

Şirket Raporu

Türkiye | Enerji | 14 Ağustos, 2026



Aksa Enerji (AKSEN): Hedef Fiyat Revizyonu...

12 aylık hedef fiyatımızı **106,50 TL**'den **140,90 TL**'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Hedef fiyat artışımızın altında dört başlık öne çıkıyor: (i) Gana'da imzalanan ve şirketin 2028 FAVÖK hedefine ilave katkı sağlayacak, uzun vadeli ve USD bazlı 825MW Takoradi santral anlaşması; (ii) yakın dönemde tamamlanan santrallerin yatırım aşamasından nakit üretim aşamasına geçmesi — ilgili projelerde inşaat harcamalarının büyük bölümü geride kalırken, grup yatırım harcamalarının 2028'e kadar yüksek seyretmesini bekliyoruz; (iii) Kızıldada santralinin, önceki 240MW beklentisinin üzerinde 264MW kapasiteyle devreye alınarak tahminlerimizin üzerinde katkı sağlaması; ve (iv) 2027'den itibaren yurt içi elektrik üretim gelirlerine uygulanacak daha düşük kurumlar vergisi oranı.

Gana'da yeni proje: Takoradi. AKSEN, ECG ile Takoradi'de 825MW doğalgaz kombine çevrim santrali için 20 yıllık, USD bazlı garantili elektrik satış anlaşması imzaladı. Proje iki fazda devreye girecek; ilk 450MW'ın 2028'de faaliyete geçerek ~USD100mn FAVÖK üretmesini, tam kapasiteye 2030'da ulaşmasını ve bu seviyede yıllık ~USD193mn FAVÖK yaratmasını öngörüyoruz. Yaklaşık USD450mn yatırım harcaması planlanan proje, uzun vadeli ve döviz bazlı sözleşme yapısıyla yüksek nakit akışı görünürlüğü sunuyor. Şirketin USD660mn 2028 FAVÖK hedefine ek katkı sağlayacak. Takoradi, şirketin USD660mn 2028 FAVÖK hedefine ek katkı sağlarken, değerlememize yaklaşık 16,7 TL/hisse ile hedef fiyat artışımıza en büyük katkısı sağlıyor.

Tamamlanan yatırımlar katkı vermeye başlıyor. Kızıldada (264MW) ve Kumasi Faz 1'in (179MW) devreye girmesiyle, bu projelerde yatırım harcamalarının büyük bölümü geride kalırken sözleşmeli gelir katkısı başladı. Buna karşın, devam eden yeni projeler nedeniyle grup yatırım harcamalarının 2028'e kadar yüksek seyretmesini bekliyoruz. Bununla birlikte, Afrika ve yurt içi yenilenebilir enerji yatırımlarının devam etmesi nedeniyle yatırım harcamalarının 2028'e kadar yüksek seviyede kalmasını bekliyoruz.

Kızıldada'dan daha yüksek katkı. 264MW Kızıldada elektrik ve ısı üretim tesisi santrali, önceki 240MW planının üzerinde, 1 Haziran'da devreye girdi. Santral, RFC ile 15 yıllık Tenge bazlı kapasite anlaşması kapsamında çalışırken, yakıt maliyeti geçişkenliği karlılığı destekliyor. ısı satışlarının Ekim 2026–Nisan 2027 kış tarife döneminde başlaması ve bu ilave gelir kaleminin 4Q'26'dan itibaren santralin katkısını güçlenmesini bekliyoruz. Kızıldada'nın Haziran ayında devreye alınması nedeniyle 2026'da yarım yıl katkısının FAVÖK'e USD46,5mn olmasını, 2027'den itibaren ise katkının yaklaşık USD90mn seviyesine yükselmesini öngörüyoruz.

2Q26 — sınırlı olumlu. Net kar, zayıf yurt içi operasyonlar ve artan faaliyet dışı giderlerin etkisiyle yıllık %54 gerileyerek 568mn TL ile piyasa beklentisinin altında kaldı. Satış gelirleri yıllık %28 düşüşle 9,3mlr TL'ye gerilerken, yurt içi satışlar %64 azaldı; yurt dışı satışlardaki %55 artış ise bu düşüşü kısmen dengeledi. Gelir karmasındaki iyileşme karlılığı desteklerken, FAVÖK yıllık %16 artışla 3,9mlr TL'ye yükseldi ve piyasa beklentisinin yaklaşık %16 üzerinde gerçekleşti. FAVÖK marjı yıllık 16,1 puan artışla %42,1'e çıktı. Artan finansman giderleri ve 0,9mlr TL parasal kayıp, güçlü operasyonel performansın net kara yansımaları sınırladı. Devam eden yatırımların etkisiyle net borç çeyreklik %12 artarak 59,5mlr TL'ye, Net Borç/FAVÖK ise 4,4x'e yükseldi. Genel olarak sonuçları sınırlı olumlu değerlendiriyoruz; güçlü FAVÖK performansı ve iyileşen yurt dışı gelir karmasının zayıf net kar görünümünü dengelediğini düşünüyoruz. Kumasi ve Kızıldada'nın artan katkısının önümüzdeki dönemde karlılık kompozisyonunu desteklemesini bekliyoruz.

AKSEN:TI / AKSEN:IS

Öneri **AL**
Hedef Fiyat: **₺140.90**
Getiri Potansiyeli: **68%**

Hisse Fiyatı (TL):	83.80
Piyasa Değeri (mn TL):	102,767
Hisse Adedi (mn):*	1,226
Fili Dolaşım Oranı (%):	21.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	21,581
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Enerji

Hisse Performans (14/08/2026)

12 Ay Fiyat Aralığı (TL):	35.36 - 117.5
	1h 1A 3A ybb
Nominal	-12.9% -9.0% -1.5% 15.6%
Rölatif (BIST-100)	-14.9% -9.3% 1.7% -7.9%
Ort. İşlem Adedi (mn)	15.13 9.53 9.24 8.55
Ort. İşlem Hacmi (mn T)	1,424 850 625 694
BIST-100'deki ağırlığı	0.89
Yabancı Payı	Mevcut 12A önce
	3.6% 4.0%

Kısaca Şirket

1997 yılında kurulan Aksa Enerji, bugün Türkiye, Afrika ve Asya'da faaliyet gösteren, coğrafi olarak çeşitlendirilmiş bir elektrik üreticisi konumundadır. Şirket, kendi bünyesindeki proje geliştirme yetkinliği ile sözleşme bazlı ve döviz ağırlıklı gelir yapısı sayesinde, yüksek gelir görünürlüğü ve ekonomik döngülere karşı görece dayanıklı bir karlılık profiline sahiptir. Yurtdışı portföyünde büyüme ve yenilenebilir enerji yatırımlarının portföy içindeki payının artmasıyla birlikte, Aksa Enerji'nin uzun vadeli nakit akışı görünümü ve stratejik konumlanması kademeli olarak güçlenmektedir.

Ortaklık Yapısı

	Oran
Kazancı Holding A.Ş.	80.13%
Halka Açık	19.77%
Gerçek Alınan Paylar	0.10%

Finansal Göstergeler

(USD mn)	2024	2025	2026T	2027T
Ciro	898.2	988.9	1,053.3	1,381.5
FAVÖK	203.8	281.0	412.0	634.1
Net Kar	57.0	85.2	75.3	161.3
FAVÖK marjı	22.7%	28.4%	39.1%	45.9%
Net marj	6.3%	8.6%	7.1%	11.7%
FD/FAVÖK (x)	4.3	3.1	2.1	1.4
F/K (x)	37.8	25.3	28.6	13.4
FD/Satış (x)	0.98	0.89	0.83	0.64
Net Borç/FAVÖK (x)	3.8x	4.0x	4.0x	2.9x

Zafer Belli
+90 (212) 244 55 66
zaferb@global.com.tr

Onur Marşan
+90 (212) 244 55 66
onurm@global.com.tr

AKSEN (mİnTL)	2Q26	2Q25	Yıllık	1Q26	Çeyreksele
Satış Gelirleri	9,336	13,029	-28%	9,954	-6%
Brüt Kar	3,242	2,881	13%	2,741	18%
kar marjı	34.7%	22.1%	12.6 yüzde puan	27.5%	7.2 yüzde puan
FAVÖK	3,927	3,380	16%	3,232	21%
kar marjı	42.1%	25.9%	16.1 yüzde puan	32.5%	9.6 yüzde puan
Net Kar	833	1,433	-42%	796	5%
kar marjı	6.1%	9.4%	-3.3 yüzde puan	5.7%	0.4 yüzde puan
Net Borç	59,478	45,149	32%	52,920	12%
Net Borç/FAVÖK	4.4	3.6	76.9 bp	4.0	32.5 bp

Kaynak: Finnet



FİNANSAL TAHMİNLER

Gelir Tablosu (mn USD)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satışlar	898	989	1,053	1,381	1,617
Satışların Maliyeti	-708	-743	-662	-781	-897
Brüt Kar	190	246	391	600	720
Faaliyet Giderleri	-43	-42	-59	-79	-93
Faaliyet Karı	147	204	332	521	627
FAVÖK	204	281	412	634	761
Esas Faaliyetler Gelir/(Gider), Net	7	20	13	13	11
Other Non-operating Income	11	24	19	19	20
Other Non-operating Expense	-4	-4	-5	-6	-9
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	5	-36	-210	-262	-223
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	-7	19	0	0	0
Gains from Investing Activities	10	19	0	0	0
Losses from Investing Activities	-17	0	0	0	0
Parasal Kayıp/Kazanç	-22	-47	-40	-30	-29
Vergi Öncesi Kar	133	175	105	258	402
Vergi Gideri	-50	-74	-11	-77	-121
Azınlık Payları	27	16	20	20	20
Net Kar/(Zarar)	57	85	75	161	262

Bilanço (mn USD)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Nakit ve Nakit Benzerleri	30	152	55	65	80
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	283	178	312	331	422
Stoklar	39	52	39	21	53
Maddi Duran Varlıklar	1,754	2,384	3,146	3,740	3,941
Diğer Varlıklar	243	257	297	342	359
Toplam Varlıklar	2,350	3,023	3,849	4,499	4,854
Finansal Borç	800	1,270	1,686	1,884	1,785
Ticari Borçlar	177	102	152	147	197
Diğer Yükümlülükler	109	132	147	148	150
Toplam Yükümlülükler	1,086	1,504	1,985	2,179	2,131
Azınlık Payları	118	120	120	120	120
Özkaynaklar	1,264	1,520	1,864	2,319	2,723
Net Borç/(Nakit)	770	1,118	1,631	1,819	1,705

Büyüme	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satışlar	-25%	10%	7%	31%	17%
FAVÖK	-25%	38%	47%	54%	20%
Net Kar	-70%	50%	-12%	114%	62%

Finansal Rasyolar	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Hisse Başına Kar	2.40	3.55	4.03	8.74	14.60
Özsermaye Karlılığı	4.5%	5.6%	4.0%	7.0%	9.6%
Brüt Marj	21.1%	24.9%	37.1%	43.5%	44.6%
FAVÖK Marjı	22.7%	28.4%	39.1%	45.9%	47.1%
Net Kar Marjı	6.3%	8.6%	7.1%	11.7%	16.2%
Net Borç/FAVÖK	3.78x	3.98x	3.96x	2.87x	2.24x
KV Borç/UV Borç	47%	36%	30%	30%	30%
Özsermaye/Varlıklar	54%	50%	48%	52%	56%

Kaynak: Finnet



DEĞERLEME

Her bir santral için ayrı İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) analizi kullandık. Değerleme çerçevemizde benzer şirket karşılaştırmasına yer verilmemiştir; zira AKSEN'in iş modelinin, halka açık enerji üretim şirketlerinin iş modelleriyle anlamlı ölçüde karşılaştırılabilir olmadığı kanaatindeyiz.

AKSEN, orta ölçekli ve halka açık elektrik üreticileri arasında, al-ya-da-öde / emre amadelik bazlı sözleşmeleri ve yakıt maliyeti yansıtırma mekanizmalarını Afrika ve Orta Asya'da birleştiren özgün bir iş modeline sahiptir.

12 aylık hedef fiyatımızı 106,50 TL'den 140,90 TL'ye yükseltiyor ve AL tavsiyemizi koruyoruz. Yeni hedef fiyatımız %68 yükseliş potansiyeline işaret etmekte.

AKSEN NAD (USDm'n)	AKSEN Payı (%)	Hedef Değeri	Değerleme Yöntemi
Türkiye	100%	1112	İNA
D-GES		205	
D-RES		318	
Antalya		80	
Bolu		42	
KKTC		467	
Afrika	100%	1617	İNA
Gana**		1227	
Mali		22	
Madagaskar		2	
Senegal*		173	
Gabon		95	
Burkina Faso		98	
Asya	100%	1843	İNA
Özbekistan		1216	
Kazakistan		626	
Net Borç (3Ç25)		1277	
Toplam NAD		3,295	
Piyasa Değeri		2,156	
Hedef Fiyat (TL)		140.94	
Son Kapanış Fiyatı (TL)		83.80	
Getiri Potansiyeli (TL)		68%	

*85% AKSEN payı

**Tema+Kumasi+Takoradi

Kaynak: Global Menkul Değerler

Piyasa Beklentileri ile Karşılaştırma

Bloomberg konsensüsünün üç ana kaleminde de altında kalıyoruz, ancak bunun nedenleri farklı. Satış gelirlerindeki %17 daha düşük tahminimiz, ağırlıklı olarak Türkiye operasyonlarına ilişkin daha temkinli varsayımlarımızdan kaynaklanıyor. Antalya santralinde düşük spot fiyatlar ve oldukça sınırlı kapasite kullanımı öngörüyoruz. Düşük marjlı yurt içi termik üretimin gelir karmasındaki payının azalması, FAVÖK marj tahminimizin konsensüsün 3,1 puan üzerinde olmasını da açıklıyor.

Net kar tarafındaki %45'lik daha belirgin fark ise operasyonel değil. Bu fark ağırlıklı olarak enflasyon muhasebesinden kaynaklanan parasal kayıp ve finansman giderlerine ilişkin daha ihtiyatlı varsayımlarımızdan kaynaklanıyor. Tahminlerimize ayrıca yeni açıklanan Gana Takoradi projesini de dahil ediyoruz; projenin henüz konsensüs tahminlerine tam olarak yansımamış olabileceğini düşünüyoruz..

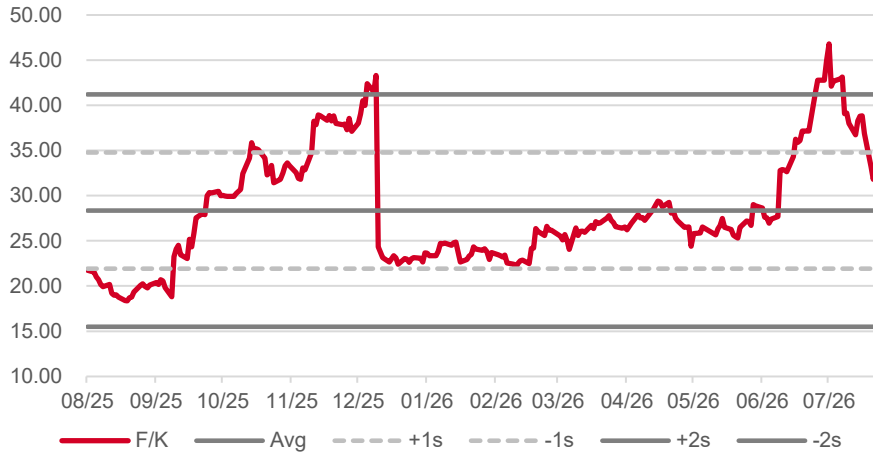
BLOOMBERG TAHMİNLERİ

AKSEN (USDmn)	Bloomberg		Global Menkul		Fark	
	2026T	2027T	2026T	2027T	2026T	2027T
Net Satışlar	1,267.3	1,637.2	1,053.3	1,381.5	-17%	-16%
FAVÖK	455.9	694.7	412.0	634.1	-10%	-9%
Net Kar	135.7	177.0	75.3	161.3	-45%	-9%
FAVÖK Marjı	36.0%	42.4%	39.1%	45.9%	3.1pp	3.5pp
Net Kar Marjı	10.7%	10.8%	7.1%	11.7%	-3.6pp	0.9pp
Hedef Fiyat	111.1		140.9		27%	

Kaynak: Bloomberg, Global Menkul Değerler

12 Aylık Çarpanlar ve Hisse Performansı

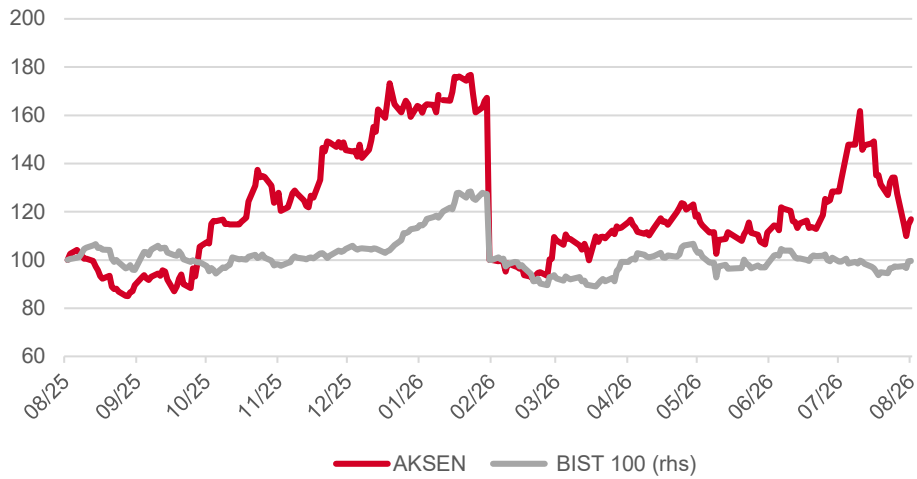
AKSEN 12 Aylık F/K



AKSEN 12 Aylık FD/FAVÖK



AKSEN / BIST-100



Kaynak: Matriks, Global Menkul Değerler



ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu bildirimde dayanarak yapılan yatırım sonucunda ortaya çıkabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu teyit edilmez ve içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Global Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu bildirimlerden elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, kısa vadeli model portföyümüze eklenecek/ kısa vadeli model portföyümüzden çıkartılacak hisse senedi ile ilgili bildirimlerimizde belirtilen anlık alım/satım fiyatları, maliyetler ve diğer veriler, bildirimlerin yayınlandığı an itibarıyla, Global Menkul tarafından güvenilir olduğu inanan kaynaklardan alınmıştır. Yatırım aracına ait fiyat ve maliyet bilgileri piyasalarda oluşabilecek dalgalanmalar ve sistemsel kısıtlar sebebiyle değişiklik gösterebilir.

Model Portföy hisseleri, Araştırma Bölümü analistleri tarafından BIST TUM şirketleri arasından seçilmektedir. Hisselerin seçimi, şirketlerin finansal ve piyasa tahminlere dayalı olarak yapılan teknik ve temel analizlerin beklentilerine göre periyodik olarak yapılmaktadır. Kısa vadeli model portföye hisse ekleme ve hisse çıkarma konusunda gönderilen bildirimlerde yer alan getiriler, portföyde yer alan hisse senetlerinin son kapanış fiyatı ve ekleme bildiriminde yer alan anlık fiyat bilgisi kullanılarak hesaplanmaktadır. Bildirimde yer alan bilgiler Global Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

© 2026 Global Menkul Değerler A.Ş