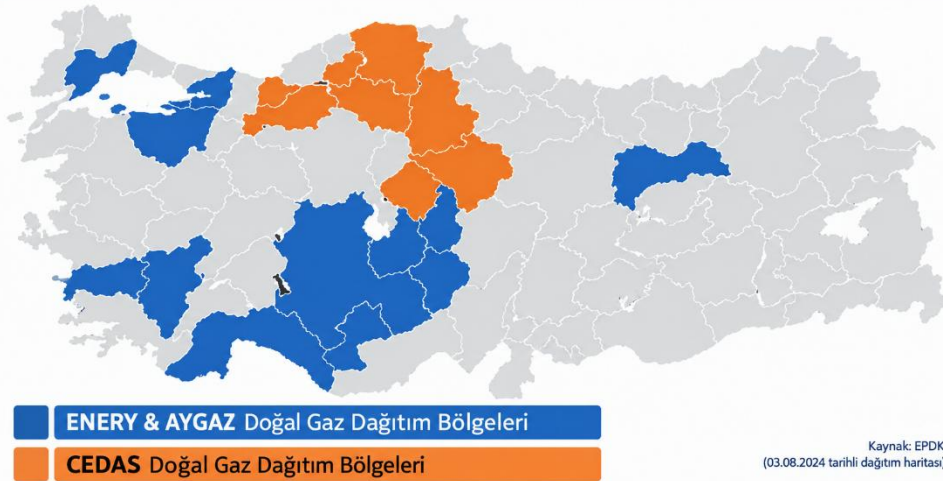
Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Zinciri (Türkiye'deki Doğal Gaz İthalatından Dağıtıma)



Kaynak: Şirket Verileri

Ahlatıcı Holding'in Dağıtım Bölgeleri

ENERJİ & DOĞALGAZ Türkiye'de Doğal Gaz Dağıtım Bölgeleri



Kaynak: Şirket Verileri

ENERY; Konya, Denizli, Antalya, Aydın, Aksaray, Karaman, Erzincan, Ereğli ve Kapadokya bölgelerinde lisanslı ve yetkili doğal gaz dağıtıcısı olarak faaliyet gösteriyor. Söz konusu dağıtım lisansları 30 yıl süreyle geçerli olup, 30 yıl daha uzatılma hakkı bulunuyor. Aşağıda gösterildiği üzere ENERY'nin sahip olduğu dağıtım lisanslarının mevcut geçerlilik süreleri 2033–2038 yılları arasında sona eriyor.

Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu ("EPDK") düzenlemelerine göre, imtiyaz süresi dolmadan önce ENERY'nin dağıtım lisansını 30 yıl daha uzatma hakkı bulunuyor. ENERY'nin lisansı uzatmama yönünde karar vermesi halinde EPDK yeni bir ihale düzenlerken, şirket dağıtım bölgesindeki yatırımlarını elden çıkarma seçeneğine sahip oluyor. EPDK düzenlemeleri kapsamında, doğal gaz dağıtım şirketinin gerekli kriterleri karşılaması ve sektörde faaliyetlerini sürdürmek istemesi halinde lisansını 30 yıl daha yenileyerek operasyonlarına devam etme hakkı bulunuyor.

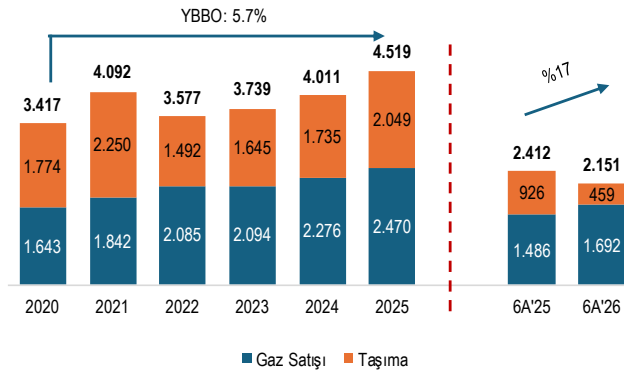
ENERY – Doğal Gaz Dağıtım Bölgeleri Genel Görünümü (1Y26)

	Lisans Başlangıç Tarihi	Lisans Bitiş Tarihi	Toplam Abone Sayısı ⁽¹⁾	Toplam Yatırım Tutarı	Dağıtım Hattı Uzunluğu	Abone Penetrasyonu	Şebeke Penetrasyonu
Enerya Konya	5/12/2003	5/12/2033	783.070	\$390,0 mn	7.563 km	91%	94%
Enerya Denizli	16/02/2006	16/02/2036	427.496	\$204,6 mn	3.608 km	91%	89%
Enerya Antalya	12/10/2006	12/10/2036	373.659	\$280,7 mn	3.455 km	56%	81%
Enerya Aydın	21/08/2008	21/08/2038	264.835	\$177,6 mn	2.479 km	70%	89%
Enerya Aksaray	25/05/2004	25/05/2034	167.769	\$85,8 mn	2.052 km	92%	97%
Enerya Karaman	14/07/2006	14/07/2036	97.424	\$56,5 mn	1.030 km	96%	97%
Enerya Erzincan	4/8/2006	4/8/2036	86.296	\$58,7 mn	1.246 km	97%	99%
Enerya Ereğli	22/06/2004	22/06/2034	67.154	\$40,4 mn	847 km	94%	92%
Enerya Kapadokya	29/09/2005	29/09/2035	232.313	\$113,3 mn	2.358 km	92%	91%
Toplam			2.500.016	\$1.407,6 mn	24.638 km		

Kaynak: Şirket Verileri

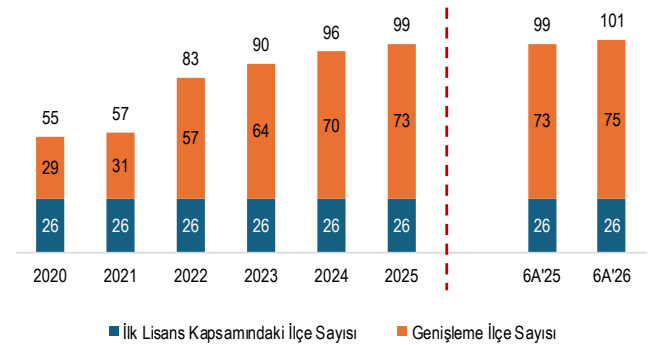
2020–2025 döneminde ENERY'nin doğal gaz satış hacmi yıllık bileşik %5,7 büyüdü. Bu artışta, hizmet verilen ilçe sayısının 2020 yıl sonundaki 55 seviyesinden 2025 yıl sonunda 99'a ve Haziran 2026 itibarıyla 101'e yükselmesi etkili oldu. 2026'nın ilk yarısında ise daha ılıman kış koşullarının etkisiyle doğal gaz satış hacmi yıllık %10,8 gerileyerek 2.151 milyon m³'e düştü.

Doğal Gaz Satış Hacmi (milyon m³)



Kaynak: Şirket Verileri

Lisans Kapsamındaki İlçe Sayısı

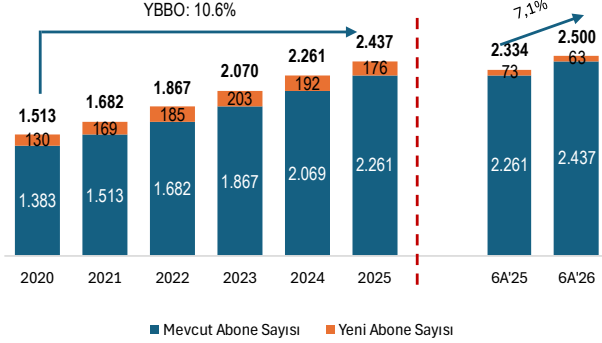


Kaynak: Şirket Verileri

Enerya'nın hizmet verdiği abone sayısı, kapsanan ilçe sayısındaki artışın etkisiyle 2020–2025 döneminde %10,0 arttı. Bu dönemde abone sayısındaki (bağımsız bölüm) toplam artış %61 olarak gerçekleşti. 2026'nın ilk yarısında abone sayısı yıllık %7,1 artarak 2,5 milyon bağımsız bölüme ulaştı. Enerya'nın abone portföyü, 2026'nın ilk yarısı itibarıyla %93 pay ile ağırlıklı olarak konut

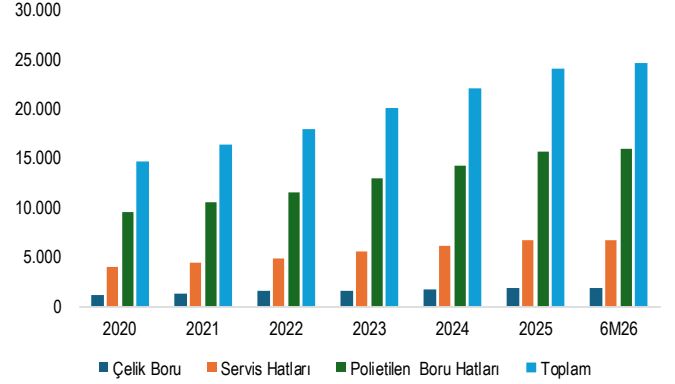
abonelerinden oluşuyor. Satış hacmi bazında ise 2026'nın ilk yarısı sonu itibarıyla son 12 aylık dönemde konut abonelerinin payı %43, taşıma grubunun payı ise %37 seviyesinde bulunuyor.

Abone Sayısı (Bin, Bağımsız Birim)



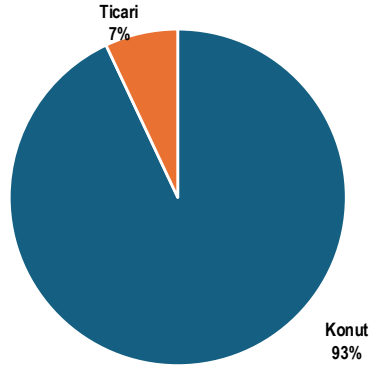
Kaynak: Şirket Verileri

Boru Hattı Uzunluğu (kilometre)



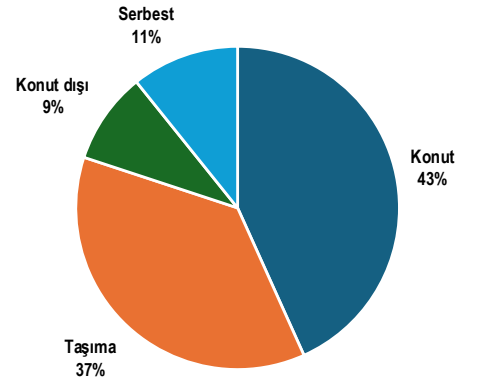
Kaynak: Şirket Verileri

Abone Portföyünün Dağılımı



Kaynak: Şirket Verileri

Abone Türlerine Göre Doğal Gaz Satış Hacmi Dağılımı



Kaynak: Şirket Verileri

iii.b) Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş.

Ahlatıcı Holding, doğal gaz dağıtım segmentindeki inorganik büyüme fırsatlarını AHGAZ ve ENERY iştirakleri üzerinden değerlendiriyor. 1 Şubat 2024 tarihinde AHGAZ'ın %51 ve Enerjya'nın %49 payıyla, gaz yakıtların dağıtım ve tedarik faaliyetlerini yürütmek amacıyla 50 milyon TL ödenmiş sermayeli A Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş. kuruldu. Şirketin unvanı daha sonra Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş. olarak değiştirildi.

Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş. ("Büyük Marmara"), EPDK tarafından Armagaz Arsan Marmara Doğalgaz Dağıtım A.Ş. ("Armagaz Arsan") ve Çordaş Çorlu Doğalgaz Dağıtım A.Ş. ("Çordaş Çorlu") dağıtım şebekelerinin satışı için düzenlenen ihalelere katıldı ve açık artırma turlarında en yüksek teklifleri vererek her iki ihaleyi de kazandı. Armagaz Arsan için 2,303 milyar TL, Çordaş Çorlu için ise 1,784 milyar TL teklif verilirken, toplam satın alma bedeli 4,087 milyar TL olarak gerçekleşti.

EPDK'nın onayının ardından Armagaz Arsan ve Çordaş Çorlu'ya ait dağıtım şebekeleri Büyük Marmara'ya devredildi ve ilgili mevzuat ile ihale şartları doğrultusunda 30 yıllık dağıtım lisansı verildi. Ardından 16 Mayıs 2024 tarihinde Büyük Marmara'nın %100 bağlı ortaklıkları olan Marmara Yalova Gaz Dağıtım A.Ş. ve Marmara Çorlu Gaz Dağıtım A.Ş. kuruldu. 20 Mayıs 2024 tarihinde Marmara

Yalova Gaz Dağıtım A.Ş. 2,303 milyar TL, Marmara Çorlu Gaz Dağıtım A.Ş. ise 1,784 milyar TL olmak üzere toplam 4,087 milyar TL satın alma bedelini EPDK'ya ödedi.

Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş. Genel Görünümü (1Y26)



Kaynak: Şirket Verileri

Coğrafi olarak ENERY ve AHGAZ'ın doğal gaz dağıtım portföyü İç Anadolu, Marmara, Doğu Anadolu, Akdeniz ve Ege bölgelerine dengeli şekilde yayılıyor. Dağıtım bölgeleri yalnızca çeşitlendirilmiş bir portföy sunmakla kalmıyor, aynı zamanda Antalya ve Aydın gibi bazı faaliyet bölgelerinde doğal gaz abonelik penetrasyonunun düşük olması nedeniyle büyüme potansiyeli de taşıyor. Özellikle Antalya'da abone penetrasyonunun %56 seviyesinde bulunması, abone sayısında kayda değer büyüme alanı sunuyor. Buna ek olarak Kasım 2024'te açıklandığı üzere, AHGAZ/Enerjya'nın doğal gaz dağıtım lisansının EPDK onayıyla toplam yaklaşık 700 bin nüfusa sahip Alanya ve Manavgat bölgelerini kapsayacak şekilde genişletilmesi önemli bir büyüme alanı yaratıyor. ENERY ve AHGAZ'ın halihazırda faaliyet gösterdiği illerde lisans kapsamının daha geniş coğrafyalara yayılması, sınırlı ilave yatırım harcamasıyla daha fazla aboneye ulaşılmasını ve gelir yaratılmasını sağlayarak operasyonel kaldıraç açısından da destekleyici oluyor.

iii) Doğal Gaz Dağıtım Sektörü – Düzenleyici Çerçeve

iii.a) Tarife Hesaplama Metodolojisi: Düzenlenmiş Varlık Tabanı ("RVT") modeli, sermaye yoğun ve doğal tekel niteliğindeki altyapı sektörlerinde temel düzenleyici mekanizmayı oluşturuyor. Model, yatırımcılara öngörülebilir getiri sağlarken tüketicilere maliyet bazlı ve şeffaf tarifeler sunmayı amaçlıyor. Türkiye doğal gaz dağıtım pazarında DVT; yatırım harcamaları, düzenleyici amortisman ve etkin kabul edilen faaliyet giderleri dikkate alınarak hesaplanıyor. Bu varlık tabanı üzerinden EPDK tarafından belirlenen **Makul Getiri Oranı** dağıtım şirketlerine tanınıyor.

Bu çerçeve, uzun vadeli yatırımlar için finansal güvence sağlarken regüle ve maliyet bazlı fiyatlandırma yoluyla tüketicileri de koruyor. Bu nedenle DVT modeli, Türkiye doğal gaz dağıtım sektöründe finansal sürdürülebilirlik, düzenleyici denge ve şeffaflığın temelini oluşturuyor. Aynı zamanda DVT, son kullanıcıların ödediği doğal gaz fiyatlarını doğrudan etkileyen tarife belirleme metodolojisinin önemli bir bileşeni konumunda bulunuyor.

Doğal gaz tarifesini, diğer bir ifadeyle sistem kullanım bedeli, iki temel unsur üzerine kuruyor: **Gelir Gereksinimi** ve **Tüketim**.

- Gelir Gereksinimi**, dağıtım şirketlerinin gerçekleştirmiş ve planlanan yatırım harcamaları üzerinden hesaplanan amortisman ve makul getirileri ile faaliyet giderleri, diğer gelir kalemleri ve işletme sermayesi maliyetlerinden oluşuyor.
- Tüketim** ise beş yıllık dönemler itibarıyla değerlendirilen düzenleme dönemi boyunca öngörülen dağıtım hacmini ifade ediyor.

Tarife, bu iki değişkenin birbirine oranlanmasıyla belirleniyor. Bu nedenle gelir gereksiniminin doğru hesaplanması ve tüketim tahminlerinin güvenilir olması, yalnızca dağıtım şirketlerinin finansal sürdürülebilirliği açısından değil, son kullanıcılar için dengeli fiyatlandırma sağlanması açısından da kritik önem taşıyor.

(1) Yatırım Harcamaları Bileşeni: Bu bileşen temel olarak **Makul Getiri** ve **Amortisman** kalemlerinden oluşuyor. Daha önce belirtildiği üzere DVT modeli, izin verilen getirinin hesaplanmasında merkezi bir rol oynuyor. Bu kapsamda ilgili döneme ait ortalama varlık tabanı, EPDK tarafından belirlenen getiri oranıyla çarpılıyor. Üçüncü tarife dönemi itibarıyla söz konusu oran %12,4 seviyesinde bulunuyor. *(Tarife dönemlerinin gelişimine ilişkin detaylara aşağıda yer veriliyor.)* Bunun yanı sıra dağıtım şirketleri tarafından gerçekleştirilen ve ilgili tarife dönemi için planlanan yatırımlara ilişkin amortisman giderleri de yatırım harcamaları bileşenine dahil ediliyor.

Makul getiri, EPDK tarafından belirlenen getiri oranının ortalama DVT'ye uygulanmasıyla hesaplanıyor. Dönem sonu varlık tabanı ise dönem başı varlık tabanına tarife kapsamında onaylanan net yatırımların eklenmesiyle belirleniyor.

(2) Faaliyet Giderleri Bileşeni: Bu bileşen, regüle faaliyet giderleri ve işletme sermayesi maliyetlerinden oluşurken diğer gelirler düşülerek hesaplanıyor. Bu çerçevede gider kalemleri tarifeyi artırıcı, gelir kalemleri ise azaltıcı etki yaratıyor. RVT modeli yalnızca dağıtım şirketlerinin varlık tabanı üzerinden izin verilen getiriyi hesaplamakla kalmıyor, aynı zamanda EPDK tarafından tanımlanan ve onaylanan maliyetlerin de tarife mekanizmasına dahil edilmesini sağlıyor.

Tarife Metodolojisinin Temel Sonuçları:

- Kademeli Tarifeler:** Tarifeler tüketim hacmine göre belirleniyor. Tüketicinin konut, ticari veya sanayi grubunda yer alması yalnızca doğal gaz satın alma fiyatını etkiliyor. Tarife, tüketicinin bir önceki yıldaki toplam tüketim miktarına göre belirlenen kademesi dikkate alınarak uygulanıyor.
- Gelir Gereksiniminin Belirlenmesi:** Tarife Metodolojisi ile dağıtım şirketlerinin gelir gereksinimi belirlenerek sermaye yoğun yatırımların şeffaf ve öngörülebilir bir mekanizma üzerinden geri kazanılması sağlanıyor.
- Düzenleyici Güvenceler:** EPDK'nın maliyet bazlı fiyatlandırma yaklaşımı, tarife belirleme sürecinde adalet ve şeffaflığı korurken tüketicilerin de korunmasını sağlıyor.
- Yatırımcılar Açısından Öngörülebilirlik:** Model, yatırımcılara öngörülebilir nakit akışları sunarak doğal gaz dağıtım sektörünün uzun vadeli finansal sürdürülebilirliğini destekliyor.

iii.b) Tarife Dönemlerinin Gelişimi: İmtiyaz ihalelerinin ardından EPDK, 2012–2026 dönemini kapsayan 5'er yıllık üç ayrı tarife dönemi belirledi. Her tarife dönemi için doğal gaz dağıtım şirketlerine uygulanacak i) sistem kullanım bedelinin hesaplanmasında kullanılan yatırımların amortisman süresi, ii) reel Makul Getiri Oranı ve iii) sistem kullanım bedelinin güncellenme metodolojisi EPDK tarafından önceden belirlenerek açıklandı. 2026 sonrasında doğal gaz dağıtım şirketlerine uygulanacak reel RMGO ise henüz açıklanmadı.

Tarife Döneminin Gelişimi

İhale	1. Tarife Dönemi	2. Tarife Dönemi	3. Tarife Dönemi
Doğal gaz satış tarifi ve abone bağlantı bedeli, ihale sürecinde "açık artırma – azalan teklif" yöntemiyle belirlenmiştir. İhalede belirlenen tutarlar 8 yıl boyunca geçerli kalmıştır.	2012 – 2016 yılları için geçerlidir. Reel AOSM: %11,83 Amortisman Dönemi: 22 yıl Şebeke Kullanım Bedeli: TÜFE ile güncelleme	2017 – 2021 yılları için geçerlidir. Reel AOSM: %12,85 (2017 – Mayıs 2019) Reel AOSM: %14,38 (Mayıs 2019 – 2021) Amortisman Dönemi: 22 yıl Şebeke Kullanım Bedeli: TÜFE ile güncelleme	2022 – 2026 yılları için geçerlidir. Reel AOSM: %13,25 (Vergi sonrası %12,427) Amortisman Dönemi: 22 yıl Şebeke Kullanım Bedeli: TÜFE ile güncelleme

Kaynak: Şirket Verileri

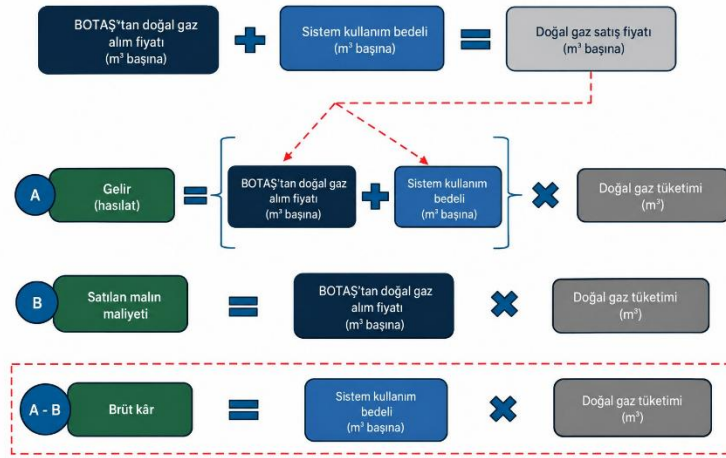
iv) Doğal Gaz Fiyatlarındaki Değişim Dağıtım Şirketlerini Nasıl Etkiliyor?

Yukarıda belirtildiği üzere, doğal gaz dağıtım şirketlerinin elde ettiği birim marj sistem kullanım bedeli üzerinden belirleniyor. Bu mekanizma, dağıtılan her metreküp doğal gaz başına elde edilen kazancı ifade ediyor ve toptan doğal gaz alım fiyatının üzerine eklenen bir marj olarak tanımlanabiliyor. Dolayısıyla dağıtım şirketlerinin faaliyet kârı, BOTAŞ'ın dağıtım şirketlerine uyguladığı toptan doğal gaz satış fiyatındaki değişimlerden bağımsız seyrediyor.

Doğal gaz fiyatlarındaki artış dağıtım şirketlerinin alım maliyetini yükseltse de sistem kullanım bedelini değiştirmiyor. Sistem kullanım bedelinin alım maliyetinin üzerine sabit bir marj olarak uygulanması nedeniyle toptan satış fiyatındaki artış doğrudan son kullanıcı tarifelerine yansıtılıyor. Bu nedenle doğal gaz dağıtım şirketleri doğal gaz fiyatlarındaki dalgalanmalara doğrudan maruz kalmıyor. Alım fiyatındaki değişimler gelirleri ve satışların maliyetini yalnızca nominal olarak etkilerken, brüt kârın temel belirleyicisi olan sistem kullanım bedelinde herhangi bir değişikliğe yol açmıyor.

Aşağıdaki şematik örnek, müşteri bağlantı bedelleri ve bireysel servis hattı gelirleri hariç tutulduğunda, doğal gaz fiyatlarındaki değişimlerin yalnızca nominal gelir ve maliyet rakamlarını etkilediğini, brüt kâr üzerinde ise herhangi bir etkisi bulunmadığını gösteriyor.

Fiyatlandırma Mekanizması



Kaynak: Şirket Verileri

v) ENERY ve AHGAZ Doğal Gaz Dağıtım Segmenti Tahminleri

v.a) Operasyonel Tahminler: Türkiye'de doğal gaz abone penetrasyonu, dağıtım altyapısının genişlemesi ve konut, ticari ve sanayi segmentlerinde doğal gaz kullanımının yaygınlaşmasıyla birlikte istikrarlı şekilde artmaya devam ediyor. Nüfus artışının desteklediği yeni konut arzından kaynaklanan yapısal talep büyümesinin, Enerya'nın planlanan altyapı yatırımlarıyla birlikte önümüzdeki dönemde abone kazanımının temel itici güçlerinden biri olmasını bekliyoruz.

Özellikle doğal gaz şebekesinin yakın dönemde kurulduğu birçok Anadolu ilinde tersine göç eğilimi gözlenirken, daha önce gerileyen nüfusların yeniden artmaya başladığı ve buna sanayi ile ticari faaliyetlerdeki yükselişin eşlik ettiği görülüyor. Bu dinamikler doğal gaz tüketimindeki büyümeyi de destekliyor. Bu doğrultuda, aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, toplam abone tabanının faaliyet bölgelerinde genişlemeye devam etmesini bekliyoruz. Büyüme hızının önceki yıllara kıyasla yavaşlamasını öngörsek de demografik dinamiklerin ve devam eden altyapı yatırımlarının pozitif eğilimi sürdürmesini bekliyoruz.

Doğal Gaz Piyasası Kanunu'nun temel amacı piyasanın tamamen serbestleşmesini sağlamak. Söz konusu serbestleşmenin tam anlamıyla hayata geçmesi durumunda, Grup'un doğal gaz ithalatı ve ticareti faaliyetlerinden daha yüksek gelir elde etmesini bekliyoruz.

Abone Sayısı Tahmini

		2019	2023	2024	2025	2030T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2045T	2054T
Aksaray	'000	79	126	139	165	214	261	270	-	-	-	-	-	-
Aydın	'000	82	188	216	256	381	498	544	593	646	703	750	-	-
Denizli	'000	245	336	363	422	565	703	755	811	832	-	-	-	-
Konya	'000	420	601	641	695	1,034	1,304	-	-	-	-	-	-	-
Ereğli	'000	38	52	57	65	89	110	114	-	-	-	-	-	-
Antalya	'000	122	257	301	359	630	853	940	1,029	1,079	-	-	-	-
Kapadokya	'000	134	180	196	223	305	378	405	427	-	-	-	-	-
Karaman	'000	63	81	84	96	124	150	160	171	178	-	-	-	-
Erzincan	'000	50	72	77	84	113	137	146	156	162	-	-	-	-
Çorlu	'000	124	167	178	227	218	241	250	258	267	276	286	362	461
Yalova	'000	147	190	202	236	252	281	292	303	314	325	338	434	553
Toplam	'000	1,505	2,250	2,454	2,829	3,924	4,917	3,876	3,477	3,477	1,305	1,374	796	1,015
Yıllık Değişim	%	10.1%	10.4%	9.1%	15.3%	8.0%	7.8%	-	-	-	-	-	-	-

Kaynak: Şirket Verileri ve PhillipCapital Araştırma Tahminleri

2018'den bu yana abone başına yıllık doğal gaz tüketimi, ağırlıklı olarak hava koşullarındaki değişimlere bağlı olarak dalgalı bir seyir izledi. İleriye dönük projeksiyonlarımızda muhafazakâr bir yaklaşım benimsiyor ve abone başına yıllık tüketimin kademeli olarak gerileyeceğini varsayıyoruz. Bu tahminleri oluştururken yalnızca küresel ısınmanın uzun vadeli olası etkilerini değil, hanehalklarının dış cephe ısı yalıtımı gibi talep taraflı verimlilik uygulamalarını giderek daha fazla benimsemesinin doğal gaz tüketimini zaman içinde azaltabilecek etkisini de dikkate alıyoruz.

v.b) Değerleme – ENERY Doğal Gaz Segmenti İndirgenmiş Nakit Akımı

ENERY'nin dokuz doğal gaz dağıtım iştirakini İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemiyle değerledik. İNA modellerimizde projeksiyon dönemini ilgili dağıtım lisanslarının sona erme tarihlerine kadar uzattık. Lisans sürelerinin bu tarihler sonrasında uzatılacağına ilişkin herhangi bir varsayım yapmazken, düzenleyici çerçeve doğrultusunda lisans süresi sonunda varlık tabanının geri ödenmesini de tahminlerimize dahil ettik.

Yukarıda detaylandırılan tahminler doğrultusunda ENERY'nin doğal gaz dağıtım segmenti için yaklaşık 73 milyar TL firma değeri hesaplıyoruz. Haziran 2026 itibarıyla 4.940 milyon TL seviyesindeki net nakit pozisyonunun firma değerine eklenmesi ve dokuz iştirakte ENERY'ye ait olmayan payları yansıtmak üzere 15.219 milyon TL azınlık payının düşülmesiyle **62,7 milyar TL özsermaye değerine** ulaşılıyor.

ENERY Doğal Gaz Segmenti İndirgenmiş Nakit Akışı

ENERY - İndirgenmiş Nakit Akımı	Birim	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Gelirler	mın TL	23.871	29.816	41.914	51.948	63.739	77.532	94.112
Yıllık değişim	%	-	25%	41%	24%	23%	22%	21%
FAVÖK	mın TL	4.021	5.387	9.380	12.431	16.009	20.008	24.975
FAVÖK Marjı	%	16,8%	18,1%	22,4%	23,9%	25,1%	25,9%	26,5%
Yatırım Harcamaları	mın TL	-	(6.929)	(9.729)	(10.967)	(12.099)	(12.875)	(13.573)
gelirlere oranı	%	0,0%	-23,2%	-23,2%	-21,1%	-19,0%	-16,6%	-14,4%
Vergi Gideri	mın TL	-	(680)	(1.391)	(1.789)	(2.220)	(2.657)	(3.120)
Efektif Vergi Oranı	%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
İşletme Sermayesindeki Değişim	mın TL	-	181	297	247	244	268	276
Teminatlar	mın TL	-	524	993	1.346	1.649	2.079	2.528
Regülasyon Varlık Tabanı (RAB) Geri Ödemesi	mın TL	-	-	-	-	-	-	-
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FCFF)	mın TL	4.021	(1.516)	(450)	1.268	3.583	6.902	11.086
İskonto Faktörü	#	0,00	0,91	0,74	0,62	0,53	0,46	0,40
İskontolu FCFF	mın TL	-	(1.387)	(333)	786	1.895	3.173	4.429

ENERY - İndirgenmiş Nakit Akımı	Birim	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Gelirler	mın TL	113.194	139.356	107.381	119.460	84.966	39.916	33.734
Yıllık değişim	%	20%	23%	-23%	11%	-29%	-53%	-15%
FAVÖK	mın TL	29.598	38.586	30.036	34.505	27.296	7.919	7.867
FAVÖK Marjı	%	26,1%	27,7%	28,0%	28,9%	32,1%	19,8%	23,3%
Yatırım Harcamaları	mın TL	(14.378)	(14.631)	(10.978)	(10.993)	(7.872)	(3.075)	(2.306)
gelirlere oranı	%	-12,7%	-10,5%	-10,2%	-9,2%	-9,3%	-7,7%	-6,8%
Vergi Gideri	mın TL	(3.183)	(3.632)	(3.012)	(3.272)	(2.341)	(643)	(499)
Efektif Vergi Oranı	%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
İşletme Sermayesindeki Değişim	mın TL	368	417	692	652	553	401	304
Teminatlar	mın TL	2.983	3.670	2.807	3.002	2.164	996	954
Regülasyon Varlık Tabanı (RAB) Geri Ödemesi	mın TL	-	27.989	12.618	14.362	81.441	-	27.604
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FCFF)	mın TL	15.389	52.399	32.164	38.256	101.242	5.598	33.923
İskonto Faktörü	#	0,35	0,30	0,26	0,23	0,20	0,17	0,15
İskontolu FCFF	mın TL	5.344	15.818	8.440	8.725	20.063	964	5.079

Değer Özeti	Birim	Tutar
İşletme Değeri	mın TL	72.998
Net Nakit (Haziran 2026) (+)	mın TL	4.940
Azınlık Payları (Haziran 2026) (-)	mın TL	15.219
Özkaynak Değeri	mın TL	62.720

Kaynak: Şirket Verileri

Not: Regüle Varlık Tabanı geri ödemesi, illerin lisans bitiş tarihleri esas alınarak hesaplanmıştır.

v.c) Değerleme – Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik A.Ş.

Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik'in Yalova ve Çorlu faaliyetlerini İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemiyle değerledik. İNA modellerimizde projeksiyon dönemini ilgili dağıtım lisanslarının sona erme tarihlerine kadar uzattık. Lisans sürelerinin bu tarihler sonrasında uzatılacağına ilişkin herhangi bir varsayım yapmazken, düzenleyici çerçeve doğrultusunda lisans süresi sonunda varlık tabanının geri ödenmesini de tahminlerimize dahil ettik.

Yukarıda detaylandırılan tahminler doğrultusunda Büyük Marmara için 12.775 milyon TL firma değeri hesaplıyoruz. Haziran 2026 itibarıyla 3.921 milyon TL seviyesindeki net borcun düşülmesiyle **8.854 milyon TL özsermaye değerine** ulaşıyoruz.

Büyük Marmara İndirgenmiş Nakit Akışı

Büyük Marmara - İNA	birim	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Gelirler	TLmn	6,343	8,441	10,961	13,374	15,841	18,360	21,053	24,001	27,516	31,542
yılılık değişim	%		33%	30%	22%	18%	16%	15%	14%	15%	15%
FAVÖK	TL mn	566	751	1,358	1,693	2,047	2,418	2,830	3,182	3,794	4,424
FAVÖK Marjı	%	8.9%	8.9%	12.4%	12.7%	12.9%	13.2%	13.4%	13.3%	13.8%	14.0%
Yatırım Harcaması	TL mn	(1,429)	(985)	(1,014)	(1,214)	(1,412)	(1,606)	(1,807)	(1,900)	(2,137)	(2,405)
satışlara oranı	%	-22.5%	-11.7%	-9.3%	-9.1%	-8.9%	-8.7%	-8.6%	-7.9%	-7.8%	-7.6%
Vergi	TL mn	(105)	(142)	(285)	(357)	(431)	(507)	(591)	(657)	(784)	(912)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	TL mn	108	114	137	131	134	137	147	160	191	219
Güvence Bedelleri	TL mn	252	(217)	74	92	111	130	152	176	206	239
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FCFF)	TL mn	(51)	(479)	271	345	449	572	731	962	1,268	1,566
İskonto Faktörü	#	0.00	0.91	0.74	0.62	0.53	0.46	0.40	0.35	0.30	0.26
İskontolanmış FCFF	TL mn	-	(438)	201	214	237	263	292	334	383	411

Büyük Marmara - İNA	birim	2035F	2036F	2037F	2038F	2039F	2040F	2041F	2042F	2043F	2044F
Gelirler	TLmn	36,157	41,333	46,670	53,349	61,050	69,904	80,089	89,899	103,116	118,307
yılılık değişim	%	15%	14%	13%	14%	14%	15%	15%	12%	15%	15%
FAVÖK	TL mn	5,156	5,960	6,354	7,342	8,499	9,948	11,539	11,673	13,587	15,834
FAVÖK Marjı	%	14.3%	14.4%	13.6%	13.8%	13.9%	14.2%	14.4%	13.0%	13.2%	13.4%
Yatırım Harcaması	TL mn	(2,705)	(3,043)	(3,303)	(3,716)	(4,180)	(4,702)	(5,290)	(5,671)	(6,289)	(7,075)
satışlara oranı	%	-7.5%	-7.4%	-7.1%	-7.0%	-6.8%	-6.7%	-6.6%	-6.3%	-6.1%	-6.0%
Vergi	TL mn	(1,059)	(1,218)	(1,268)	(1,457)	(1,677)	(1,955)	(2,251)	(2,166)	(2,502)	(2,887)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	TL mn	251	281	290	362	418	481	553	533	718	826
Güvence Bedelleri	TL mn	279	324	378	440	512	596	694	807	940	1,094
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FCFF)	TL mn	1,921	2,303	2,450	2,971	3,573	4,367	5,245	5,176	6,455	7,793
İskonto Faktörü	#	0.23	0.20	0.17	0.15	0.13	0.11	0.10	0.09	0.07	0.06
İskontolanmış FCFF	TL mn	438	456	422	445	465	494	516	442	479	503

Büyük Marmara - İNA	birim	2045F	2046F	2047F	2048F	2049F	2050F	2051F	2052F	2053F	2054F
Gelirler	TLmn	135,778	155,608	174,206	199,218	227,970	261,118	299,523	339,562	392,622	236,856
yılılık değişim	%	15%	15%	12%	14%	14%	15%	15%	13%	16%	-40%
FAVÖK	TL mn	18,479	21,494	21,403	24,914	29,123	34,244	40,628	44,451	55,575	44,112
FAVÖK Marjı	%	13.6%	13.8%	12.3%	12.5%	12.8%	13.1%	13.6%	13.1%	14.2%	18.6%
Yatırım Harcaması	TL mn	(7,959)	(8,954)	(10,103)	(11,007)	(12,383)	(13,931)	(15,673)	(16,717)	(18,807)	(10,579)
satışlara oranı	%	-5.9%	-5.8%	-5.8%	-5.5%	-5.4%	-5.3%	-5.2%	-4.9%	-4.8%	-4.5%
Vergi	TL mn	(3,327)	(3,801)	(3,417)	(3,836)	(4,269)	(4,679)	(4,969)	(3,835)	(1,634)	(1,494)
Etketif Vergi Oranı	%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	TL mn	950	1,078	1,010	1,362	1,567	1,807	2,095	2,182	2,902	(1,851)
Güvence Bedelleri	TL mn	1,196	1,392	1,307	1,513	1,751	2,027	2,346	2,716	3,144	2,619
RAB Geri Ödemesi	TL mn	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19,233
Firmaya Serbest Nakit Akımı (FCFF)	TL mn	9,338	11,209	10,200	12,945	15,788	19,468	24,428	28,798	41,180	52,040
İskonto Faktörü	#	0.06	0.05	0.04	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
İskontolanmış FCFF	TL mn	524	546	432	477	505	542	591	605	752	896

Büyük Marmara - FD	TL mn	12,775
Net Borç (Haz'26)	TL mn	3,921
Büyük Marmara - Özsermaye Değeri	TL mn	8,854

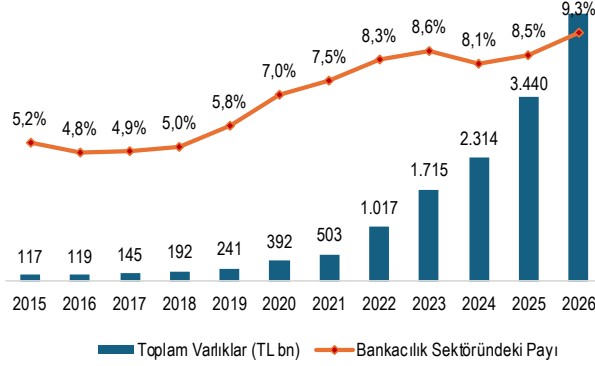
Kaynak: Şirket Verisi

Segment Analizi: Katılım Bankacılığı

i) Türkiye’de Katılım Bankacılığı Sektörüne Genel Bakış

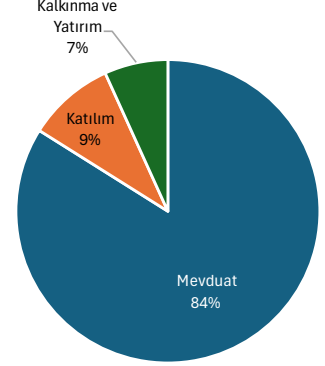
Türkiye’de katılım bankacılığı son yıllarda güçlü bir büyüme ivmesi kaydederek genel bankacılık sektörünün üzerinde performans gösterdi. Bu güçlü büyümenin etkisiyle katılım bankalarının toplam bankacılık sektörü aktifleri içindeki payı 2015’te %5,2 seviyesinden Temmuz 2026’da %9,3’e yükseldi. Aynı dönemde katılım bankalarının kullandırılan fonlar (finansman/kredi) içindeki payı da %4,8’den %8,1’e çıktı.

Katılım Bankacılığı – Toplam Varlıklar ve Sektördeki Payı



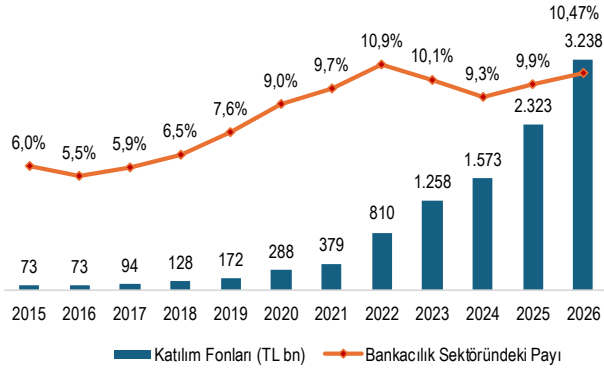
Kaynak: BDDK

Toplam Varlıkların Dağılımı



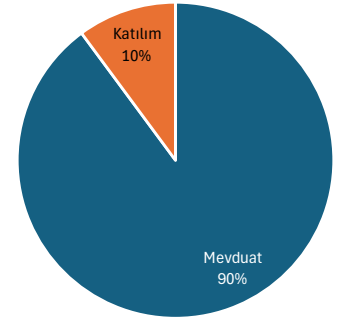
Kaynak: BDDK

Katılım Bankaları – Katılım Fonları ve Sektördeki Payı



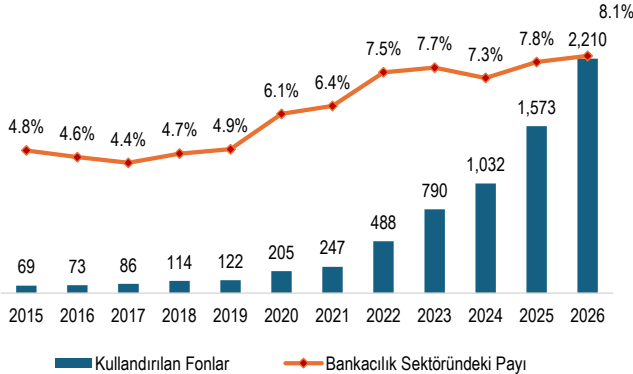
Kaynak: BDDK

Katılım Fonlarının Dağılımı



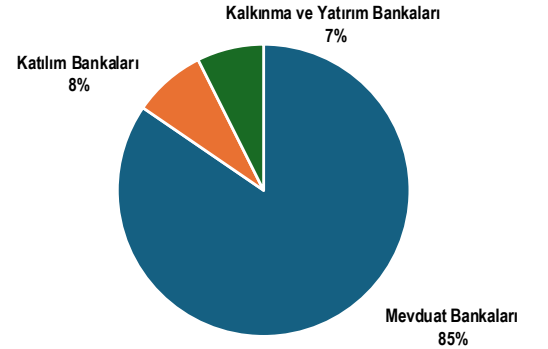
Kaynak: BDDK

Katılım Bankaları – Kullandırılan Fonlar ve Sektördeki Payı



Kaynak: BDDK

Kullandırılan Fonların Dağılımı



Kaynak: BDDK

ii) Dünya Katılım Bankası'nın Hızla Büyüyen Katılım Bankacılığı Sektöründeki Konumu

ii.a) Kuruluş Süreci:

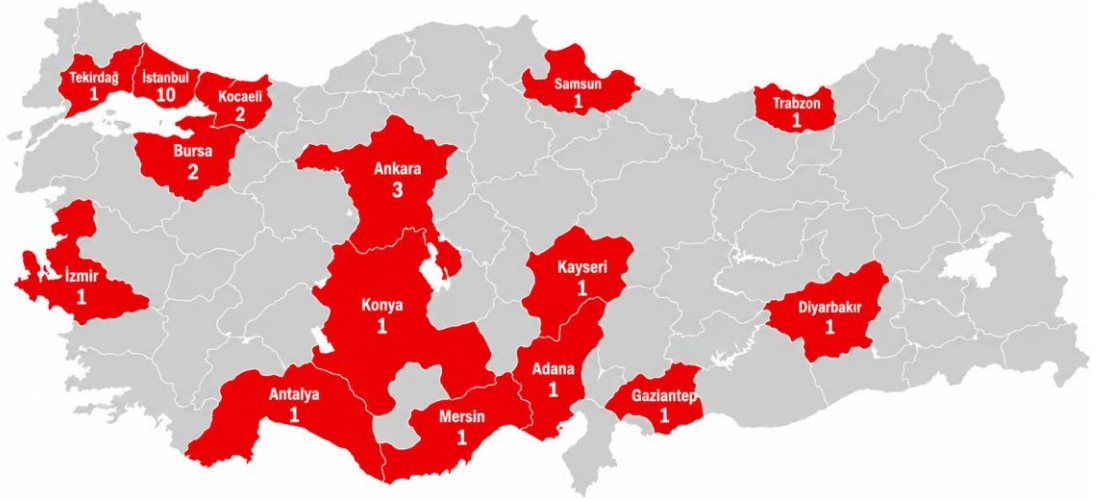
AHL Ahlatıcı Finansal Yönetim A.Ş., Ağustos 2023'te Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu ("TMSF") tarafından düzenlenen ihale kapsamında Adabank A.Ş.'nin ("Adabank") %99,94'ünü satın aldı. Adabank'ın bankacılık lisansı için 215 milyon TL ödendi. Satın alma işleminin ardından Adabank'ın bankacılık lisansı "Katılım Bankası" olarak yeniden sınıflandırıldı. Dünya Katılım Bankası, bugün itibarıyla %100 yerli sermayeye sahip ilk özel katılım bankası konumunda bulunuyor.

ii.b) İş Modeli:

2024'ün ilk yarısında Ahlatıcı Holding, Dünya Katılım Bankası'nın %99,94'üne sahip olan AHL Finansal Yönetim'e 6,0 milyar TL sermaye aktardı. Bu işlemin ardından Banka Mayıs 2024'te faaliyetlerine başladı. Dünya Katılım Bankası bugün 7.273 milyon TL ödenmiş sermaye ile faaliyet gösteriyor.

Eylül 2026 itibarıyla Banka, 28 fiziksel şube ve 601 çalışanıyla faaliyetlerini sürdürüyor. Şubeleşme stratejisi, Türkiye GSYH'sinin %80'inden fazlasını oluşturan şehirlerde şube ağını genişleterek güçlü bir bireysel ve ticari bankacılık ağı oluşturmayı hedefliyor. Bu yapı, Banka'nın geniş ve çeşitlendirilmiş bir müşteri tabanına erişmesini destekliyor.

Dünya Katılım Bankası'nın Türkiye Genelindeki Şubeleri



Kaynak: Şirket Verileri

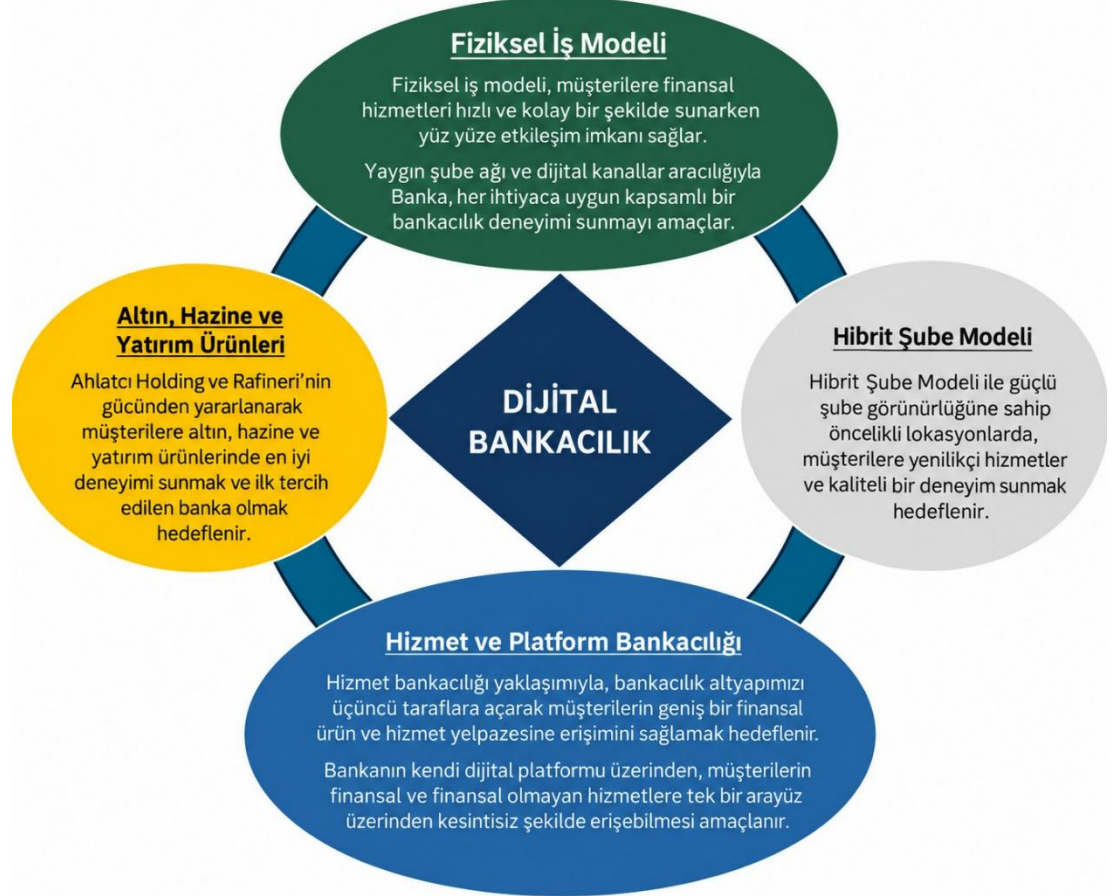
Dünya Katılım Bankası, fiziksel ve dijital bankacılık hizmetlerini bir araya getiren "fijital" iş modeliyle faaliyet gösteriyor. Banka, stratejik noktalarda açtığı fiziksel şubeler aracılığıyla müşterilerine yenilikçi hizmet ve deneyim sunarken, geliştirdiği dijital platform üzerinden finansal ve finansal olmayan hizmetlere tek bir platformdan erişim imkânı sağlamayı hedefliyor. Buna ek olarak hizmet bankacılığı modeliyle kendi bankacılık altyapısını diğer şirketlerin kullanımına açarak müşterilerin finansal ürün ve hizmetlere erişimini genişletmeyi amaçlıyor.

Pazar Konumlandırması: Banka'nın pazar konumlandırma stratejisi, hizmet bankacılığı ve platform bankacılığı modelleri üzerinden daha geniş ve çeşitlendirilmiş bir müşteri tabanına ulaşmaya odaklanıyor. Fiziksel ve dijital kanalları bir araya getiren fijital yaklaşım, müşteri odaklılığı faaliyetlerin merkezine yerleştirirken müşteri etkileşimini ve hizmet kalitesini artırmayı amaçlıyor. Banka'nın çevik

organizasyon yapısı da piyasa dinamiklerine hızlı uyum sağlamasını destekleyerek gelişen bankacılık sektöründeki rekabetçi konumunu güçlendiriyor.

Hedef Müşteri Kitleleri: Banka; hazine ve yatırım ürünlerini aktif olarak kullanan nitelikli müşterilerin yanı sıra üretim ve ihracat odaklı KOBİ'leri hedefliyor. Ayrıca hizmet bankacılığı ve platform bankacılığı ekosistemlerinde faaliyet gösteren müşterilere de odaklanıyor.

Dünya Katılım Bankası – Pazar Konumlandırması ve İş Modeli



Kaynak: Şirket Verileri

Ahlatıcı Holding'in banka satın alımındaki temel motivasyonlarından biri, Türkiye'de penetrasyonu düşük olan altın bazlı katılım bankacılığı pazarına girmek ve hızlı büyüyen Türkiye ekonomisine doğrudan maruziyet sağlamaktır. Temmuz 2026 itibarıyla altın mevduatlarının Türkiye'deki toplam mevduatlar içindeki payının yalnızca yaklaşık %14 seviyesinde bulunması, bu alanda önemli bir büyüme potansiyeline işaret ediyor. Ahlatıcı'nın güçlü ve güvenilir marka değerinden yararlanmayı hedefleyen Grup, Türkiye'de yaklaşık 6.170 ton, diğer bir ifadeyle yaklaşık 550 milyar USD büyüklüğünde olduğu tahmin edilen yastık altı altının cazip getiriler sunularak finansal sisteme kazandırılmasını amaçlıyor.

Altın bazlı katılım bankacılığı modelinde, müşterilerden fiziki olarak toplanan altınlar, önceden belirlenen getiri koşullarıyla altın perakendecilerine veya kuyumculara finansman olarak kullanılıyor. Dünya Katılım Bankası tarafından sağlanan altın finansmanının vadesi sonunda, finansmanı kullanan taraf anapara ve getiri tutarını fiziki altın olarak geri ödüyor. Banka'nın söz konusu altın finansmanlarından elde ettiği getiri hâlihazırda yaklaşık %8 seviyesinde bulunuyor.

Dünya Katılım Bankası'nın altın katılım modelinde, altın finansmanından elde edilen getiri önceden belirlenen kâr paylaşım oranı doğrultusunda altın mevduat sahibiyle paylaşılıyor. Kâr paylaşımının ardından mevduat sahibi, altın bazında yaklaşık %2,0–2,5 getiri elde ediyor. Yastık altında tutulan altının herhangi bir getiri sağlamadığı dikkate alındığında, bu model altın sahipleri açısından cazip bir getiri imkânı sunuyor. Altın finansmanlarının toplam finansmanlar içindeki payı da kademeli olarak artarak yaklaşık %10 seviyesine ulaştı.

Dünya Katılım Bankası İş Modeli (Altın Katılım Bankacılığı)



Kaynak: Şirket Verileri

Dünya Katılım Bankası İş Modeli (Altın Katılım Bankacılığı)



Kaynak: Şirket Verileri

Ahlatıcı Holding'in döviz ve altın piyasalarındaki güçlü konumu, Dünya Katılım Bankası'nın müşterilerine rekabetçi döviz ve altın alım-satım makasları sunmasını destekliyor. Bu yapı, Banka'nın güçlü kambiyo gelirleri yaratmasının önünü açarken, diğer bankalara kıyasla önemli bir farklılaşma unsuru oluşturuyor.

Buna ek olarak, Grup'un yaklaşık 3 milyon mevcut doğal gaz abonesinin, doğal gaz faturalarının Banka üzerinden ödenmesinin teşvik edilmesi yoluyla Dünya Katılım Bankası ekosistemine dahil edilmesinin önemli grup içi sinerji yaratmasını bekliyoruz. Dünya Katılım Bankası'nın, grup içi sinerjilerden yararlanması ve penetrasyonu düşük altın katılım bankacılığı faaliyetlerindeki büyüme potansiyelini değerlendirmesi sayesinde, farklılaşan ürün ve hizmet yapısıyla benzerlerine kıyasla daha yüksek büyüme sergilemesini bekliyoruz. Banka, tamamlayıcı hizmetler sunarak ve gerekli

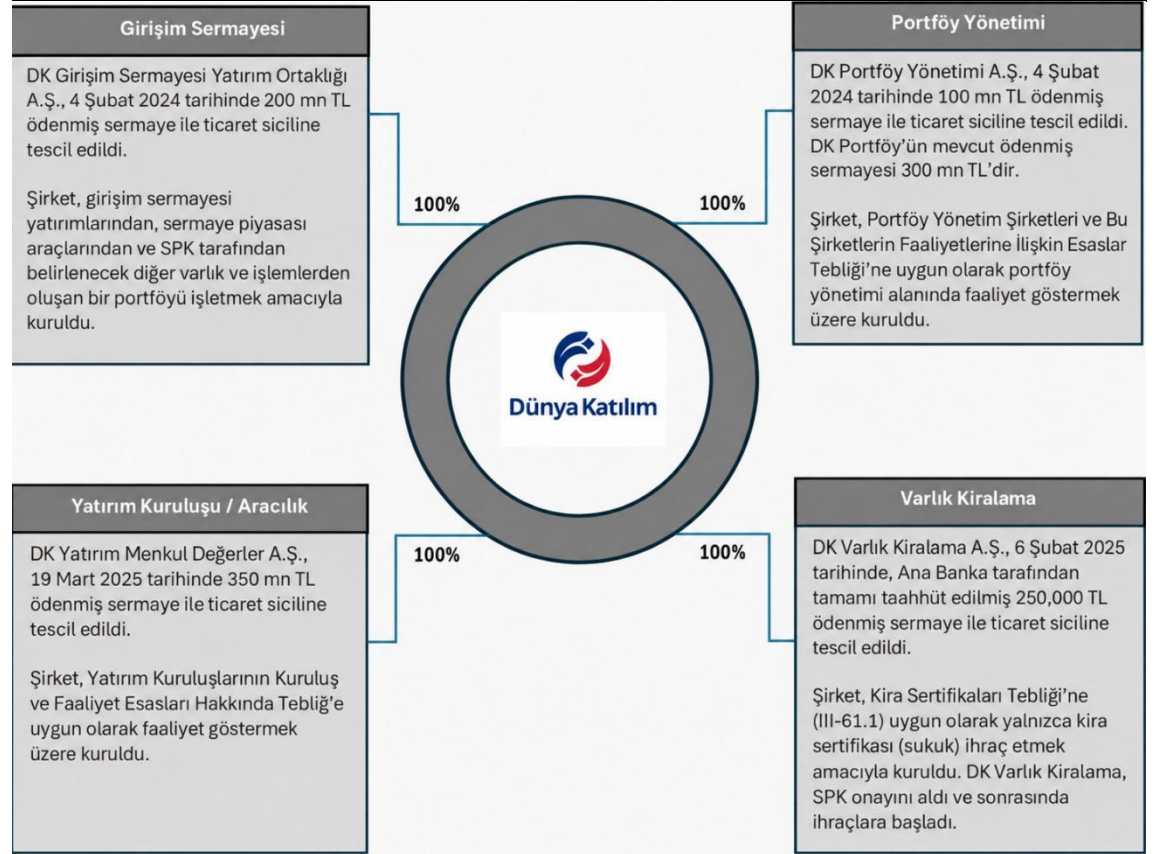
altyapı yatırımlarını tamamlayarak 2–3 yıl içinde Grup'un doğal gaz abonelerinin tamamına ulaşmayı ve bu müşteri tabanındaki penetrasyonunu artırmayı hedefliyor. Bu doğrultuda Dünya Katılım Bankası, Ahlatıcı Holding'in paydaşlarıyla sahip olduğu güçlü ilişkilerden de faydalanacak.

ii.c) Bağlı Ortaklıklar

Dünya Katılım Bankası, geleneksel katılım bankacılığının ötesine geçen; portföy yönetimi, girişim sermayesi yatırımları, aracılık hizmetleri ve varlık kiralama faaliyetlerini de kapsayan entegre bir finansal platform oluşturmayı hedefliyor. Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK"), DK Portföy Yönetimi A.Ş.'nin kuruluşuna onay verirken, şirket yakın dönemde faaliyet iznini de aldı. DK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. için ise kuruluş izni 27 Şubat 2025 tarihinde verildi ve şirket hâlihazırda faaliyet iznini bekliyor.

Bu aşamada söz konusu bağlı ortaklıkların Dünya Katılım Bankası'nın konsolide finansallarına katkısı sınırlı seviyede bulunuyor. Ancak tahminlerimize göre iştiraklerin vergi öncesi kâr katkısının 2030 yılı itibarıyla yaklaşık 700 milyon TL'ye ulaşmasını ve bu tutarın Banka'nın aynı dönemdeki konsolide vergi öncesi kârının yaklaşık %4,2'sini oluşturmasını bekliyoruz.

Bağlı Ortaklıklar



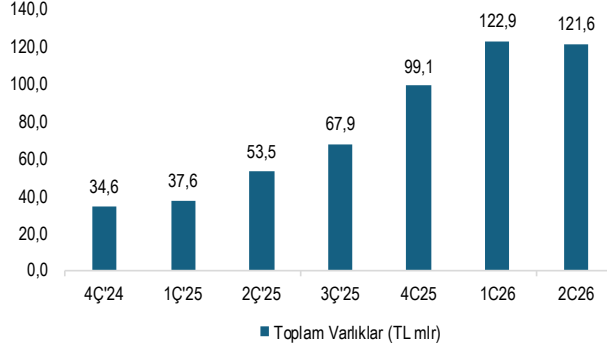
Kaynak: Şirket Verileri

iii) Dünya Katılım Bankası Operasyonel ve Finansal Performansı

Dünya Katılım Bankası yeni kurulmuş bir banka olmasına rağmen, 2024 yılında faaliyetlerine başlamasının ardından kısa sürede güçlü bir büyüme ivmesi yakaladı. Banka'nın hızlı büyümesinde ortaklar tarafından gerçekleştirilen güçlü sermaye artışı ve iddialı büyüme stratejisi etkili olurken, TCMB'nin sıkı para politikası duruşuna rağmen bilanço büyümesi sürdü. Enflasyonla mücadele kapsamında uygulanan düzenlemeler, özellikle kredi büyümesine yönelik sınırlamalar, net kâr artışını sınırlarken Banka'nın beklenen operasyonel kaldıraç etkisini tam olarak ortaya koymasını engelledi.

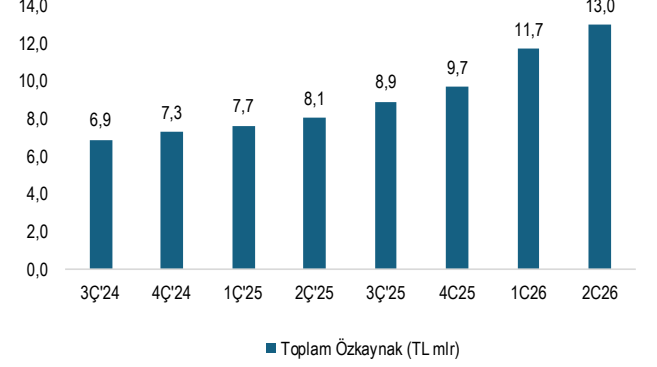
Buna karşın Haziran 2026 itibarıyla toplam aktifler 121,6 milyar TL'ye, toplam özkaynaklar ise 13,0 milyar TL'ye ulaştı. Banka'nın net kâr payı geliri 2026'nın ilk yarısında yıllık bazda üç katına çıkarak 5,4 milyar TL'ye yükselirken, net kâr yıllık bazda 4,3 kat artarak 3,2 milyar TL'ye ulaştı.

Dünya Katılım Bankası Toplam Varlıklar



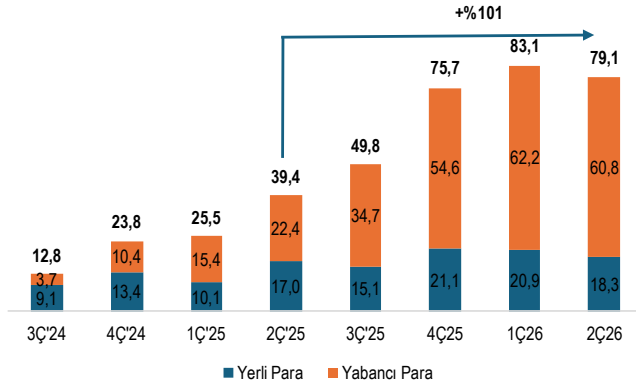
Kaynak: Şirket Verileri & Kamuyu Aydınlatma Platformu

Dünya Katılım Bankası Toplam Özkaynaklar



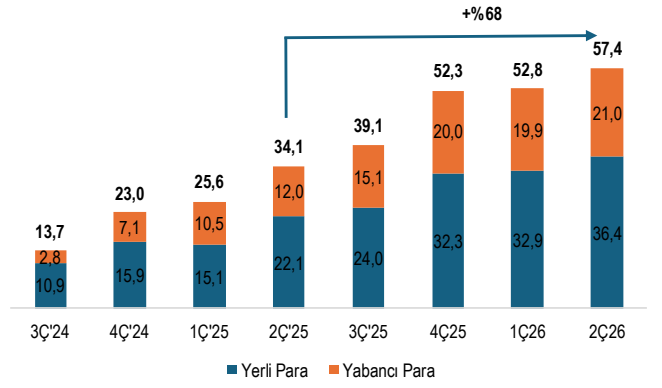
Kaynak: Şirket Verileri & Kamuyu Aydınlatma Platformu

Toplam Katılım Fonlarının Gelişimi (TL mlr)



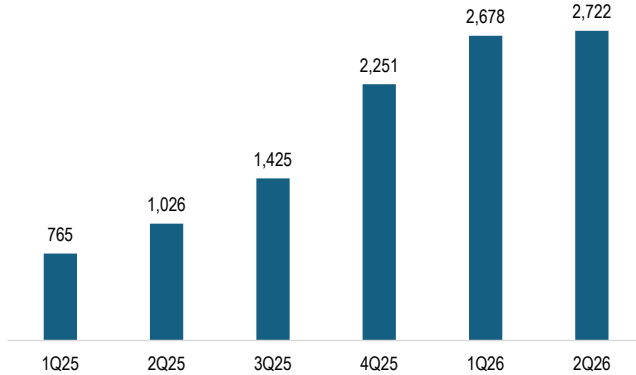
Kaynak: Şirket Verileri & Kamuyu Aydınlatma Platformu

Toplam Katılım Kredilerinin Gelişimi (TL mlr)



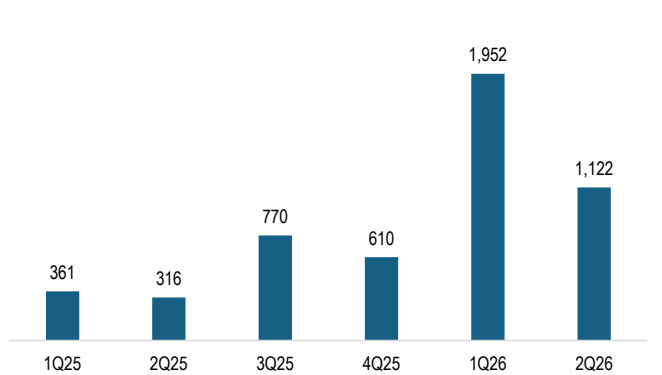
Kaynak: Şirket Verileri & Kamuyu Aydınlatma Platformu

Net Kâr Payı Geliri (TL mn)



Kaynak: Şirket Verileri & Kamuyu Aydınlatma Platformu

Net Kar (TL mn)



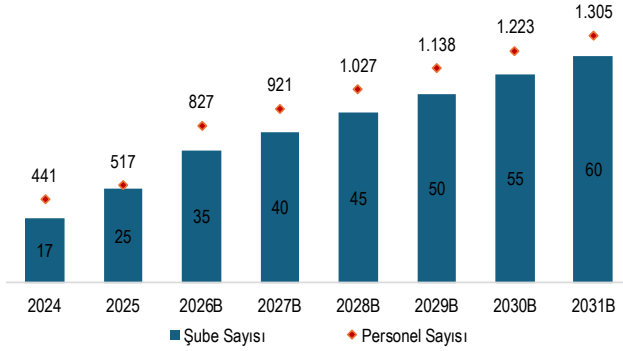
Kaynak: Şirket Verileri & Kamuyu Aydınlatma Platformu

iii) Dünya Katılım Bankası Operasyonel ve Finansal Tahminleri

Dünya Katılım Bankası'nın şube ağıнын 2026 yıl sonunda 35'e, projeksiyon dönemimizin sonu olan 2031 itibarıyla ise 60'a ulaşmasını bekliyoruz. Çalışan sayısının da 2026 yıl sonunda 827'ye, 2031'de ise 1.305'e yükselmesini öngörüyoruz.

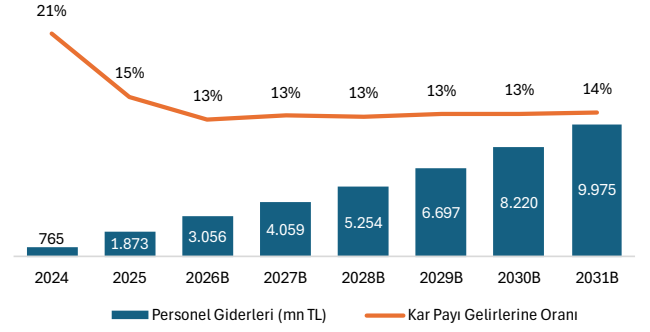
2025 yıl sonunda 1.873 milyon TL seviyesinde bulunan personel giderleri, toplam kâr payı gelirinin yaklaşık %15'ini oluşturdu. Banka'nın hızlı büyüme eğilimi ve artan operasyonel kaldıraç etkisinin desteğiyle bu oranın 2026'da %13'e gerilemesini, 2031'e kadar ise kademeli olarak %13–14 bandında dengelenmesini bekliyoruz.

Şube ve Personel Sayısı



Kaynak: Şirket Verileri & PhillipCapital Araştırma Tahminleri

Personel Giderleri (mn TL)



Kaynak: Şirket Verileri & PhillipCapital Araştırma Tahminleri

Katılım fonlarındaki hızlı büyümenin ve bu fonların giderek daha yüksek oranda finansman kullandırmalarına yönlendirilmesinin etkisiyle, yılın ilk yarısında finansman kullandırmalarından elde edilen kâr payı gelirlerinde görülen güçlü performansın önümüzdeki yıllarda da devam etmesini bekliyoruz. TCMB'nin enflasyonu kontrol altına almaya yönelik politikalarının sonuç vermeye başlamasıyla birlikte büyümeye yönelik kısıtlamaların kaldırılacağını öngörüyoruz. Bu doğrultuda, finansmanlardan elde edilen kâr payı gelirlerinin 2024–2031 döneminde yıllık bileşik %56 büyümesini bekliyoruz.

Buna ek olarak, artan müşteri tabanı, müşteriler arasındaki döviz işlemi penetrasyonunun yükselmesi ve Grup'un döviz işlemlerinin bir bölümünü Dünya Katılım Bankası üzerinden gerçekleştirme planının desteğiyle, kambiyo gelirlerinin 2026'dan itibaren Banka'nın konsolide kârlılığına anlamlı katkı sağlamasını öngörüyoruz. Grup kaynaklı işlemlerin toplam kambiyo gelirlerinin yaklaşık %28'ini oluşturmasını, kambiyo gelirlerinin konsolide net kâra katkısının ise projeksiyon dönemi boyunca %8–9 bandında seyretmesini bekliyoruz.

Dünya Katılım Bankası - Kar Zarar Tablosu	birim	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Kar Payı Gelirleri									
Fon Kullandırım Kar Payı Geliri	mn TL	2.995	10.645	21.773	28.021	36.639	45.798	55.823	67.124
Kredilerden Alınan Kar Payları	mn TL	2.995	10.645	21.773	28.021	36.639	45.798	55.823	67.124
Diğer Kar Payı Geliri	mn TL	667	1.845	1.891	2.616	3.381	4.274	5.338	6.448
Toplam Kar Payı Gelirleri	mn TL	3.662	12.490	23.665	30.636	40.020	50.072	61.161	73.572
yıllık değişim (%)	%		241%	102%	29%	31%	25%	22%	20%
Kar Payı Giderleri									
Toplam Kar Payı Giderleri	mn TL	(2.059)	(6.753)	(16.438)	(21.204)	(28.199)	(35.903)	(43.962)	(53.024)
Net Kar Payı Gelir / (Gideri)	mn TL	1.603	5.737	7.226	9.432	11.821	14.169	17.200	20.548
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Giderleri									
Net Ücret ve Komisyon Gelirleri / Giderleri	mn TL	189	741	1.060	1.413	1.945	2.472	3.011	3.534
Ticari Kar / Zarar									
Sermaye Piyasası İşlemler Karı / (Zararı)	mn TL	807	360	405	562	750	937	1.216	1.473
Türev Finansal İşlemlerden Kar / Zarar	mn TL	454	(1.465)	381	375	536	721	748	906
Kambiyo İşlemleri Karı / (Zararı)	mn TL	119	1.317	2.206	2.969	3.644	4.437	5.392	6.438
Ticari Kar / (Zarar) Net	mn TL	1.380	212	2.992	3.905	4.930	6.094	7.357	8.817
Diğer Faaliyet Gelirleri									
Diğer Faaliyet Gelirleri	mn TL	13	344	718	864	994	1.115	1.303	1.458
Faaliyet Brüt Karı	mn TL	3.184	7.034	11.996	15.615	19.690	23.850	28.871	34.357
Beklenen Zarar Karşılıkları Giderleri									
Beklenen Zarar Karşılıkları Giderleri (-)	mn TL	(370)	(672)	(607)	(649)	(767)	(960)	(1.163)	(1.188)
Diğer Karşılık Giderleri									
Diğer Karşılık Giderleri (-)	mn TL	-	(384)	(123)	(200)	(255)	(281)	(315)	(273)
Personel Giderleri									
Toplam Personel Giderleri	mn TL	(765)	(1.873)	(3.056)	(4.059)	(5.254)	(6.697)	(8.220)	(9.975)
Diğer Faaliyet Giderleri									
Toplam Diğer Faaliyet Giderleri	mn TL	(433)	(1.102)	(1.436)	(1.846)	(2.113)	(2.706)	(3.405)	(3.985)
Net Faaliyet Karı / (Zararı)	mn TL	1.616	3.003	7.864	9.732	11.302	13.207	15.768	18.936
İştiraklerden Elde Edilen Karlar									
İştiraklerden Elde Edilen Karlar	mn TL	-	-	146	264	434	611	697	794
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Karşılığı									
Vergi Gideri	mn TL	(263)	(720)	(2.403)	(2.999)	(3.521)	(4.145)	(4.939)	(5.919)
Dönem Net Karı	mn TL	1.354	2.283	5.607	6.997	8.215	9.673	11.525	13.811
yıllık değişim (%)	%		69%	120%	25%	17%	18%	19%	20%
Özkaynaklar	mn TL	7.342	9.699	15.306	22.303	30.518	40.190	51.716	65.526
Özkaynak Getirisi (RoAE)	%		27%	45%	37%	31%	27%	25%	24%

Kaynak: Şirket Verileri

iv) Dünya Katılım Bankası Değerlemesi

Dünya Katılım Bankası'nın net kârını 2031 yılına kadar projekte ettik ve Banka'nın güçlü büyüme potansiyeli göz önüne alındığında uzun vadeli değer yaratımını daha iyi yansıttığını düşündüğümüz **artık özkaynak (Excess Equity) yöntemini** kullandık.

Uzun vadeli %14 enflasyon varsayımımızın hafif üzerinde, %17,5 terminal büyüme oranı kullandık. Bu metodoloji doğrultusunda Dünya Katılım Bankası için **1 yıl ileri özsermaye değerini 35.651 milyon TL** olarak hesaplıyoruz. Bu değer, 1 yıl ileri dönem için öngördüğümüz **20.553 milyon TL özkaynak üzerinden 1,73x PD/DD çarpanına** işaret ediyor.

Banka'nın büyüme görünümü ve benzerlerinden farklılaşan bankacılık ürünleri dikkate alındığında, söz konusu çarpanı ve değerlememizi makul buluyoruz.

Dünya Katılım Bankası Değerlemesi

Dünya Katılım Bankası - Değerleme (Artık Özkaynak Modeli)								
Varsayımlar								
Özkaynak Maliyeti		%20,0						
Terminal Büyüme Oranı		%17,5						
Değerleme Tarihi		2026YE						
Artık Özkaynak Değerleme Modeli (mn TL)								
		2025A	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Kâr	mn TL	-	5.607	6.997	8.215	9.673	11.525	13.811
Başlangıç Özkaynak Değeri	mn TL	9.699	15.306	22.303	30.518	40.190	51.716	65.526
Gerekli Kâr (Özkaynak Maliyeti x Başlangıç Özkaynak)	mn TL	-	3.061	4.461	6.104	8.038	10,343	13.105
Artık Getiri (Kalan Gelir)	mn TL	-	2.546	2.536	2.112	1.635	1.182	705
Dönem (t)	yıl	-	1	2	3	4	5	6
İskonto Faktörü		-	0,833	0,694	0,579	0,482	0,402	0,335
Artık Getirinin Bugünkü Değeri	mn TL	-	2.121	1.761	1.222	788	475	236
Değerleme Özeti								
2027T-2031T Artık Getirilerin Bugünkü Değeri	mn TL	4.483						
Terminal Yıl Artık Getiri (2031T)	mn TL	705						
Terminal Değeri (2031 sonu)	mn TL	33.155						
Terminal Değerinin Bugünkü Değeri	mn TL	11.103						
2026 Yıl Sonu Özkaynak Değeri (Defter Değeri)	mn TL	15.306						
Özkaynak Değeri - 1 Yıl İleriye	mn TL	35.651						
1 Yıl İleriye F/K Çarpanı (İma Edilen)		1,73x						

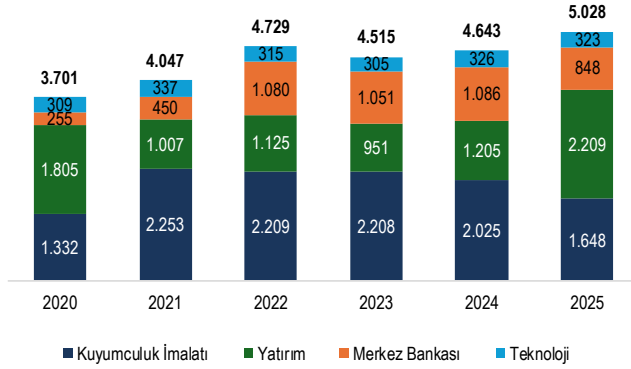
Kaynak: Şirket Verileri

Segment Analizi: Altın Madenciliği

i) Küresel Altın Arz-Talep Dinamikleri ve Altın Fiyatları:

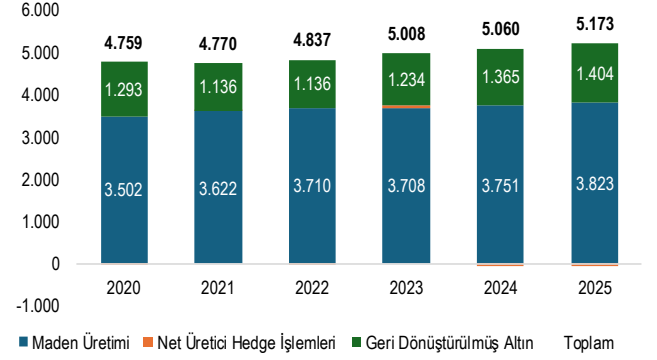
ABD'de artan resesyon olasılığı, devam eden ticaret ve tarife riskleri ile dünyanın farklı bölgelerinde yükselen jeopolitik gerilimler, altına yönelik talebi yapısal olarak artırarak yıl başından bu yana güçlü performansın temel belirleyicileri oldu. Merkez bankalarının güçlü alım iştahına ek olarak, altın ETF'lerine devam eden bireysel ve kurumsal yatırımcı girişleri de altın talebindeki son artışın başlıca kaynakları arasında yer aldı. Toplam altın talebi 2025 yılında, ağırlıklı olarak yatırımlardaki yıllık %83 artışın etkisiyle, yıllık %8 yükselerek 5.028 tona ulaştı.

Küresel Altın Talebinin Kategorilere Göre Dağılımı (ton)



Kaynak: Dünya Altın Konseyi

Küresel Altın Arzının Kategorilere Göre Dağılımı (ton)

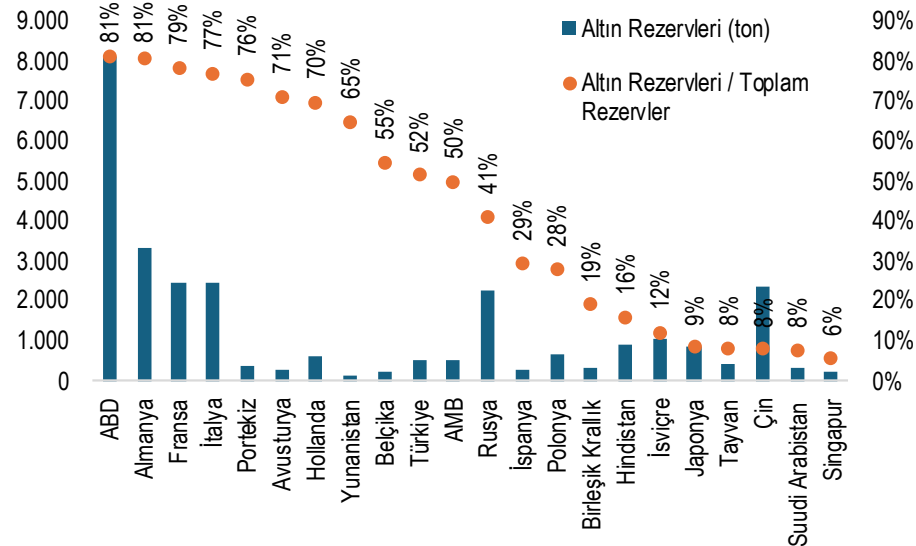


Kaynak: Dünya Altın Konseyi

2024 yıl sonu itibarıyla merkez bankalarının toplam altın rezervi yaklaşık 36.200 tona ulaşırken, bu tutar açıklanan toplam rezervlerin yaklaşık %20'sine karşılık geldi (2023: %15). ABD, Almanya, Fransa ve İtalya'nın toplam altın rezervi 16.400 ton seviyesinde bulunurken, bu dört ülke küresel ölçekte açıklanan altın rezervlerinin yaklaşık yarısını oluşturdu. ABD tek başına toplam altın rezervlerinin yaklaşık %25'ine sahip bulunuyor.

Merkez bankaları 2024 yılında küresel altın talebinin önemli destekleyicilerinden biri olmayı sürdürürken, 2025 yılında talebin ana sürükleyicisi yatırımlar oldu. Yatırım talebinin toplam altın talebi içindeki payı 2024'te %26 seviyesindeyken 2025'te %44'e yükseldi.

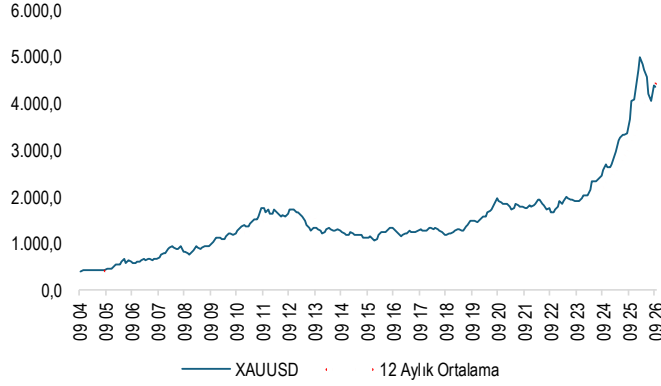
Merkez Bankalarının Altın Rezervleri



Kaynak: Dünya Altın Konseyi

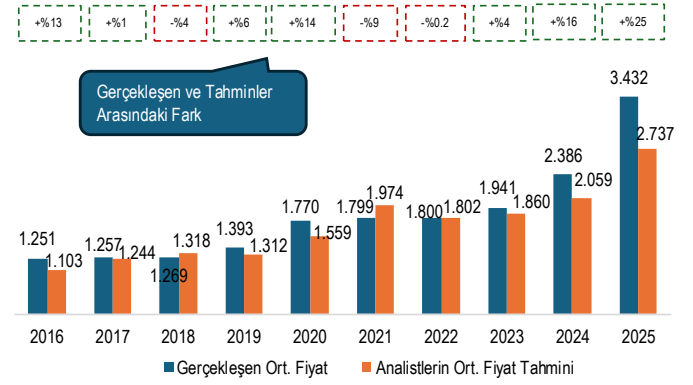
Yukarıda belirtilen faktörlerin etkisiyle altın fiyatları 2022 yıl sonundan bu yana güçlü bir performans sergilerken, 2026 yılında da yükseliş eğilimini sürdürdü. 11 Eylül itibarıyla altın fiyatları ons başına yaklaşık 4.350 USD seviyesinde seyrederken, 2025 yıl sonu seviyesinin hafif üzerinde ve 12 aylık hareketli ortalamaya yakın gerçekleşti.

Altın Fiyatları (\$/ons)



Kaynak: Matriks

Küresel Altın Talebinin Kategorilere Göre Dağılımı (ton)



Kaynak: LBMA

Son on yılda (2015–2024) altın fiyatları, büyük ölçüde öngörülemez jeopolitik ve makroekonomik gelişmelerin yarattığı talep artışının etkisiyle analist tahminlerinin üzerinde gerçekleşti. 2025 yılında artan jeopolitik gerilimler ile devam eden ticaret ve tarife riskleri, altın talebindeki yapısal artışı destekleyerek fiyatları yukarı taşıdı. 2026'ya girerken söz konusu risklerin devam etmesinin yanı sıra merkez bankalarının güçlü altın talebi ve Fed'in kademeli faiz indirimlerine gideceği beklentisinin altın fiyatlarını desteklemeyi sürdürmesini bekliyoruz.

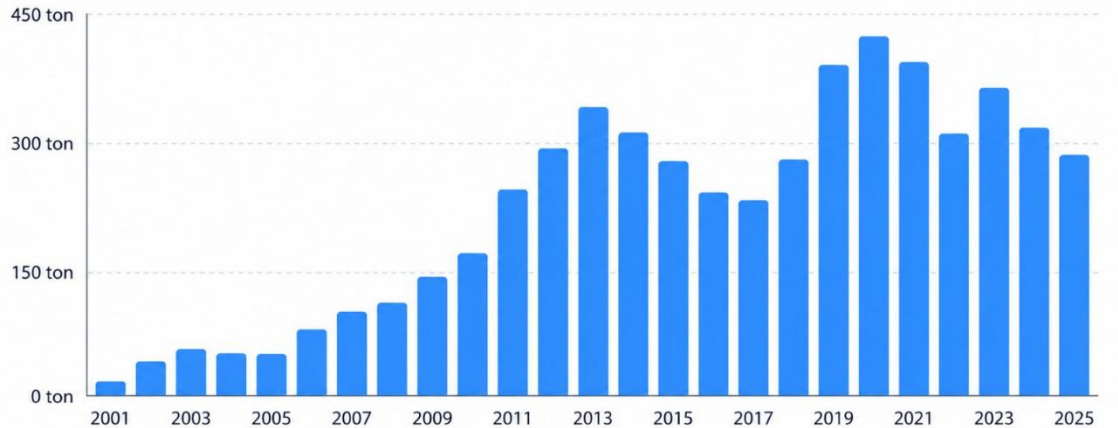
ii) Türkiye'de Altın Sektörüne Genel Bakış

Türkiye'de altın üretimi görece yakın bir dönemde, İzmir'deki Ovacık Altın Madeni'nin 2001 yılında faaliyete geçmesiyle başladı. 2001 yılında 1,4 ton seviyesinde gerçekleşen altın üretimi, ağırlıklı olarak 2010 sonrasında devreye alınan yeni madenlerin katkısıyla 2024 itibarıyla 32,2 tona yükseldi.

Türkiye'de Altın Üretimi (ton)

Türkiye'de Altın Üretimi

Yıllık altın üretimi, 2001–2025



Kaynak: Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, MAPEG, Türkiye Altın Madencileri Derneği

Jeoloji Mühendisleri Odası tarafından yapılan son açıklamaya göre Türkiye'nin toplam altın rezervinin yaklaşık 6.500 ton seviyesinde olduğu, bunun yaklaşık 650 tonluk bölümünün ise çıkarılarak işlendiği tahmin ediliyor. Söz konusu rakamlar Maden Tetkik ve Arama Genel Müdürlüğü'nün ("MTA") resmi açıklamalarına dayanmasa da sektör analizleri ve jeolojik raporlarda yaygın olarak referans gösteriliyor.

Aşağıdaki, MTA tarafından 2019 yılında hazırlanan harita; Türkiye genelindeki faal ve geliştirme aşamasındaki altın yataklarının yanı sıra henüz üretime kazandırılmamış potansiyel altın içeren bölgeleri de gösteriyor.

Türkiye'deki Altın ve Gümüş Maden Haritası (2019)



Kaynak: Maden Tetkik ve Arama Genel Müdürlüğü

Türkiye genelinde hâlihazırda 20 altın madeni faaliyette bulunuyor. Buna ek olarak, 18 proje fizibilite çalışmalarını tamamlayarak izin başvurularını yaptı ve onay süreçleri devam ediyor. Söz konusu projelerin devreye alınmasıyla birlikte Türkiye'nin altın üretiminin daha da artması bekleniyor. Son dönemde madencilik sektöründe gerçekleştirilen düzenleyici ve yasal değişiklikler de altın arama ve üretim faaliyetlerini kolaylaştıran bir unsur oldu.

Türkiye'deki Aktif Altın Maden Sahaları

#	Lokasyon	Maden İşletmecisi	Açılış Tarihi
1	İzmir Ovacık	Koza	2001
2	Manisa - Sart	Pomza	2002
3	Uşak - Kışladağ	Tüprag	2006
4	Gümüşhane - Mastra	Koza	2009
5	İzmir - Çukuralan	Koza	2009
6	Erzincan - Çöpler	Anagold	2010
7	İzmir - Efemçukuru	Tüprag	2011
8	Eskişehir - Kaymaz	Koza	2011
9	Niğde - Bolcardağ	Gümüştaş	2012
10	Gümüşhane - Midi	Yıldız Bakır	2012
11	Kayseri - Himmetdede	Koza	2013
12	Fatsa - Altıntepe	Bahar	2015
13	Sivas - Bakırtepe	Demirexport	2015
14	Konya - İnlice	Esan	2015
15	Balıkesir - Kızıltepe	Senit	2017
16	Çanakkale - Lapseki	Tümad	2018
17	Balıkesir - İvrendi	Tümad	2019
18	Kayseri - Öksüt	Öksüt	2020
19	Balıkesir - Gediktepe	Lidya	2021
20	Bilecik - Söğüt	Gübretaş	2023

Kaynak: Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü (MAPEG)

Türkiye'de Madencilik Sektörünü Destekleyen Güncel Mevzuat Değişiklikleri

Düzenleme / Kanun	Yürürlük Tarihi	Kolaylaştırıcı Etki	Özet
Madencilik ve Enerji Mevzuatındaki Değişiklikler (2025)	24 Temmuz 2025'te yürürlüğe girdi	Daha düşük ruhsat maliyetleri ve daha net uyum yükümlülükleri	Ruhsat bedellerinde %30 indirim getirdi, rehabilitasyon bedelini ruhsat bedelinden ayırdı ve stratejik madencilik projelerine ilişkin yeni hükümler tanımladı.
Madencilik ve Enerji Kanunu Değişiklik Paketi	2025'te Meclis'ten geçti	Daha hızlı izin süreçleri ve kritik minerallere yönelik teşvikler	"Stratejik/kritik mineraller" için hukuki bir çerçeve oluşturdu, hızlandırılmış kamulaştırmaya imkân sağladı ve proje geliştirmeyi hızlandırmak amacıyla rehabilitasyon ve izin süreçlerini daha da netleştirdi.
Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED) Süreci Reformu	2025'te yürürlüğe girdi	Proje başlangıcını hızlandırdı	Önceki "ÇED Gerekli Değildir" belgesi şartı kaldırıldı; böylece şirketlerin onaylı bir ÇED olmadan izin ve ruhsat başvurularını başlatabilmesine olanak tanıdı ve geliştirme takvimleri önemli ölçüde kısaltıldı.
Orman ve Zeytinlik Alanlarda Madencilik İlişkin Değişiklikler	2025'te yürürlüğe girdi	Arama sahalarına erişimi genişletti	Yeni düzenlemeler, belirli orman ve zeytinlik alanlarda madencilik faaliyetlerine izin vererek arazi kullanım izinlerini basitleştirdi ve arama ile geliştirme faaliyetlerinin kapsamını genişletti.

Kaynak: Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü (MAPEG)

iii) Ahlatıcı Altın İşletmeleri

iii.a) Kuruluş Süreci:

Halka açık grup şirketleri üzerinden değer yaratma stratejisi kapsamında ENERY, Ahlatıcı Holding'in altın madenciliği iştiraki Ahlatıcı Altın İşletmeleri'nin %100'ünü 55 milyon TL bedelle satın aldı. Satın alma işlemi öncesinde Ahlatıcı Altın İşletmeleri, Yozgat'ın Sarıkaya ve Boğazlıyan ilçelerinde bulunan yedi altın madeni ruhsatının toplam 10 milyon USD (342 milyon TL) bedelle devralınmasına ilişkin olarak Madalyon Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Madalyon Madencilik") ile devir sözleşmesi imzalamıştı.

Söz konusu ruhsat devri, Maden ve Petrol İşleri Genel Müdürlüğü ("MAPEG") tarafından 8 Kasım 2024 tarihinde onaylandı. Ahlatcı Altın İşletmeleri daha sonra sermayesini 55 milyon TL'den 500 milyon TL'ye artırırken, işlem 17 Ocak 2025 tarihinde tescil edilerek ilan edildi.

Ahlatcı Altın İşletmeleri Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Verileri

iii.b) Altın Madeni Ruhsatlarına Genel Bakış

Yozgat – Sarıkaya (10 ruhsat): MAPEG onayına tabi olan Ahlatcı Altın İşletmeleri satın alımının tamamlanmasının ardından, Tüprag Metal Madencilik'in iştiraki Madalyon Madencilik'e ait Yozgat'taki yedi altın madeni ruhsatı Ahlatcı Altın İşletmeleri'ne devredildi. Tüprag Metal Madencilik ("Tüprag"), Eldorado Gold Corporation'ın %100 bağlı ortaklığı konumunda bulunuyor. Ahlatcı Altın İşletmeleri'nin Yozgat'ta toplam 10 altın madeni ruhsatı bulunuyor. Bunların 5'i Sarıkaya, 2'si Boğazlıyan ve 3'ü Akdağmadeni bölgelerinde yer alıyor.

Balıkesir (1 ruhsat): Ahlatcı Altın İşletmeleri, 7 Nisan 2025 tarihinde MAPEG tarafından düzenlenen grup ihalesine katılarak Balıkesir'de bulunan bir IV. Grup maden ruhsatı sahası için en yüksek teklifi verdi ve ihaleyi kazandı.

Balıkesir (1 rödovans bazlı ruhsat): Ahlatcı Altın İşletmeleri, 24 Haziran 2025 tarihinde Eti Maden tarafından Sındırgı altın sahasının aranması ve işletilmesine yönelik düzenlenen ihaleye katıldı ve %30,2 ile en yüksek rödovans oranını teklif ederek ilk sırada yer aldı. İhale şartnamesinde yer alan bilgilere göre yapılan arama çalışmaları sonucunda, ortalama 327,9 ppb Au tenörüne sahip 1,596 milyon tonluk tahmini mineral kaynağı ve yaklaşık 16.826 ons altın (Au) tespit edildi. Spot altın fiyatlarıyla hesaplandığında söz konusu kaynağın toplam değeri yaklaşık 73 milyon USD seviyesinde bulunuyor.

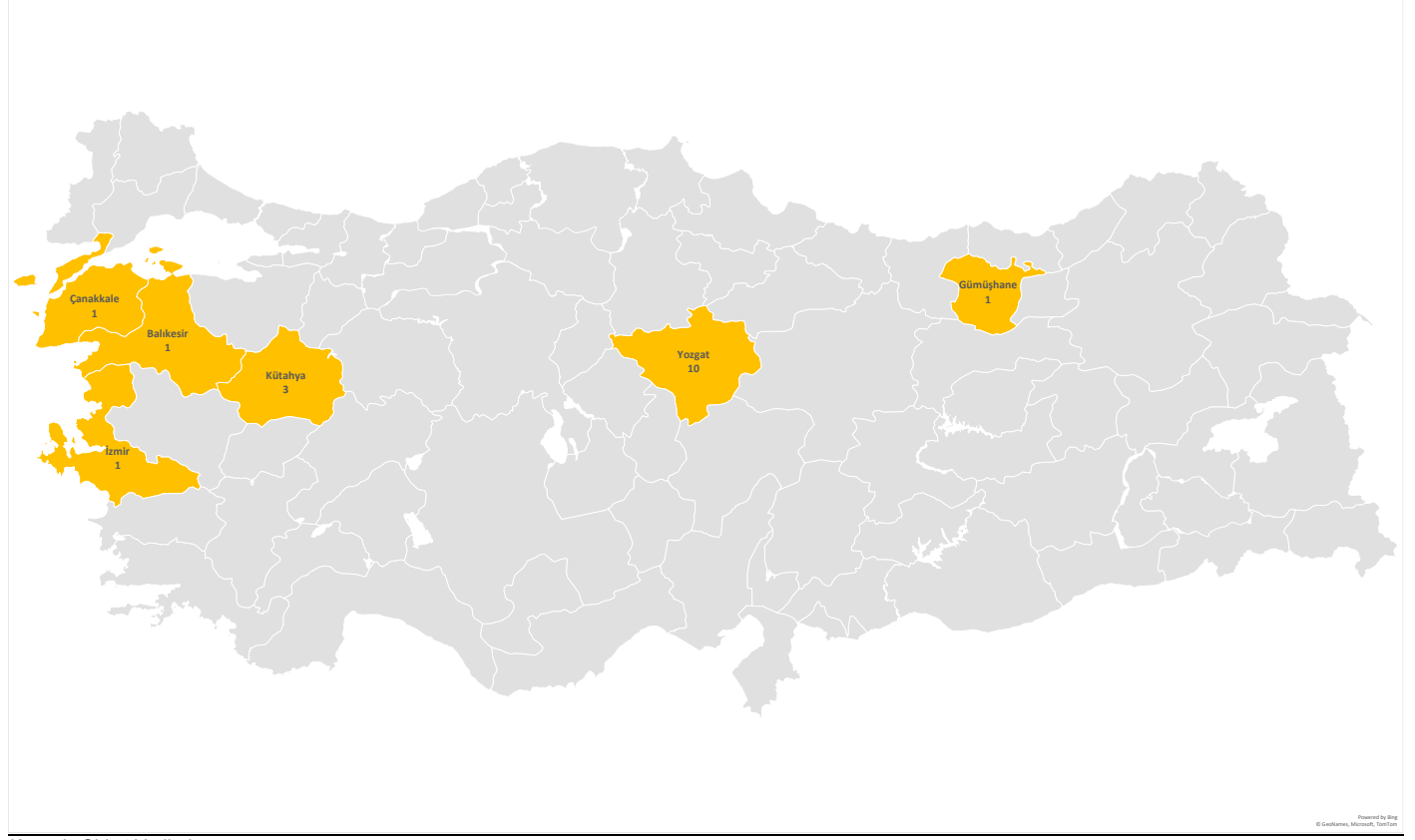
Kütahya (3 ruhsat): Ahlatcı Altın İşletmeleri, 10 Nisan 2025 tarihinde MAPEG'in grup ihalesi kapsamında Kütahya'da bulunan IV. Grup maden ruhsatı sahaları için düzenlenen üç ayrı ihaleye daha katıldı ve üçünü de kazandı. İlgili ruhsatların devir işlemleri 12 Haziran 2025 tarihinde tamamlandı.

Gümüşhane (1 ruhsat): Ahlatcı Altın İşletmeleri satın alımının tamamlanmasının ardından Gümüşhane Çamlıköy'de bulunan bir altın ruhsatı da ENERY'ye devredildi. 15 Ekim 2024 tarihinde Gümüşhane Orman İşletme Müdürlüğü tarafından arama ve maden tesisi izinleri verildi.

İzmir (1 ruhsat): Ahlatcı Altın İşletmeleri, 19 Şubat 2026 tarihinde İzmir'de altın, gümüş ve bakır kapsayan bir IV. Grup maden ruhsatı için MAPEG tarafından düzenlenen ihaleyi 160 milyon TL ile en yüksek teklifi vererek kazandı.

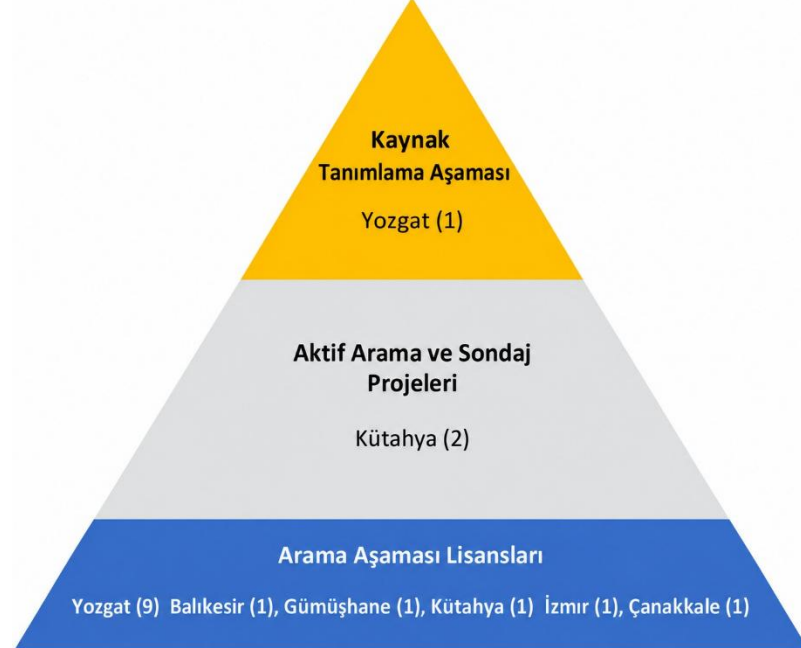
Çanakkale (1 ruhsat): Ahlatcı Altın İşletmeleri, 30 Mart 2026 tarihinde Çanakkale'de altın, gümüş ve bakır kapsayan bir IV. Grup maden ruhsatı için MAPEG tarafından düzenlenen ihaleyi 25 milyon TL ile en yüksek teklifi vererek kazandı.

Ahlatıcı Altın İşletmeleri – Mevcut Altın Madenciliği Ruhsatları



Kaynak: Şirket Verileri

Ahlatıcı Altın İşletmeleri – Mevcut Altın Madenciliği Ruhsatları



Kaynak: Şirket Verileri. Not: Bu tabloda Balıkesir’de sahip olunan royalti bazlı ruhsat gösterilmemektedir.

iii.c) Yozgat Sarıkaya Kaynak Verileri

Arama Sonuçları ve Kaynak Verileri: Enerjya'nın 14 Ağustos 2026 tarihinde yaptığı açıklamaya göre, Ahlatıcı Altın İşletmeleri'ne ait Yozgat Sarıkaya'daki S.201200128 (IV-c Grubu) numaralı maden ruhsat sahasında Mitus Proje A.Ş. tarafından gerçekleştirilen sondaj çalışmaları sonucunda altın kaynağı tespit edildi. Buna göre; i) **Minimum Model (Yüksek Güven Seviyesi)** kapsamında 13,3–18,1 milyon ton cevher potansiyeli, 0,77–0,98 g/ton Au tenörü ve yaklaşık 420–450 bin ons altın içeriği; ii) **Maksimum Model (Genişletilmiş Potansiyel)** kapsamında ise 21,2–41,2 milyon ton cevher potansiyeli, 0,70–0,96 g/ton Au tenörü ve yaklaşık 654–927 bin ons altın içeriği öngörülmüş. UMREK-2023 Kodu'na uygun olarak hazırlanan arama hedefi raporu, Ahlatıcı Altın İşletmeleri'nin Sarıkaya bölgesinde sahip olduğu beş ruhsattan yalnızca birine ilişkin bulguları kapsıyor.

Maden ve İşleme Tesisi Yatırım Planı ile İzin Süreci: Şirket, yeni kaynak tahmininin açıklanmasının ardından henüz resmi bir yol haritası paylaşmadı. Tahminlerimizde, Sarıkaya sahasından çıkarılacak cevherin sahada yeni bir altın işleme tesisi kurulması yerine, çevre illerde atıl kapasitesi bulunan mevcut işleme tesislerine taşınacağını varsayıyoruz. Bu yaklaşımın, sıfırdan kurulacak bir tesis yatırımına kıyasla başlangıç yatırım harcamalarını önemli ölçüde azaltmasını ve daha basit bir düzenleyici süreç sayesinde izin süresini kısaltmasını bekliyoruz. Ayrıca yönetim, Eylül 2025'te düzenlenen analist toplantısında Ahlatıcı Holding iştiraki Çedaş'ın Yozgat'ta lisanslı doğal gaz dağıtıcısı olarak faaliyet göstermesi sayesinde Grup'un bölgeyi yakından tanıdığını belirtti. Bu doğrultuda Şirket, geliştirme aşamasında önemli bir çevresel sorun yaşanmasını beklemiyor.

Üretim Takvimi: Şirket tarafından henüz resmi bir üretim takvimi açıklanmadı. Tahminlerimizde Sarıkaya sahasında pilot ölçekli altın üretiminin 2028 yılında başlamasını öngörüyoruz. Kaynağın beş yıllık dönemde, 2032 yılına kadar tamamen tüketilmesini bekliyoruz. Modelimizde üretim 2028'de başlarken, beş yıllık dönemde toplam yaklaşık 650 bin ons altın üretimi öngörüyoruz.

Faaliyet Maliyetleri ve Proje Fizibilitesi: 2028 yılı için nakit madencilik maliyetini ons başına 821 USD olarak tahmin ediyor ve maden ömrü boyunca bu maliyetin ABD'deki yıllık %2 enflasyon varsayımımız doğrultusunda artacağını öngörüyoruz. Taşıma maliyetini ons başına 71 USD olarak tahmin ederken, bu tutar 2028 yılı için 4.730 USD/ons seviyesindeki ortalama altın fiyatı varsayımımızın yaklaşık %1,5'ine karşılık geliyor. Harici işleme tesisinin işletmecisine ödenecek işleme ücretinin ise ons başına 200–250 USD aralığında gerçekleşmesini bekliyoruz. Bu kalemler birlikte değerlendirildiğinde, 2028 yılı için toplam nakit maliyetin yaklaşık 1.129 USD/ons seviyesinde olacağını hesaplıyoruz. Ayrıca tahminlerimize brüt gelir üzerinden %5 oranında devlet hakkı da dahil ediyoruz.

iii.d) Kütahya Simav Sondaj Çalışmaları

Ahlatıcı Altın İşletmeleri, 25 Ağustos 2025 tarihinde Kütahya'daki 202500390 ve 202500391 numaralı ruhsat sahalarına ilişkin arama ve mühendislik çalışmaları kapsamında sondaj şirketi MITUS ile hizmet sözleşmesi imzaladı. Sözleşme; sondaj ve ÇED izinlerinin alınması, arama sondajlarının yürütülmesi ile nihai kaynak modelinin ve raporunun hazırlanmasını kapsıyor. Kütahya'daki sondaj çalışmaları hâlihazırda devam ederken, rezerv verilerinin 2027'nin ilk yarısında açıklanması bekleniyor. Kütahya Simav'dan gelebilecek herhangi bir katkıyı Ahlatıcı Altın İşletmeleri değerlememize dahil etmedik.

iii.e) Değerleme

Ahlatıcı Altın İşletmeleri değerlememizde yalnızca yakın zamanda açıklanan Yozgat Sarıkaya rezerv verilerini ve S.201200128 (IV-c Grubu) numaralı maden ruhsat sahasının tüketimine ilişkin operasyonel tahminlerimizi dikkate aldık. Ahlatıcı Altın İşletmeleri'nin sahip olduğu diğer maden ruhsatlarına herhangi bir değer atfetmedik.

2026 yılı için ortalama altın fiyatı tahminimizi 4.500 USD/ons, 2027 yılı için ise 4.637 USD/ons olarak belirledik. 2029 yılından itibaren altın fiyatlarının uzun vadeli %2,0 ABD enflasyon varsayımımız doğrultusunda artacağını öngörüyoruz. İNA değerlememiz Ahlatıcı Altın İşletmeleri için toplam **1.077 milyon USD firma değerine** işaret ediyor. Ahlatıcı Altın İşletmeleri'nin bilançosunda nakit veya borç bulunmaması nedeniyle firma değeri ile özsermaye değeri birbirine eşit oluyor.

Ahlatıcı Altın İşletmeleri Değerleme

Ahlatıcı Altın İşletmeleri	Birim	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Yıllık Altın Üretimi	000 ons	–	–	0,0	129,8	129,8	129,8	129,8	129,8
<i>toplam rezervlere oranı</i>	%	–	–	–	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Altın Fiyatı (Yıllık Ortalama)	\$ / ons	3.350	4.500	4.637	4.730	4.825	4.921	5.020	5.120
<i>yıllık değişim</i>	%	–	27,8%	3,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Toplam Gelir	\$ mn	–	–	–	614	626	639	651	664
<i>yıllık değişim</i>	%	–	–	–	n.m.	2%	2%	2%	2%
Madencilik Maliyetleri (ons başına)	\$ / ons	–	–	805	821	838	854	871	889
<i>altın fiyatına oranı</i>	%	–	–	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%
Taşıma Maliyetleri (ons başına)	\$ / ons	–	–	70	71	73	74	76	77
<i>altın fiyatına oranı</i>	%	–	–	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
İşleme Maliyetleri (ons başına)	\$ / ons	–	–	232	236	241	246	251	256
<i>altın fiyatına oranı</i>	%	–	–	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Toplam Nakit Maliyeti (ons başına)	\$ / ons	–	–	1.107	1.129	1.152	1.175	1.198	1.222
<i>altın fiyatına oranı</i>	%	–	–	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%
Toplam Nakit Maliyeti (\$ mn)	\$ mn	–	–	–	147	149	152	155	159
<i>satışlara oranı</i>	%	0%	0%	n.m.	24%	24%	24%	24%	24%
Lisans Ücreti (royalty)	\$ mn	–	–	–	31	31	32	33	33
<i>satışlara oranı</i>	%	–	–	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
FAVÖK (EBITDA)	\$ mn	–	–	–	437	445	454	463	473
<i>FAVÖK Marjı</i>	%	–	–	n.m.	71%	71%	71%	71%	71%
Vergi Gideri	\$ mn	–	–	–	(101)	(104)	(106)	(108)	(110)
<i>Efektif Vergi Oranı</i>	%	–	–	25%	25%	25%	25%	25%	25%
İskonto Oranı	#	–	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
İskontolu Serbest Nakit Akımı	\$ mn	–	–	0	257	234	213	194	177
Ahlatıcı Altın İşletmeleri - İşletme Değeri	\$ mn	1.077							
Net Borç / (Nakit)	\$ mn	–							
Ahlatıcı Altın İşletmeleri - Özkaynak Değeri	\$ mn	1.077							
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Özkaynak Risk Primi	%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x	1,0x
Özkaynak Maliyeti	%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Kümülatif İskontolu AOSM	#	–	1,0	1,1	1,3	1,5	1,6	1,8	2,1
İskonto Oranı	#	–	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5

Kaynak: Şirket Verileri

iii. e.) Altın Madenciliği Stratejisi ve Büyüme Fırsatları:

Ahlatıcı Holding, ENERY ve AHGAZ'ın ana ortağı olarak altın madenciliğine girerek altın değer zincirinin tüm aşamalarında faaliyet göstermeyi ve tam dikey entegrasyon sağlamayı hedefliyor. Holding hâlihazırda altın değer zincirinin üç temel halkasından ikisi olan rafinaj ve perakende dağıtım alanlarında faaliyet gösterirken, altın madenciliğinde de Türkiye'nin önde gelen oyuncularından biri olmayı amaçlıyor.

Ahlatıcı Holding bugün Türkiye genelinde 6.000'in üzerinde kuyumcuya tedarik sağlarken, 300'ün üzerinde ATOM (Altın Tasarruf Modeli) noktası aracılığıyla fiziki altın toplama hizmeti sunuyor. Yıllık 470 ton rafinaj kapasitesine sahip Ahlatıcı Metal Rafineri, Türkiye'nin ikinci büyük altın rafinerisi konumunda bulunuyor. Altın madenciliği faaliyetlerinin başlamasıyla birlikte Ahlatıcı Holding, altın değer zincirinin tüm aşamalarında tam dikey entegrasyonla faaliyet gösteren Türkiye'deki tek oyuncu olmayı hedefliyor.

Ahlatıcı Holding, altın madenciliği segmentindeki gelecekteki büyüme adımlarını Ahlatıcı Altın İşletmeleri üzerinden sürdürmeyi ve bu alanda yaratılan değeri halka açık iştirakleri AHGAZ ve ENERY yatırımcılarıyla paylaşmayı planlıyor. Yalnızca altın madenciliğine odaklanan Ahlatıcı Altın İşletmeleri de Türkiye genelindeki diğer altın sahaları ve maden ruhsatlarına yönelik büyüme fırsatlarını aktif şekilde değerlendiriyor.

Türkiye'deki Altın Rafinerileri

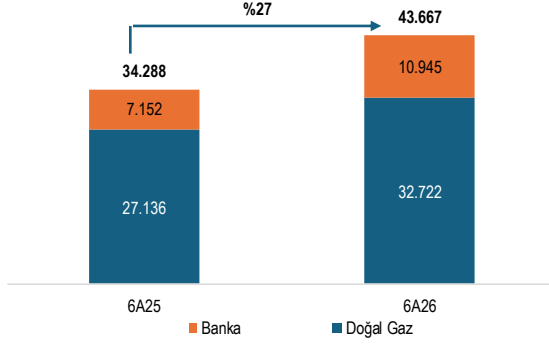
Türkiye'deki Rafineriler	Yıllık İşleme Kapasitesi (ton)
İstanbul Altın Rafinerisi	1,100
Ahlatıcı Metal Rafineri	470
Onsa Altın Rafinerisi	130
Nadir Metal Rafineri	125
İsgold Altın Rafinerisi	100
Garanti Rafineri	70

Kaynak: Şirket Web Siteleri

AHGAZ 6A26 Finansal Sonuçlar Özeti (TMS 29 düzeltilmiş)

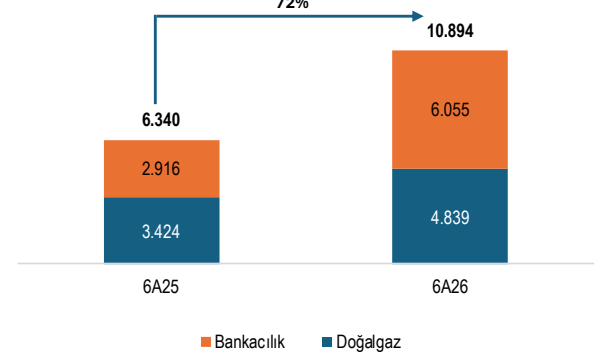
Konsolide gelirler yıllık bazda %27 artarken, büyümede bankacılık faaliyetlerindeki güçlü performans öne çıktı; bankacılık gelirleri yıllık %53 yükseldi. Doğal gaz ve bankacılık segmentlerindeki kârlılık artışının desteğiyle konsolide brüt kâr %72 artarak 10.894 milyon TL'ye ulaştı. Konsolide brüt kâr marjı ise %18,5'ten %24,9'a yükseldi.

Net Satış Gelirleri (milyon TL)



Kaynak: Şirket Verileri

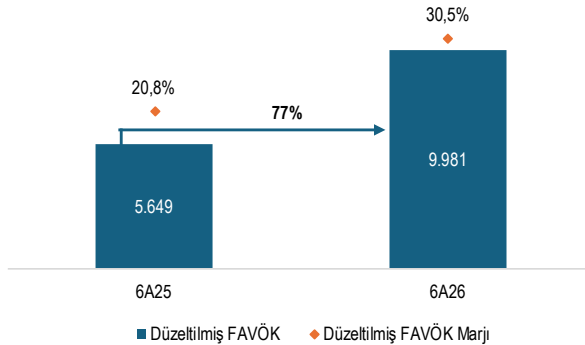
Brüt Kâr (Amortisman Gideri Dahil, milyon TL)



Kaynak: Şirket Verileri

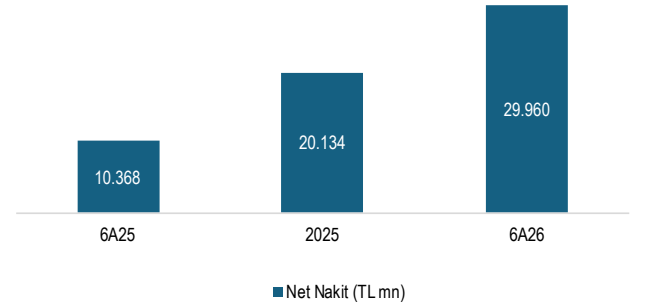
FAVÖK yıllık bazda %77 artarak 9.981 milyon TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı %30,5 olarak gerçekleşti. Güçlü FAVÖK üretimi ve yatırım harcamalarının yıllık bazda gerilemesinin etkisiyle net nakit pozisyonu 6A26 itibarıyla 29.960 milyon TL'ye yükseldi. Net nakit pozisyonu 2025 yıl sonunda 20.134 milyon TL, 6A25 itibarıyla ise 10.368 milyon TL seviyesindeydi.

Düzeltilmiş FAVÖK (milyon TL) ve Düzeltilmiş FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket Verileri

Net Nakit / (Borç) Pozisyonu (milyon TL)



Kaynak: Şirket Verileri. Not

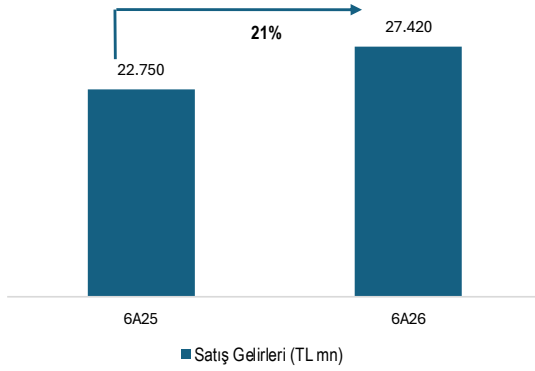
Haziran 2026 itibarıyla AHGAZ'ın ana ortaklık paylarına ait özkaynakları, 2025 yıl sonunda enflasyona göre düzeltilmiş 56,6 milyar TL seviyesinden 59,9 milyar TL'ye yükseldi. Aynı dönemde Şirket'in toplam özkaynakları da Haziran 2026 fiyatlarıyla 88,4 milyar TL'den 93,2 milyar TL'ye çıkarak sermaye yapısındaki güçlenmeye işaret etti.

ENERY 6A26 Finansal Sonuçlar Özeti (TMS 29 düzeltilmiş)

Doğal gaz dağıtım segmentindeki yıllık hacim artışının etkisiyle ENERY'nin gelirleri 6A26'da yıllık bazda %21 artarak 27.420 milyon TL'ye ulaştı. Doğal gaz segmentindeki gelir büyümesine Yalova ve Çorlu bölgeleri dahil değil; Enerjya, Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik'i tam konsolidasyon yerine özkaynak yöntemiyle muhasebeleştiriyor. Benzer şekilde Dünya Katılım Bankası da tam konsolide edilmiyor. Bu nedenle ENERY'nin gelir, brüt kâr ve FAVÖK rakamları yalnızca doğal gaz operasyonlarının performansını yansıtıyor.

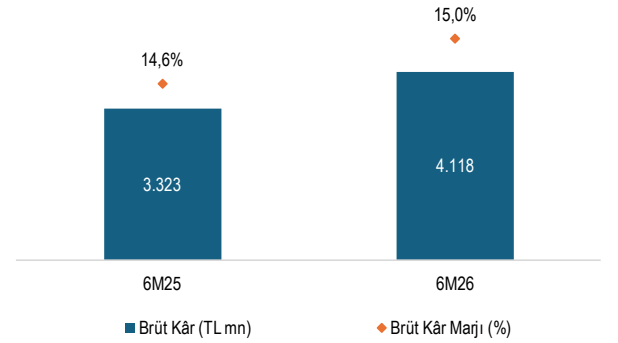
Doğal gaz segmentindeki kârlılık artışının desteğiyle brüt kâr yıllık bazda %24 artarak 4.118 milyon TL'ye yükseldi. Buna bağlı olarak ENERY'nin brüt kâr marjı 6A25'teki %14,6 seviyesinden 6A26'da %15,0'a çıktı.

Net Satış Gelirleri (milyon TL)



Kaynak: Şirket Verileri

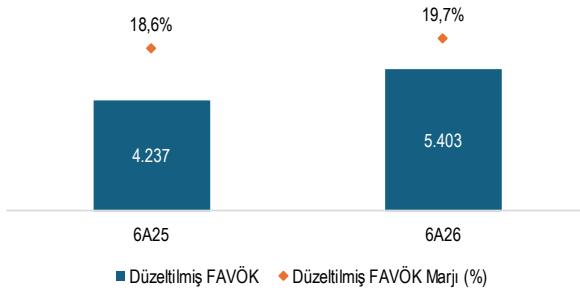
Brüt Kâr (Amortisman Gideri Dahil, milyon TL)



Kaynak: Şirket Verileri

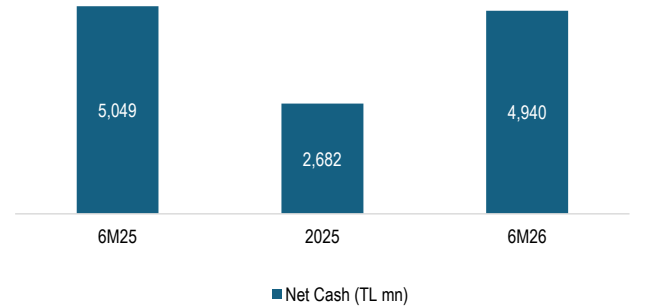
Düzeltilmiş FAVÖK yıllık bazda %28 artarak 5.403 milyon TL'ye ulaştı. Buna bağlı olarak FAVÖK marjı 6A25'teki %18,6 seviyesinden 6A26'da %19,7'ye yükseldi. Güçlü FAVÖK üretiminin desteğiyle net nakit pozisyonu da 2025 yıl sonundaki 2.682 milyon TL'den 6A26 itibarıyla 4.940 milyon TL'ye yükseldi.

Düzeltilmiş FAVÖK (milyon TL) ve Düzeltilmiş FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket Verileri

Net Nakit / (Borç) Pozisyonu (milyon TL)



Kaynak: Şirket Verileri. Note

Haziran 2026 itibarıyla ENERY'nin ana ortaklık paylarına ait özkaynakları, 2025 yıl sonunda enflasyona göre düzeltilmiş 61,4 milyar TL seviyesinden 65,3 milyar TL'ye yükseldi. Aynı dönemde Şirket'in toplam özkaynakları da Haziran 2026 fiyatlarıyla 76,3 milyar TL'den 80,5 milyar TL'ye çıkarak sermaye yapısındaki güçlenmeye işaret etti.

Abone Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltmesinin Kâr/Zarar Üzerindeki Etkisi

Güvence bedelleri, dağıtım şirketlerinin alacaklarını güvence altına almak amacıyla sözleşme imzalanması sırasında müşterilerden bir defaya mahsus tahsil ettiği ödemelerdir.

Bu güvence bedellerinin yeniden değerlendirme tutarı, tahsilat tarihinden iki ay önceki TÜFE endeksi ile raporlama tarihinden iki ay önceki TÜFE endeksi arasındaki fark esas alınarak hesaplanıyor. Hesaplanan yeniden değerlendirme karşılığı parasal kazanç/kayıp kalemi altında muhasebeleştiriliyor. Söz konusu yeniden değerlendirme gideri nakit çıkışı yaratmıyor ve yalnızca tüm müşteri sözleşmelerinin varsayımsal olarak aynı anda sona ermesi durumunda ödenecek tutarı ifade ediyor.

i) AHGAZ: 30 Haziran 2026 itibarıyla TÜFE endeksindeki artışın etkisiyle güvence bedellerinin toplam yeniden değerlendirme tutarı 1.632,2 milyon TL'ye ulaştı. EPDK düzenlemeleri kapsamında hesaplanan bu nakit dışı güvence bedeli yeniden değerlendirme tutarı hariç tutulduğunda, Şirket'in TFRS'ye göre 6A26 net kârı 7.453 milyon TL seviyesinde gerçekleşecekti.

Gelir Tablosu, mın TL	6A25	6A26
Hasılat	27.136	32.722
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Gelirler	7.152	10.945
Satışların Maliyeti (-)	-23.711	-27.883
Finans Sektörü Faaliyetleri Maliyeti (-)	-4.236	-4.890
Brüt Kâr	6.340	10.894
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.518	-3.258
Pazarlama Giderleri (-)	-19	-168
Diğer Faaliyetlerden Gelirler	2.895	10.452
Diğer Faaliyetlerden Giderler	-816	-8.333
Faaliyet Kârı	5.882	9.586
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	8	4
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Kârı	5.890	9.590
Finansman Gelirleri	204	486
Finansman Giderleri (-)	-2.637	-821
Parasal Kazançlar	-1.148	-2.468
Vergi Öncesi Kâr	2.309	6.787
Güvence Bedelleri Enflasyon Düzeltme Gideri	1.618	1.632
Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltme Gideri Hariç Vergi Öncesi Kâr	3.928	8.420
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Geliri / (Gideri)	1.468	-966
Vergi Giderleri	-1.301	-2.554
Ertelenmiş Vergi Geliri	2.768	1.588
Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltme Gideri Hariç Net Kâr	5.395	7.454
Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltme Gideri Dahil Net Kâr	3.777	5.821

Kaynak: Şirket Verileri

ii) **ENERGY:** 30 Haziran 2026 itibarıyla TÜFE endeksindeki artışın etkisiyle güvence bedellerinin toplam yeniden değerlendirme tutarı 1.412,1 milyon TL'ye ulaştı. EPDK düzenlemeleri kapsamında hesaplanan bu nakit dışı güvence bedeli yeniden değerlendirme tutarı hariç tutulduğunda, Şirket'in TFRS'ye göre 6A26 net kârı 6.098,8 milyon TL seviyesinde gerçekleşecekti. Bu durumda son 12 aylık net kâr 8.710,1 milyon TL'ye ulaşacaktı.

Gelir Tablosu, mn TL	6A25	6A26
Hasılat	22.750	27.420
Brüt Kâr	3.323	4.118
Faaliyet Kârı	4.426	4.421
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Kârı	4.499	5.580
Vergi Öncesi Kâr	2.975	40.110
Güvence Bedelleri Enflasyon Düzeltme Gideri	1.353	1.412
Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltme Gideri Hariç Vergi Öncesi Kâr	4.327	5.422
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Geliri / (Gideri)	1.846	676
Vergi Giderleri	-945	-1.189
Ertelenmiş Vergi Geliri	2.791	1.865
Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltme Gideri Hariç Net Kâr	6.173	6.099
Güvence Bedeli Enflasyon Düzeltme Gideri Dahil Net Kâr	4.820	4.687

Kaynak: Şirket Verileri

Değerleme

i) ENERY Değerlemesi

Enerya'nın dokuz doğal gaz dağıtım iştirakini İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemiyle değerledik. İNA modellerimizde projeksiyon dönemini ilgili dağıtım lisanslarının sona erdiği tarihlere kadar uzattık. Bu tarihler sonrasında herhangi bir lisans uzatımı varsaymadık ve düzenleyici çerçeve doğrultusunda lisans sonu varlık tabanı geri ödemesini tahminlerimize dahil ettik.

Enerya hâlihazırda Marmara Yalova Gaz Dağıtım ve Marmara Çorlu Gaz Dağıtım'daki %44,1 oranındaki dolaylı paylarını (Enerya'nın Büyük Marmara'daki %49 payı × Büyük Marmara'nın Yalova ve Çorlu'daki %90 payı) ve Dünya Katılım Bankası'ndaki %29 payını özkaynak yöntemiyle muhasebeleştiriyor. Marmara Yalova ve Marmara Çorlu için bağımsız İNA değerlemeleri gerçekleştirdik ve hesaplanan özsermaye değerlerinin %49'unu Enerya'ya atfettik. Dünya Katılım Bankası'nı ise Artık Özkaynak Modeli ile değerleyerek Enerya'nın %29 payını dikkate aldık.

Buna ek olarak, Enerya'nın Haziran 2026 itibarıyla AHGAZ'dan olan 2.518 milyon TL net alacağını da değerlemeye dahil ettik. Bu doğrultuda Enerya'nın özsermaye değerine ulaştık ve 12 aylık hedef fiyatımızı hesaplamak için mevcut özsermaye değerini %37 özsermaye maliyeti ile ileri taşıdık. Enerya için 12 aylık hedef özsermaye değerimizi 180,4 milyar TL, hisse başına hedef fiyatımızı ise 20,00 TL olarak hesaplıyoruz. Bu değer, son kapanış fiyatı olan 12,18 TL'ye göre %64 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

ENERY Değerleme

ENERY	Pay	TL mn	\$ mn
Doğal Gaz Dağıtımı			
Doğal Gaz Dağıtım Segmenti (Yalova ve Çorlu hariç) - FD		72,998	1,505
Net Nakit (Haziran 2026) (+)		4,940	119
Azınlık Payları (Haziran 2026) (-)		15,219	367
Doğal Gaz Dağıtım Segmenti - Özsermaye Değeri		62,720	1,257
Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik - FD		12,775	263
Net Borç (Haziran 2026) (-)		3,921	94
Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik - Özsermaye Değeri		8,854	169
ENERY Payı	44.1%	3,905	74
Katılım Bankacılığı		TL mn	\$ mn
Dünya Katılım Bankası		35,651	735
ENERY Payı	29.0%	10,339	213
Altın Madenciliği		TL mn	\$ mn
Ahlatıcı Altın İşletmeleri		52,211	1,077
ENERY Payı	100.0%	52,211	1,077
İlişkili Taraflardan Alacaklar (Haziran 2026) (+)		2,518	61
ENERY - Özsermaye Değeri		131,692	2,682
12 Aylık Özsermaye Maliyeti		37.0%	
ENERY - 12 Aylık Hedef Özsermaye Değeri	TL mn	180,418	
ENERY - Toplam Ödenmiş Sermaye	TL mn	9,000	
ENERY - 12 Aylık Hedef Fiyat	TL / hisse	20.00	
ENERY - 11/09/2026 Hisse Fiyatı Kapanışı	TL / hisse	12.18	
Yükseliş Potansiyeli	%	64%	

Kaynak: Şirket Verileri ve PhillipCapital Araştırma

ii) AHGAZ Değerlemesi

AHGAZ'ın ENERY'de %72,86 paya sahip olması nedeniyle, ENERY için hesapladığımız yaklaşık 131,7 milyar TL özsermaye değerinin %72,86'sını AHGAZ değerlememize dahil ettik. Buna ek olarak, Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik'in özsermaye değerinin %45,9'unu (AHGAZ'ın Büyük Marmara'daki doğrudan %51 payı x Büyük Marmara'nın Yalova ve Çorlu'daki %90 payı) ve Dünya Katılım Bankası'nın özsermaye değerinin %70'ini dikkate alarak AHGAZ'ın özsermaye değerine ulaştık.

Ayrıca, AHGAZ'ın Haziran 2026 itibarıyla ENERY'ye ödemesi gereken 2.518 milyon TL tutarındaki borcu da değerlemeye dahil ettik. Bu doğrultuda AHGAZ'ın mevcut özsermaye değerini hesapladık ve 12 aylık hedef fiyatımıza ulaşmak için söz konusu değeri %37 özsermaye maliyeti ile ileri taşıdık. AHGAZ için 12 aylık hedef özsermaye değerimizi yaklaşık 168 milyar TL, hisse başına hedef fiyatımızı ise 65,00 TL olarak hesaplıyoruz. Bu değer, son kapanış fiyatı olan 40,54 TL'ye göre %60 yükseliş potansiyeline işaret ediyor.

AHGAZ Değerleme

AHGAZ	Pay	TL mn	\$ mn
ENERY			
ENERY - Özsermaye Değeri		131,692	2,682
AHGAZ Payı	72.86%	95,951	1,954
Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik - FD		12,775	263
Net Borç (Haziran 2026) (-)		3,921	94
Büyük Marmara Doğal Gaz ve Elektrik - Özsermaye Değeri		8,854	169
AHGAZ Doğrudan Payı	45.9%	4,064	121
Katılım Bankacılığı		TL mn	\$ mn
Dünya Katılım Bankası		35,651	735
AHGAZ Doğrudan Payı	70.0%	24,956	515
İlişkili Taraflara Borçlar (Haziran 2026) (-)		2,518	61
AHGAZ - Özsermaye Değeri		122,453	2,529
12 Aylık Özsermaye Maliyeti		37.0%	
AHGAZ - 12 Aylık Hedef Özsermaye Değeri	TL mn	167,760	
AHGAZ - Toplam Ödenmiş Sermaye	TL mn	2,600	
AHGAZ - 12 Aylık Hedef Fiyat	TL / hisse	65.00	
AHGAZ - 11/09/2026 Hisse Fiyatı Kapanışı	TL / hisse	40,54	
Yükseliş Potansiyeli	%	60%	

Kaynak: Şirket Verileri ve PhillipCapital Araştırma

Temel Riskler

AHGAZ ve ENERY, ana hatlarıyla benzer varlıklara maruz kalsa da iştiraklerdeki farklı pay sahipliği yapıları nedeniyle risk profilleri ayrışıyor. AHGAZ, Dünya Katılım Bankası'ndaki yaklaşık %91 oranındaki dolaylı payı nedeniyle ağırlıklı olarak bankacılık sektörü risklerine maruz kalıyor. ENERY ise doğal gaz dağıtım varlıklarındaki doğrudan payları ve Ahlatıcı Altın İşletmeleri üzerinden doğal gaz dağıtımı ve altın madenciliğine özgü riskler taşıyor.

i) Doğal Gaz Dağıtım Segmenti: Türkiye'de doğal gaz dağıtım sektörünün yüksek düzeyde düzenlemeye tabi olması nedeniyle dağıtım şirketlerinin karşı karşıya olduğu riskler görece sınırlı kalıyor. Tahminlerimizde Enerya'nın faaliyet gösterdiği her şehir için imtiyaz süresinin sonuna kadar abone başına doğal gaz tüketiminde kademeli düşüş varsaydık. Abone başına doğal gaz tüketiminin tahminlerimizin altında gerçekleşmesi, projeksiyonlarımız ve değerlememiz açısından aşağı yönlü risk oluşturabilir. Abone penetrasyonundaki artışın beklentilerimizin altında kalması ve 2026 sonrasında reel AOSM'nin gerilemesi de doğal gaz dağıtım segmentine ilişkin temel aşağı yönlü riskler arasında yer alıyor. Değerlememizde doğal gaz dağıtım segmentinde yeni bir şirket satın alımı varsaymadık. Bununla birlikte, daha önce de belirttiğimiz üzere AHGAZ ve ENERY doğal gaz dağıtım sektöründeki inorganik büyüme fırsatlarını düzenli olarak değerlendiriyor. Bu alanda gerçekleştirilebilecek olası satın almalar tahminlerimiz ve değerlememiz açısından yukarı yönlü potansiyel oluşturabilir.

ii) Katılım Bankacılığı Segmenti: Finansman büyümesinin beklentilerimizin altında kalmasına yol açabilecek olası düzenleyici değişiklikler, kambiyo gelirlerinin ve net kâr payı marjının beklentilerden düşük gerçekleşmesi, altın katılım fonlarındaki büyümenin öngörülerimizin altında kalması ve iştiraklerden beklenen katkının sağlanamaması Dünya Katılım Bankası açısından temel aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Dünya Katılım Bankası'nın planlanan halka arzından elde edilecek birincil halka arz gelirlerinin etkisini tahminlerimize dahil etmedik. Halka arzın gerçekleşmesi tahminlerimiz açısından yukarı yönlü potansiyel oluşturabilir.

iii) Altın Madenciliği Segmenti: Altın fiyatlarının beklentilerimizin altında gerçekleşmesi, nakit maliyetlerin öngörülerimizin üzerinde seyretmesi ve izin süreçlerinin beklenenden uzun sürmesi Ahlatıcı Altın İşletmeleri değerlememiz açısından temel aşağı yönlü riskleri oluşturuyor. Yakın zamanda açıklanan Yozgat Sarıkaya kaynağı dışında Ahlatıcı Altın İşletmeleri'nin sahip olduğu diğer maden sahaları ve ruhsatlara herhangi bir değer atfetmedik. Önümüzdeki dönemde gerçekleştirilecek sondaj çalışmalarının ekonomik olarak işletilebilir kaynaklara işaret etmesi, tahminlerimiz ve değerlememiz açısından anlamlı yukarı yönlü potansiyel yaratabilir.

Yasal Uyarı

"Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalar dahil olmak üzere yetkili kuruluşlar ile müşteriler arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel nitelikte olup mali durumunuz, risk tercihleriniz ve getiri beklentileriniz açısından uygun olmayabilir.

Bu nedenle, yalnızca burada yer alan bilgilere dayanarak alınacak yatırım kararları beklentilerinizle uyumlu sonuçlar doğurmayabilir. Raporda yer alan tüm yorum ve tavsiyeler tahmin, projeksiyon ve hedef fiyatlardan oluşmakta olup değişen piyasa koşullarına bağlı olarak zaman içinde farklılık gösterebilir. Bu raporda yer alan tüm görüş ve bilgiler önceden bildirimde bulunulmaksızın değiştirilebilir. Raporda yer alan veri ve bilgiler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte doğrulukları bağımsız olarak teyit edilmemiştir. Bu nedenle PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları, söz konusu bilgilerin eksik veya hatalı olmasından kaynaklanabilecek zararlardan sorumlu tutulamaz. Okuyucuların işlem yapmadan önce bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri tavsiye edilir; bu bilgilere dayanarak alınacak kararların sorumluluğu yalnızca okuyucuya aittir. PhillipCapital, sunulan bilgilerdeki eksiklik veya hatalardan hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmez.

Burada yer alan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek bilinen herhangi bir ilişki veya durum bulunmamaktadır. Şirket'in veya müşterilerinin önemli çıkar çatışmalarına maruz kalmaması amacıyla azami özen ve dikkat gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler yatırım tavsiyesi, herhangi bir yatırım aracının alım veya satımına yönelik bir teklif ya da çağrı veya getiri garantisi niteliğinde değildir ve yatırım danışmanlığı hizmeti kapsamında değerlendirilmemelidir. Bu raporun hiçbir bölümü PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin önceden yazılı izni olmaksızın çoğaltılamaz, yayımlanamaz, üçüncü kişilerle paylaşılamaz veya ticari amaçlarla kullanılamaz."