

Aksa Enerji -AKSEN- 2Ç26 Bilanço Analizi

AKSEN 2026 2.çeyrekte 9,33milyar TL Hasılat, 3,85milyar TL FAVÖK, 568milyar TL Net Kar ile **beklentilere paralel satış ve FAVÖK beklentilerinin altında Net Kar açıkladığını görmekteyiz.**

Hasılat

2Q26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre konsolide satışlar %28,3 daralma gösterirken yurt içi satışlar %64 daralma, yurt dışı satışların ise %55 artış görmekteyiz. 2026/6A'da ise konsolide satışlar %24,6, yurt içi satışlar 54,1 daralma gösterirken yurt dışı satışlarda %49,4 artış görmekteyiz. Bölgesel bazlı kırılımda ise yılın ilk yarısında geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla yurt dışında Afrika %98,1, Asya'da ise %21 artış görmekteyiz. Özetlemek gerekirse yurt dışında devreye alınan santrallerin de katkısıyla güçlü seyrin sürdüğünü izlerken iç tarafta mevsim normallerinin üzerinde yağış, yenilenebilir enerji odaklı üretim ve PTF fiyatlarındaki daralmanın etkisiyle düşüş görmekteyiz.

Operasyonel Performans

2Q26'da geçtiğimiz çeyreklerde de gördüğümüz gibi Türkiye'nin toplam elektrik tüketiminde büyüme eğilimi sürerken kurulu gücün de benzer şekilde artış gösterdiğini görmekteyiz. Yenilenebilir enerji dönüşümü devam ederken kümüle enerji artışının büyük bir kısmının da yenilenebilir enerjiden geldiğini görmekteyiz. Yılın ilk çeyreğinde mevsim normallerinin üzerinde yağış ve rüzgar ile RES-HES kompozisyonunun ikinci çeyrekte de sürdüğünü, DGÇS'nin ise maliyet optimizasyonu ve verimlilik etkisiyle üretimlerini kısması kaynaklı PTF'nin geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %62,1, 1Q26'ya kıyasla ise %54,8 düşüşle 23,53 USD/MWh olarak gerçekleştiğini izlerken EUAŞ'ın yerli kömür teşviki sayesinde fiyatların 75 \$'da sabitlendiğini izlemekteyiz. EPLAS'tan aldığımız üretim verilerine baktığımızda ise AKSEN için Kazancı DGÇS ve Bolu TES'e baktığımızda toplam üretimin geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %62,2 daralma ile 349,2 MWh olarak gerçekleştiğini görmekteyiz. Bolu TES'de ilk çeyrekte de gördüğümüz gibi teşvik etkisiyle %8,8 sınırlı daralma izlerken Kazancı DGÇS'da ise verimlilik odaklı santralin kısıtlı çalışmasının etkisiyle %99,5 daralma görmekteyiz. Kazancı DGÇS santralinde daralma meydana gelse de yan hizmet + sekonder etkisi var olduğu için santral duruşta olsa bile gelir elde etmenin devam ettiğini görmekteyiz. 2026/6A itibarıyla Kazancı DGÇS'de kapasite mekanizması ödemelerinin yıllık bazda %3 daralma gösterdiğini not etmekteyiz. Bolu'da ise 11 Kasım 2025'te EUAŞ ile imzalanan sözleşmeye beraber 2029 yılına kadar yıllık 1.417.500 MWh elektriğin 75 USD/MWh ile satışının gerçekleşeceğini belirtmek isteriz. Özetle bu çeyrekte ilk çeyrekte de gördüğümüz gibi yenilenebilir enerji üretimindeki artışla beraber üretim daralmasına paralel gelir daralması izlerken yurt dışı operasyonlarında ise kapasite artışlarının etkisiyle artışın devamını görmekteyiz

Önemli Gelişmeler

2Q26'da gerçekleşen önemli gelişmeler ve gelecek projeksiyonlarına baktığımızda;

- Şanlıurfa 50 MW Müstakil Depolama tesisinin devreye alındığını
- Gaziantep Pamuk 40,5 MW Depolamalı GES'in devreye alındığı ve 2027 itibarıyla 75 USD/MWh 'dan satış yapılacağı
- Özbekistan kurulu gücün 1.22 MW'a ulaştığını
- Kazakistan Kızıldara DGÇS'nin Bakanlık Kabulünün gerçekleştiği
- 202'de Türkiye+KKTC kurulu gücün 286 MW yenilenebilir enerji kapasite artışıyla 1.644MW'a ulaşacağını 2029'da ise kurulu gücün 2.334 MW'a ulaşacağını
- Toplam Kapasitenin 2026 sonunda 2025 yıl sonuna kıyasla 1.034 MW artış ile 4.158 MW'a ulaşacağını 2029'da ise 5.992 MW'a ulaşacağını
- 2029'da Yenilenebilir Enerji payının %16'ya ulaşacağını
- 2029 yılında FAVÖK'ün 900m \$ seviyesine geleceğini
- 825 MW'lık Takodari projesinin ilk fazının 2028 yılında devreye girmesini ve 100m \$ FAVÖK üretmesini
- 2029 yılına kadar yaklaşık 1.8milyar \$ yatırım harcamasının planlandığını görmekteyiz.

Özetle AKSEN için 2026 yılı yatırımların devreye girmesi ve karlılığa katkı yılı başlangıcı olarak yorumlarken önümüzdeki süreç için de yatırımların iç tarafta yenilenebilir enerji etkisiyle, yurt dışında ise yeni kapasite devreye girme etkisiyle agresif büyümenin süreceğini görmekteyiz.

Karlılık

2Q26'da hem geçtiğimiz yıla hem de geçtiğimiz çeyreğe kıyasla Brüt Kar ve FAVÖK marjının genişlemeye devam ettiğini görmekteyiz. 2026/6A'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla Konsolide Brüt Kar Marjı 8pt artış ile %30,9 olarak gerçekleşirken Konsolide FAVÖK Marjının ise 6,9pt artış ile %36,3 seviyesinde gerçekleştiğini izlemekteyiz. Bölge bazlı FAVÖK Marjında ise Türkiye 5,8pt artış ile %14,1 seviyesinde gerçekleşirken Yurt Dışı Operasyonlarında sırasıyla Afrika 37,5pt daralma ile %44, Asya ise 20,4pt daralma ile %62,5 bandında gerçekleştiğini görmekteyiz. 2Q26'da AKSEN 568milyar TL Net Kar açıklarken beklentilerin hafif altında açıklanan Net Kar Yurt Dışı Operasyonlarındaki marj daralması, esas faaliyet dışı finansal gelirlerin geçtiğimiz çeyreğe kıyasla daralması ve finansman giderlerindeki baskıdan kaynaklandığını görmekteyiz. Özetle iç tarafta marj genişlemesini Bolu TES'de 75 USD/MWh fiyattan sabit satış ve Kazancı DGÇS'da merit-order etkisiyle duruş gerçekleşse yan hizmet ve sekonderden elde edilen gelire bağlarken yurt dışı operasyonlarındaki marj daralmasını ise enflasyonun altında kalan kur artışına ve Kumasi santralinde doğalgaz maliyetinin artık şirket üzerinden geçmesine bağlarken oransal olarak marj düşüşü görsek de gerçekleşen FAVÖK'te artış olduğunu not etmek isteriz.

Borç Yapısı

2Q26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla finansal borç %3, net borcun ise %5 artış gösterdiğini görmekteyiz. AKSEN 2Q26 itibarıyla 4,09x NetBorç/FAVÖK ile işlem görürken yoğun yatırım dönemine rağmen net kaldıracın 3,87x seviyesinde gerçekleştiğini görmekteyiz. Şirket yoğun yatırım döneminden geçse de kaldıraç etkisiyle beraber kapasite devreye girişleriyle önümüzde süreçte çarpanın daha da aşağı gelmesini beklemekteyiz.

Açıklanan finansal sonuçları **POZİTİF** değerlendirmekteyiz. AKSEN özelinde yurt dışı operasyonlarındaki çeşitlendirilmiş portföyü, döviz bazlı anlaşmalarının olması ve Türkiye operasyonlarında yenilenebilir enerji yatırımı hikayesiyle beraber güçlü ve sürdürülebilir karlılık yapısının devam edeceğini düşünürken, şirketi hikâye olarak agresif, yapı olarak defansif nitelendirmeye devam etmekteyiz. Özetle iç tarafta yenilenebilir enerji etkisiyle oluşan daralmanın yılın ikinci yarısı itibarıyla toparlanmasını ve PTF fiyatlarının normalleşmesini beklerken önümüzdeki süreçte yenilenebilir enerji yatırımlarının da etkisiyle karlılıkta ek katkı oluşmasını, yurt dışı operasyonlarında ise devam eden hikaye ve döviz bazlı gelir yapısı ile sürdürülebilir ve güçlü marj yapısının devam etmesini beklemekteyiz. **Bu doğrultuda AKSEN için Hedef Fiyatımızı 126,50 TL'ye revize ediyor, AL tavsiyemizi sürdürüyoruz.**

HEDEF FİYAT

126,50

Potansiyel +%50,77

TAVSİYE AL

Temel Veriler

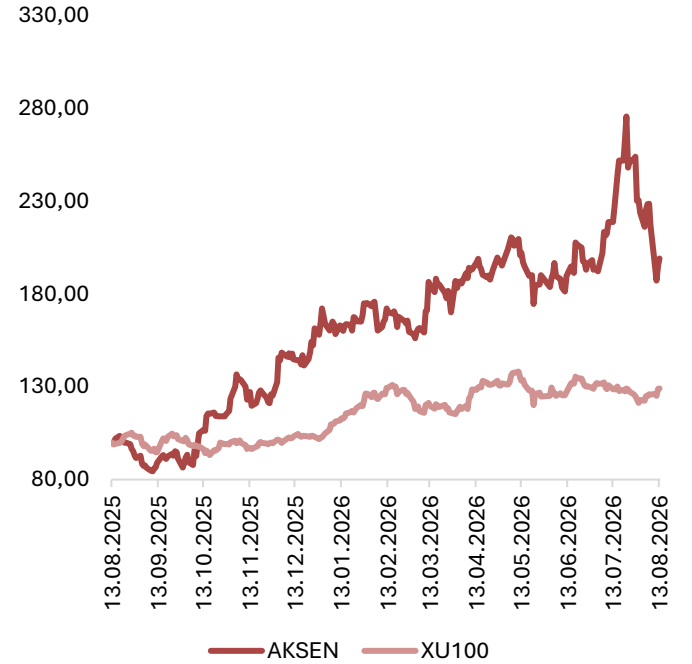
Son Fiyat (TL)	83,90
Piyasa Değeri (milyon TL)	104,300
Piyasa Değeri (milyon USD)	2,179
F/K	28,3
FD/FAVOK	11,26
PD/DD	1,52
Hisse Sayısı (milyon lot)	1,226
Ort. İşlem Hacmi (milyon TL)	695,08

Fiyat Performansı

	1 Ay	3 Ay	12 Ay
BİST100'E GÖRE	-9,14	1,82	71,14
Nominal (TL)	-9,01	-1,53	100
Nominal (USD)	-10,79	-6,79	82,82

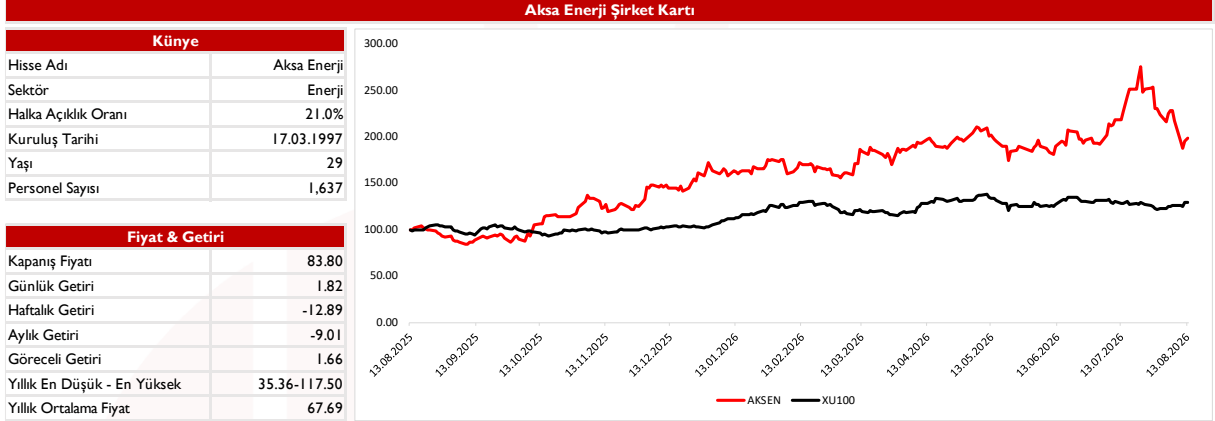
Pay Sahibi

	%
Kazancı Holding A.Ş.	%80,13
Diğer	%19,77
Hisse Geri Alım	%0,10

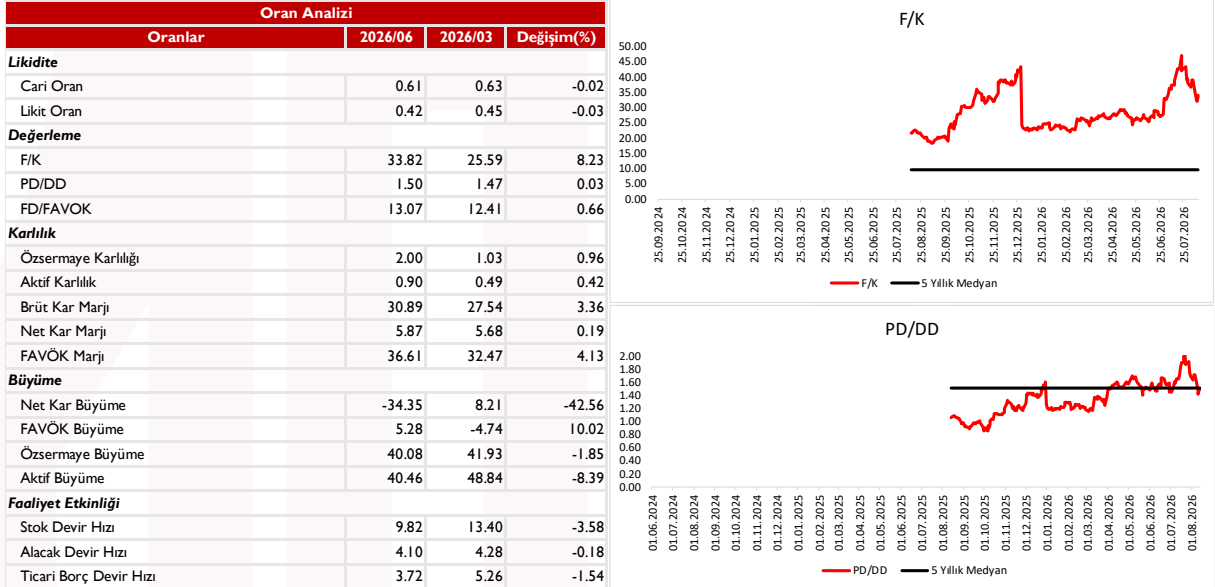


Erdem YILDIZ

eyildiz@marbasmenkul.com.tr



Özet Bilanço				Özet Bilanço			
Kalemler	2026/06	2026/03	Değişim(%)	İtems	2026/06	2026/03	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	20,101	18,453	8.93	Net Satışlar	19,988	9,954	42,385
Nakit ve Benzerleri	3,870	4,394	-11.94	Yurt İçi Satışlar	8,703	5,058	29,660
Stoklar	3,236	2,512	28.84	Yurt Dışı Satışlar	11,285	4,896	12,726
Ticari Alacaklar	8,502	7,179	18.42	Diğer Satışlar	0	0	0
Duran Varlıklar	131,606	120,450	9.26	Satışların Maliyeti	13,813	7,213	31,841
Maddi Duran Varlıklar	122,137	111,999	9.05	İskontolar	0.00	0.00	0.00
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,897	3,659	6.49	İndirimler	0.00	0.00	0.00
Aktifler	151,706	138,903	9.22	Brüt Kar	6,175	2,741	10,545
Kısa Vadeli Yükümlülükler	32,860	29,316	12.09	Faaliyet Giderleri	1,016	486	1,787
Uzun Vadeli Yükümlülükler	44,037	39,559	11.32	Esas Faaliyet Karı	5,159	2,255	8,757
Toplam Borç	76,897	68,874	11.65	Amortisman	2,158	977	3,287
Net Borç	59,478	52,920	12.39	FAVÖK	7,317	3,232	0
Sermaye	1,226	1,226	0.00	Vergi Öncesi Kar	2,889	1,439	7,516
Özkaynaklar	68,552	64,143	6.87	Ana Ortaklık Net Kar	1,173	565	3,652



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr

☎ +90 (212) 286 30 00 / 331

📠 +90 (212) 286 30 50

📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul