

10 Şubat 2025

Zamanı Geldi

Aksa Enerji için 12 aylık hedef fiyatımızı %53 yukarı potansiyel taşıyan 61,0TL ve tavsiyemizi "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyesiyle takip ettiğimiz şirketler kapsamına alıyoruz. Aksa Enerji'yi; (i) Asya, Afrika ve KKTC'deki uzun vadeli yabancı para bazlı elektrik satışları ve geçişken yakıt maliyetleri (ii) gelişmekte olan coğrafyalarda ortaya çıkacak yeni fırsatları değerlendirilebilir kabiliyeti (iii) devam eden yatırımlarının devreye girmesiyle kurulu güç kapasitesinde ve FAVÖK'ünde güçlü artış beklentimiz (iv) devreye girecek yenilenebilir enerji yatırımlarıyla sağlayacağı portföy çeşitliliği ile beğeniyoruz. Hisse 2025 tahminlerimize göre 10,4x F/K ve 6,1x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

2028 yılında yenilenebilir enerji dahil kurulu gücün 4.744 MW'a ulaşmasını bekliyoruz. Şirket 2024 yıl sonu itibariyle KKTC dahil yurt içinde 1.358 MW kurulu güç, Asya'da 790 MW kurulu güç ve Afrika'da 430 MW kurulu güç ile faaliyetlerini sürdürüyor. Şirket Asya'daki 670 MW inşaat aşamasındaki kurulu güç, Afrika'daki 605 MW inşaat aşamasındaki kurulu güç ve yurt içindeki yenilenebilir enerji yatırımlarıyla önümüzdeki yıllarda kurulu güç artışında hızlı bir artış yaşayacağı bir döneme giriyor. Özbekistan'da 430 MW kurulu güce sahip olacak Talimercan Santrali inşaatı 7 ay gibi kısa bir sürede tamamlanarak ilk üniteler devreye alınmıştı. 6 Ocak itibariyle 396 MW kurulu güce eşdeğer basit çevrim devreye alımı tamamlanırken 2025 yılının mart ayında kombine çevrim üretiminin gerçekleşmesi bekleniyor. Kazakistan'da Kızılorda Santrali'nin 2026 yılının ilk çeyreğinde, Gana'da 350 MW'lık Kumasi Santrali'nin ilk fazının (179 MW) 2025 yılının ağustos ayında, ikinci fazının 2026 yılının 3. çeyreğinde ve Senegal'de 255 MW kurulu güce sahip Saint-Louis'in 2026 yılı üçüncü çeyreğinde devreye alınması bekleniyor.

Yenilenebilir enerji yatırımlarıyla portföy çeşitliliğinin artırılması hedefleniyor. Şirket Asya ve Afrika'daki yeni fırsatların yanında yurt içi tarafta da yenilenebilir enerji yatırımlarını sürdürüyor. Şirket 891 MW yenilenebilir enerji yatırımlarıyla portföy çeşitliliği sağlarken YEKDEM mekanizmasından da faydalanmayı amaçlıyor.

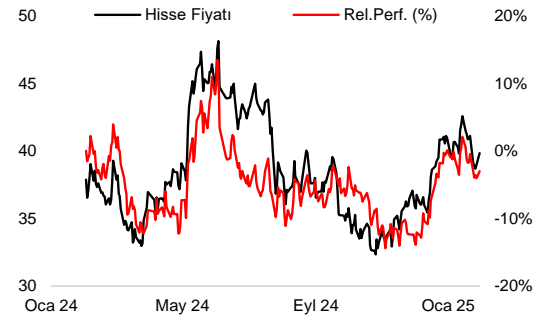
Yeni santral yatırımlarının yanında mevcut santrallerde kapasite artışları da sürüyor. Şirket, 2024 yılında kapasite artışları KKTC ve Özbekistan'da kapasite artışları gerçekleştirdi. KKTC Kalecik Santrali'nde 35 MW'lık ek kapasite Mayıs 2024 itibariyle devreye girerken aylık garantili elektrik satışı da artırıldı. KKTC ve Türkiye arasında enterkonekte hat kurulum sürecinin başlatılabilmesi için fizibilite çalışmaları da sürdürülüyor. Özbekistan'da da Warstila ile işbirliğiyle yürütülen modernizasyon projesinin tamamlanmasıyla Taşkent B ve Buhara santrallerinde toplamda 50 MW kapasite artışı gerçekleşerek kurulu güç 790 MW'a ulaştı.

Uzun vadeli garantili yabancı para bazlı elektrik satışları ve geçişken yakıt maliyetleri... Şirketin Asya, Afrika ve KKTC'deki mevcut santrallerinin tümü ve Asya ve Afrika'da tamamlanacak yatırımlarının tamamı geçişken yakıt maliyeti ve yabancı para bazlı garantili satış içeren sözleşmelerle şirkete öne çıkarıyor.

FAVÖK marjında 2028 yılında 2024 yılına göre 14,2 puanlık gelişim bekliyoruz. Özbekistan'da Talimercan Santrali, Kazakistan'da 15 yıl boyunca kapasite ödemesi sözleşmeli Kızılorda Santrali, Afrika'da geçişken yakıt maliyeti ve garantili satış anlaşmalı sözleşme ile Kumasi ve Saint Louis santralleri ve yurt içinde yenilenebilir enerji yatırımlarının devreye girmesiyle 2028 yılında %41,7 olarak tahmin ettiğimiz FAVÖK marjının 2024 yılı tahminimiz olan %27,5 seviyesine göre 14,2 puanlık bir gelişim kaydedeceğine düşünüyoruz.

AKSEN	Endeks Üzeri Getiri			
Fiyat (TL)	39.84			
Hedef Fiyat (TL)	61.0			
Yükseliş Potansiyeli	53%			
Piyasa Değeri (\$mn)	1,363			
Fili Dolaşım Oranı (%)	19.85			
12A Yüksek/Düşük (TL)	32.34 / 48.14			
Günlük Ortalama Hacim (\$mn)	4.47			
Net Borç (TLmn)	23,711			
FD (TLmn)	72,568			
Tahminler* TL mn	2022	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	87,102	47,785	26,724	39,105
FAVÖK	12,374	10,805	7,358	11,982
% marj	14.2%	22.6%	27.5%	30.6%
Net Kar	5,582	7,468	3,413	4,683
% marj	6.4%	15.6%	12.8%	12.0%
	2022	2023	2024T	2025T
F/K (x)	8.8	6.5	14.3	10.4
FD/FAVÖK (x)	5.9	6.7	9.9	6.1

*TMS 29 Uygulanmıştır

Analist: [Özgür Fedai Durmaz](#)

Değerleme

Dolar bazlı değerlendirme çalışmamızda; risksiz getiri oranını %7,8 equity risk primini %6,5, şirket betasını 0,89, borçlanma maliyetini %9,8, sonsuz büyüme oranını %1,0 olarak kullandık. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini %11,4 olarak hesapladık. Böylece, 12 aylık hedef fiyatımızı %53 oranında yükseliş potansiyeli taşıyan 61,0TL olarak belirliyoruz.

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi

İNA Değerleme (mn\$)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	815	992	1,122	1,243	1,307	1,342	1,346
Brüt Kar	196	266	360	426	469	488	491
FVÖK	151	218	314	380	421	434	435
Amortisman	73	86	97	107	115	124	133
FAVÖK	224	304	412	487	536	558	562
FAVÖK Marjı	27.5%	30.6%	36.7%	39.2%	41.0%	41.6%	41.7%
(-) Vergi	34	47	74	91	102	105	106
(-) Yatırım Harcamaları	480	475	446	289	281	288	289
(-) Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-241	87	29	28	26	19	13
Serbest Nakit Akışı		-211	10	261	331	355	366
AOSM		11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
İndirgenmiş Nakit Akımları		-191	8	191	217	209	193

Sonsuz Büyüme Oranı	1.0%
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri (mn\$)	1871
İndirgenmiş Nakit Akımları (mn\$)	628
Net Borç 2024/12T (mn\$)	735
Azınlık Payları 2024/12T (mn\$)	33
Şirket Değeri (mn\$)	1,731
Hedef Şirket Değeri (mnTL)	74,816
Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı (mn)	1226
Hedef Hisse Fiyatı	61.0
Hisse Fiyatı	39.84
Yükseliş Potansiyeli	53%

*12a ileri USD/TRY tahmini 43.23

Kaynak: OYAK Yatırım

Riskler

Asya ve Afrika'da faaliyet gösterilen ülkelerdeki potansiyel siyasi ve jeopolitik gerginlikler ve olası tahsilat problemleri risk unsuru olarak öne çıkıyor.

Şirketin Asya ve Afrika'da fırsat gördüğü ülkelerde yatırımlar yapma politikası sonucu faaliyet gösterdiği ülkeler siyasi riskler barındırıyor. Şirketin genellikle bu ülkelerdeki hükümetlerle sözleşme yapıyor olması, olası bir siyasi belirsizlik durumunda şirket için bir risk unsuru olarak dikkat çekmektedir. Hükümet değişikliği, sözleşmelerin uygulanmasında zorluklara yol açma potansiyeline sahip olabilir. Ancak elektriğin temel bir ihtiyaç olduğu, şirketin sözleşme yenileme ve yeni hükümetlerle anlaşmaya varma konusunda önemli bir tecrübeye sahip olduğu da göz önünde bulundurulmalıdır. Şirketin faaliyet gösterdiği ülkeler jeopolitik gerilimler açısından da yüksek riskli olarak öne çıkmaktadır. Şirket, imzalanan sözleşmelerin hukuki sağlamlığı ve bu ülkelerdeki acil ve öncelikli enerji ihtiyaçları gibi faktörlerin bu risklere karşı şirketin elini güçlendireceğini öngörüyor.

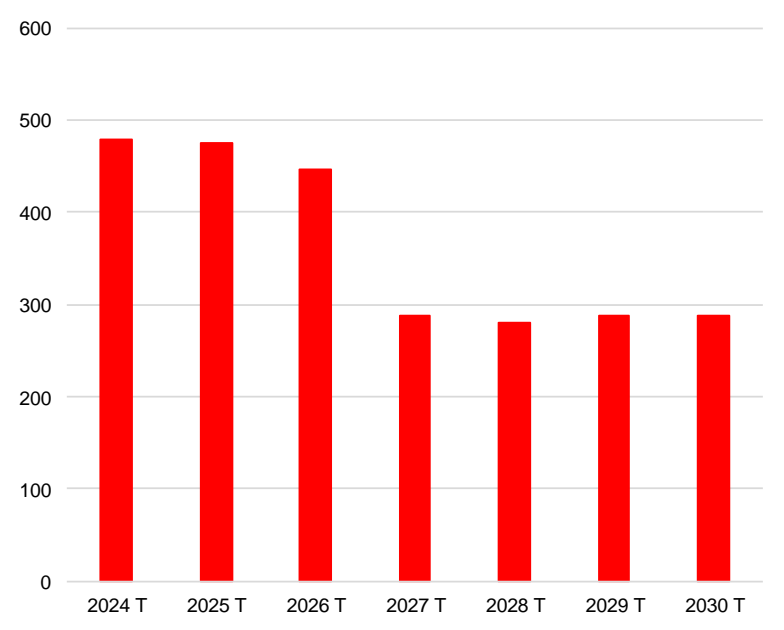
Şirketin gelirlerinin ve FAVÖK'ünün önemli bir kısmının yabancı para cinsinden oluşması nedeniyle TL'nin reel değerlenme süreci şirkete negatif etki etme potansiyeli taşıyor.

2025 yılında TL'deki değer kaybının enflasyonun hafif altında kalmasını bekliyoruz. Şirket gelirlerinin ve FAVÖK'ünün önemli bir kısmı uzun vadeli garantili yabancı para bazlı sözleşmelerden gelmektedir. Dolayısıyla TL'deki reel değerlenmenin şirket finansallarının reel büyümesi için bir risk oluşturacağını ancak bu riskin sınırlı kalacağını düşünüyoruz. Projeksiyonlarımızda 2025 yılı ortalama dolar/tl kurunu 39,41 yıl sonu kurunu 42,84 olarak kullandık.

Yoğun yatırım dönemi şirket finansallarında baskı yaratabilir.

Şirketin 2024-2030 yılları arasındaki toplam yatırım harcamalarının 2,5 milyar dolar olacağını öngörüyoruz. Özellikle 2027 yılına kadar şirketin yatırım harcamalarının yoğunlaşacağı bir dönem olmasını bekliyoruz. Bu dönemde şirket borçluluğunda artış ve finansman giderlerinin etkisiyle karlılıkta baskılanma görülebilir. Şirket yapmış olduğu yatırımlarda o ülkenin para birimiyle uygun finansmanlar bulma kabiliyetiyle bu durumun üstesinden gelmeyi amaçlıyor. Ayrıca şirket yapmış olduğu yatırımlarda projeleri kısa sürelerde devreye alma kapasitesi sayesinde bu yatırımlardan kısa sürede nakit akışı sağlamayı başarıyor. Şirket yatırımlarını hızlı faaliyete geçirme ve hızlı gelir elde etmeye başlama kapasitesi ve yatırımların yapıldığı ülkelerde yerel para birimleriyle nispeten daha avantajlı finansman imkanlarından yararlanarak yoğun yatırım döneminin getirdiği risklerden korunmayı amaçlıyor.

Grafik : Yatırım Harcamaları (\$)

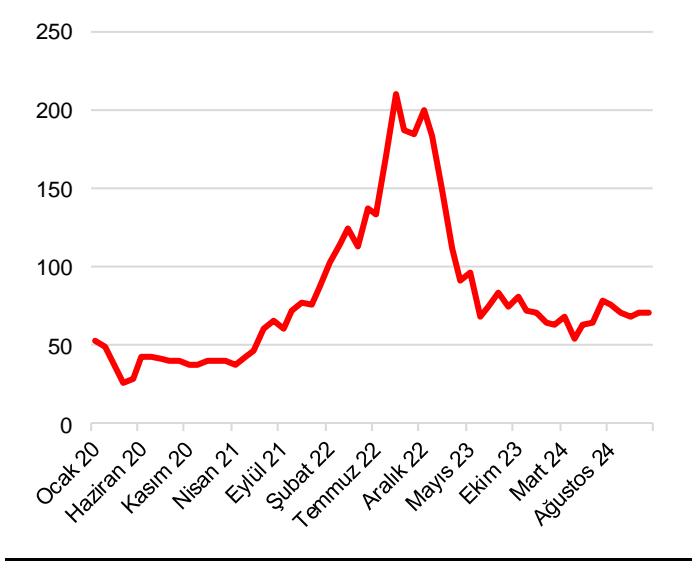


Kaynak : Oyak Yatırım

Elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalar yurt içi operasyonlar için risk oluşturabilir.

Şirketin Antalya ve Bolu santrallerinde üretilen elektriğin satışında piyasa takas fiyatı direkt etkili olmaktadır. Projeksiyon periyodumuz olan 2024-2030 yılları arasında Antalya ve Bolu santrallerinin toplam gelirlere ve FAVÖK'e olan etkisinin yeni yatırımların devreye girmesiyle giderek azalmasını beklessek de özellikle satış gelirleri tarafında önemli bir paya sahip olmayı sürdürecektir. Antalya ve Bolu santrallerinin toplam gelirlerinin şirketin toplam gelirlerindeki payının projeksiyon dönemimizde %58'li seviyelerden %40'lı seviyelerin altına doğru bir eğilim göstermesini bekliyoruz. Bu santrallerin toplam FAVÖK'teki payının ise projeksiyon dönemi ilk yıllarında %7,2 seviyelerinden ilerleyen yıllarda %5'li seviyelerin altına gerilemesini bekliyoruz. Yeni yatırımlar ve portföy çeşitlendirmesiyle bu etki giderek azalacak olsa da piyasa takas fiyatının şirket için önemli olmayı sürdüreceğini ve yaşanacak dalgalanmaların risk faktörü olabileceğini öngörüyoruz. Piyasa takas fiyatının ise bu yıl da 70\$ seviyelerinde hareket edeceğini öngörüyoruz.

Grafik : Aylık Ortalama PTF (\$)



Kaynak : EPİAŞ

Yurt içi operasyonlarda doğalgaz maliyetlerindeki artış kısmi risk oluşturabilir.

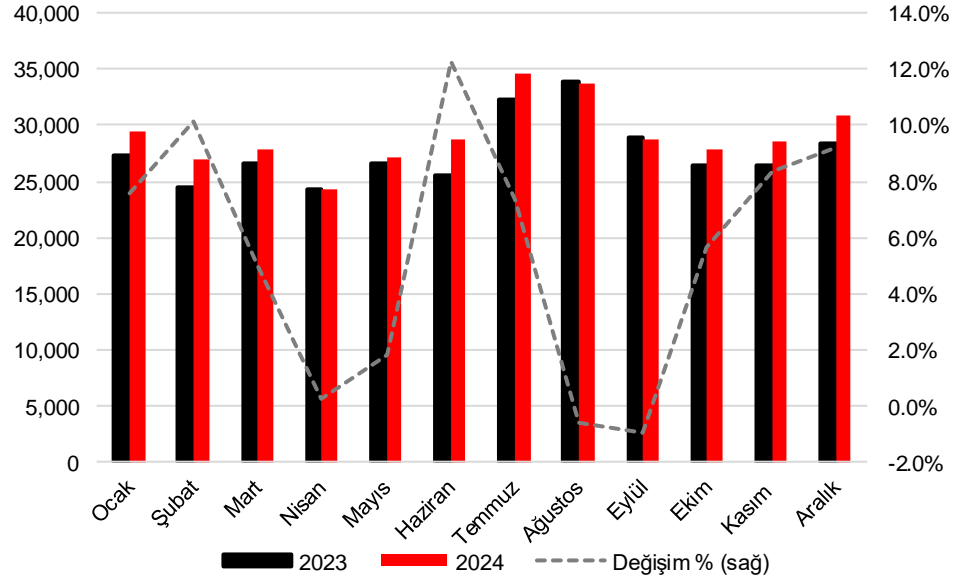
Şirketin Türkiye'deki kurulu gücünün büyük kısmını oluşturan Antalya santralinde enerji kaynağı olarak doğalgaz kullanılıyor. Toplam giderler içerisinde yakıt giderlerinin büyük bir paya sahip olması nedeniyle doğalgaz fiyatlarında olası beklenti üstü artışlar maliyetler açısından risk oluşturabilir. Şirket santralde kullanılan doğalgazı BOTAŞ'tan almaktadır. BOTAŞ'ın elektrik üretimi amaçlı kullanım için doğalgaz fiyatları 2024 yılı içerisinde 12 TL/sm³'te sabit kaldı. 2025 yılında elektrik üretimi amaçlı kullanım için doğalgaz fiyatlarında yaklaşık %20 artış öngörüyoruz. Doğalgaz maliyetlerinde yukarı yönlü bir hareketliliğin elektrik fiyatlarına da yansıma ihtimalinin kuvvetli olması bu risk unsurunun etkisini hafifletiyor.

Yurt İçi Elektrik Piyasası Görünümü

Türkiye’de elektrik üretim ve tüketim verilerinde yukarı yönlü seyir sürüyor.

TEİAŞ tarafından açıklanan önceki yıla göre karşılaştırmalı aylık Türkiye brüt elektrik üretimi verilerine göre 2024 yılında 2023 yılına göre Ağustos ayındaki %0,6 ve Eylül ayındaki %1’lik düşüş dışında kalan 10 ayda artış kaydedildi. %12,3 ile Haziran ve %10,2 ile şubat ayları 2023 yılının aynı aylarına göre en fazla artış kaydedilen aylar oldu. Yıllık bazda ise 2024 yılı toplamında 2023 yılına göre brüt elektrik üretimi %5,4’lük artış kaydetti.

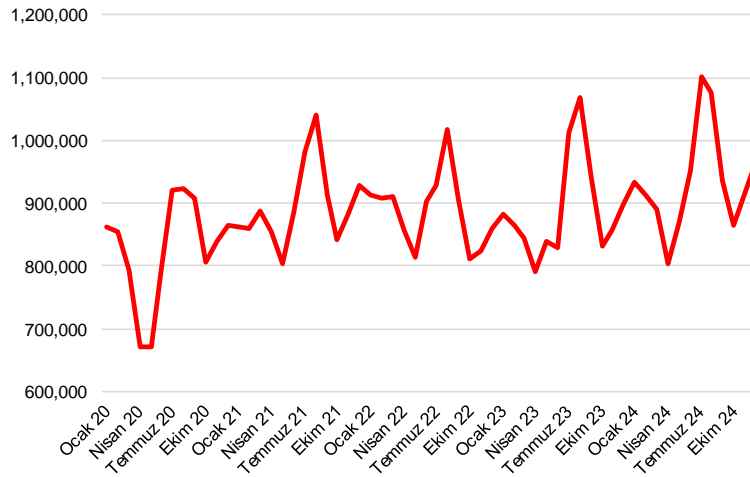
Grafik: Önceki Yıla Göre Karşılaştırmalı Aylık Türkiye Brüt Elektrik Üretimi



Kaynak: TEİAŞ

Yine TEİAŞ tarafından sağlanan tüketim verilerinde de dalgalanmalara rağmen yukarı yönlü gidişat sürüyor. İlgili aydaki günlerdeki elektrik tüketimi ortalamasından oluşturulan veriler incelendiğinde Aralık 2020’ye göre Aralık 2024’te elektrik tüketimi %11,8’lik artış göstermiştir.

Grafik: Elektrik Tüketimi (MWh)

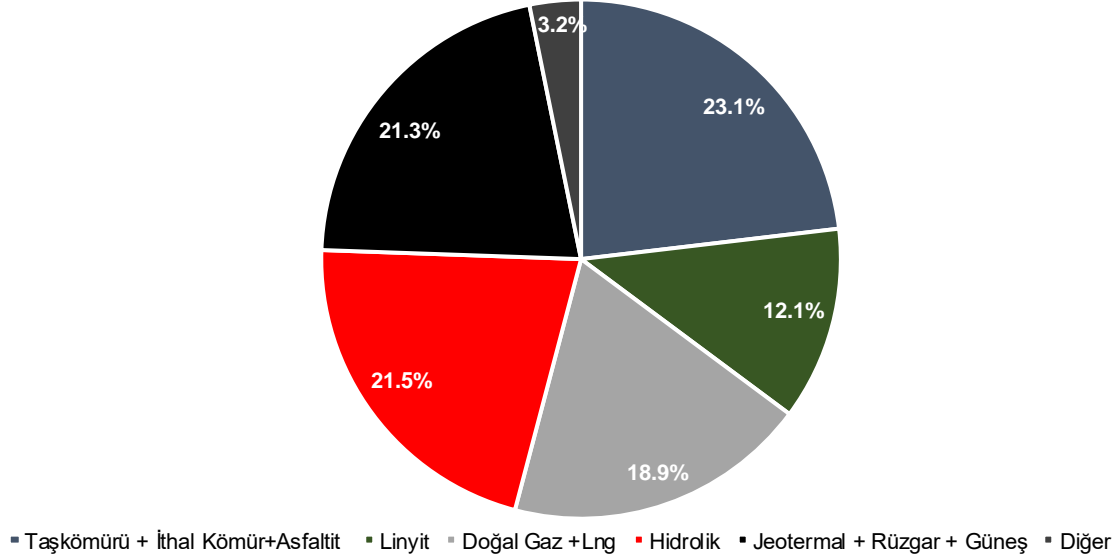


Kaynak: EVDS, TEİAŞ

Türkiye’de elektrik üretiminde konvansiyonel enerji kaynaklarının ağırlığı sürüyor.

TEİAŞ verilerine göre 2024 yılında Türkiye brüt elektrik üretiminin birincil enerji kaynaklarına göre dağılımında Taşkömürü, ithal kömür ve asfaltit toplamının payı %23,1, linyit %12,1 ve doğalgaz + Lng %18,9 olurken hidrolik %21,5, jeotermal + rüzgar + güneş toplamı %21,3 oldu. Brüt elektrik üretiminin %3,2’si ise diğer kaynaklardan geldi.

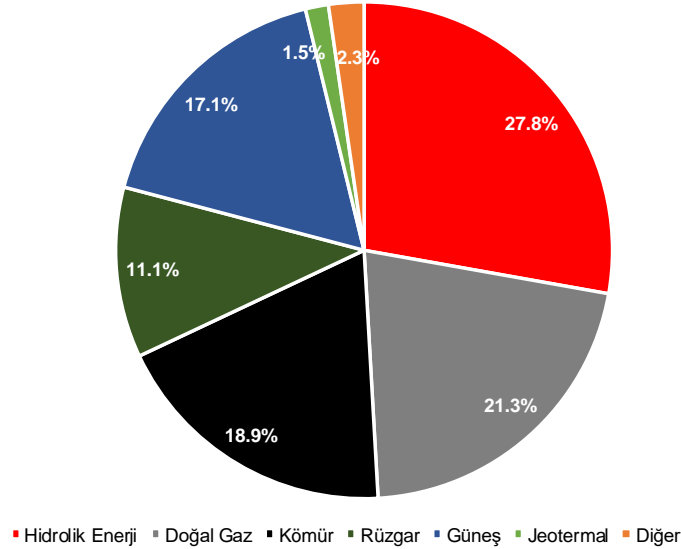
Grafik: Türkiye Brüt Elektrik Üretiminin Birincil Enerji Kaynaklarına Göre Dağılımı



Kaynak: TEİAŞ

Kurulu gücün kaynaklara göre incelenmesinde ise Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın açıklamasına göre, 2024 yılı Aralık ayı sonu itibariyle kurulu gücün kaynaklara göre dağılımı %27,8 hidrolik enerji, %21,3'ü doğalgaz, %18,9'u kömür, %11,1'i rüzgar, %17,1'i güneş, %1,5'i jeotermal ve %2,3'ü diğer kaynaklar şeklinde oldu.

Grafik: Kurulu Gücün Kaynaklara Göre Dağılımı

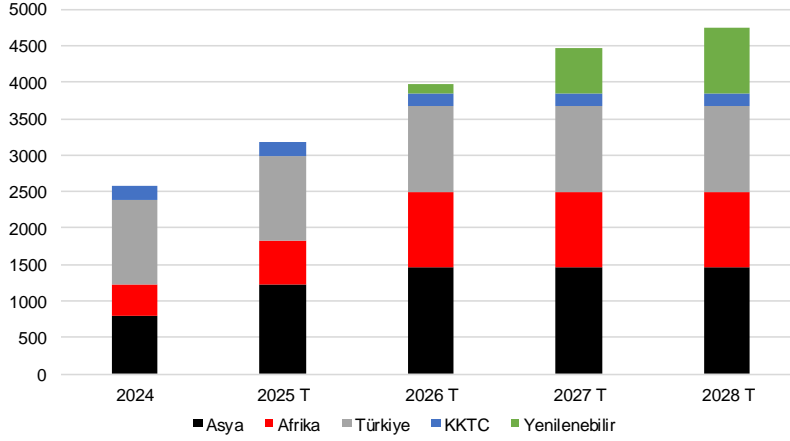


Kaynak: Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı

Şirket Operasyonları

Şirketin devam eden yatırımlarının tamamlanmasıyla yenilenebilir enerji dahil toplam kurulu gücünün 2028 yılında 4.744 MW'a ulaşmasını bekliyoruz.

Grafik: Toplam Kurulu Güç (MW)

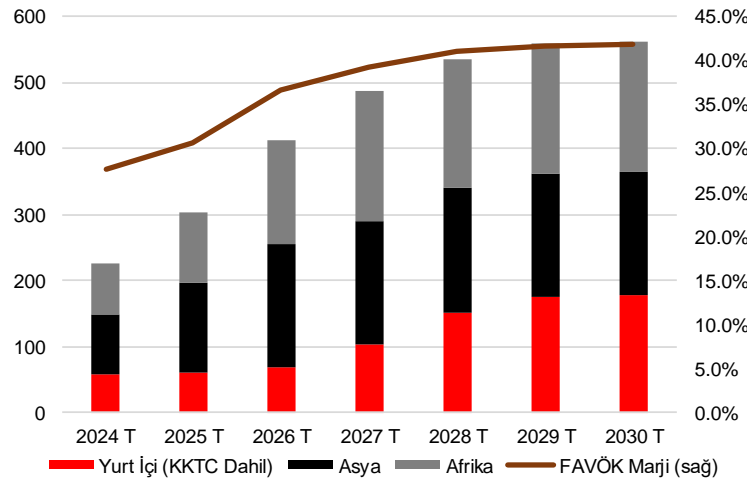


Kaynak: Şirket, Oyak Yatırım

Asya ve Afrika'da devreye girecek yeni santraller ve yenilenebilir enerji yatırımlarıyla 2024 – 2028 yılları arasında FAVÖK marjında 14,2 puanlık iyileşme bekliyoruz.

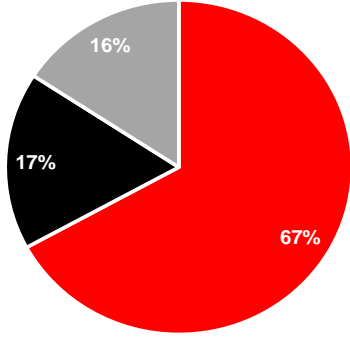
Şirket KKTC, Asya ve Afrika'daki santrallerinde geçişken yakıt maliyeti ve uzun vadeli garantili yabancı para bazlı elektrik satışı etkisiyle Türkiye'deki Antalya Doğalgaz santrali ve Bolu Yerli Linyit Kömürü Santraline göre oldukça yüksek FAVÖK marjlarıyla faaliyetlerini sürdürüyor. Ancak halihazırda Antalya ve Bolu santrallerinin şirketin toplam kurulu gücünde payı yüksek olmayı sürdürüyor. Bu santrallerde üretilen elektriğin ikili anlaşmalar, gün öncesi piyasası ve yan hizmetler aracılığıyla satışları da şirketin net satışlarında oldukça yüksek bir paya sahip olmayı sürdürmektedir. Asya ve Afrika'daki yeni yatırımlar ve yurt içinde 891 MW depolamalı yenilenebilir enerji yatırımlarının devreye girmesiyle daha yüksek marjlı santrallerin şirket finansallarındaki payının artacağını ve 2028 yılında %41,7 olarak tahmin ettiğimiz FAVÖK marjının 2024 yılı tahminimiz olan %27,5 seviyesine göre 14,2 puanlık bir gelişim kaydedeceğini düşünüyoruz.

Grafik: FAVÖK (mn\$)



Kaynak: Oyak Yatırım

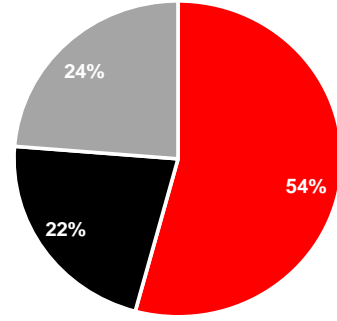
Net Satışların Bölgesel Dağılımı - 2024 (T)



■ Yurt içi (KKTC dahil) ■ Asya ■ Afrika

Kaynak: Oyak Yatırım

Net Satışların Bölgesel Dağılımı - 2028 (T)



■ Yurt içi (KKTC dahil) ■ Asya ■ Afrika

Kaynak: Oyak Yatırım

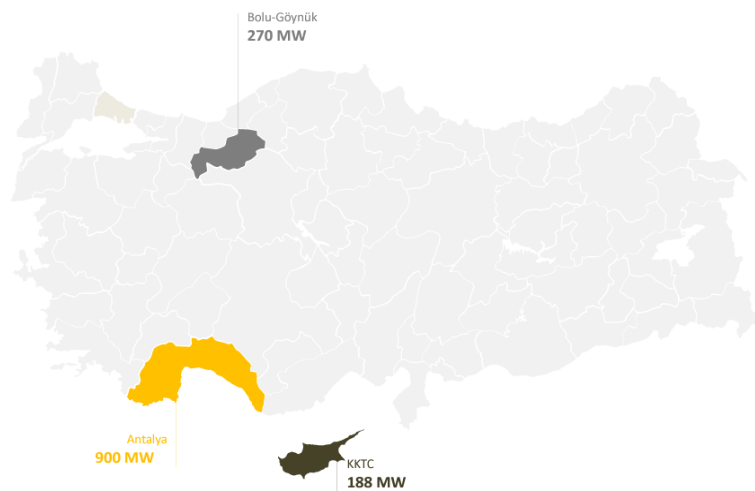
Şirketin Asya ve Afrika'da enerji ihtiyacı olan ülkelerdeki fırsatları değerlendirebilme kabiliyeti şirkete yakıt geçişken maliyet ve uzun vadeli garantili yabancı para bazlı elektrik satışı içeren sözleşmeler imzalama imkanı sunuyor.

Şirket 2017 yılından beri Afrika'da, 2022 yılından beri Asya'da faaliyet göstermektedir. Şirket önümüzdeki yıllarda Asya'da halihazırda faaliyetlerini sürdürdüğü Özbekistan'da yeni bir santral ile kurulu gücünü artıracakken, Kazakistan'daki ilk yatırımı ile Orta Asya'daki pozisyonunu güçlendirmeyi hedefliyor. Şirket Afrika'da ise Gana'da yeni bir santralle ülkedeki kurulu gücünü artıracakken, Senegaldeki yatırımıyla da bu coğrafyada da büyümeyi planlıyor. Şirketin bu coğrafyalarda bilinirliğinin artması bu bölgelerde oluşabilecek potansiyel yeni fırsatlar için de şirketi öne çıkarıyor. Bunlara ek olarak şirketin işteki tecrübesi ve kabiliyeti yeni fırsatlarda hızlı inşaat ve kurulum süreleri, daha düşük yatırım harcaması ve geçişken yakıt maliyeti ve garantili satış sözleşmeleri ile şirketin yatırımlarından dönüşlerini daha hızlı hale getiriyor. Bu etkenlerin şirketi Asya ve Afrika'da öne çıkarmayı sürdürmesini bekliyoruz.

Yurt İçi Operasyonlar

**YURT İÇİ
KURULU
GÜÇ
1.358 MW**

- Doğal Gaz (1 santral)
900 MW
- Akaryakıt (1 santral)
188 MW
- Linyit (1 santral)
270 MW



Kaynak: Şirket Sunumu

Yurt içi mevcut operasyonlarda kısmi iyileşme bekliyoruz.

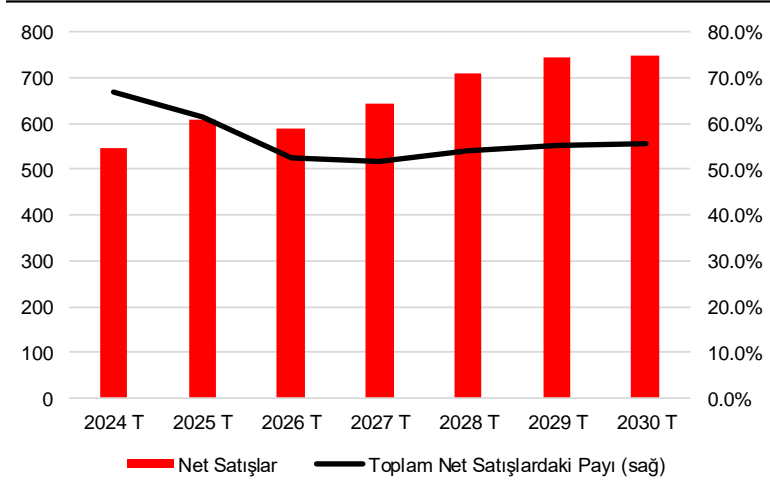
Şirketin Kuzey Kıbrıs Kalecik dahil edilmiş yurt içi operasyonlarında 1.358 MW kurulu gücü bulunuyor. 900 MW'lık Antalya Kombine Çevrim Doğalgaz Santrali yurt içi kurulu gücün büyük bir kısmını oluşturuyor. Maliyetlerin büyük kısmını oluşturan doğalgaz fiyatlarında BOTAŞ tarafından elektrik üretim amaçlı kullanılan doğalgazın fiyatı 12 TL/sm³'te sabit tutuldu. Elektrik üretim amaçlı kullanılan doğalgazın fiyatında 2025 yılında %20 civarı artış bekliyoruz. Antalya Santralinde 2024 yılının ilk dokuz ayında santralde üretilen elektriğin %39'u ikili anlaşmalar, %36'sı gün öncesi piyasasına, %24'ü yan hizmetler (sekonder frekans kontrol) aracılığıyla satıldı. Piyasa Takas Fiyatı'nın 2025 yılında 70 dolar seviyelerinde seyretmesini bekliyoruz.

270 MW'lık Bolu Göynük Yerli Linyit Kömür Santrali ise şirketin Türkiye'deki kurulu gücünün kalanını oluşturuyor. Santralde şirketin kendi maden sahasına ait linyit kömürü kullanılıyor. 2024 yılının ilk dokuz ayında santralde üretilen elektriğin %89'u ikili anlaşmalar ile, %6'sı yan hizmetler piyasasına, %5'i gün öncesi piyasasına satıldı. Bolu Göynük Santralinde verimlilik artışına yönelik devam eden 35 MW GES projesinin 2025 yılı ilk yarısında tamamlanmasını bekliyoruz.

Kuzey Kıbrıs Kalecik Akaryakıt Santralinde ise dolar bazlı fiyat üzerinden aylık garantili elektrik satışı yapılmaktadır. Yakıt maliyetinin geçişken olduğu santralde 2023 yılı temmuz ayında 15 senelik sözleşme uzatımı yapılırken, mayıs 2024 itibarıyla 35MW'lık ek kapasite devreye girerken aylık garantili elektrik satışı da arttı. Sözleşme kapsamında Türkiye ile KKTC arasında enterkonekte hat kurulum sürecinin başlatılabilmesi amacıyla fizibilite çalışmaları da yürütülüyor.

KKTC Kalecik santralindeki dereye giren kapasite artırımı, Bolu'da devam eden 35 MW GES projesi, Antalya ve Bolu santrallerinde artarak devam etmesini beklediğimiz kapasite ödemeleri ile yurt içi operasyonlarda önümüzdeki yıllarda kısmi iyileşme bekliyoruz.

Yurt İçi Operasyonlar (KKTC dahil) Net Satışlar (mn\$)

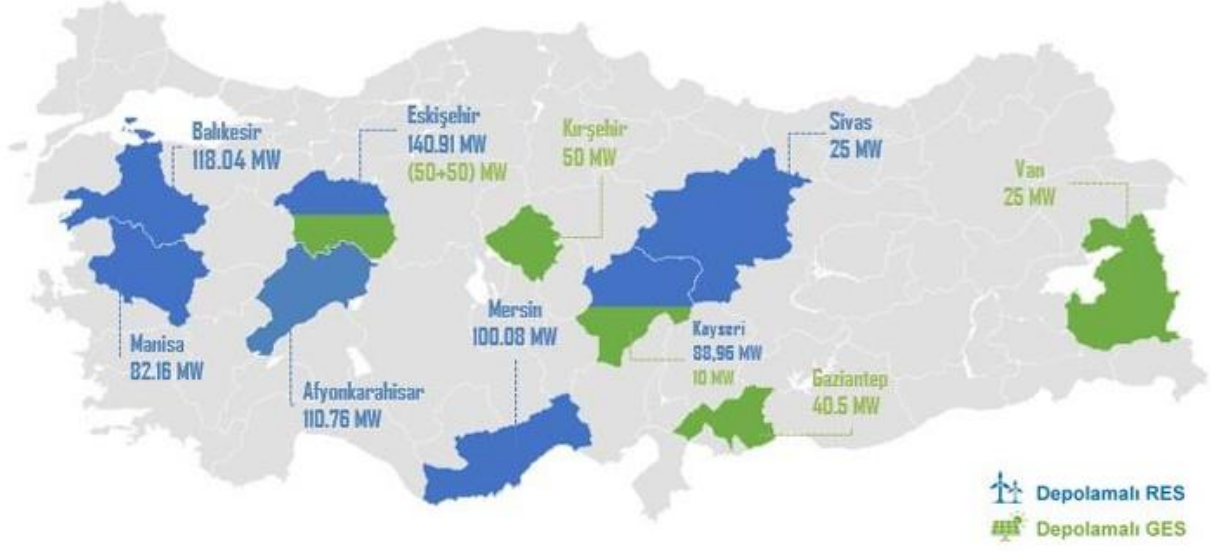


Kaynak: Oyak Yatırım

Yenilenebilir enerji santrallerinin devreye girmesiyle portföy çeşitlendirmesinin yanında yurt içi operasyonlarda FAVÖK marjında yukarı yönlü hareket bekliyoruz.

Şirket, farklı ülkelerde devam eden santral yatırımlarının yanında yurt içinde yapacağı depolamalı GES ve RES yatırımlarıyla portföy çeşitliliğini artırırken, yurt içi faaliyetlerden elde edilen FAVÖK marjında da yukarı yönlü bir etki hedefliyor. Şirketin Eskişehir'de 100 MW, Kırşehir'de 50 MW, Kayseri'de 10 MW Gaziantep'te 40,5 MW ve Van'da 25 MW olmak üzere toplamda 225,5 MW depolamalı GES yatırımı bulunuyor. Toplamda 665,91 MW olan depolamalı RES'ler ise Balıkesir'de 118,04 MW, Manisa'da 82,16 MW, Eskişehir'de 140,91 MW, Afyonkarahisar'da 110,76 MW, Mersin'de 100,08 MW, Sivas'ta 25 MW ve Kayseri'de 88,96 MW kurulu güce sahip santrallerden oluşuyor.

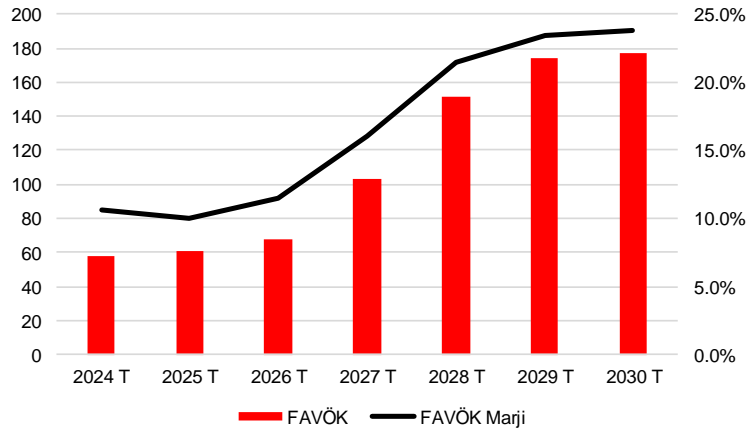
GES ve RES Yatırımları



Kaynak: Şirket Sunumu

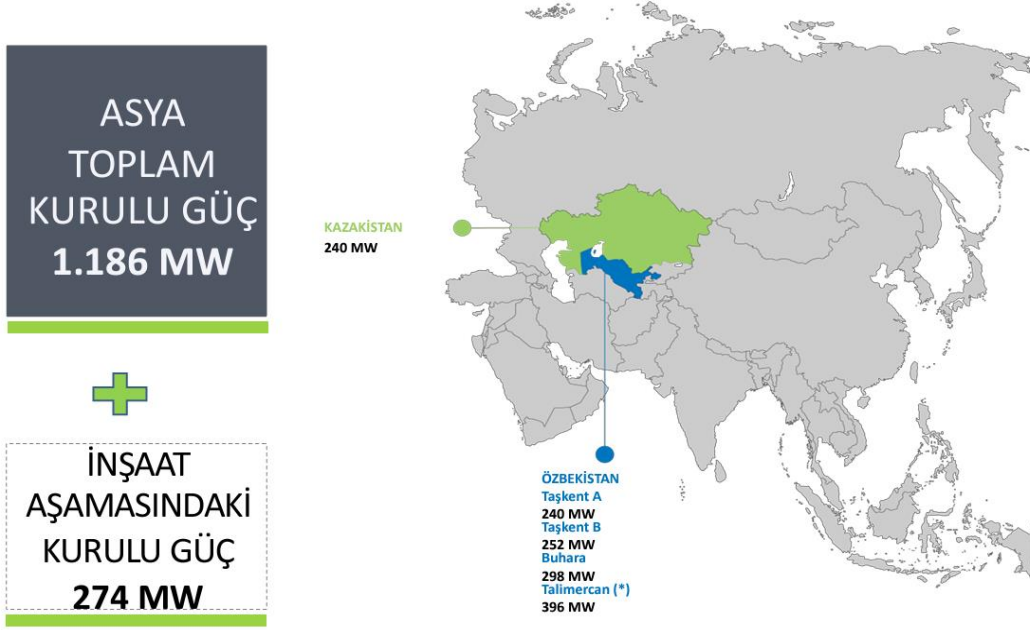
RESler için MW başı 1,2 milyon dolar, GES'ler için ise MW başına 600 bin dolar ile toplamda yaklaşık 934,4 milyon dolarlık yatırım harcaması öngörüyoruz. 2027 yılında tamamlanmasını beklediğimiz yatırımdan yıllık 100 milyon doların üzerinde FAVÖK katkısı bekliyoruz.

Grafik: Yurt İçi Operasyonlar FAVÖK (mn\$)



Kaynak: Oyak Yatırım

Asya Operasyonları



Kaynak: Şirket Sunumu

Asya operasyonlarında Özbekistan'daki kurulu güç 1.220 MW'e yükselmesi beklenirken Kazakistan'daki ilk yatırım olan Kızılorda santralının 2026 ilk çeyreğinde devreye alınması hedefleniyor.

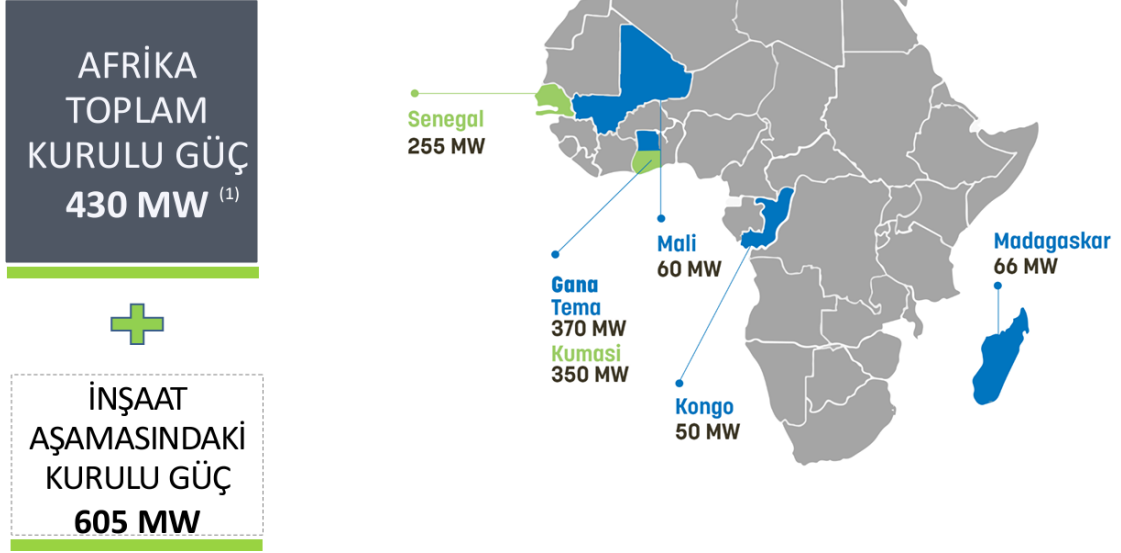
Şirketin Asya faaliyetlerinin temelini oluşturan Özbekistan'da 230 MW ve 270 MW kurulu güce sahip Taşkent B ve Buhara doğalgaz santrallerinin modernizasyon projesi tamamlanarak iki santralin toplam kapasitesi 50 MW artarak 550 MW'a yükselmiş, 240 MW kurulu güce sahip Taşkent A santrali ile birlikte Özbekistan'daki kurulu güç 790 MW'a yükselmişti. 2025 yılında Talimercan santrali ile birlikte Özbekistan'daki kurulu güç 1.220 MW'a yükselecek. 430 MW kurulu güce sahip olacak Talimercan Santrali inşaatı 7 ay gibi kısa bir sürede tamamlanarak ilk üniteler devreye alınmıştı. 6 Ocak itibarıyla 396 MW kurulu güce eşdeğer basit çevrim devreye alımı tamamlanırken 2025 yılının mart ayında kombine çevrim üretiminin gerçekleşmesi bekleniyor. Santralden yıllık 50 milyon dolar FAVÖK katkısı bekliyoruz.



Kaynak: Şirket Sunumu

Şirket fırsat oluşması halinde yeni ülkelere yatırım yapma eğilimine uygun olarak Kazakistan'daki ilk santrali olacak 240 MW kurulu güce sahip Kızılorda Doğalgaz Kombine Isı ve Enerji Santrali'nin 2026 yılının ilk çeyreğinde devreye girmesi bekleniyor. Yaklaşık 250 milyon dolar yatırım harcaması öngördüğümüz yatırımdan yıllık 40 milyon dolar FAVÖK katkısı bekliyoruz.

Afrika Operasyonları



(1) Kongo ve Madagaskar hariç kurulu güç

Kaynak: Şirket Sunumu

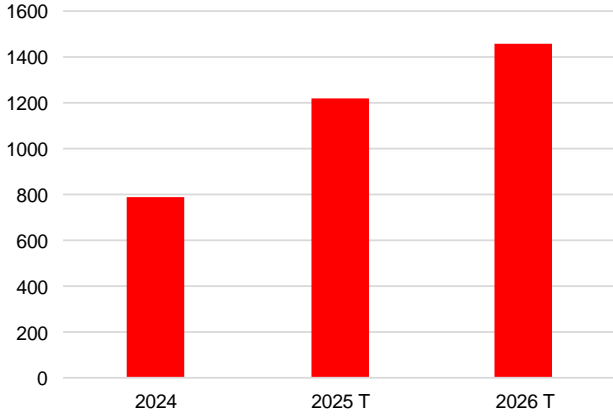
Şirket Afrikada'ki fırsatları değerlendirmeye devam edecek.

Şirket Gana'da geçişken yakıt maliyeti ve 370 MW kurulu gücün 332 MW'ı üzerinden alım garantisi bulunan santraliyle faaliyetlerini sürdürüyor. Akaryakıt santralinin çift yakıt (akaryakıt + doğalgaz) dönüşümü için Bayern LB ile kredi sözleşmesi imzalanmıştı. Çift yakıt dönüşüm projesinin 2025 yılının ilk çeyreğine kadar tamamlanması planlanırken, proje ile 2025 yılında FAVÖK'te bir önceki yıla göre %30 oranında artış bekleniyor.

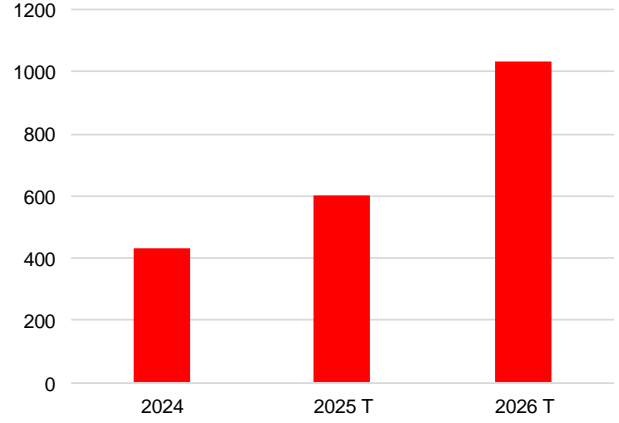
Gana'da inşaat süreci devam eden 350 MW kurulu güce sahip olacak Kumasi Santrali'nin 1. Fazının Ağustos 2025'te 2. Fazının 2026 yılının 3. çeyreğinde devreye alınması bekleniyor. 20 yıl ABD doları bazlı garantili satış içeren sözleşme ve geçişken yakıt maliyeti ile faaliyet gösterecek santralin ilk fazı için 110 milyon dolar yatırım harcaması ve yıllık 38 milyon dolar FAVÖK, ikinci fazı için de bu rakamlara yakın değerler öngörüyoruz.

Mali'de 60 MW kurulu güce sahip akaryakıt santrali geçişken yakıt maliyeti ve 60MW kurulu gücün 50 MW'ı üzerinden euro bazlı alım garantisiyle faaliyetlerini sürdürüyor. Madagaskar'daki 66 MW kurulu güce sahip santralin ise satışı için Engineering Consultancy Company ve Distribution Network Electricity Company ile anlaşmaya varıldığı ve hisse transferlerinin tamamlandığı açıklanmıştı. Şirket tarafından 2 yıl daha işletilmeye devam edilecek santralden 2 yıl daha sınırlı nakit akışı bekliyoruz.

Şirket Afrika'daki yeni pazarı olacak Senegal'de 255 MW kurulu güce sahip Saint – Louis santralının 2026 yılının 3. çeyreğinde devreye alınması bekleniyor. Sözleşme kapsamında devletin elektrik kurumu olan Senelec ile ortaklık (%15 Senelec payı) ile geçişken yakıt maliyeti ve euroya endeksli 25 yıllık garantili elektrik satışıyla faaliyet gösterecek santralin %85'lik şirkete düşen payı için 250 milyon euro yatırım harcaması ve yıllık 50 milyon euro FAVÖK katkısı bekliyoruz.

Grafik : Asya Kurulu Güç (MW)

Kaynak: Şirket, Oyak Yatırım

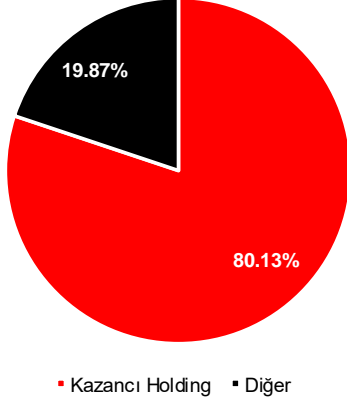
Grafik : Afrika Kurulu Güç (MW)

Kaynak: Şirket, Oyak Yatırım

Ortaklık Yapısı

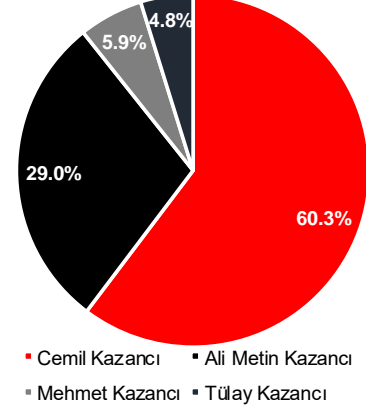
Grafik: Aksa Enerji Ortaklık Yapısı

Aksa Enerji Ortaklık Yapısı



Kaynak: KAP

Grafik: Kazancı Holding Ortaklık Yapısı



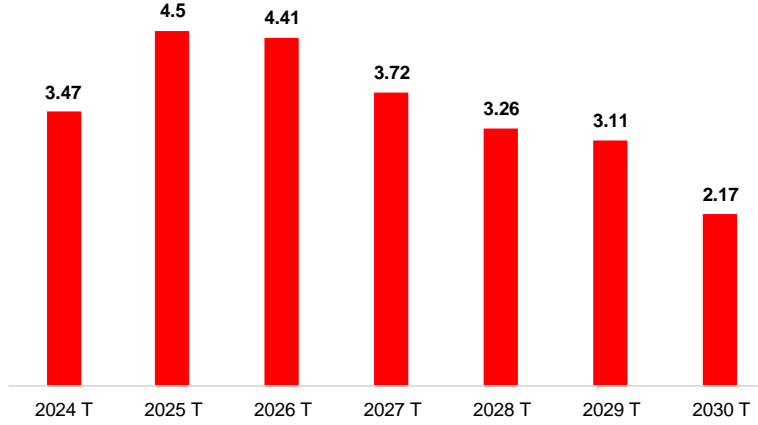
Kaynak: Şirket Sunumu

Kazancı Holding: Temelleri 1950'li Yıllarda Atılan, Enerji Sektörünün Lider Firmalarından Biri

Kazancı Holding, 1968 yılında Watt Elektrik Motor Fabrikası ile enerji sektörü grup şirketlerinin temelini oluşturan yolculuğuna başlamıştır. Holding 1980'li yıllarda jeneratör üretimi, 1990'lı yıllarda enerji santrali kurulumu ve elektrik üretimi, 2000'li yılların başında doğalgaz dağıtımı, 2010 yılında elektrik dağıtımı ve satışı faaliyetlerine başlamıştır. Şirket **Aksa Enerji**'nin yanı sıra, yaklaşık 16 milyon nüfusa ve yaklaşık 5 milyon aboneye doğalgaz dağıtım hizmeti sunan **Aksa Doğalgaz**, Türkiye'nin en büyük ihracatçı şirketlerinden **Aksa Jeneratör**, yaklaşık 4 milyon nüfusa ve 2,2 milyon aboneye elektrik tedarik hizmeti veren **Aksa Elektrik** gibi enerji şirketlerine ek olarak holding **Aksa Tarım** ve **Aksa Turizm** vasıtasıyla Tarım ve Turizm sektörlerinde de faaliyet göstermektedir.

Aksa Enerji 2030 Global Stratejisi: Şirket, dahası da var diyor.

Şirket tarafından 2030 yılına ilişkin strateji ve yatırım planları açıklandı. Değerlendirmemiz ve projeksiyonlarımız sadece devam eden yatırımları kapsamaktadır. **Dolayısıyla şirketin henüz planlama aşamasında olan, başlamamış yatırımları değerlememize ve tahminlerimize dahil edilmemiştir. 2030 global strateji kapsamında yeni yatırımları ekstra yukarı yönlü potansiyel için yakından takip etmeyi sürdüreceğiz.** Şirket açıklamış olduğu stratejisine göre, 2024 – 2030 yılları arasında 4,9 milyar dolar yatırım tutarı ve 5.297 MW yeni yatırımla 2030 yılında 7.830 MW kurulu güce ulaşmayı hedefliyor. Şirket hedeflediği yatırımlar sonucunda 2030'da kurulu güç dağılımının %38'inin Türkiye'de, %25'inin Orta Asya'da, %25'inin Afrika'da, %5'inin Orta Amerika'da, %3'ünün Kuzey Amerika ve %3'ünün Avrupa'da olması planlanıyor. Şirket projeksiyonlarına göre 2030 yılında kurulu güçte yenilenebilir enerjinin payının %28 olması bekleniyor. Şirket bu strateji ve yatırımlar kapsamında FAVÖK'ünün 2030 yılında 1,1 milyar dolar olmasını ve FAVÖK marjının %52 olmasını hedeflerken, 2030 yılı FAVÖK'ünün kırılımının %63 kapasite anlaşmaları, %22 YEKDEM ve %15 spot şeklinde olmasını bekliyor. Bu yoğun yatırım süreci için şirket tarafından net borç / FAVÖK beklentisi de aşağıdaki şekilde paylaşıldı:

Grafik : Şirketin Borçluluk Hedefi

Kaynak : Şirket Sunumu

Tablo: Aksa Enerji – Gelir Tablosu

Gelir Tablosu* (mn TL)	2022	2023	2024T	2025T
Satışlar	87,102	47,785	26,724	39,105
Satışların Maliyeti	76,511	37,982	20,287	28,621
Brüt Kar	10,591	9,803	6,438	10,484
Faaliyet Giderleri	612	1,100	1,473	1,890
Faaliyet Gelirleri	9,979	8,703	4,965	8,593
FAVÖK	12,374	10,805	7,358	11,982
Esas Faaliyetler Diğer Gelir/(Gider), Net	459	507	357	473
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	254	1,127	312	-1,379
Yatırım Gelirleri/(Giderleri), Net	-2,534	-634	131	276
Vergi Öncesi Kar	8,157	9,702	5,764	7,963
Vergi Gideri	2,270	3,350	1,111	1,861
Azınlık Payları	695	828	1,082	1,419
Net Kar/(Zarar)	5,582	7,468	3,413	4,683

*TMS 29 Uygulanmıştır.

Kaynak: Finnet, Oyak Yatırım

Tablo: Aksa Enerji – Bilanço

Bilanço* (mn TL)	2022	2023	2024T	2025T
Nakit ve nakit benzerleri	1,544	1,080	1,097	2,142
Ticari alacaklar	15,188	18,382	11,059	14,676
Stoklar	321	1,217	1,896	2,679
Diğer dönen varlıklar	1,754	2,540	2,307	3,256
Dönen varlıklar	18,807	23,219	16,359	22,753
Maddi duran varlıklar	35,283	47,574	56,770	87,319
Maddi olmayan duran varlıklar	741	1,503	1,415	2,014
Diğer duran varlıklar	373	3,522	7,208	9,780
Duran varlıklar	36,397	52,599	65,394	99,113
Toplam varlıklar	55,204	75,818	81,753	121,866
Kısa vadeli borçlanmalar	7,815	11,151	14,017	20,958
Ticari borçlar	3,511	4,538	7,196	7,497
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1,829	3,013	1,442	1,714
Kısa vadeli yükümlülükler	13,156	18,703	22,655	30,169
Uzun vadeli borçlanmalar	6,369	7,108	13,107	32,223
Diğer uzun vadeli borçlanmalar	3,265	2,951	1,442	1,714
Uzun vadeli yükümlülükler	9,634	10,060	14,549	33,937
Özkaynaklar	32,414	47,056	44,548	57,761
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	55,204	75,818	81,753	121,866
Net borç	12,640	17,180	26,028	51,039

*TMS 29 Uygulanmıştır.

Kaynak: Finnet, Oyak Yatırım

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yöntemle bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %40 üzerinde olan hisseler ENDEKS ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %25'inden az olan hisseler ENDEKS ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +40%/-%25'lik bant içerisinde kalan hisseler verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

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.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.