

Aksa Enerji

Endeks Üzeri Getiri - 12A hedef fiyat: 62.5TL

Güç Haritasını Yeniden Çiziyor

17.02.2025
09.00

➤ AKSEN için 62.5 TL hedef fiyat ve **Endeks Üstü Getiri** (EÜ) tavsiyesi ile önerimizi başlatıyoruz. Hedef fiyatımız %66 getiri potansiyeli sunuyor. 2025 tahminlerimize göre şirket hisseleri 6.6 F/K ve 6.4 FD/FVAÖK çarpanları ile işlem görüyor.

Yüksek FVAÖK marjına sahip yurt dışı portföyü büyümeye devam ediyor. Yurt dışı operasyonlardan sağlanan FVAÖK'ün (KKTC yurt içinde raporlanıyor); 2024'te toplam 162mn USD olmasını, 2025'te Talimercan'ın tam kapasiteye geçmesi ve Kumasi'nin ilk fazının devreye alınmasıyla %34 artarak 217mn USD'ye ulaşmasını bekliyoruz. 2026'da FVAÖK'ün; Kumasi'nin ilk fazının tam yıl etkisi, ikinci fazının kısmi devreye girişi, Kazakistan ve Senegal'den gelecek sırayla 40 ve 45mn USD'lik katkıyla %48 büyüyerek 322mn USD gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2027'de ise Kazakistan'da ısı etkisinin devreye girme ihtimali ve Gana'da Kumasi'nin tam kapasiteye geçişi ile yurt dışı FVAÖK'ün mevcut santrallerde toplam 365mn USD olmasını bekliyoruz. Antalya, Bolu ve KKTC'den sağlanan yurt içi FVAÖK'ün 2025'ten itibaren yıllık 55mn USD düzeyinde seyredeceğini modelliyoruz.

Yenilenebilir enerji portföyü çeşitliliği artıracak. 4 Aralık 2023 tarihi itibarıyla şirketin toplam 831.41 MW'lık Depolamalı Rüzgar ve Güneş Enerjisi Santrali kurumuna ilişkin ön lisansları EPDK tarafından onaylandı. Van'da 25MW'lık ve Kayseri'de 10MW'lık depolamalı GES ile Sivas'da 25 MW'lık depolamalı RES ön lisanslarının 22 Temmuz 2024 tarihinde devir alınması ile şirketin toplam kurulu gücü 891.41 MW'a ulaştı. Yenilenebilir enerji portföyüne ilişkin değerlememizde muhafazakar olmak adına, mevcut yatırımların %50'sinin faaliyet geçeceğini modelliyor, %50 ve üzeri oranları ise yukarı yönlü risk olarak görüyoruz. Bu kapsamda toplam yatırım harcamalarının 490mn USD olacağını, toplam yıllık FVAÖK katkısının 125mn USD'ye ulaşacağını varsayıyoruz. Geçişken yakıt maliyetine sahip yurt dışı portföyünün büyümesi ve yenilenebilir enerji yatırımlarının katkısıyla şirketin FVAÖK marjının 2024'te bulunduğu %26 seviyesinden 2030'a kadar %43'e ulaşmasını bekliyoruz.

2030 stratejisi daha güçlü büyüme vadediyor. Şirket yurt dışı operasyonlarını daha farklı coğrafyalara da yayarak sürdürmeyi planlıyor. Bu doğrultuda 2030 yılına kadar Aksa Enerji'nin 4,9mır USD yatırımla 5.297MW kurulu gücü aktif hale getirme hedefi bulunuyor. Şirket, 2030 stratejisiyle FVAÖK'ünü 2023 yıl sonundaki 268mn USD'den 4 katına çıkararak 1,112mn USD'ye yükseltmeyi hedefliyor. 2030 yurt dışı yatırımlarına ilişkin henüz herhangi bir sözleşme duyurulmadığından bu projeksiyonları değerlememize dahil etmiyoruz. Diğer yandan olası %50 gerçekleşme senaryosu için değerlendirme bölümünde alternatif bir hedef fiyat daha oluşturunuz.

Riskler: 1) Farklı ülkelerde faaliyet gösteren şirket her ülkenin kendi riskine maruz kalıyor. Sözleşmelerin iptali ya da yenilenmemesi nakit akışını ve değerlememizi etkileyebilecek en önemli risk olarak öne çıkıyor 2) AKSEN'i doğrudan etkilemese bile, ülkelerin risk primlerinde yaşanacak olası artışlar değerlememizi aşağı yönde baskılayabilir 3) Yenilenebilir enerji yatırımlarının farklı nedenlerle %50 hedefimizin altında kalması, 2026 ve sonrasında modellediğimiz FVAÖK katkısını sınırlandıracağından değerlememizi olumsuz etkileyebilir. 4) Şirketin döviz bazlı gelirlerinin ağırlığı giderek arttığından, TL'nin USD'ye kıyasla değerlendirilmesi bir risk faktörü olabilir.

Hisse Fiyatı	12A Hedef Fiyat	Artış Potansiyeli
TL37.56	TL62.5	66%
Piyasa Değeri		Firma Değeri
TL46,061mn	USD1,276mn	TL69,772mn

Hisse Senedi Bilgileri (14.02.2025)			
Bloomberg/Reuters:	AKSEN.TI / AKSEN.IS		
Rel. Performans:	1 ay	3 ay	12 ay
	-7%	8%	-7%
12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	32.34 / 48.14		
Ortalama günlük hacim (TLmn) 3 ay:	158.7		
YBB Getiri:	-4%		
Beta (2yıl, haftalık)	0.9		
BIST-100 ağırlığı	0.5%		
Hisse Adedi (mn):	1,226.3		
Yabancı Payı :	Mevcut	12A önce	
	5%	4%	

Kısaca Şirket

1997 yılında Kazancı Holding bünyesinde kurulan Aksa Enerji elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. Yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren şirket; doğal gaz, akaryakıt ve kömür gibi farklı enerji kaynaklarını kullanarak faaliyet göstermektedir. Afrika ve Orta Asya'da yurt dışı faaliyetlerini yürüten Aksa Enerji, yeni pazarlara açılarak uzun vadeli enerji satış anlaşmaları yapmaktadır. Türkiye'de serbest piyasa dinamiklerine uygun hareket eden şirket, uluslararası alanda da istikrarlı nakit akışı sağlayan projelere yatırım yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Kazancı Holding A.Ş.	80.1%
Halka Açık	19.9%

Özet Finansallar*

	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar (TLmn)	87,102	35,172	26,377	35,859
Yıllık Değişim	527%	-60%	-25%	36%
FVAÖK (TLmn)	12,374	7,953	6,861	10,873
Yıllık Değişim	400%	-36%	-14%	58%
Net Kar (TLmn)	5,582	5,497	4,846	6,988
Yıllık Değişim	232%	-2%	-12%	44%
FVAÖK marjı	14.2%	22.6%	26.0%	30.3%
Net Kar marjı	6.4%	15.6%	18.4%	19.5%
F/K (x)	8.3	8.4	9.5	6.6
FD/FVAÖK (x)	5.6	8.8	10.2	6.4
FD/Net Satışlar (x)	0.8	2.0	2.6	1.9
Hisse Başına Kar(TL)	4.6	4.5	4.0	5.7
Hisse Başına Temettü	0.8	1.3	1.1	1.0
Temettü Verimi	2.2%	3.5%	3.0%	2.6%
Özkaynak karlılığı	17.2%	11.7%	11.0%	11.9%

*Rakamlar 2024 satın alma paritesi tahminlerimize göre hesaplanmıştır, sonraki yıllarda ise reel değişimler kullanılmıştır.

Analist: Halil Cenk Özdemir

+90 212 384 11 19

cozdemir@garantibbva.com.tr

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR (mn TL)

Gelir Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Satışlar	87,102	35,172	26,377	35,859	42,185
Brüt Kâr/Zarar	10,591	7,215	6,093	10,851	15,648
Faaliyet Geliri	9,979	6,406	5,014	9,182	13,570
Amortisman	2,395	1,547	1,846	1,691	2,266
FVAÖK	12,374	7,953	6,861	10,873	15,836
Net Diğer Gelir/Gider	459	373	256	339	257
İştiraklerden Gelir/Gider	0	0	0	0	0
Net Finansal Gelir/Gider	254	829	209	-26	-788
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	8,157	7,142	6,137	9,004	12,425
Vergi	-1,880	-1,036	-633	-1,198	-2,090
Azınlık Payları	-695	-609	-658	-818	-818
Net Kâr	5,582	5,497	4,846	6,988	9,516
Brüt Kâr Marjı	12.2%	20.5%	23.1%	30.3%	37.1%
FVAÖK Marjı	14.2%	22.6%	26.0%	30.3%	37.5%
Net Kâr Marjı	6.4%	15.6%	18.4%	19.5%	22.6%
<i>Satış Büyümesi</i>	<i>527%</i>	<i>-60%</i>	<i>-25%</i>	<i>36%</i>	<i>18%</i>
<i>EBITDA Büyümesi</i>	<i>400%</i>	<i>-36%</i>	<i>-14%</i>	<i>58%</i>	<i>46%</i>
<i>Net Kâr Büyümesi</i>	<i>232%</i>	<i>-2%</i>	<i>-12%</i>	<i>44%</i>	<i>36%</i>
Bilanço	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Dönen Varlıklar	18,807	23,219	14,797	17,339	19,777
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,544	1,080	986	1,070	1,171
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	15,188	18,382	10,258	13,223	15,509
Stoklar	321	1,217	1,352	821	860
Diğer Dönen Varlıklar	1,754	2,540	2,201	2,225	2,237
Duran Varlıklar	36,397	52,599	67,133	94,349	113,071
Toplam Varlıklar	55,204	75,818	81,929	111,688	132,848
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13,156	18,703	20,856	22,409	24,612
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	7,815	11,151	13,275	14,451	16,451
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	3,511	4,538	3,664	4,643	5,464
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,829	3,013	3,917	3,315	2,697
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,634	10,060	17,078	30,775	37,410
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	6,369	7,108	13,506	26,607	32,992
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,265	2,951	3,573	4,168	4,418
Özkaynaklar	32,414	47,056	43,995	58,504	70,826
Toplam Özkaynaklar	55,204	75,818	81,929	111,688	132,848
Özet Nakit Akım Tablosu	2022	2023	2024T	2025T	2026T
FVAÖK	12,374	7,953	6,861	10,873	15,836
İşletme Sermayesi Değişimi	8,464	3,064	-7,114	1,454	1,504
Faaliyetlerden Nakit Akımı	1,775	5,924	7,269	4,640	6,919
Sermaye Yatırımları	3,355	1,822	15,294	17,222	13,535
Yat. Faaliyetlerinden Nakit Akımı	-2,883	-4,220	-14,380	-17,374	-13,892
Ödenen Temettü	999	1,599	1,374	1,212	1,747
Net Borç Değişimi	7,502	4,540	8,615	14,193	8,285
Fin. Faaliyetlerden Nakit Akımı	2,128	-2,169	7,016	12,818	7,073
Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri	525	1,544	1,080	986	1,070
Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri	1,544	1,080	986	1,070	1,171
Rasyo Analizi	2022	2023	2024T	2025T	2026T
Net Borç/FVAÖK (x)	1.0	2.2	3.8	3.7	3.0
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7
Yatırım Harcamaları/Satışlar (%)	-4%	-5%	-58%	-48%	-32%
İş. Ser. Değişimi/Satışlar (%)	10%	9%	-27%	4%	4%

Kaynak: Şirket, Garanti BBVA Yatırım
TMS29 etkisi dahildir.

Yatırım Tezi

Kârlı Yurt Dışı Portföyü Büyümeye Devam Ediyor

Aksa Enerji FVAÖK'ünün büyük bölümünü yurt dışından, farklı yabancı para birimlerinde, garantili satışlar kapsamında elde ediyor. Yurt içi santraller arasında sadece KKTC santrali garantili satışlar kapsamında yer alıyor.

Bölge	Ülke	Kurulu Güç (MW)	Tesis Tipi	Lisans Süresi	Lisans Bitiş Tarihi	Alım Garantisi	Elektrik Üretim
Orta Asya	Özbekistan	1220					
	Taşkent	492	Doğal Gaz	25 Yıl	2047	Var (USD)	Aktif
	Buhara	298	Doğal Gaz	25 Yıl	2047	Var (USD)	Aktif
	Talimercan*	430	Doğal Gaz	25 Yıl	2050	Var (USD)	Aktif
Afrika	Gana	720					
	Tema	370	Çift Yakıt	15 Yıl	2037	Var (USD)	Aktif
	Kumasi	350	Doğalgaz	20 Yıl	2045	Var (USD)	1. Faz (179MW) Ağustos 2025 2. Faz (171MW) 3Ç2026
Afrika	Mali	60	Fuel Oil	3+3 Yıl	-	Var (EUR)	Aktif
Afrika	Kongo*	50	Doğal Gaz	30 Yıl	2052	-	Aktif
Orta Asya	Kazakistan (Kızıldada)	240	Doğal Gaz Kombine Isı	15 Yıl	2040	Var (KZT)	Planlanan 1Ç2026
Afrika	Senegal	255	Doğal Gaz	25 Yıl	2051	Var (EUR)	Planlanan 3Ç2026

* Santral şu anda 396MW kapasite ile basit çevrim çalışmaktadır. İlk çeyrek sonunda kombine çevrim olarak kurulu gücün 430MW'a ulaşması planlanmaktadır.

** Kongo santrali şirketin sadece işletme hakkına sahip olduğu bir santraldir. FVAÖK katkısı sınırlıdır.

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Şirketin yurt dışı operasyonları Afrika ve Orta Asya olmak üzere iki ayakta yürütülüyor. Orta Asya'da aktif üretim Özbekistan'da gerçekleştirilirken, 240MW kurulu güce sahip olacak Kazakistan yatırımının 2026'nın ilk çeyreğinde tamamlanacağı öngörülüyor. Yurt dışındaki toplam kurulu gücün önemli bölümünü Özbekistan'da bulunan doğal gaz çevrim santralleri oluşturuyor. Taşkent'te 492MW, Buhara'da 298MW kapasiteye sahip olan şirket, 2024 sonunda Talimercan yatırımının tam kapasiteye ulaşmasıyla Özbekistan'da 1220MW kurulu güce ulaştı. 2024'ün son çeyreğinde Talimercan santralının şirket FVAÖK'üne 10mn USD katkı sağladığını tahmin ediyoruz.

Afrika bölgesinde ise Gana operasyonları şirketin FVAÖK'üne en önemli katkısı sağlıyor. Gana'da 370MW kurulu güce sahip Tema santrali aktif olarak faaliyet gösteriyor. Tema'nın yanına 179+171MW olmak üzere iki faz ile devreye alınacak Kumasi santrali eklenecek. Böylelikle Gana'da toplam kurulu güç 720MW'a ulaşacak. Kumasi'nin ilk fazının Ağustos 2025'te, ikinci fazının ise 3Ç26'da tamamlanacağı öngörülüyor. Afrika'da diğer üretim gerçekleştiren santraller arasında Mali (60MW) ve Kongo (50MW) yer alıyor. Şirket Kongo santralının sahipliğini değil, işletme hakkını elinde bulunduruyor. Son olarak Senegal yatırımının 2026'nın 3. çeyreğinde tamamlanması ve Afrika operasyonlarına 255MW'lık katkı sağlaması planlanıyor.

Yurt dışındaki portföy dağılımının farklı ülke ve coğrafyalara dağılımı olması, şirketin ülke bazlı risklere daha az maruz kalmasını sağlıyor. Yurt içi santrallerde %6-12 bölgesinde seyreden FVAÖK marjı yurt dışı santrallerde yakıtın geçişken maliyetli olması sayesinde %70-75'lere kadar ulaşabiliyor.

Yurt dışındaki geçişken maliyet sistemi ¹ elektrik fiyatlarının düşük seyrettiği, yerli üreticilerin marjlarının daraldığı dönemlerde Aksa Enerji'nin pozitif ayrışabilmesini sağlıyor.

	Bölge	Ülke	Yıllık Tahmini FVAÖK Katkısı (mn USD)							
			2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	
YURT DIŞI	Orta Asya	Özbekistan	90	130	130	130	130	130	130	
		Taşkent Buhara Talimercan								
	Afrika	Gana	60	75	95	135	135	135	135	
		Tema Kumasi								
	Afrika	Mali	10	10	10	10	10	10	10	
	Afrika	Kongo*	2	2	2	2	2	2	2	
	Orta Asya	Kazakistan (Kızıldada)			40	42.5	42.5	42.5	42.5	
	Afrika	Senegal			45	45	45	45	45	
	Yurt Dışı Toplam FVAÖK (mn USD)			162	217	322	365	365	365	365
	<i>Büyüme</i>				34%	48%	13%	0%	0%	0%
YURT İÇİ	Türkiye	Antalya	10	13.0	13.1	13.2	13.3	13.5	13.6	
	Türkiye	Bolu	10	11.0	11.3	11.4	11.5	11.5	11.6	
	Türkiye	KKTC**	27	30	30	30	30	30	30	
	Yurt İçi Toplam FVAÖK (mn USD)			47	54	54	55	55	55	
	<i>Büyüme</i>				14.9%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
2030 YATIRIMLARI	Planlanan Yurt İçi Yenilenebilir (mn USD) - Değerlemeye Dahil -				20	60	90	125	125	
	Planlanan Yurt Dışı (mn USD) - Değerlemeye ve toplam FVAÖK'e dahil değil -				25	150	250	300	340	
FVAÖK DAĞILIMI	Toplam FVAÖK (mn USD)		209	271	396	479	509	544	545	
	Yurt Dışı FVAÖK Payı		78%	80%	81%	76%	72%	67%	67%	
	Yurt İçi FVAÖK Payı		22%	20%	19%	24%	28%	33%	33%	

* Kongo santrali şirketin yalnızca işletme hakkına sahip olduğu bir santraldir. FVAÖK katkısı oldukça sınırlıdır.

** Kibns santrali garantili alım kapsamında, USD bazlı gelir sağlamasına karşılık yurt içi santraller kapsamında raporlanmaktadır.

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Yurt dışı operasyonlardan sağlanan FVAÖK'ün;

- 2024'te toplam 162mn USD olmasını,
- 2025'te Talimercan'ın tam kapasiteye geçmesi ve Kumasi'nin ilk fazının devreye alınmasıyla %34 artarak 217mn USD'ye ulaşmasını,
- 2026'da; Kumasi'nin ilk fazının tam yıl etkisi, ikinci fazının kısmi devreye girişi, Kazakistan ve Senegal'den gelecek sırayla 40 ve 45mn USD'lik katkıyla %48 büyüyerek 322mn USD gerçekleşmesini,
- 2027'de Kazakistan'da ısı etkisinin devreye girmesi ve Gana'nın tam kapasiteye geçişi ile yurt dışı FVAÖK'ün mevcut santrallerde toplam 365mn USD olmasını bekliyoruz.

2026 ve sonraki yıllar için şirketin yenilenebilir enerji yatırım planlarında %50 gerçekleşme senaryosuyla ilerliyoruz. 2026'da 20mn USD yurt içi RES/GES FVAÖK katkısını 2030'da 125mn USD'ye yükseltiyoruz.

Yurt içi operasyonlarında Antalya için 10mn USD, Bolu için 10mn USD, KKTC için ise 27mn USD FVAÖK tahminiyle başlıyor, sonraki yıllarda muhafazakar olmak adına sınırlı iyileşmeyle tahmin yapıyoruz. Mevcut projeksiyonlarla birlikte 2026'da %81 olan yurt dışı FVAÖK payı tahminimiz RES ve GES katkısının artmasıyla 2030'da %67'ye geriliyor. 2030 stratejisi kapsamında yeni yurt dışı yatırımlarının %50 gerçekleştiği senaryoda bu oran yeniden %80'e yükseliyor.

¹ Enerji üreticilerinin yakıt (doğal gaz, kömür vb.) maliyetlerini doğrudan müşterilere yansıtmasına olanak tanıyan fiyatlama mekanizmasıdır.

Yenilenebilir Enerji Portföyü Çeşitliliği Artıracak

4 Aralık 2023 tarihi itibarıyla şirketin toplam 831.41 MW'lık Depolamalı Rüzgar ve Güneş Enerjisi Santrali kurumuna ilişkin ön lisansları EPDK tarafından onaylandı. Van'da 25MW'lık ve Kayseri'de 10MW'lık depolamalı GES ile Sivas'da 25 MW'lık depolamalı RES ön lisanslarının 22 Temmuz 2024 tarihinde devir alınması ile şirketin toplam kurulu gücü 891.41 MW'a ulaştı.

Şirketin Bolu Göynük Santrali'nde karbon emisyonlarının düşürülmesi ve verimliliğin artırılmasına yönelik 35 MW Güneş Enerjisi Santrali Projesi devam ediyor. Şirket, güneş santralının 2025 yılının ilk yarısında devreye alınmasını beklemektedir.

Şehir	Depolamalı RES (MW)	Depolamalı GES (MW)	Toplam Yenilenebilir Enerji Üretimi (MW)
Balıkesir	118.0		118.0
Manisa	82.2		82.2
Afyonkarahisar	110.8		110.8
Eskişehir	140.9	100.0	240.9
Kırşehir		50.0	50.0
Mersin	100.1		100.1
Kayseri	89.0	10.0	99.0
Sivas	25.0		25.0
Gaziantep		40.5	40.5
Van		25.0	25.0
Toplam	665.9	225.5	891.4

	Depolamalı RES	Depolamalı GES	Toplam
Toplam Sermaye Harcaması Tahmini (mn USD)	799.1	180.4	979.5
Yıllık FVAÖK Tahmini (mn USD)	233.1	33.8	266.9

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Yenilenebilir enerji portföyüne ilişkin değerlememizde muhafazakar olmak adına, mevcut yatırımların %50'sinin faaliyete geçeceğini modelliyor, %50 ve üzeri oranları ise yukarı yönlü risk olarak görüyoruz. Bu kapsamda toplam yatırım harcamalarının 490mn USD olacağını, toplam yıllık FVAÖK katkısının 125mn USD'ye ulaşacağını varsayıyoruz. Bu varsayımlarımızı yaparken GES ve RES'ler için aşağıdaki tahminlerle ilerliyoruz.

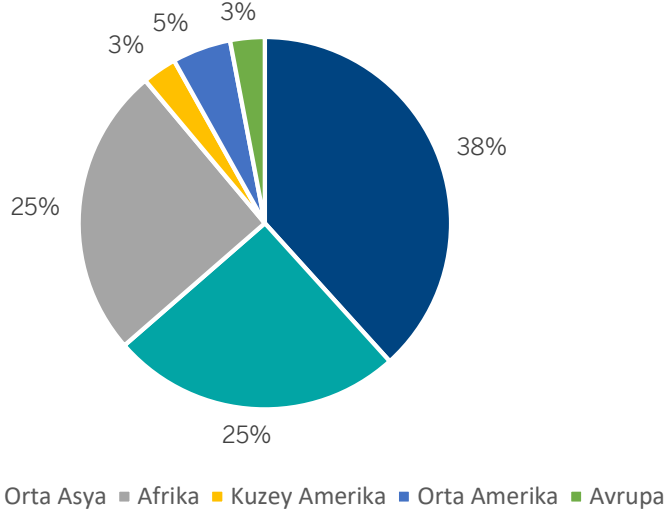
	100MW Kapasiteli RES	100MW Kapasiteli GES
Sermaye Harcaması	120mn USD	80mn USD
Kapasite Kullanımı	40%	20%
Yıllık FVAÖK Katkısı	35mn USD	15mn USD

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

2030 Stratejisi Daha Güçlü Büyüme Vadediyor

Şirket yurt dışı operasyonlarını daha farklı coğrafyalara da yayarak sürdürmeyi planlıyor. Bu doğrultuda 2030 yılına kadar Aksa Enerji'nin 4.9mlr USD yatırımla 5,297MW kurulu gücü aktif hale getirme hedefi bulunuyor. Şirket böylelikle toplam kurulu gücünü 7,850MW'e ulaştırmayı amaçlıyor. Aksa Enerji bunu yaparken coğrafi dağılım planını aşağıdaki şekilde çiziyor.

2030 Stratejisi Bölgesel Kurulu Güç Dağılımı



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Şirket, 2030 stratejisiyle FVAÖK'ünü 2023 yıl sonundaki 268mn USD'den 4 katına çıkararak 1,112mn USD'ye yükseltmeyi hedefliyor. Biz raporun ilk bölümünde de vurguladığımız üzere, 2030 yurt dışı yatırımlarına ilişkin henüz herhangi bir sözleşme duyurulmadığından bu projeksiyonları değerlememize dahil etmiyoruz. Diğer yandan olası %50 gerçekleşme senaryosu için değerlendirme bölümünde alternatif bir hedef fiyat daha oluşturuyoruz.

Sonuç olarak şirketin 2030 FVAÖK'ünü; 365mn USD mevcut yurt dışı santralleri, 55mn USD yurt içi santraller ve 125mn USD yurt içi yenilenebilir enerji yatırımlarından olmak üzere toplam 545mn USD olarak hesaplıyoruz. Yurt dışı ve yenilenebilir enerji FVAÖK payının artışına bağlı olarak FVAÖK marjında da belirgin bir iyileşme projeksiyonumuz bulunuyor; 2024'te %26 olan FVAÖK marjı tahminimizi 2030'da %43'e yükseltiyoruz. Şirket 2030 stratejisi dahilinde 2030 yılı için FVAÖK marjı projeksiyonunu %52 olarak duyurmuştu.

2030'da kurulu gücün %28'inin yenilenebilir enerjiye ait olması hedefleniyor. Diğer yandan biz projeksiyonlarımızda yenilenebilir enerji üretim hedefinin %50'sinin gerçekleşeceğini varsayıp, bu oranın daha düşük seviyelerde (%23 bölgesi) kalabileceğini tahmin ediyoruz.

Değerleme

Aksa Enerji'de her santral için, santral bazlı FVAÖK katkılarını, sözleşme sürelerini ve farklı ülke risk primlerini göz önünde bulundurarak ayrı değerlendirme yaptık.

Değerleme sonunda 2,415.9mn USD hedef piyasa değerine ulaşıyoruz. Böylelikle 12A hedef firma değerini 76,653.9mn TL, hedef hisse fiyatını da 62.5TL olarak buluyoruz. Hedef fiyatımız %66 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Firma değerinin %13.2'si yurt içi operasyonlarından, %79.5'i mevcut yurt dışı operasyonlarından, %7.3'ü ise 2030 stratejisi kapsamındaki yenilenebilir enerji yatırım planlarından oluşuyor. Yurt içinde en yüksek katkıyı %8.8 ile KKTC santrali sağlarken, yurt dışında en yüksek katkı Özbekistan (%40.5) ve Gana'dan (%24.6) geliyor.

Değerleme Özeti (mn USD)	Firma Değeri	Değerlemedeki Payı
Yurt İçi Santralleri	319.1	13.2%
Antalya	55.1	2.3%
Bolu	51.5	2.1%
KKTC	212.5	8.8%
Yurt Dışı Santralleri	1921.5	79.5%
Özbekistan	978.5	40.5%
Gana	594.4	24.6%
Kazakistan	206.3	8.5%
Senegal	91.8	3.8%
Mali	39.0	1.6%
Kongo	11.5	0.5%
2030 Stratejisi - Planlanan Yatırımlar	175.3	7.3%
Planlanan Yenilenebilir RES/GES (%50 Gerçekleşme)	175.3	7.3%
Toplam Firma Değeri (mn USD)	2415.9	
4Ç24 Tahmini Net Borç (mn USD)	731.2	
Hedef Firma Değeri (mn USD)	1684.7	
Hedef Firma Değeri (mn TL)	76653.9	
Hedef Fiyat (TL)	62.5	
Mevcut Fiyat (TL)	37.6	
Getiri Potansiyeli	66%	

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Alternatif Senaryolar

Yenilenebilir enerji yatırımlarının %50'sinin gerçekleştiği senaryoyu baz senaryo olarak kabul ediyoruz. Diğer tüm değişkenler sabitken yenilenebilir enerji yatırımlarının %75 gerçekleşmesi durumunda 67.1TL, %100 gerçekleşmesi durumunda ise 70.9TL 12A hedef fiyata ulaşıyoruz. Yenilenebilir enerji yatırımlarının farklı nedenlerle gerçekleşmemesi ve şirkete FVAÖK katkısı sağlayamaması durumunda, Kazakistan ve Senegal dahil sadece mevcut operasyonları kapsayan değerlememizde 56TL hedef fiyata ulaşıyoruz.

Vurguladığımız üzere 2030 stratejisi kapsamında yeni yurt dışı santrallerinin etkisini henüz herhangi bir anlaşma duyurulmadığı ya da finansman kapanmadığı için değerlememize eklemedik. Buna karşılık farklı bir ihtimale bağlı olarak alternatif senaryo oluşturduk. 2030 stratejisi yurt dışı santralleri planlarının %50 gerçekleştiği senaryoda şirketin; 1.9mlr USD yatırım harcaması gerçekleştirdiğini ve 2030'da toplam 340mn USD FVAÖK katkısı sağladığını modelledik. Değerlemenin sonucunda %50'lik gerçekleşmede 307.6mn USD ek firma değeri elde ettik. Bu da şirketin toplam hedef firma değerini 2,723.2mn USD'ye, hedef fiyatını da 73.9TL'ye yükseltti.

Senaryolar	Ek Firma Değeri (mn USD)	Hedef Fiyat (TL)
Sadece Mevcut Operasyonlar (Kazakistan ve Senegal dahil)	-	56.0
Baz Senaryo - Yenilenebilir Enerji Yatırımları (%50 Gerçekleşme)	175.0	62.5
Yenilenebilir Enerji Yatırımları (%75 Gerçekleşme)	298.5	67.1
Yenilenebilir Enerji Yatırımları (%100 Gerçekleşme)	402.7	70.9
Yenilenebilir (%50 Gerçekleşme) + 2030 Stratejisi Yurt Dışı Santralleri (%50 Gerçekleşme)	482.6	73.9

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Yurt Dışı Operasyonları

Özbekistan

Özbekistan için 2024'te 90mn USD olan FVAÖK'ün, Talimercan yatırımının tamamlanarak tam kapasiteye geçilmesiyle 2025'te 130mn USD'ye ulaşacağını varsayıyoruz. Sermaye harcamalarında 2024'te 234mn USD'lik sermaye harcamasının gerçekleştirildiğini ve 2025'e sadece 18mn USD'lik yatırım harcaması kaldığını tahmin ediyoruz. Vergi oranında Özbekistan'daki kurumlar vergisi olan %15'i kullanıyoruz. Risksiz faiz oranı olarak 2032 vadeli, USD cinsi Özbekistan hazine eurobondu getirisi olan %7.3'ü baz alıyoruz. Piyasa risk primini %5 olarak AOSM'yi %10.8 olarak hesaplıyoruz. Sözleşme süresinin bitiş tarihi olarak 2047'yi baz alıyoruz. Şirket sözleşmenin sonlandığı tarihte uzatma ya da santralin taşınması/satılmasıyla nakit akımı yaratmaya devam edebileceğinden terminal büyüme oranında uzun vadeli ABD enflasyonunun altında, %1'i kullanıyoruz. Böylelikle Özbekistan santralının firma değerini 978.5mn USD olarak hesaplıyoruz.

Özbekistan

mn USD	2025T*	2026T	2027T	2046T	2047T	Terminal
Satış Gelirleri	185	185	185	185	185	
FVAÖK	130	130	130	130	130	
	<i>FVAÖK Marjı</i>	70%	70%	70%	70%	70%
Vergi	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	
İşletme Sermayesi Değişimi	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	
Sermaye Harcamaları	24	6.4	6.4	6.4	6.4	
Serbest Nakit Akımları	84.7	102.3	102.3	102.3	102.3	1051.1
AOSM Varsayımları	2025T*	2026T	2027T	2046T	2047T	
Risksiz Faiz Oranı	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Özsermaye Maliyeti	12.05%	12.05%	12.05%	12.05%	12.05%	12.05%
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Vergi Oranı	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
AOSM	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	
İskonto Faktörü	0.91	0.82	0.74	0.12	0.12	0.12
Nihai Büyüme Oranı	1.00%					
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	77.4	84.4	76.1	12.0	12.0	

Sonuçlar (mn USD)

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	855.62
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	122.88
Firma Değeri	978.5

*Talimercan etkisi devreye girmiştir.

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Gana

Gana için 2024'te 60mn USD olan FVAÖK'ün, 2025'te Tema'da çift yakıt dönüşümünün tamamlanması ve Kumasi'nin ilk fazının Ağustos ayında devreye alınmasıyla 75mn USD'ye ulaşacağını varsayıyoruz. 2026'da Kumasi'nin ikinci fazının kısmen devreye girişiyle FVAÖK'ün 95mn USD, 2027'de tam yıl etkisiyle 135mn USD gerçekleşeceğini düşünüyoruz. Vergi oranında Gana'daki kurumlar vergisi olan %25'i kullanıyoruz. Risksiz faiz oranı olarak 10 yıl vadeli, USD cinsi Gana hazine eurobondu getirisi olan %9.6'yı baz alıyoruz. Piyasa risk primini %5 olarak AOSM'yi %12.2 olarak hesaplıyoruz. Gana'da Tema için sözleşmenin bitiş tarihi 2037 olsa da değerlemeyi Kumasi'nin sözleşme bitiş tarihi olan 2045'e kadar uzatıyoruz. Sonraki yıllarda nihai büyüme oranını %1 olarak kabul ediyoruz. Değerleme sonucunda Gana santrali için 594.4mn USD firma değerine ulaşıyoruz.

Gana							
mn USD	2025T*	2026T**	2027T***	2028T	2029T	2045T	Terminal
Satış Gelirleri	115.4	146.2	207.7	207.7	207.7	207.7	
FVAÖK	75	95	135	135	135	135	
	<i>FVAÖK Marjı</i>	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Vergi	18.75	23.75	33.75	33.75	33.75	33.75	
İşletme Sermayesi Değişimi	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	
Sermaye Harcamaları	110	60	4.5	4.5	4.5	4.5	
Serbest Nakit Akımları	-55.15	9.85	95.35	95.35	95.35	95.35	859.1
AOSM Varsayımları	2025T*	2026T**	2027T***	2028T	2029T	2045T	
Risksiz Faiz Oranı	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5%
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60%
Beta	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	0.95
Özsermaye Maliyeti	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.35%
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9%
Vergi Oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25%
AOSM	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.21%	
İskonto Faktörü	0.90	0.81	0.72	0.64	0.57	0.09	0.09
Nihai Büyüme Oranı	1.00%						
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	-49.9	7.9	68.5	61.0	54.4	8.6	
Sonuçlar (mn USD)							
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	516.8						
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	77.6						
Firma Değeri	594.4						

* Tema'da çift yakıt dönüşüm ve Kumasi'nin ilk fazının Ağustos ayında devreye alınması

** Kumasi'nin ikinci fazının 3. çeyrekte devreye alınması

*** Kumasi tam kapasite, bütün yıl etkisi

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Kazakistan

Yatırımların hala sürdüğü Kazakistan'da 2024'te yaklaşık 150mn USD sermaye harcaması gerçekleşti. 2025'te 100mn USD'lik sermaye harcamasının ardından 2026'da Kazakistan'ın 40mn USD FVAÖK ile şirkete katkı vermeye başlayacağını düşünüyoruz. Isı etkisinin devreye girme ihtimalini, 2027'de FVAÖK marjını %75'e çıkararak yansıtıyoruz. Isı etkisinin yasal altyapısının henüz kesinleşmediğini vurgulamak isteriz. Değerlemeyi yaparken vergi oranında Kazakistan'daki kurumlar vergisi olan %20'yi kullanıyoruz. Risksiz faiz oranını 2035 vadeli, USD cinsi Kazakistan hazine eurobondu getirisinden yola çıkarak %6 baz alıyoruz. Piyasa risk primini %5 alarak AOSM'yi %10.3 olarak hesaplıyoruz. %1 terminal büyüme oranı kullandığımız değerlendirme sonucunda Kazakistan santrali için 206.3mn USD firma değerine ulaşıyoruz.

Kazakistan

mn USD	2025T	2026T	2027T*	2038T	2039T	2040T	Terminal
Satış Gelirleri		57	57	57	57	57	
FVAÖK		40	42.5	42.5	42.5	42.5	
		<i>FVAÖK Marjı</i>	70%	75%	75%	75%	
Vergi		6	6.375	6.375	6.375	6.375	
İşletme Sermayesi Değişimi		1	1	1	1	1	
Sermaye Harcamaları	100	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	
Serbest Nakit Akımları	-100	30.5	32.63	32.63	32.63	32.625	364.10
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T*	2038T	2039T	2040T	
Risksiz Faiz Oranı	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	
Beta	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	
Özsermaye Maliyeti	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	
Vergi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
AOSM	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	
İskonto Faktörü	0.92	0.84	0.76	0.26	0.24	0.22	0.22
Nihai Büyüme Oranı	1.00%						
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	-92.0	25.5	24.8	8.6	7.9	7.1	

Sonuçlar (mn USD)

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	126.7
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	79.6

Firma Değeri 206.3

*Isı etkisinin devreye girme ihtimali - yasal altyapısı henüz kesinleşmiş değil

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Senegal

Yatırımların hala sürdüğü Senegal'de 2024'te yaklaşık 50mn USD sermaye harcaması gerçekleşti. 2025'te 100mn USD, 2026'da 100mn USD sermaye harcamasının ardından 2026'da Senegal'in 45mn USD FVAÖK ile şirkete katkı vermeye başlayacağını düşünüyoruz. Değerlemeyi yaparken vergi oranında Senegal'deki kurumlar vergisi olan %30'u kullanıyoruz. Risksiz faiz oranı olarak 2033 vadeli, USD cinsi Kazakistan hazine eurobondu getirisi olan %9.8'i baz alıyoruz. Piyasa risk primini %5 olarak AOSM'yi %12.3 olarak hesaplıyoruz. %1 terminal büyüme oranı kullandığımız değerlendirme sonucunda Senegal santrali için 91.8mn USD firma değerine ulaşıyoruz.

Senegal

mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2050T	Terminal
Satış Gelirleri		60	60	60	60	60	60	
FVAÖK		45	45	45	45	45	45	
		<i>FVAÖK Marjı</i>	75%	75%	75%	75%	75%	
Vergi		6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	
İşletme Sermayesi Değişimi		1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	-3.6	
Sermaye Harcamaları	100	100	2	2	2	2	2	
Serbest Nakit Akımları	-100	-62.95	35.05	35.05	35.05	35.05	39.85	355.24
AOSM Varsayımları		2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2050T
Risksiz Faiz Oranı	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
Piyasa Risk Primi	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Özsermaye Ağırlığı	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Özsermaye Maliyeti		14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%	14.55%
Borçlanma Maliyeti	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Vergi Oranı	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
AOSM		12.33%	12.33%	12.33%	12.33%	12.33%	12.33%	12.33%
İskonto Faktörü		0.90	0.80	0.72	0.64	0.57	0.51	0.05
Nihai Büyüme Oranı	1.00%							
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri		-90.3	-50.6	25.1	22.3	19.9	17.7	2.0

Sonuçlar (mn USD)

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri 74.3

Nihai Değerin Bugünkü Değeri 17.5

Firma Değeri 91.8

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım

Mali

3 yıllık kontratlarla faaliyet gösteren Mali için yıllık 10.8mn USD FVAÖK katkısıyla değerlendirme yapıyoruz. Şirketin Mali'de operasyonlarının süreceğini varsayarak %1 nihai büyüme oranıyla değerlemeyi sürdürüyoruz. Değerlemede risksiz faiz oranını %12, piyasa risk primini %5, vergi oranını ise ülkenin kurumlar vergisi olan %35 olarak kullanıyoruz. %13.7 AOSM ile yaptığımız değerlendirme sonucunda 39.0mn USD firma değerine ulaşıyoruz.

Mali						
mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Terminal
Satış Gelirleri	20	20	20	20	20	
FVAÖK	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8	
	<i>FVAÖK Marjı</i>	54%	54%	54%	54%	54%
Vergi	3.44	3.44	3.44	3.44	3.44	
İşletme Sermayesi Değişimi	1	1	1	1	1	
Sermaye Harcamaları	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
Serbest Nakit Akımları	5.86	5.86	5.86	5.86	5.86	46.81
AOSM Varsayımları						
	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	
Risksiz Faiz Oranı	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Beta	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
Özsermaye Maliyeti	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Vergi Oranı	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
AOSM	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	
İskonto Faktörü	0.89	0.79	0.69	0.61	0.54	0.54
Nihai Büyüme Oranı	1.00%					
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	5.2	4.6	4.1	3.6	3.1	
Sonuçlar (mn USD)						
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	13.9					
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	25.1					
Firma Değeri	39.0					
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket						

Kongo

Şirket Kongo operasyonlarından oldukça sınırlı FVAÖK katkısına sahip. Kongo santralinden yıllık yaklaşık 2mn USD FVAÖK katkısı sağlandığını tahmin ediyoruz. Değerleme yaparken risksiz faiz oranını %8.5, piyasa risk primini %5, vergi oranını ise %30 olarak kullanıyoruz. %1 terminal büyüme ile yaptığımız değerlendirme sonucunda Kongo'da 11.5mn USD firma değeri hesaplıyoruz.

Kongo								
mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2050T	Terminal
Satış Gelirleri	15	15	15	15	15	15	15	
FVAÖK	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
	<i>FVAÖK Marjı</i>	13%	13%	13%	13%	13%	13%	
Vergi	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
İşletme Sermayesi Değişimi	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
Sermaye Harcamaları	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
Serbest Nakit Akımları	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	12.45
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2050T	
Risksiz Faiz Oranı	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Özsermaye Maliyeti	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Vergi Oranı	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
AOSM	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	
İskonto Faktörü	0.91	0.81	0.73	0.65	0.59	0.53	0.06	0.06
Nihai Büyüme Oranı	1.00%							
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	1.18	1.06	0.95	0.85	0.76	0.68	0.08	
Sonuçlar (mn USD)								
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	10.7							
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	0.7							
Firma Değeri	11.5							

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Yurt İçi Operasyonları

Antalya

Şirketin Antalya operasyonlarının satış gelirlerine katkısı yüksek olsa da santralin FVAÖK marjı yakıt maliyetleri nedeniyle yurt dışı operasyonlarına kıyasla çok daha düşük seviyede seyrediyor. 2025 için FVAÖK katkısını 13mn USD tahmin ediyor, sonraki yıllarda sınırlı iyileştiğini varsayarak 2034'te 14.1mn USD ve %1 terminal büyüme oranı ile değerlemeyi sonlandırıyoruz. Risksiz faiz oranını %7.5, piyasa risk primini %5, vergi oranını ise %25 olarak kullanıyoruz. Değerleme sonrasında 55.1mn USD firma değerine ulaşıyoruz.

Antalya											
mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal
Satış Gelirleri	275.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	280.0	
FVAÖK	13.0	13.1	13.2	13.3	13.5	13.6	13.7	13.9	14.0	14.1	
FVAÖK Marjı	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Vergi	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	
İşletme Sermayesi Değişimi	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	
Sermaye Harcamaları	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	
Serbest Nakit Akımları	5.4	5.4	5.5	5.6	5.7	5.9	6.0	6.1	6.2	6.3	58.3
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	
Özsermaye Maliyeti	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	
Vergi Oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
AOSM	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	
İskonto Faktörü	0.91	0.82	0.74	0.67	0.60	0.54	0.49	0.44	0.40	0.36	0.36
Nihai Büyüme Oranı	1%										
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	4.9	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3	
Sonuçlar (mn USD)											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	34.2										
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	20.9										
Firma Değeri	55.1										

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Bolu

Linyit kömürü sahalarının özel sektöre açılmasıyla birlikte Türkiye'nin ilk rödovanslı yatırımı olma niteliğini taşıyan Bolu Göynük Termik Enerji Santrali, Antalya santralinden daha yüksek FVAÖK marjıyla faaliyet gösteriyor. %6-7 FVAÖK marjıyla yıllık 11-12mn USD bandında FVAÖK katkısı sağladığını varsaydığımız Bolu santralini değerlerken; risksiz faiz oranını %7.5, piyasa risk primini %5, vergi oranını ise %25 kullandık. %11 AOSM ile Bolu santralini firma değerini, %1 terminal büyüme oranı ile 51.5mn USD olarak hesapladık.

Bolu											
mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	Terminal
Satış Gelirleri	190	161.1	163	163.9	164.7	165.5	166.3	167.2	168	168.8	
FVAÖK	11.0	11.3	11.4	11.5	11.5	11.6	11.6	11.7	11.8	11.8	
<i>FVAÖK Marjı</i>	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	
Vergi	1.65	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	
İşletme Sermayesi Değişimi	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Sermaye Harcamaları	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	
Serbest Nakit Akımları	4.9	5.1	5.2	5.2	5.3	5.3	5.4	5.4	5.5	5.5	56.3
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	
Özsermaye Maliyeti	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	
Vergi Oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
AOSM	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	
İskonto Faktörü	0.91	0.82	0.74	0.67	0.60	0.54	0.49	0.44	0.40	0.36	0.36
Nihai Büyüme Oranı	1%										
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	4.4	4.2	3.9	3.5	3.2	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0	
Sonuçlar (mn USD)											
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	31.3										
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	20.2										
Firma Değeri	51.5										

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

KKTC

KKTC'nin elektrik ihtiyacının yarısını karşılayan, geçişken yakıt maliyetine sahip Kıbrıs santralının %65 FVAÖK marjıyla yıllık 30mn USD FVAÖK katkısı sağladığını tahmin ettik. Değerlemede risksiz faiz oranını %7.5, piyasa risk primini %5, vergi oranını %23.5 kullandık. % 11 AOSM ve %1 terminal büyüme oranı ile KKTC santralının firma değerini 212.5mn USD olarak hesapladık.

KKTC

mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2038T	Terminal
Satış Gelirleri	46.0	46.0	46.0	46.0	46.0	46.0	
FVAÖK	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	
	<i>FVAÖK Marjı</i>	65%	65%	65%	65%	65%	65%
Vergi	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	
İşletme Sermayesi Değişimi	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	
Sermaye Harcamaları	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
Serbest Nakit Akımları	21.3	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	228.4
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2038T	
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Özsermaye Maliyeti	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Vergi Oranı	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
AOSM	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	
İskonto Faktörü	0.91	0.82	0.74	0.67	0.60	0.24	0.24
Nihai Büyüme Oranı	1.00%						
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	19.5	18.5	16.7	15.0	13.6	5.3	
Sonuçlar (mn USD)							
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	158.5						
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	54.0						
Firma Değeri	212.5						

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Yenilenebilir Enerji

Şirketin yenilenebilir enerji yatırımlarına 2025'te başlayacağını, sermaye harcamalarının 2026 ve 2027 yıllarında yoğunlaşacağını modelledik. Böylelikle toplam yatırım harcamalarını 490mn USD varsaymış olduk. FVAÖK katkısını 2026'da 20mn USD olarak başlatıp, 2029'dan itibaren 125mn USD'de, %65 FVAÖK marjı ile sabit bıraktık. Santrallerin ömrü 25-30 yıl bandında kabul edildiğinden terminal değer kullanmadık, değerlendirme döneminin sonunda FVAÖK'e toplam yatırım harcamalarının %10'u kadar hurda değeri ekledik.

Risksiz faiz oranını %7.5, piyasa risk primini %5, vergi oranını %25 kullanarak AOSM'yi %11 baz aldık ve 175.3mn USD firma değeri hesapladık.

Yenilenebilir Enerji Yatırımları (%50 Gerçekleşme)

mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2052T	2053T
Satış Gelirleri		31	92	138	192	192	192	192	269
FVAÖK		20	60	90	125	125	125	125	175
		<i>FVAÖK Marjı</i>		65%	65%	65%	65%	65%	65%
Amortisman		18	18	18	18	18	18	18	18
Faaliyet Kârı		2	42	72	107	107	107	107	157
Vergi		3	9	23	31	31	31	31	44
İşletme Sermayesi Değişimi		1	1	2	2	2	2	2	2
Sermaye Harcamaları		75	150	200	50	25	10	10	10
Serbest Nakit Akımları	-75.0	-134.0	-150.0	15.7	66.8	81.8	81.8	81.8	119.3
AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2052T	2053T
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Piyasa Risk Primi	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özsermaye Ağırlığı	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
Beta	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
Özsermaye Maliyeti	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%
Borçlanma Maliyeti	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Vergi Oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
AOSM	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
İskonto Faktörü	0.91	0.82	0.74	0.67	0.60	0.54	0.49	0.06	0.05
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	-68.5	-110.3	-111.3	10.5	40.2	44.4	40.0	4.5	5.9

Sonuçlar (mn USD)

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri 175.3

Firma Değeri 175.3

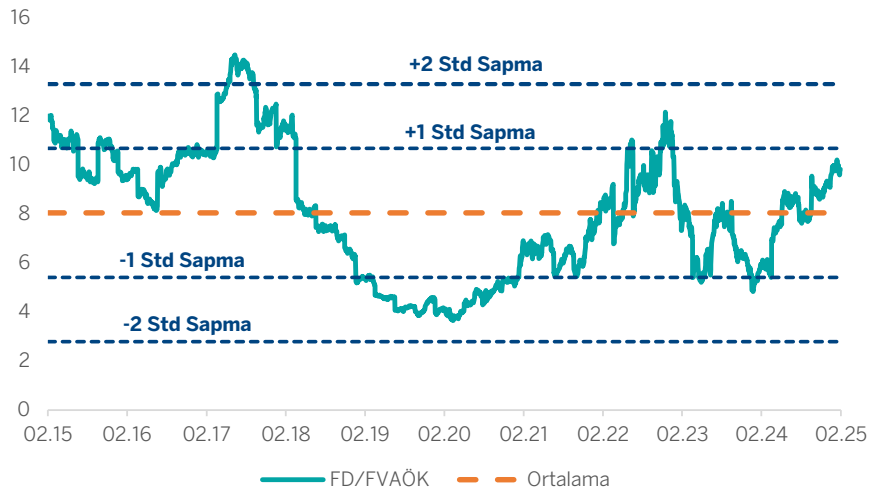
Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Şirket

Ek-1: Aksa Enerji 3Ç24 Özet Finansallar

Aksa Enerji Özet Finansal Sonuçlar (mn TL)	3Ç23	2Ç24	3Ç24	Değişim				
				9A23	9A24	3Ç24/3Ç23	3Ç24/2Ç24	9A24/9A23
Satış Gelirleri	11,395	5,979	8,200	38,579	21,633	-28%	37%	-44%
Brüt Kar (Zarar)	2,551	1,413	1,598	8,223	4,311	-37%	13%	-48%
Faaliyet Karı	2,251	1,084	1,243	7,394	3,252	-45%	15%	-56%
FVAÖK	2,699	1,563	1,715	8,928	4,811	-36%	10%	-46%
Net Diğer Gelir/Gider	11	-15	53	164	348	407%	a.d.	112%
Yatırım Faal.Gelir/Gider	-24	2	348	91	350	a.d.	22992%	286%
Net Finansal Gelir / Gider	1	256	-464	364	270	a.d.	a.d.	-26%
<i>Parasal Kazanç / (Kayıp)</i>	<i>-235</i>	<i>-198</i>	<i>-41</i>	<i>-902</i>	<i>-533</i>	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>
VÖK	2,145	1,380	1,290	7,392	4,364	-40%	-6%	-41%
Vergi Geliri (Gideri)	-985	-328	-363	-2,185	-1,109	a.d.	a.d.	a.d.
Net Kar	805	721	661	4,578	2,304	-18%	-8%	-50%
Net Nakit	-9,129	-21,021	-23,711	-9,129	-23,711	a.d.	a.d.	a.d.
Çalışma Sermayesi	-9,725	-6,688	-3,732	-9,725	-3,732	a.d.	a.d.	a.d.
Esas Faaliyet İle İlgili Oluşan Nakit	914	5,818	5,726	6,850	14,210	5.26	-0.02	1.07
Özsermaye	26,040	39,425	42,069	26,040	42,069	62%	7%	62%
Rasyolar								
Brüt Kar Marjı	22.4%	23.6%	19.5%	21.3%	19.9%	-2.9 puan	-4.1 puan	-1.4 puan
Faaliyet Kar Marjı	19.8%	18.1%	15.2%	19.2%	15.0%	-4.6 puan	-3 puan	-4.1 puan
FVAÖK Marjı	23.7%	26.1%	20.9%	23.1%	22.2%	-2.8 puan	-5.2 puan	-0.9 puan
Net Kar Marjı	7.1%	12.1%	8.1%	11.9%	10.6%	1 puan	-4 puan	-1.2 puan

Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Rasyonet

Ek-2 Aksa Enerji FD/FVAÖK



Kaynak: Garanti BBVA Yatırım, Bloomberg

UYARI NOTU

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü'nün Endeks Üzeri (EÜ) ve Endekse Paralel (EP) tavsiyesi verdiği hisseler arasından; şirketlerin uzun dönemli mali verilerine dayalı olarak yapılan temel analiz ve kısa vadeli beklentiler bir arada değerlendirilerek oluşturulmuştur. Tercih etmediğimiz hisseler ise benzer analizler ile, Araştırma Bölümü'nün Endekse Paralel (EP) ve Endeks Altı (EA) tavsiyesi verdiği hisseler arasından seçilir. Model Portföy değişiklik raporunda, hissenin portföye giriş ya da çıkış gerekçesi belirtilir. Bir hissenin Model Portföy'e girmesi ya da çıkması uzun vadeli temel tavsiyesinin değiştiği anlamına gelmemektedir. Model Portföy, sanal bir portföy olup; piyasa beklentimiz ve de içerisinde yer alan hisselerin beklentileri doğrultusunda ağırlıklandırılarak kümülatif performansı ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla Model Portföy ve Model Portföy kapsamında yapılan değişimler, yatırımcının risk ve getiri tercihleri ile birebir örtüşmeyebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. İlet, gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti BBVA Yatırım ile ilgili detay bilgilere <https://www.garantibbvayatirim.com.tr/hakkimizda> aracılığıyla erişebilirsiniz.

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bul. Çiftçi Tovvers Kule 1,
34340 Beşiktaş / İstanbul
Telefon: 212 384 11 21
Faks: 212 352 42 40

Hisse Senedi Tavsiye Tanımları

EÜ	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin üzerinde olması beklenmektedir.
EP	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisine yakın olması beklenmektedir.
EA	Hisse senedinin önümüzdeki 12 ay sonundaki getirisinin, BIST100 endeksinin getirisinin altında olması beklenmektedir.