



## AKSEN

AKSEN 2026 1.çeyrekte 212,86 mİr TL Hasılat, 10,11 mİr TL FAVÖK, 6,46 mİr TL Net Kar ile beklentilerimizin üzerinde satış, beklentimize paralel FAVOK, beklentilerimizin altında Net Kar açıkladığını görmekteyiz.

## Satışlar

1Q26'da geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %21 daralma izlerken bölgesel bazlı satışlara baktığımızda Türkiye %44,9 daralma gösterirken, Afrika %126,6, Asya %1,2 artış göstermiştir.

## Operasyonel performans

1Q26'da Türkiye'nin toplam elektrik tüketiminde büyüme eğilimi sürerken kurulu gücün de benzer bir şekilde artış gösterdiğini görmekteyiz. Yenilenebilir enerji dönüşümü devam ederken kümüle enerji artışının büyük bir kısmının da Yenilenebilir Enerjiden geldiğini görmekteyiz. 1Q26'da mevsim normallerinin üzerinde yağış ve rüzgar ile RES - HES kompozisyonun ön plana çıktığını izlerken yenilenebilir enerji üretim artışı ve DGÇS'nin maliyet optimizasyonu yaparak üretimlerini kısması kaynaklı PTF'nin geçtiğimiz yıla göre %22,1 düşüş ile 52,1 \$ olarak gerçekleştiğini izlemekteyiz. Enerji fiyatlarındaki düşüşe paralel EÜAŞ'ın yerli kömür teşviki sayesinde fiyatların 75 \$ 'da sabitlendiğini izlemekteyiz. EPIAS'dan aldığımız üretim verilerine göre AKSEN için Kazancı DGÇS ve Bolu TES'e baktığımızda toplam üretimin %35,5 daralma ile 1,01 GWh olarak gerçekleştiğini, Bolu TES'te teşvik etkisiyle %7,8 sınırlı daralma izlese de Kazancı DGÇS %46 daralma görmekteyiz. Kazancı DGÇS'deki majör daralmayı merit order sisteminin doğası ve maliyet etkisi sebebiyle yorumlamaktayız. Özetle iç tarafta yenilenebilir enerji etkisiyle geçen bir çeyrek yapısı izlerken AKSEN özelinde üretim daralmasına paralel gelir daralması izlemekteyiz. AKSEN'in satış gelirlerinin büyük kısmı iç taraftan gelse de karlılık üzerindeki etkisinin sınırlı olmasından dolayı oluşan etkinin majör olmasını beklememekteyiz. Yılın ilk yarısına kadar yenilenebilir enerji kompozisyonunun fiyatlar üzerindeki baskısının sürmesini beklerken AKSEN beklentilerine paralel olarak yurt içi satışlar ağırlığının geçtiğimiz yıla nazaran azalmasını beklemekteyiz. Önümüzdeki dönem için ise iç tarafta planlanan yenilenebilir enerji yatırımlarının katkısıyla iç taraf karlılığının desteklenmesini beklemekteyiz.

## Karlılık

1Q26'da kar marjları geçtiğimiz yılın aynı dönemi ve geçtiğimiz çeyreğe kıyasla artış eğilimini sürdürdüğünü görmekteyiz. 1Q26'de FAVOK Marjının 3,38pt artış ile %32,7 bandına geldiğini görmekteyiz. Bölgesel kırılıma baktığımızda ise;

- Türkiye 31bp artış ile %10,08,
- Afrika 24pt daralma ile %51,32,
- Asya 21pt daralma ile %61,70 FAVOK Marjı olarak gerçekleştiğini görmekteyiz.

Özellikle Türkiye'de üretim daralmasına karşın marjın yatay seyirini korumasını pozitif değerlendirirken yurt dışı operasyonlarının konsolide FAVOK içerisindeki payının artışı sonucu oluşan marj toparlanmasını pozitif değerlendirmekteyiz. Net Kar tarafında ise beklenti altında sonuçlar açıklanırken etkinin net parasal pozisyon kaybindan kaynaklandığını görmekteyiz.

## Borç yapısı

1Q26'da geçtiğimiz çeyreğe kıyasla finansal borcun %4 azalış gösterdiğini izlerken net borcun yatay seyrettiğini görmekteyiz. 1Q26 itibarıyla AKSEN 4,04x NetBorç/FAVOK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Açıklanan finansal sonuçları **NÖTR** 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 niteliğe devam ettirmeye devam etmekteyiz. 2023 yılından bu yana 900 m \$ yatırım yapan şirket için yatırımların geri dönüşünü 2026 yılında göreceğimizi düşünmekteyiz. Mevcut kurulu gücü 3 GW seviyesinde olan şirket, 2028 yılına kadar kapasitesini 5 GW'a çıkarmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda devreye alınan 10 proje toplamda 975 MW ek kapasite yaratırken, söz konusu kurulu gücün 724 MW'lık bölümü dolar bazlı sabit getiri sunan yurt dışı operasyonlarından oluşmaktadır. 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 hikâye ve döviz bazlı gelir yapısı ile sürdürülebilir ve güçlü marj yapısının devam etmesini beklemekteyiz. AKSEN için Hedef Fiyatımızı 96 TL'den 99,25 TL'ye yükseltirken AL tavsiyemizi korumaktayız. 1Q26 itibarıyla AKSEN 11,9x FD/FAVOK çarpanlarıyla işlem görürken 2026 beklentileri aşağıdaki gibidir;

- 50.825 mİr TL Hasılat,
- 17.942 mİr TL FAVÖK,
- 28.477 mİr TL Yatırım Harcamaları,
- %52 Yurt dışı / %48 Yurt içi Satış Dağılımı,
- %81 Yurt dışı / %19 Yurt içi FAVOK Dağılımı olarak beklenmektedir.

## 12 Mayıs 2026

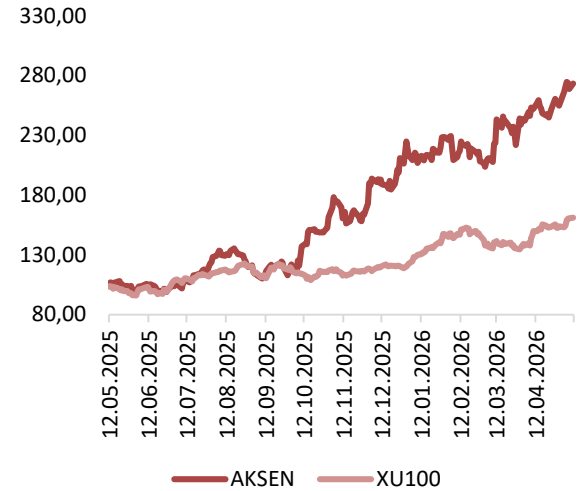
|                                      |       |
|--------------------------------------|-------|
| Son Fiyat                            | 88,20 |
| Piyasa Değeri (mİn TL)               | 8,857 |
| Piyasa Değeri (mİn \$)               | 2,286 |
| Hedef Fiyat                          | 99,25 |
| Tavsiye                              | AL    |
| F/K                                  | 25,59 |
| FD/FAVÖK                             | 11,98 |
| PD/DD                                | 1,62  |
| Hisse Sayısı (mİn lot)               | 1,226 |
| FDPO (%)                             | 19,45 |
| Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mİn TL) | 687,1 |

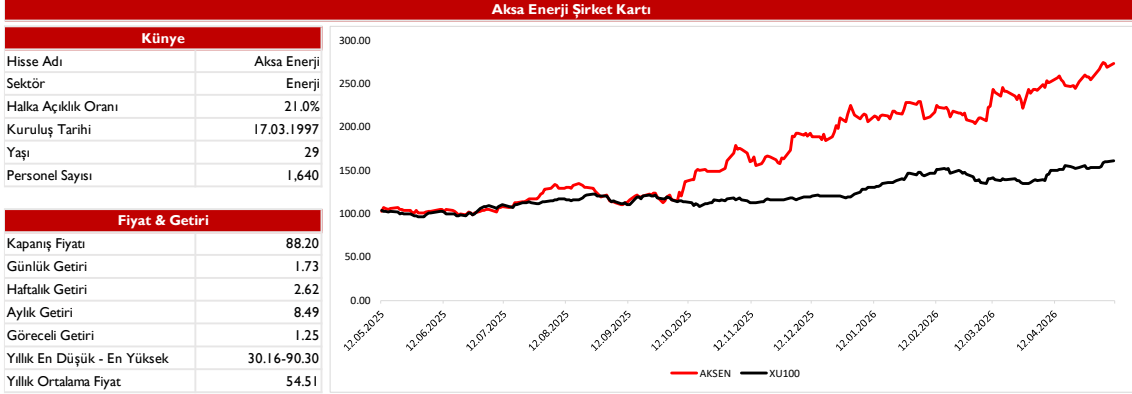
## FİYAT

| PERFORMANSI (%) | 1 AY  | 3 AY  | 12 AY  |
|-----------------|-------|-------|--------|
| BİST100'E GÖRE  | -6.44 | 17.15 | 116.60 |
| Nominal (TL)    | 8.49  | 26.00 | 173.40 |
| Nominal (USD)   | 6.97  | 22.11 | 156.18 |

## ORTAKLIK YAPISI

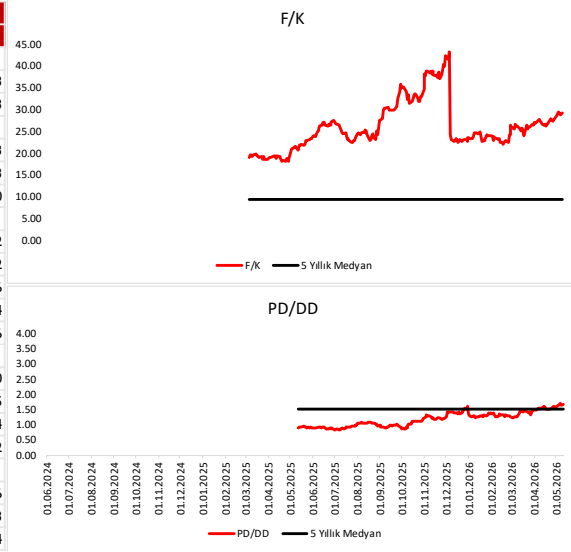
|                      | %     |
|----------------------|-------|
| Kazancı Holding A.Ş. | 80,13 |
| Diğer                | 19,87 |





| Özet Bilanço                  |         |         |            | Özet Bilanço         |         |         |         |            |
|-------------------------------|---------|---------|------------|----------------------|---------|---------|---------|------------|
| Kalemler                      | 2026/03 | 2025/12 | Değişim(%) | İtemler              | 2026/03 | 2025/12 | 2025/12 | Değişim(%) |
| Dönen Varlıklar               | 18,453  | 21,998  | -16.11     | Net Satışlar         | 9,954   | 42,385  | 42,385  | -76.52     |
| Nakit ve Benzerleri           | 4,394   | 7,175   | -38.76     | Yurt İçi Satışlar    | 5,058   | 29,660  | 29,660  | -82.95     |
| Stoklar                       | 2,512   | 2,447   | 2.64       | Yurt Dışı Satışlar   | 4,896   | 12,726  | 12,726  | -61.53     |
| Ticari Alacaklar              | 7,179   | 8,416   | -14.69     | Diğer Satışlar       | 0       | 0       | 0       | a.d        |
| Duran Varlıklar               | 120,450 | 120,603 | -0.13      | Satışların Maliyeti  | 7,213   | 31,841  | 31,841  | -77.35     |
| Maddi Duran Varlıklar         | 111,999 | 112,438 | -0.39      | İskontolar           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | a.d        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 3,659   | 3,800   | -3.71      | İndirimler           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | a.d        |
| Aktifler                      | 138,903 | 142,601 | -2.59      | Brüt Kar             | 2,741   | 10,545  | 10,545  | -74.01     |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler     | 29,316  | 28,872  | 1.54       | Faaliyet Giderleri   | 486     | 1,787   | 1,787   | -72.82     |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler     | 39,559  | 42,059  | -5.95      | Esas Faaliyet Karı   | 2,255   | 8,757   | 8,757   | -74.25     |
| Toplam Borç                   | 68,874  | 70,931  | -2.90      | Amortisman           | 977     | 3,287   | 3,287   | -70.27     |
| Net Borç                      | 52,920  | 52,713  | 0.39       | FAVÖK                | 3,232   | 12,044  | 0       | -73.16     |
| Sermaye                       | 1,226   | 1,226   | 0.00       | Vergi Öncesi Kar     | 1,439   | 7,516   | 7,516   | -80.86     |
| Özkaynaklar                   | 64,143  | 65,540  | -2.13      | Ana Ortaklık Net Kar | 565     | 3,652   | 3,652   | -84.53     |

| Oran Analizi              |         |         |            |
|---------------------------|---------|---------|------------|
| Oranlar                   | 2026/03 | 2025/12 | Değişim(%) |
| <b>Likidite</b>           |         |         |            |
| Cari Oran                 | 0.63    | 0.76    | -0.13      |
| Likit Oran                | 0.45    | 0.58    | -0.13      |
| <b>Değerleme</b>          |         |         |            |
| F/K                       | 29.27   | 24.34   | 4.93       |
| PD/DD                     | 1.69    | 1.36    | 0.33       |
| FD/FAVOK                  | 13.56   | 11.76   | 1.80       |
| <b>Karlılık</b>           |         |         |            |
| Özsermaye Karlılığı       | 1.03    | 6.15    | -5.12      |
| Aktif Karlılık            | 0.49    | 2.91    | -2.42      |
| Brüt Kar Marjı            | 27.54   | 24.88   | 2.66       |
| Net Kar Marjı             | 5.68    | 8.62    | -2.94      |
| FAVÖK Marjı               | 32.47   | 28.42   | 4.06       |
| <b>Büyüme</b>             |         |         |            |
| Net Kar Büyüme            | 8.21    | 39.02   | -30.80     |
| FAVÖK Büyüme              | -4.74   | 28.21   | -32.95     |
| Özsermaye Büyüme          | 41.93   | 23.19   | 18.74      |
| Aktif Büyüme              | 48.84   | 31.62   | 17.22      |
| <b>Faaliyet Etkinliği</b> |         |         |            |
| Stok Devir Hızı           | 13.66   | 16.92   | -3.26      |
| Alacak Devir Hızı         | 4.35    | 4.37    | -0.03      |
| Ticari Borç Devir Hızı    | 5.26    | 4.92    | 0.34       |





#### 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

