

Vistra Corp (VST)

2Ç26 Bilanço Analizi

Yüksek elektrik fiyatları ve artan kapasite gelirleri karlılığı güçlendirdi

Vistra 2Ç26'da 305 milyon dolar net kar açıklarken düzeltilmiş FAVÖK yıllık bazda %31 artışla 1,77 milyar dolara ulaştı. Net kar geçen yılın aynı dönemindeki 327 milyon doların hafif altında kaldı ancak bu gerileme şirketin ana faaliyetlerindeki performansı tam olarak yansıtmıyor. Gelecek yıllardaki elektrik satış fiyatlarını sabitlemek amacıyla kullanılan türev sözleşmelerde oluşan 472 milyon dolarlık gerçekleşmemiş zarar net kar üzerinde baskı yarattı. Buna karşılık şirketin elektrik satışlarından elde ettiği ortalama fiyatların yükselmesi, santrallerin sisteme hazır kapasite sağlaması karşılığında aldığı gelirlerin artması ve Lotus'tan satın alınan doğal gaz santrallerinin tam çeyrek katkısı faaliyet performansını destekledi. Elektrik üretim faaliyetlerinden sağlanan düzeltilmiş FAVÖK'ün 593 milyon dolardan 994 milyon dolara yükselmesi, özellikle üretim tarafında geçen yıla göre belirgin bir iyileşme yaşandığını gösterdi.

2Ç2026	Gelir Bn (USD)	HBK (USD)
VST	4,00	0,91
BBG Tahmin	5,16	1,70

Üretim ve perakende elektrik satışı birbirini dengelemeye devam etti

Vistra'nın iş modelindeki önemli avantajlardan biri, elektrik üretimi ile son kullanıcıya yapılan elektrik satışını aynı yapı içinde bulundurması. Yaklaşık 44 GW üretim kapasitesine sahip şirket, diğer taraftan yaklaşık 5 milyon konut, ticari ve sanayi müşterisine elektrik satıyor. İkinci çeyrekte perakende faaliyetlerinden elde edilen düzeltilmiş FAVÖK 773 milyon dolar ile geçen yılki 756 milyon doların üzerinde kalırken üretim tarafındaki büyüme çok daha güçlü gerçekleşti. Texas segmentinde düzeltilmiş FAVÖK 142 milyon dolardan 311 milyon dolara, East segmentinde ise 418 milyon dolardan 642 milyon dolara yükseldi. Bu yapı Vistra'yı yalnızca elektrik fiyatlarının yükselmesine bağlı bir üretici olmaktan çıkarıyor. Elektrik fiyatlarının güçlü olduğu dönemlerde santraller daha yüksek kar yaratırken, geniş müşteri tabanı üzerinden elde edilen perakende gelirleri daha istikrarlı bir katkı sağlıyor. İkinci çeyrekte üretim tarafındaki güçlü artış ile perakende faaliyetlerinin korunması, bu iş modelinin avantajını daha görünür hale getirdi.

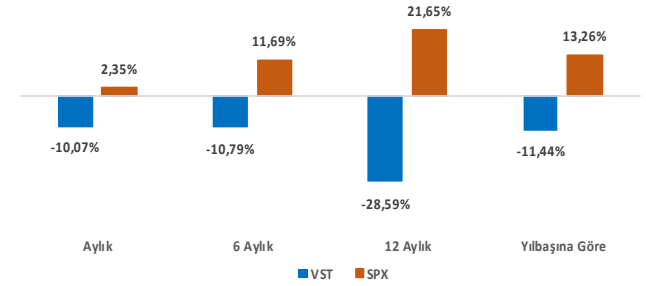
Gelecek yıllardaki elektrik satışlarının büyük bölümü şimdiden fiyatlandı

Vistra'nın önümüzdeki dönem sonuçlarını değerlendirirken en önemli noktalardan biri, üretilecek elektriğin önemli bölümünün satış fiyatının şimdiden belirlenmiş olması. Şirket 3 Ağustos itibarıyla 2026'da beklenen elektrik üretiminin yaklaşık %100'ü, 2027'nin %94'ü ve 2028'in %72'si için fiyat riskini büyük ölçüde sınırlandırmış durumda. Başka bir ifadeyle Vistra'nın gelecek iki yıldaki karı, elektrik fiyatlarının günlük hareketlerine tamamen açık değil. Bu yaklaşım yükselen piyasa fiyatlarının bir bölümünü gelecek dönemlere taşıırken elektrik fiyatlarında olası bir gerilemenin finansallar üzerindeki etkisini de azaltıyor. Yönetim 2026 yılı için 6,8-7,6 milyar dolar düzeltilmiş FAVÖK ve 3,93-4,73 milyar dolar büyüme yatırımları öncesi düzeltilmiş serbest nakit akışı beklentisini korudu. 2027 için öngörülen 7,4-7,8 milyar dolarlık düzeltilmiş FAVÖK aralığına ise bekleyen Cogentrix satın alımı ve Meta ile yapılan uzun vadeli elektrik satış anlaşmalarından gelecek katkı henüz dahil değil. Bu nedenle mevcut tahminlerin üzerine eklenebilecek ayrı bir büyüme alanı bulunuyor.

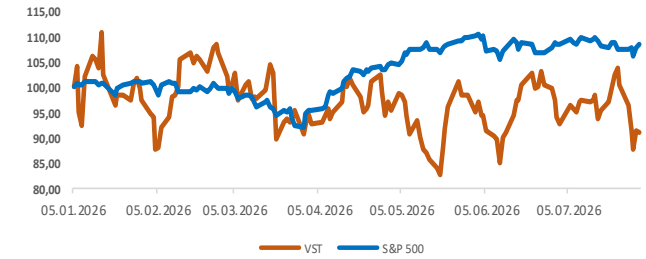
Pay Bilgileri

Bloomberg Hisse Kodu					VST
Pay Fiyatı USD (Son Kapanış)					142,87
Piyasa Değeri (Bn USD)					479,0
Halka Açıklık Oranı %					99
Sektör					Enerji
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı					219,8 132,6
Çarpanlar	2024	2025	2026	2027T	
FK	32,1x	34,3x	15,3x	13,3x	
PD/DD	15,1x	20,8x	10,4x	6,9x	
FD/FAVÖK	9,6x	15,5x	9,6x	8,5x	

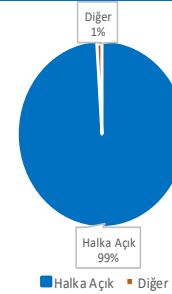
Hisse Getirisi



Hisse Performansı



Pay Dağılımı



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Yusuf Küsin
Araştırma

yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr

+90 212 317 27 76

Uzun vadeli teknoloji şirketi anlaşmaları gelir yapısını değiştiriyor

Vistra'nın büyüme hikayesinde asıl değişim, artan elektrik talebini yalnızca piyasa fiyatları üzerinden değerlendirmek yerine uzun vadeli satış anlaşmalarına dönüştürmeye başlaması. Meta ile yapılan 20 yıllık anlaşmalar kapsamında üç nükleer santralden 2.600 MW'ın üzerinde elektrik sağlanacak. Bunun 2.176 MW'ı mevcut üretim kapasitesinden gelirken santrallerde yapılacak yatırımlarla 433 MW ek kapasite oluşturulması planlanıyor. AWS ile Comanche Peak nükleer santralinde yapılan anlaşma da tam kapasiteye ulaştığında 1.200 MW'a kadar elektrik satışını kapsıyor. Yönetim, perakende elektrik faaliyetleri ile bu uzun vadeli anlaşmaların ilerleyen dönemde toplam düzeltilmiş FAVÖK'ün yaklaşık yarısını oluşturmasını bekliyor.

Analist Görüşü

Vistra'yı değerlendirirken şirketi yalnızca elektrik fiyatlarının yükseldiği dönemlerde güçlü performans gösteren klasik bir enerji üreticisi olarak okumayı eksik buluyoruz. ABD'de elektrik talebinin uzun yıllar yatay seyretmesinin ardından veri merkezleri, üretim tesisleri ve artan elektrik kullanımı yeni bir talep dönemi oluştururken Vistra'nın mevcut nükleer ve doğal gaz santrallerinin stratejik değeri de yükseliyor. 2Ç26'da devam eden faaliyetlerden düzeltilmiş FAVÖK'ün %31 artarak 1,77 milyar dolara ulaşması bu ortamın finansallara yansımaya başladığını gösterdi. Texas ve East bölgelerindeki üretim faaliyetleri büyümenin ana kaynağını oluştururken, yaklaşık 5 milyon müşteriye hizmet veren perakende elektrik işi de 773 milyon dolarlık FAVÖK ile güçlü katkısını korudu. **Bizim açımızdan Vistra'nın farkı burada ortaya çıkıyor. Şirket bir tarafta artan elektrik fiyatları ve talebinden faydalanırken diğer tarafta geniş perakende müşteri tabanı sayesinde daha dengeli bir gelir yapısına sahip. Lotus'tan alınan doğal gaz santrallerinin katkısının da finansallara eklenmesiyle mevcut üretim kapasitesinin büyüme verdiği destek daha görünür hale geldi.**

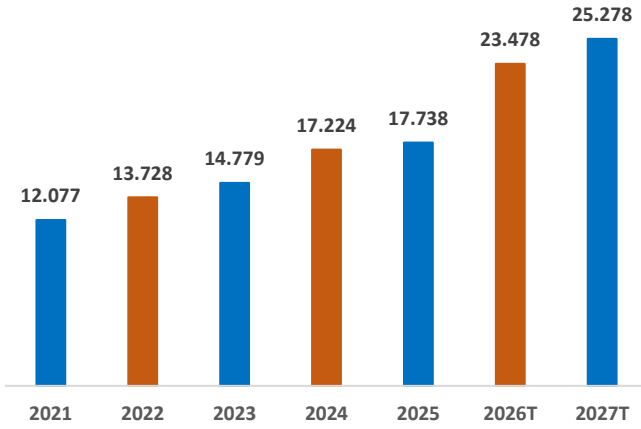
Vistra için uzun vadede asıl değer yaratacak alanın veri merkezlerinden kaynaklanan elektrik talebinin nasıl gelire dönüştürüleceği olduğunu düşünüyoruz. Burada şirket yalnızca elektrik talebinin artmasını bekleyen bir konumda değil. Meta ile üç nükleer santral için yapılan 20 yıllık anlaşmalar 2.600 MW'ın üzerinde mevcut ve yeni üretim kapasitesini kapsarken, AWS ile Comanche Peak nükleer santralinde yapılan anlaşma 1.200 MW'a kadar elektrik satışına ulaşıyor. Meta anlaşmalarının bir diğer önemli tarafı, mevcut santrallerde yapılacak yatırımlarla 433 MW ek üretim kapasitesi oluşturulacak olması. Dolayısıyla büyük teknoloji şirketlerinin yapay zeka ve veri merkezi yatırımları Vistra açısından yalnızca mevcut elektriğe daha fazla talep yaratmıyor, yeni kapasite yatırımlarının ekonomik olarak yapılabilir hale gelmesini de sağlıyor. **Uzun vadeli sözleşmeler Vistra'ya yatırım kararını verirken gelir tarafında daha fazla görünürlük sağlarken teknoloji şirketleri de kesintisiz elektrik ihtiyacını uzun süreli olarak güvence altına alıyor. Biz bu yapıyı Vistra'nın yatırım tezindeki en önemli değişimlerden biri olarak görüyoruz.**

Bu noktada Vistra'yı yalnızca "Al elektrik talebi artıyor" şeklinde değerlendirmek de yeterli değil. Nükleer santraller kesintisiz ve yüksek miktarda elektrik sağlayabilmeleri nedeniyle veri merkezleri için önemli hale gelirken, doğal gaz santralleri ise talebin hızla değiştiği dönemlerde sisteme daha esnek üretim sağlayabiliyor. Vistra'nın her iki alanda da büyük bir üretim kapasitesine sahip olması şirketi mevcut talep artışına karşı güçlü bir konuma taşıyor. Bekleyen Cogentrix satın alımı yaklaşık 5.500 MW ek doğal gaz kapasitesi sağlayacak ve işlem için gerekli federal enerji düzenleyici onayı da alınmış durumda. Bunun yanında şirketin NVIDIA, KKR ve Kuwait Investment Authority ile oluşturduğu Helix Digital Infrastructure yapısında tercih edilen elektrik sağlayıcısı olarak yer almasını da veri merkezi talebine daha doğrudan ulaşma açısından olumlu buluyoruz. **Helix henüz finansallara anlamlı katkı sağlayan bir faaliyet değil, dolayısıyla bugünkü değerlemeyi bu proje üzerine kurmuyoruz. Ancak Vistra'nın veri merkezi geliştiricileriyle yalnızca elektrik satış sözleşmesi yapan bir üreticiden, yeni veri merkezi yatırımlarının daha erken aşamalarında yer alan bir şirkete doğru ilerlemesi orta vadede yeni fırsatlar yaratabilir.**

Önümüzdeki dönem sonuçlarının daha öngörülebilir hale gelmesini de yatırım görüşümüz açısından önemli buluyoruz. Vistra, 2026'da üretmesi beklenen elektriğin yaklaşık tamamının, 2027'de %94'ünün ve 2028'de %72'sinin satış fiyatını şimdiden büyük ölçüde belirlemiş durumda. Bu durum elektrik fiyatlarında ani düşüş yaşanması halinde şirketin karını korurken, önümüzdeki iki yıl için nakit akışının daha sağlıklı tahmin edilmesine imkan veriyor. Bunun diğer tarafında ise elektrik fiyatlarında çok sert bir yükseliş yaşanması halinde Vistra'nın bu artışın tamamından kısa vadede faydalanamayacak olması bulunuyor. Biz mevcut aşamada bu dengeyi olumlu değerlendiriyoruz. **2027 için öngörülen 7,4-7,8 milyar dolarlık düzeltilmiş FAVÖK aralığına Meta anlaşmalarından ve Cogentrix satın alımından gelecek katkının henüz dahil edilmemiş olması, mevcut beklentilerin üzerinde ek büyüme alanı bırakıyor. Buna karşılık Cogentrix'in entegrasyonu, nükleer santrallerde beklenmedik bakım süreleri, düzenleyici değişiklikler ve veri merkezi yatırımlarının açıklanan takvimlerin gerisinde kalması temel riskler arasında yer alıyor.**

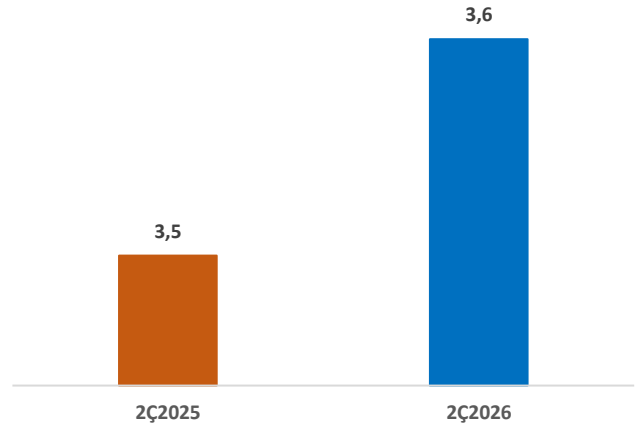
Özetle, Vistra'yı model portföyümüzde %6 ağırlıkla taşımaya devam ediyoruz. İkinci çeyrek sonuçları üretim faaliyetlerindeki güçlü karlılığın perakende işinin istikrarlı katkısıyla desteklendiğini ve şirketin mevcut elektrik talebi artışından faydalanmaya başladığını ortaya koydu. Daha uzun vadede ise bizim için asıl değerli olan, bu talebin Meta ve AWS gibi büyük teknoloji şirketleriyle yapılan uzun vadeli anlaşmalara dönüştürülmesi. Böylece Vistra'nın gelir yapısı yalnızca günlük elektrik fiyatlarına bağlı olmaktan uzaklaşırken, mevcut nükleer varlıkların ekonomik ömrü ve değeri de artıyor. Şirketin 2021'den bu yana yaklaşık 6,5 milyar dolarlık hisse geri alımı yaparak dolaşımdaki hisse sayısını yaklaşık %30 azaltmış olması da güçlü nakit üretiminin yatırımcıya aktarılmaya devam ettiğini gösteriyor. Mevcut aşamada pozisyon azaltmayı gerektiren bir bozulma görmüyoruz. Ağırlık artırmak için Meta anlaşmalarının FAVÖK'e katkısının daha görünür hale gelmesini, Cogentrix satın alımının tamamlanmasını ve veri merkezi talebindeki artışın yeni uzun vadeli elektrik anlaşmalarına dönüşmeye devam ettiğini görmek istiyoruz.

VST Yıllık Geliri (Mn USD)



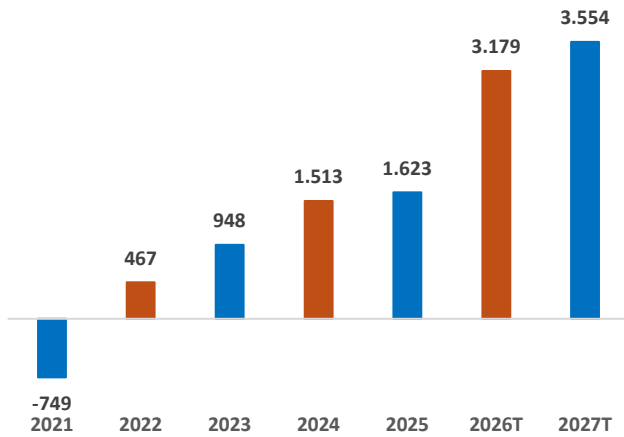
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Retail Segment Geliri (Bn USD)



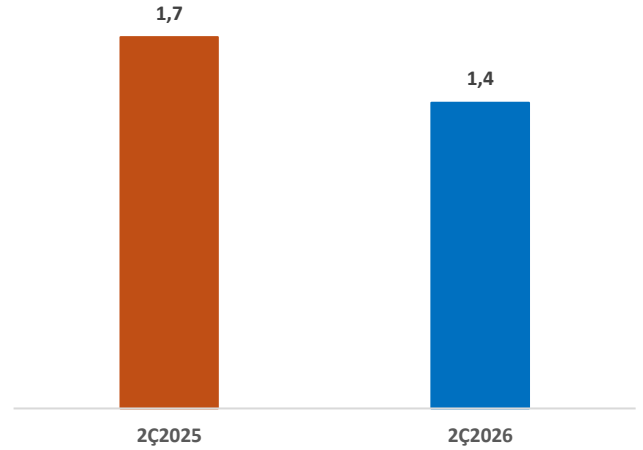
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

VST Yıllık Net Kar (Mn USD)



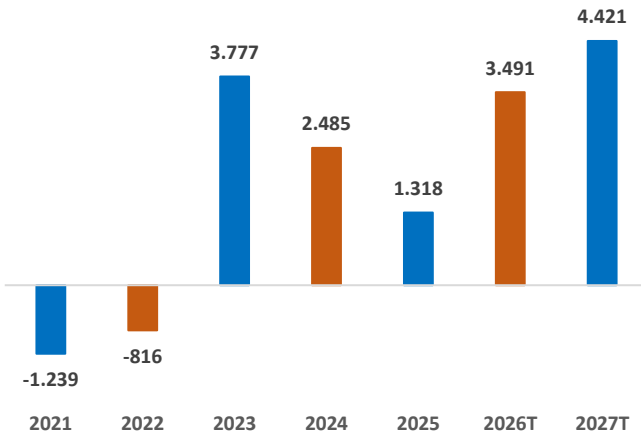
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Texas Segment Geliri (Mn USD)



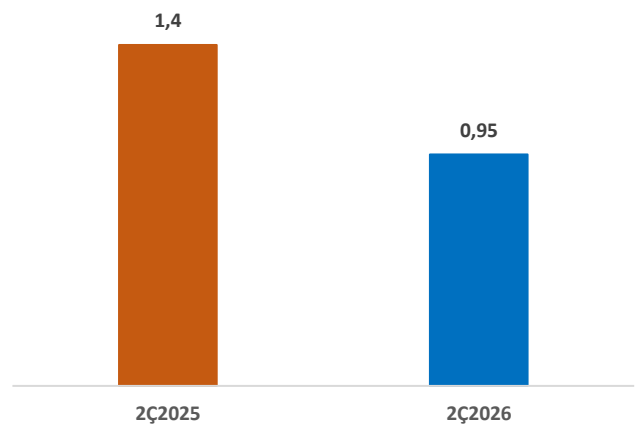
Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

VST Yıllık Serbest Nakit Akışı (Mn USD)



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

East Segment Geliri (Mn USD)



Kaynak: Burgan Yatırım Araştırma, Bloomberg

Uğur Orhon, CMT

Araştırma Müdürü / Stratejist
Araştırma

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye
ugur.orhon@burganyatirim.com.tr
www.burganyatirim.com.tr

Yusuf Küsin

Yönetici
Araştırma

Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Maslak Mah. Eski Büyükdere Cad. No:13 Kat:8
34485 Sarıyer/İstanbul, Türkiye
yusuf.kusin@burganyatirim.com.tr
www.burganyatirim.com.tr

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Burgan Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Burgan Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklar- daki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Burgan Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Burgan Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.