

Akfen Holding -

AKFYE TI & AKFIS TI & AKFGY TI

Toplantı & Genel Değerlendirme Notu

Akfen Holding, 28 Mayıs 2025 tarihinde halka açık şirketleri için analist ve yatırımcı toplantısı düzenleyerek son dönem gelişmeleri ve beklentileri hakkında bilgilendirmelerde bulundu. Söz konusu toplantıdan derlediğimiz notların da yer aldığı detaylı değerlendirmelerimize ilerleyen sayfalarda ulaşabilirsiniz.

- Kısaca, Holding şirketleri, aşağıdaki başlıklar paralelinde dikkat çekmektedir.
 - Akfen Yenilenebilir Enerji tarafında dikkat çeken başlıklar; *i) genç ve dengeli portföyü ii) rekabetçi kurulu gücü iii) azalan borçluluk yapısı iv) iyi konumlandırılmış santralleri ile mevsimsel-coğrafi etkilerin minimize edilmesi* yönündedir.
 - Akfen İnşaat tarafında dikkat çeken başlıklar; *i) kamu-özel işbirliği modeli ile sağlanan uzun dönemli projeleri ii) piyasa dalgalanmalarına dirençli gelir yapısı iii) taahhüt grubunda güçlü backlog tutarı* yönündedir.
 - Akfen GYO tarafında dikkat çeken başlıklar; *i) çeşitlendirilmiş portföy yapısı ii) iskontolu net aktif değeri iii) kira gelirlerindeki düzenli artış eğilimi* yönündedir.
- Şirketlerin 2025 yılına yönelik beklentilerini kısaca özetleyecek olursak;
 - Akfen Yenilenebilir Enerji'nin 2025 hedefleri; *i) 152 milyon USD ciro ii) 92 milyon USD FAVÖK iii) 2,6x net finansal borç/FAVÖK* olarak paylaşılmıştır.
 - Akfen İnşaat'ın 2025 hedefleri; *i) 382 milyon USD düzeltilmiş ciro ii) 117 milyon USD düzeltilmiş FAVÖK iii) 3,8x net finansal borç/FAVÖK* yönündedir.
 - Akfen GYO'nun 2025 hedefleri; *i) 36,1 milyon EUR ciro ii) 30,2 milyon EUR konsolide FAVÖK iii) 1,89x net borç/FAVÖK* şeklindedir.
- Şirketlere yönelik var olan potansiyelleri görmek adına AKFYE ve AKFGY için çeşitli senaryolar altında değerlemede bulunduk. Değerleme varsayımlarımızı ve detaylarını ilerleyen sayfalarda bulabilirsiniz. Kısaca özetleyecek olursak;
 - AKFYE tarafında; açıklanan 2025 beklentileri paralelinde, 1 ve 2 yıllık ortalama çarpanlarına göre oluşan hisse fiyatlarının ortalamasından 19,96 TL seviyesine ulaştık. Bu fiyat, son kapanış seviyesine göre %30 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.
 - AKFGY tarafında ise; Şirket'in Net Aktif Değerini, özsermaye maliyeti oranında ileri taşıyarak ve %50 iskonto oran kullanarak %102 potansiyele ulaştık.
 - Akfen İnşaat'ın henüz yeni halka arz edilmiş olması nedeniyle sağlıklı çarpan seviyelerinin oluşmaması ve açıklanan beklentilerin SPK raporlama standartlarına uygun olmaması sebeplerinden dolayı değerlendirme fikri yürütmediğimizi belirtmek isteriz.
- Mevcut durumda, Akfen Holding bünyesinde yer alan AKFYE, AKFIS ve AKFGY Araştırma kapsamımızda yer almamaktadır. Bu hisselerde herhangi bir öneri ve hedef fiyatımızın bulunmadığını önemle hatırlatmak isteriz.

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu	AKFYE			
Mevcut Fiyat (TL)	15.37			
Hedef Fiyat (TL)	-			
Getiri Potansiyeli (%)	-			
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	14.17	29.00		
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	82			
Sermaye (mln TL)	1,197			
Pazar	Yıldız Pazar			
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri	18,397			
Hedeflenen Piyasa Değeri	-			
Net Borç	8,316			
Firma Değeri	26,713			
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	-17%	-10%	-41%	-22%
BIST100 Rölatif Getiri	-15%	-6%	-32%	-16%

Hisse Verileri					
Bloomberg Hisse Kodu				AKFIS	
Mevcut Fiyat (TL)				21.44	
Hedef Fiyat (TL)				-	
Getiri Potansiyeli (%)				-	
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	17.66			34.84	
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				189	
Sermaye (mln TL)				637	
Pazar				Yıldız Pazar	
Hisse Verileri (mln TL)					
Piyasa Değeri				13,648	
Hedeflenen Piyasa Değeri				-	
Net Borç				18,368	
Firma Değeri				32,017	
Hisse Performansı		1 Ay	2 Ay	3 Ay	HAB
Nominal Getiri	7%	7%	4%	-38%	
BIST100 Rölatif Getiri	9%	13%	8%	-32%	

Hisse Verileri				
Bloomberg Hisse Kodu				AKFGY
Mevcut Fiyat (TL)				2.10
Hedef Fiyat (TL)				-
Getiri Potansiyeli (%)				-
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	1.68			2.62
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)				74
Sermaye (mln TL)				3,900
Pazar				Yıldız Pazar
Hisse Verileri (mln TL)				
Piyasa Değeri				8,190
Hedeflenen Piyasa Değeri				-
Net Borç				2,260
Firma Değeri				10,450
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	12%	14%	-7%	1%
BIST100 Rölatif Getiri	13%	18%	6%	9%

Akfen Yenilenebilir Enerji (AKFYE)

- **Akfen Yenilenebilir Enerji, elektrik üretim tesisi kurulması, her türlü kaynaktan enerji üretilmesi, kurulan veya devralınan tesislerin işletmeye alınması, işletilmesi, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin müşterilere satışı ve elektrik enerjisinin alımı alanında faaliyet göstermektedir.** Şirket'in 6 RES ile 6 hibrit GES, 12 HES ve 35 GES santrali ile mevcutta toplam 783MW kurulu gücü bulunuyor. Tamamı yenilenebilir enerjiden oluşan portföyü ile Şirket, Türkiye'nin önde gelen enerji üreticileri arasında yer almaktadır.
- **Genç ve dengeli portföy.** Toplam kurulu gücünün %55'i rüzgâr, %16'sı güneş, kalanı ise hidroelektrik santrallerinden oluşmaktadır. İlk yıllarında sadece hidroelektrik odaklı faaliyet gösteren Şirket, portföyünü zamanla RES ve GES yatırımlarıyla çeşitlendirmiştir. Bu sayede mevsimsellik kaynaklı üretim dalgalanmaları azaltılmış, FAVÖK tarafında sürdürülebilirlik sağlanmıştır. Akfen Yenilenebilir Enerji'nin, 2020-2024 yılları ortalamasına göre yıllık üretim hacmi yaklaşık 1.700 GWh; ortalama geliri 150 milyon USD, ortalama FAVÖK'ü 100 milyon USD üzerinde bulunuyor. Kurulu gücün yaklaşık yarısı son 5 yılda devreye alınmış olup, genç ve verimli bir yapıya sahiptir. Santrallerin emre amadeli oranı %99 seviyesinde bulunmaktadır. Dolayısıyla yüksek kapasite kullanım oranları Şirket'e öngörülebilir ve güçlü nakit akışı sağlanmaktadır.
- **Öngörülebilir nakit yaratımı.** Şirket'in genç bir portföye sahip olması nedeniyle GES Portföyünde 3,5 yıl; RES ve hibrit GES portföyünde 4,1 yıl; HES portföyünde 0,2 yıl olmak üzere toplam portföyde ortalama 2,7 yıllık YEKDEM desteği bulunmaktadır. Üretimin büyük bir bölümünün USD bazlı YEKDEM'e tabii olması sayesinde daha korunaklı ve öngörülebilir nakit akışı sağlanmaktadır. Başlangıçta, %100 hidroelektrik santrallerinden oluşan portföy yapısını, yaptığı yatırımlar ile çeşitlendirmesi sonucu hidrolüğün payını %29'a kadar düşüren Şirket, bu stratejisini öngörülebilir nakit yapısının güçlenmesi amacıyla gerçekleştirdiğini ifade etmiştir. Gelecek projeksiyonlara bakıldığında HES'in portföydeki ağırlığının azalmaya devam etmesi planlanmaktadır. Portföy kompozisyonu oluşturulurken, santraller için en elverişli alanlara konumlandırılan tesisler de bölgesel ve mevsimselliğe ilişkin risklerin minimize edilmesine olanak sağlamıştır.
- **Büyüme stratejisi:** Şirket'in hibrit RES ve GES projeleri, aynı zamanda elektrik depolama yatırımları ekseninde büyüme stratejisi bulunmaktadır. Şirket yetkilileri, 2009'dan bu yana tüm santral türlerinde oluşan know-how'ının hem yeni santral yatırımlarında hem de devralmalarda Şirket'i rakiplerine karşı avantajlı konumlandığını ifade etmektedir.
- **Şirket, devam eden yatırımlarını iki aşamada ele almaktadır:**
 - 1. Aşama Yatırımları:** Bu kapsamda 86 MW'lık hibrit RES yatırımları devreye alınmış, kalan kısmın resmi prosedürleri tamamlanmak üzeredir. RES kapasite artırımlarında ise 102 MW'ın 2025 yılının ikinci yarısında devreye alınması beklenmektedir. İlk aşama yatırımlarının finansmanında kullanılmak üzere yaklaşık 90 milyon USD kaynak girişi yapılmıştır.
 - 2. Aşama Yatırımları:** GES+Depolama ve RES+Depolama kombinasyonlarıyla 310 MW kapasite hedeflenmektedir. 2027 sonuna kadar kurulumların tamamlanması planlanmaktadır. Yatırıma ilişkin ÇED raporu onaylarının da alınmaya başlandığı belirtilmiştir.
 - Depolama Yatırımları:** Üç farklı bölgede kurulması planlanan 90 MW kapasiteli müstakil depolama tesisi için izin süreçleri sürdürülmektedir. Şirket'in %100 oranında sahibi olduğu Akfen Tiptan Satış'ın tedarik lisansına sahip olması bu süreçte avantaj yaratmaktadır.
 - Yurt dışı yatırımlarında** ise Romanya'da kurulan iştirak aracılığıyla ilk etapta 10 MW'lık GES kurulumu gerçekleştirilmiş olup, ülkeye yönelik yatırım stratejisi geliştirme aşamasındadır.
- **Orta vadeli projeksiyon ve finansal hedefler:** Şirket, 2025 sonuna kadar toplam kurulu gücünü 887 MW'a, 2028 itibarıyla ise 1.197 MW'a çıkarmayı hedeflemektedir. Üretimin ise 2028 yılında yıllık 2.900 GWh üzerine çıkması hedeflenmektedir.
- 2028 itibarıyla elektrik depolama projelerinin tamamlanmasıyla birlikte: *i) cironun 218 mn USD ii) FAVÖK'ün 141 milyon USD seviyelerine ulaşması öngörülmektedir. Ayrıca, finansal hedefleri kapsamında finansal borcun hızlı bir şekilde azaltılması ve net finansal borç /FAVÖK çarpanının 2,1x oranında gerçekleşmesi hedeflenmektedir.*

- **Çarpan değerlemesi.** Akfen Yenilenebilir Enerji 2025 hedeflerini; *i) 152 milyon USD ciro ii) 92 milyon USD FAVÖK iii) 2,6x net finansal borç/FAVÖK* olarak açıklamıştır. Piyasa medyan beklentisi olan 43,80 yıl sonu kur tahmini ile Şirket'in 2025 yılında; *i) 6.658 milyon TL ciro ii) 4.030 milyon TL FAVÖK* elde edeceğini baz alarak olası değerlemesine yönelik fikir yürütmeye çalıştık.

➤ Bu hedefler doğrultusunda, Şirket'in ortalama ve medyan çarpanlarına göre hesaplamalarımıza aşağıdaki tablolarda yer verdik.

Ortalama değerlere göre		
Son 1 yıl	Piyasa değeri (mn. TL)	Hisse fiyatı
FD/FAVÖK	26,106	₺21.81
FD/Satışlar	26,134	₺21.83
Ortalama fiyat		₺21.84

Medyan değerlere göre		
Son 1 yıl	Piyasa değeri (mn. TL)	Hisse fiyatı
FD/FAVÖK	26,367	₺22.03
FD/Satışlar	26,199	₺21.89
Ortalama fiyat		₺21.96

Ortalama Değerlere Göre		
Son 2 yıl	Piyasa değeri (mn. TL)	Hisse Fiyatı
FD/FAVÖK	20,947	₺17.50
FD/Satışlar	22,344	₺18.67
Ortalama Fiyat		₺18.08

Medyan Değerlere Göre		
Son 2 yıl	Piyasa değeri (mn. TL)	Hisse Fiyatı
FD/FAVÖK	20,219	₺16.89
FD/Satışlar	22,198	₺18.55
Ortalama Fiyat		₺17.72

- Kısaca özetlemek gerekirse; Şirket'in 1 ve 2 yıllık ortalama çarpanlarına göre oluşan hisse fiyatlarının ortalamasından 19,96 TL seviyesine ulaşıyoruz. Son kapanış seviyesine göre %30 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir.

Akfen Yenilenebilir Enerji				
Değerleme Sonuçları				
Çarpanlar	Ortalama	Potansiyel	Medyan	Potansiyel
1 yıl	₺21.84	41%	₺21.96	43%
2 yıl	₺18.08	18%	₺17.72	15%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

Akfen İnşaat (AKFIS)

- Akfen İnşaat, öncelikli olarak Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) modeli kapsamında yapılan ve işletilen şehir hastanelerinin projelerinde yer almaktadır. Sağlık Bakanlığı ile yürütülen KÖİ projelerinde Şirket'in üç adet şehir hastanesi, bağlı ortaklıklarının işletmesi altındadır. 2020 yılında Tekirdağ Şehir Hastanesi'nin inşaatının tamamlanarak işletmeye alınması ile Eskişehir ve Isparta illerindeki şehir hastanelerinin yapımı ve işletmesi Şirket tarafından gerçekleştirilmiştir. Isparta Şehir Hastanesi 2017 yılında faaliyete geçmiş olup, 2039 yılına kadar faaliyet gösterecektir. Eskişehir Şehir Hastanesi 2018'de KÖİ modeli ile faaliyete geçmiş olup sözleşmenin süresi 2044 yılında sona erecektir. Son olarak 2020'de faaliyete geçen Tekirdağ Şehir Hastanesi'nin sözleşme süresi 2043 tarihinde sona erecektir. İlgili hastanelerde yatak adetleri ise sırasıyla 850, 1.150 ve 605 adet olmak üzere toplamda 2.605 adettir. Ayrıca, Hacettepe Yurt ve Konutevi projesi bulunan Şirket'in bu projesinde toplam kapasitesi 2.264 öğrenciden oluşmaktadır.
- **Gelir modeli.** Şehir hastanelerinin Sağlık Bakanlığı tarafından ödenen hizmetlere ilişkin elde edilen hizmet gelirleri, ticari alanlara ilişkin kira gelirleri, proje satışlarından elde edilen satış gelirleri, satışı gerçekleşmemiş olan konutlara ilişkin kira gelirleri, Hacettepe Yurt ve Konutevi'nden elde edilen yurt kira gelirleri ve inşaat projelerine ilişkin inşaat işlerinin tamamlanma tarihine kadar elde edilen inşaat gelirleri bulunmaktadır. Şirket, Sağlık Bakanlığı ve Kredi ve Yurtlar Grubu'ndan, asgari ücret ve enflasyona göre ayarlanan gelirleri ile alacaklarını tahsil etmekte olup, bu açıdan güvenceli ve piyasa koşullarına göre dayanıklı bir gelir yapısı elde etmektedir. Sağlık Bakanlığı'na ait hizmetlerden kantin ve benzeri ticari alanlardan da gelir sağlanmaktadır.
- **Taahhüt projeleri.** 40 yıla yakın müteahhitlik firması olan Şirket; havaalanları, doğalgaz hatları ve mega altyapı projelerinde yer alarak yaklaşık 2,9 milyar USD seviyesinde proje tamamlamıştır. Devam eden projelerdeki backlog tutarı ise 422 milyon USD'ye yakın seyretmektedir. Devam eden taahhüt işlerinden Yalıkavak Loft ve Hırvatistan'daki The Sisters of Mery Hastanesi'nin öngörülen bitiş tarihi 2025 yılının son çeyreğinde olup, tamamlanma oranları sırasıyla %75 ve %44,87 seviyesindedir. 2026 yılının ikinci çeyreğinde İskenderun Devlet Hastanesi'nin; dördüncü çeyreğinde ise Amasya Devlet Hastanesi'nin tamamlanması öngörülmektedir. İki hastanenin toplam sözleşme tutarı KDV hariç 5 milyar TL seviyesindedir.
- **Geleceğe yönelik projeler.** Şirket, borçluluğu azaltmaya, faaliyet giderlerini etkin yönetmeye ve mevcut operasyonlardan elde edilen nakit fazlasını Akfen İnşaat'a transfer etmeye odaklanmaktadır. Yeni büyüme adımları arasında; KÖİ modeliyle yürütülecek öğrenci yurdu projeleri, bağımlılık merkezleri ve Türkiye Cumhuriyetlerindeki potansiyel projeler izlenmektedir. Şirket, pandemi sonrası artan kar marjları nedeniyle, yeni şehir hastanesi projelerini de aktif biçimde değerlendirmektedir.
- Şirket'in 2028 yılı hedefleri; i) *düzeltilmiş gelirin 404 milyon USD ii) düzeltilmiş FAVÖK'ün 132 milyon USD iii) net finansal borç/FAVÖK'ü 1,8x seviyesinde olması yönündedir.*
- Akfen İnşaat'ın henüz yeni halka arz edilmiş olması nedeniyle sağlıklı çarpan seviyelerinin oluşmaması ve açıklanan beklentilerin SPK raporlama standartlarına uygun olmaması sebeplerinden dolayı değerlemesine yönelik fikir yürütemediğimizi önemli hatırlatmak isteriz.

Akfen GYO (AKFGY)

- Akfen GYO'nun portföyü, tamamının mülkiyeti kendisine ait, gelir getirici gayrimenkullerden ve geliştirme projelerinden oluşmaktadır. **Mevcut toplam portföy büyüklüğü 783 milyon EUR düzeyinde bulunurken, Şirket'in net aktif değeri 665 milyon EUR seviyesindedir.** Akfen GYO'ya ait gayrimenkul portföyünün detaylarını aşağıdaki tablodan bulabilirsiniz.

Gayrimenkul Portföyü			2024
Oteller	Adet	İşletmeci	€ 456.0
Türkiye	15	Accor	€ 380.4
Rusya	4	Accor	€ 75.6
Ofis	Adet	İşletmeci	€ 3.7
Samara (Rusya)	1	Kurumsal Kiralama	€ 3.7
5 Yıldızlı Tatil Köyü	Adet	İşletmeci	€ 49.0
Bodrum Loft	1	Akfen Turizm	€ 49.0
Fabrika	Adet	İşletmeci	€ 3.4
Hadımköy	1	Kurumsal Kiralama	€ 3.4
Yurtlar	Adet	İşletmeci	€ 33.3
Isparta	1	Kredi Yurtlar K.	€ 19.2
Kütahya	1	Kredi Yurtlar K.	€ 14.1
Diğer Ticari Gayr.	Adet	İşletmeci	€ 104.1
Terminal Kadıköy	1	Akfen Turizm	€ 104.1
Diğer Ticari Gayr.	Adet	İşletmeci	€ 133.3
Yalıkavak Loft	1	Yapım Aşamasında	€ 73.5
Florida Projesi	1	Geliştirme Aşamasında	€ 2.7
Kıyıkışlacık Projesi	1	İnşaat Ruhsatı Alındı	€ 57.1
Diğer	Adet	İşletmeci	€ 0.4
Eskiçeşme Arsası	1	-	€ 0.4
Toplam			€ 783.2

- Portföy çeşitliliği.** Kadıköy Söğütluçeşme Terminal Projesi, 16.000 m² kiralanabilir alana sahiptir ve yıllık 9,6 milyon EUR kira getirisi hedeflenmektedir. Proje, 1 Mayıs 2025 itibarıyla faaliyete geçmiş olup, 2052 yılına kadar mülkiyet Akfen GYO'da kalacaktır. Milas IASOS Loft projesinde yıl sonunda saha faaliyetlerinin başlaması planlanmakta olup, proje 45 bin m² satılabilir alan ve 464 üniteden oluşmaktadır. Toplam yatırım tutarı 149,5 milyon EUR, hedeflenen toplam satış geliri ise 211,4 milyon EUR seviyesindedir. Yeni yatırımlardan Florida Projesi ise iki fazda yürütülecektir: faz 1 kapsamında 55 yaş üzeri bireylere yönelik sürdürülebilir gelir modeli kurgulanmış, 85 milyon EUR tutarında yatırım planlanmıştır. Faz 2 ise özel bakıma ihtiyaç duyan bireylere yönelik sosyal destekli konut birimlerini içermektedir. Bir diğer segment ise şehir otelleri segmenti olup güçlü performans göstermektedir. Novotel başta olmak üzere şehir otelleri, turizm sektöründeki dalgalanmalara rağmen yüksek doluluk oranları ve gelir üretme kabiliyetiyle dikkat çekmektedir.
- Portföy yapısı ve kira geliri.** Şirket'in portföyünde 19 adet otel yer almakta olup, bu varlıklar kurumsal müşteriler tarafından uzun vadeli kira sözleşmeleri kapsamında işletilmektedir. Diğer yandan Şirket'in Bodrum Loft, Hadımköy'de yer alan sanayi binası ve Kadıköy Terminal gibi projeleri segment ve gelir yapısı açısından çeşitlilik sağlamaktadır. Şirket'in kira gelirleri 2024 yılı itibarıyla 30 milyon EUR seviyesine ulaşmıştır. Yapılan projeksiyonlara göre bu rakamın 2028 yılında 43,2 milyon EUR seviyesine çıkması beklenmektedir. Satış gelirleriyle birlikte toplam gelirlerin ise bu dönemde 68 milyon EUR düzeyine ulaşması öngörülmektedir.
- Borçlulukta azalış.** Net finansal borç/FAVÖK oranı 2022 yılında 4,8x seviyelerinden 2024 yıl sonuna gelindiğinde 1,8x seviyesine gerilemiştir. İlgili dönemde net borçtaki düşüşe karşın kredi kullanımında artış yaşanmamış, fark ticari borçlardan kaynaklanmıştır. Reel bazda analiz edildiğinde kira gelirlerinde düzenli artış, net borçta azalış eğilimi dikkat çekmektedir. Şirket, 2028 yılı sonrasında net nakit pozisyonuna geçmeyi beklemektedir. Şirket, 2028 projeksiyonlarında; i) 68,2mn EUR konsolide gelir ii) 52 milyon EUR konsolide FAVÖK öngörmektedir.

- **Net aktif değeri.** Akfen GYO hisseleri, net aktif değerine kıyasla yaklaşık %72 oranında iskontolu işlem görmektedir. Bu iskonto ile birlikte, Şirket'in kira kontratları, satış gelir potansiyeli ve nakit üretme kabiliyeti değerlendirme açısından yukarı yönlü potansiyeli desteklemektedir. Geliştirme projelerinin tamamlanması, kira ve satış gelirlerinin realize edilmesi ve yeni projelerin finansallara yansımalarıyla birlikte iskontonun orta vadede daralması öngörülmektedir. Bu paralelde Şirket'in potansiyelini görmek adına değerlemede bulunduk.

➤ **Şirket'in son açıklanan Net Aktif Değeri'ni, özsermaye maliyeti oranında ileri taşıdık. Özsermaye maliyeti hesaplamasında; i) 2025 yılı risksiz getiri oranını %25,0, ii) piyasa risk primini %5,5, iii) şirket betasını ise 0,78 olarak kullandık. İskonto tarafında, tarihsel ortalamasına yakın bir seviye olan %50 oranını baz aldık.** Yandaki tabloda, Şirket tarafından paylaşılan Net Aktif Değer tablosunu ve değerlememizin işaret ettiği potansiyeli bulabilirsiniz.

Gayrimenkul Portföyü	Ekspertiz Değ. 1Ç25
Projeler	
Bodrum Arsa	€ 396
Ibis Otel ve Novotel Zeytinburnu	€ 81,555
Ibis Otel Eskişehir	€ 1,340
Novotel Trabzon	€ 35,337
Ibis Otel ve Novotel Kayseri	€ 15,510
Ibis Otel ve Novotel Gaziantep	€ 20,235
Ibis Otel Esenyurt	€ 14,470
Ibis Otel Adana	€ 19,540
Ibis Otel İzmir Alsancak	€ 19,075
Ibis Otel Ankara Airport	€ 14,245
Ibis Otel Bursa	€ 10,055
Ibis Otel Tuzla	€ 32,804
İsparta Yurt	€ 19,171
Kütahya Yurt	€ 14,078
Bodrum Loft	€ 48,990
Karaköy Otel	€ 116,312
Karaköy Fabrika	€ 3,437
Yalıkavak Projesi	€ 69,446
İştirakler	
Akfen Bağra	€ 4,891
Akfen Kuzey Gayrimenkul İşletme A.Ş.	€ 80,916
Gökliman Yatırım İnş. Tur. Jeotermal A.Ş.	€ 43,828
Fıratcan İnşaat Ticaret ve Turizm A.Ş.	€ 60,316
Akfen Karaköy Gayrimenkul Yat. ve İnş. A.Ş.	-
Para & Sermaye Piyasası Araçları	€ 36,764
Toplam Portföy Değeri	€ 762,711
Diğer Aktifler & Alacaklar	€ 20,146
Borçlar	€ 117,566
NAD (€)	€ 665,291
NAD (TL)	₺25,578
12A NAD (1+Özsermaye maliyeti)	33,070
İskonto 50%	16,535
Ödenmiş sermaye	3,900
Potansiyel fiyat	4.24
Son kapanış	2.10
Yükseliş potansiyeli	102%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Akfen GYO

- Farklı özsermaye maliyeti ve iskonto oranlarına göre oluşan hedef fiyatlara aşağıdaki tablodan ulaşabilirsiniz.

AKFGY			
Özsermaye maliyeti	45%	İskonto oranı	55%
27%	4.59	4.17	3.76
29%	4.66	4.24	3.82
31%	4.74	4.31	3.87

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları

Seçilmiş şirket finansalları | AKFYE

	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil			TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	
Seçilmiş Kalemler	1Ç25	4Ç24	1Ç24	Çeyreksele Değişim	Yıllık Değişim	2024	2023	Yıllık Değişim
Satışlar (mio TL)	1,164	1,156	1,585	1%	-27%	5,097	6,300	-19%
Brüt kar (mio TL)	337	1,265	747	-73%	-55%	1,994	3,177	-37%
Brüt kar marjı	28.9%	109.5%	47.1%	-80.6 puan	-18.2 puan	39.1%	50.4%	-11.3 puan
Faaliyet giderleri (mio TL)	96	70	63	37%	52%	254	202	26%
Faaliyet giderleri/satışlar	8.2%	6.0%	4.0%	2.2 puan	4.3 puan	5.0%	3.2%	1.8 puan
Esas faaliyet karı (mio TL)	241	1,196	684	-80%	-65%	1,740	2,975	-42%
Esas faaliyet kar marjı	20.7%	103.5%	43.2%	-82.8 puan	-22.5 puan	34.1%	47.2%	-13.1 puan
FAVÖK (mio TL)	601	586	1,027	2%	-41%	2,900	4,062	-29%
FAVÖK marjı	51.6%	50.7%	64.7%	0.9 puan	-13.2 puan	56.9%	64.5%	-7.6 puan
Net diğer gelir/gider (mio TL)	0	-1,595	-78	a.d.	a.d.	-1,449	2,862	a.d.
Net finansman gelir/gideri (mio TL)	-57	-792	354	-93%	a.d.	-2,104	-2,846	-26%
Parasal kazanç/kayıp (mio TL)	200	252	370	-20%	-46%	754	1,953	-61%
Vergi öncesi kar (mio TL)	384	-940	1,331	a.d.	-71%	-1,058	4,944	a.d.
Vergi gideri/geliri (mio TL)	452	311	271	45%	66%	1,228	1,626	-24%
Net kar (mio TL)	836	-634	1,597	a.d.	-48%	157	6,568	-98%
Net kar marjı	71.8%	-54.9%	100.8%	126.6 puan	-29 puan	3.1%	104.3%	-101.2 puan
Net borç* (mio TL)	8,316	7,623	9,245	9%	-10%	7,623	12,560	-39%
Net borç/FAVÖK	3.0	2.4	2.1	0.6	0.9	2.4	3.1	-0.7
Net borç/özsermaye	0.2	0.2	0.4	0.0	-0.2	0.2	0.4	-0.2
Özsermaye karlılığı (yıllık)	-1.4%	0.4%	33.8%	-1.9 puan	-35.2 puan	0.4%	22.3%	-21.9 puan
Aktif karlılık (yıllık)	-1.1%	0.3%	20.8%	-1.4 puan	-21.8 puan	0.3%	13.2%	-12.8 puan
Dönen varlıklar (mio TL)	3,853	2,694	2,245	43%	72%	2,694	2,461	9%
Duran varlıklar (mio TL)	52,148	51,917	37,640	0%	39%	51,917	47,465	9%
Özkaynaklar (mio TL)	41,094	39,974	24,627	3%	67%	39,974	29,500	36%
Stoklar (mio TL)	2	2	1	0%	59%	2	2	10%

* Rakamın pozitif olması Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu ifade etmektedir.

Seçilmiş şirket finansalları | AKFIS

	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil			TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	
Seçilmiş Kalemler	1Ç25	4Ç24	1Ç24	Çeyreksele Değişim	Yıllık Değişim	2024	2023	Yıllık Değişim
Satışlar (mio TL)	1,773	2,071	1,849	-14%	-4%	7,478	3,386	121%
Brüt kar (mio TL)	157	51	85	205%	84%	561	-76	a.d.
Brüt kar marjı	8.9%	2.5%	4.6%	6.4 puan	4.3 puan	7.5%	-2.2%	9.8 puan
Faaliyet giderleri (mio TL)	130	103	124	26%	4%	406	355	14%
Faaliyet giderleri/satışlar	7.3%	5.0%	6.7%	2.3 puan	0.6 puan	5.4%	10.5%	-5.1 puan
Esas faaliyet karı (mio TL)	28	-52	-39	a.d.	a.d.	156	-431	a.d.
Esas faaliyet kar marjı	1.6%	-2.5%	-2.1%	4 puan	3.7 puan	2.1%	-12.7%	14.8 puan
FAVÖK (mio TL)	43	-34	-21	a.d.	a.d.	221	-348	a.d.
FAVÖK marjı	2.4%	-1.6%	-1.2%	4.1 puan	3.6 puan	3.0%	-10.3%	13.2 puan
Net diğer gelir/gider (mio TL)	4,909	1,455	4,683	237%	5%	13,653	25,741	-47%
Net finansman gelir/gideri (mio TL)	-2,178	-150	-2,357	1352%	-8%	-5,475	-15,502	-65%
Parasal kazanç/kayıp (mio TL)	-2,131	-1,251	-2,261	70%	-6%	-5,704	-6,083	-6%
Vergi öncesi kar (mio TL)	628	3	26	23377%	2346%	2,629	3,725	-29%
Vergi gideri/geliri (mio TL)	-740	75	-806	a.d.	-8%	-2,474	-786	215%
Net kar (mio TL)	-112	77	-780	a.d.	-86%	155	2,946	-95%
Net kar marjı	-6.3%	3.7%	-42.2%	-10 puan	35.9 puan	2.1%	87.0%	-84.9 puan
Net borç* (mio TL)	18,368	21,992		-16%		21,992	25,076	-12%
Net borç/FAVÖK	59.7	90.4		-30.7		90.4	-72.1	162.5
Net borç/özsermaye	0.7	1.0		-0.2		1.0	1.2	-0.3
Özsermaye karlılığı (yıllık)	3.3%	0.8%		2.6 puan		0.8%	14.4%	-13.6 puan
Aktif karlılık (yıllık)	1.7%	0.4%		1.4 puan		0.4%	6.0%	-5.6 puan
Dönen varlıklar (mio TL)	8,362	8,230		2%		8,230	6,964	18%
Duran varlıklar (mio TL)	40,004	40,025		0%		40,025	42,123	-5%
Özkaynaklar (mio TL)	25,243	22,741		11%		22,741	20,506	11%
Stoklar (mio TL)	407	400		2%		400	308	30%

* Rakamın pozitif olması Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu ifade etmektedir.

Seçilmiş şirket finansalları | AKFGY

	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil			TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil	
Seçilmiş Kalemler	1Ç25	4Ç24	1Ç24	Çeyreksel Değişim	Yıllık Değişim	2024	2023	Yıllık Değişim
Satışlar (mio TL)	221	312	252	-29%	-12%	1,216	1,581	-23%
Brüt kar (mio TL)	211	298	239	-29%	-12%	1,168	1,526	-23%
Brüt kar marjı	95.4%	95.6%	95.0%	-0.2 puan	0.3 puan	96.1%	96.6%	-0.5 puan
Faaliyet giderleri (mio TL)	62	31	25	99%	144%	88	114	-22%
Faaliyet giderleri/satışlar	28.0%	10.0%	10.1%	18 puan	17.9 puan	7.2%	7.2%	0.1 puan
Esas faaliyet karı (mio TL)	149	267	214	-44%	-30%	1,080	1,413	-24%
Esas faaliyet kar marjı	67.4%	85.6%	85.0%	-18.2 puan	-17.6 puan	88.8%	89.4%	-0.6 puan
FAVÖK (mio TL)	149	267	214	-44%	-30%	1,081	1,421	-24%
FAVÖK marjı	67.5%	85.6%	85.1%	-18.1 puan	-17.6 puan	88.9%	89.9%	-1 puan
Net diğer gelir/gider (mio TL)	-1	827	-16	a.d.	-92%	1,374	858	60%
Net finansman gelir/gideri (mio TL)	-233	-123	6	90%	a.d.	-147	-4,551	-97%
Parasal kazanç/kayıp (mio TL)	656	-11	247	a.d.	166%	318	3,138	-90%
Vergi öncesi kar (mio TL)	571	960	451	-41%	26%	2,626	857	206%
Vergi gideri/geliri (mio TL)	157	-952	-92	a.d.	a.d.	-1,175	198	a.d.
Net kar (mio TL)	727	7	360	10942%	102%	1,445	1,049	38%
Net kar marjı	328.9%	2.1%	142.7%	326.8 puan	186.2 puan	118.8%	66.3%	52.5 puan
Net borç* (mio TL)	2,260	2,100	1,416	8%	60%	2,100	4,069	-48%
Net borç/FAVÖK	2.0	1.8	0.9	0.2	1.1	1.8	2.9	-1.1
Net borç/özsermaye	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.1
Özsermaye karlılığı (yıllık)	7.5%	6.2%	6.7%	1.3 puan	0.8 puan	6.2%	4.6%	1.6 puan
Aktif karlılık (yıllık)	5.7%	4.7%	5.1%	1 puan	0.6 puan	4.7%	3.1%	1.6 puan
Dönen varlıklar (mio TL)	4,544	4,692	2,788	-3%	63%	4,692	7,646	-39%
Duran varlıklar (mio TL)	29,882	29,108	20,995	3%	42%	29,108	26,110	11%
Özkaynaklar (mio TL)	26,195	25,716	18,298	2%	43%	25,716	22,787	13%
Stoklar (mio TL)	2,423	2,256	0	7%	a.d.	2,256	0	a.d.

* Rakamın pozitif olması Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu ifade etmektedir.

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak genel nitelikte hazırlanmıştır. Raporla yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL**, **TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.