



AKSEN

AKSEN, 2025 4.çeyrekte 9.92 mİr TL Hasılat, 2.93 mİr TL FAVÖK, 1.14 mİr TL Net Kar ile **beklentilerimize paralel sonuçlar açıkladığını görmekteyiz.**

Yatırımların hasat zamanı

4Q25'de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %12.4 daralma izlerken FY25'de ise %2 artış görmekteyiz. FY25'de bölgesel olarak satışlara baktığımızda ise sırasıyla Türkiye %0.8 , Asya %21.5 artış gösterirken Afrika %13.2 daralma gösterdiğini görmekteyiz.

Operasyonel performans

4Q25'de 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. Sektörün genelinde hem FY25 hem de güncel olarak EÜAŞ'ın teşviki sayesinde yerli kömür kullanımında da artış görüldü, bu durum linyit santrallerinin üretimini destekledi. Bahsi geçen sözleşme kapsamında, 2025 yılında 198.061 MWs, 2026-2027-2028 ve 2029 yıllarında yıllık 1.417.500 MWs elektrik EÜAŞ tarafından satın alınacaktır. Şubat ayında bazı DGÇS'lerde PTF fiyatlarındaki sert düşüş nedeniyle optimizasyon amacıyla üretim kısıldı, özellikle doğal gaz ve ithal kömür santrallerinin üretiminde sınırlamalar yaşandı. AKSEN özelinde EPIAS'tan aldığımız veriler doğrultusunda toplam üretim FY25'de (KKTC Hariç) 5.906 GWh olarak gerçekleşirken geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %17.8 artış görmekteyiz. PTF ise 2025 yılında 67.09\$ olarak gerçekleşirken geçtiğimiz yıla nazaran %1.7 geri çekilme görmekteyiz. AKSEN Türkiye Santrallerinde PTF , İkili Anlaşmalar ve yan hizmetler de dahil olurken ve konsolide gelirin %27'sini oluştursa da üretim artışını pozitif değerlendirmekteyiz.

Karlılık

4Q25'de geçtiğimiz çeyreğe kıyasla marjlarda daralma görsek de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla güçlü seyrin devam ettiğini görmekteyiz. FY25'de FAVOK %37 artış gösterirken FAVOK Marjının 8pt arış ile %32'ye geldiğini görmekteyiz. FY25'de bölgesel kırılıma baktığımızda ise Sırasıyla ;

- Türkiye 3.42pt artış ile %12.51
- Afrika 22.76 pt artış ile %78.24
- Asya 12.47pt artış ile %76.38 FAVOK Marjına yükseldiğini görmekteyiz.

Özellikle Türkiye'de satış yatay , Afrika'da daralma izlerken marj toparlanmasını pozitif değerlendirmekteyiz. Güçlü karlılığın temel sebeplerine baktığımızda ise yurt dışı operasyonlarda \$ bazlı sabit gelir yapısı , üretim artışı , enerji portföyünün çeşitliliği ve verimlilik artışı gibi etkilere görmekteyiz.

Borçluluk

4Q25'de finansal borç %6 artış gösterirken net borcun ise %10 artış gösterdiğini görmekteyiz. 4Q25 itibarıyla AKSEN 3.98x NetBorç/FAVOK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Açıklanan finansal sonuçları **POZİTİF** değerlendirmekteyiz. Geçtiğimiz çeyrekte de söylediğimizi tekrarlayarak ;

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 hikaye olarak agresif, yapı olarak defansif nitelendirmekteyiz.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. AKSEN'in FAVÖK beklentileri sırasıyla 2026 – 394 m \$, 2027 – 558 m \$, 2028 – 660 m \$ olarak beklenirken, 2026 itibarıyla FAVÖK'ün %90'ını YEKDEM ve garantili \$ bazlı kontratlardan oluşacağını ve FAVÖK marjının 2028'e kadar %42 seviyesine çıkmasını beklemekteyiz. Sonuç olarak baktığımızda AKSEN özelinde 2026 yılı ara geçiş yılı, 2028'in ise faal yıl olarak önem arz ettiğini görmekteyiz ve şirketin dönüşümünün gerçekleştiğini izlemekteyiz. Şirketin portföy yapısı gereği ve yurt dışı operasyonlarından sağlanan USD bazlı garanti gelirleri sebebiyle DEFANSİF ve GÜÇLÜ konumunu koruduğunu izlerken iç piyasada da YENİLENEBİLİR ENERJİ dönüşümünü gerçekleştirdiğini görmekteyiz.

AKSEN için hedef fiyatımızı 64.30 TL'den 96 TL'ye revize ediyoruz ve AL tavsiyemizi sürdürmekteyiz.

6 Mart 2026

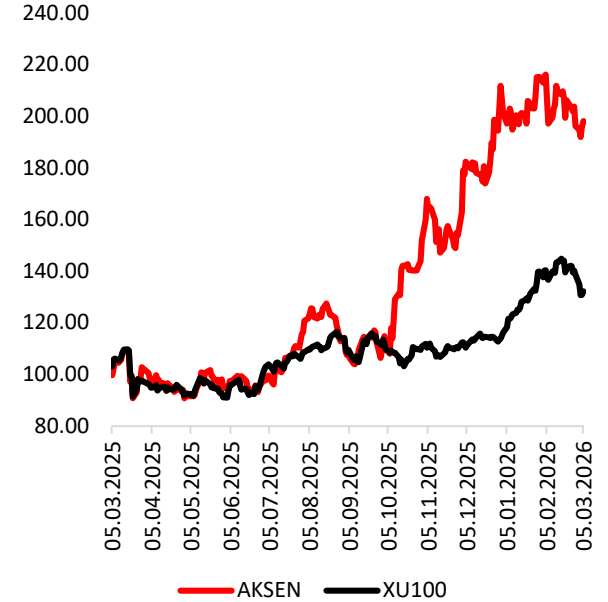
Son Fiyat	67,85
Piyasa Değeri (milyon TL)	83,821
Piyasa Değeri (milyon \$)	1,900
Hedef Fiyat	96,00
Tavsiye	AL
F/K	22,93
FD/FAVÖK	10,94
PD/DD	0,93
Hisse Sayısı (milyon lot)	1,226
FDPO (%)	18,72
Günlük Ort. İşlem Hacmi (milyon TL)	683,9

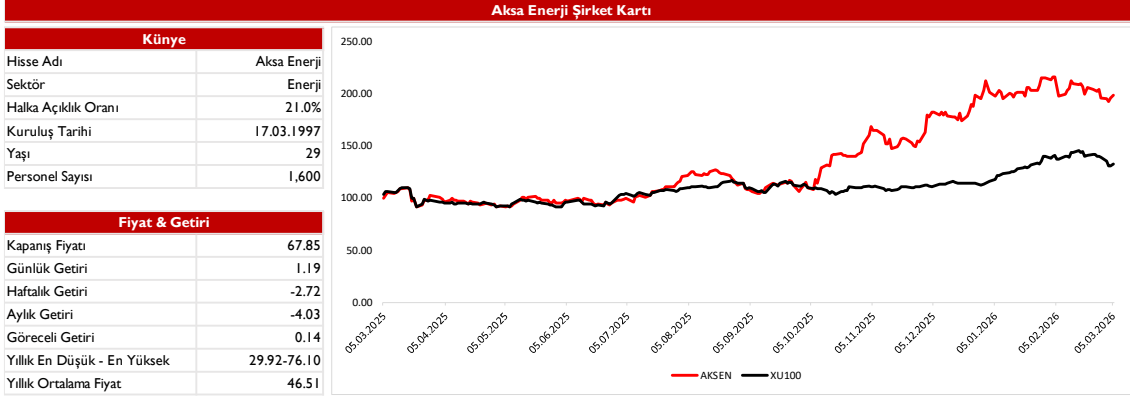
FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	-27.82	-76.27	-91.39
Nominal (TL)	-15.96	-45.49	-45.34
Nominal (USD)	-17.08	-48.77	-65.88

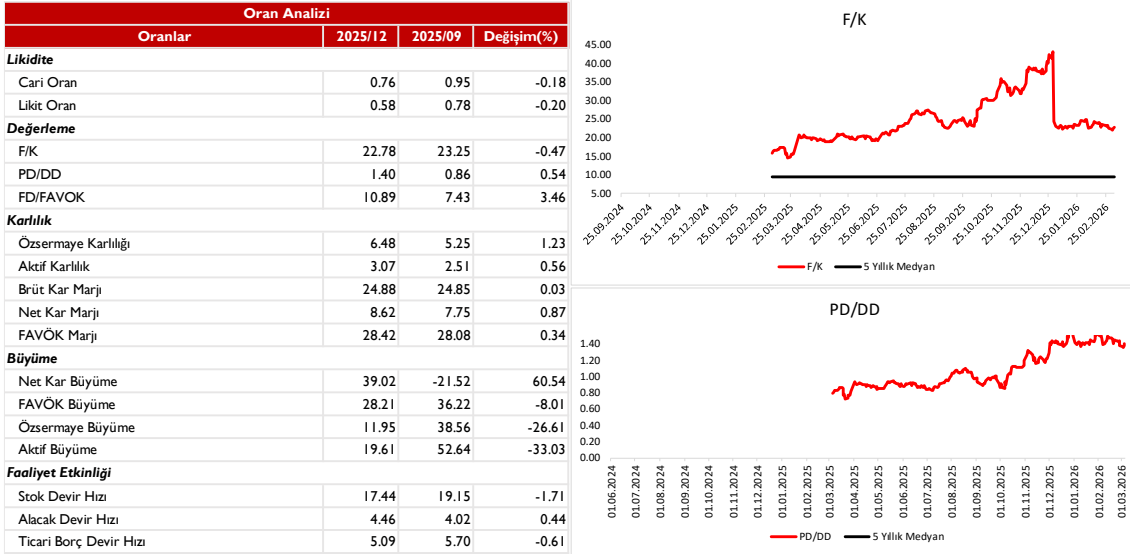
ORTAKLIK YAPISI

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





Özet Bilanço				Özet Bilanço				
Kalemler	2025/12	2025/09	Değişim(%)	Items	2025/12	2025/09	2024/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	19,991	23,156	-13.67	Net Satışlar	42,385	31,109	41,412	36.25
Nakit ve Benzerleri	6,520	7,992	-18.42	Yurt İçi Satışlar	29,660	21,863	29,403	35.66
Stoklar	2,224	1,907	16.60	Yurt Dışı Satışlar	12,726	9,246	12,009	37.63
Ticari Alacaklar	7,648	10,329	-25.95	Diğer Satışlar	0	0	0	a.d
Duran Varlıklar	109,600	93,077	17.75	Satışların Maliyeti	31,841	23,379	32,658	36.19
Maddi Duran Varlıklar	102,179	84,756	20.56	İskontolar	0.00	0.00	0.00	a.d
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,454	2,971	16.25	İndirimler	0.00	0.00	0.00	a.d
Aktifler	129,590	116,233	11.49	Brüt Kar	10,545	7,730	8,754	36.42
Kısa Vadeli Yükümlülükler	26,238	24,466	7.24	Faaliyet Giderleri	1,787	1,303	1,998	37.17
Uzun Vadeli Yükümlülükler	38,222	33,429	14.34	Esas Faaliyet Karı	8,757	6,427	6,756	36.26
Toplam Borç	64,460	57,895	11.34	Amortisman	3,287	2,309	2,638	42.39
Net Borç	47,904	41,312	15.96	FAVÖK	12,044	8,735	0	37.88
Sermaye	1,226	1,226	0.00	Vergi Öncesi Kar	7,516	4,435	6,150	69.47
Özkaynaklar	59,560	53,334	11.67	Ana Ortaklık Net Kar	3,652	2,410	2,627	51.55





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