

Son Fiyat	20,30
Piyasa Değeri (mln TL)	24.298
Piyasa Değeri (mln \$)	553
F/K	12,46
FD/FAVÖK	10,96
PD/DD	0,44
Hisse Sayısı (mln lot)	1.197
FDPO (%)	28,42
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	97



ORTAKLIK YAPISI	%
Akfen Holding	56,45
Akfen INT	15,12
Diğer	28,43

AKFYE	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	6,34	5,67	12,53
Getiri (\$)	6,36	4,59	-6,77
Getiri (XU100-Rölatif)	7,05	13,89	-8,36

Çeyreklik	2025/09	2025/12
Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	35,26	31,76
Brüt Kar Marjı (Ç%)	31,77	30,81
FAVÖK Marjı (Y%)	56,90	54,95
FAVÖK Marjı (Ç%)	57,41	59,38
Net Kar Marjı (Y%)	3,09	33,64
Net Kar Marjı (Ç%)	10,57	72,09
Net Borç (mln TL)	9.065,75	10.615,58
İşletme Sermayesi (mln TL)	118,02	-704,09
Cari Oran	0,85	0,65
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	-997,97	-1.340,04
Net Finansman		
Gideri/Satışlar	41,28	33,92
Brüt Kar Büyüme (Y%)	19,11	-22,43
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	-65,62	-22,43
FAVÖK Büyüme (Y%)	-6,54	-16,10
FAVÖK Büyüme (Ç%)	22,39	-1,29
Net Kar Büyüme (Y%)	-96,86	846,64

Akfen Yenilenebilir Enerji - Olumlu

Toparlanma çerçevesinin çeyreklik yansımaları

Şirketin konumlandırması HES, RES ve GES kaynaklarının birbirini tamamlayan üretimine dayanmaktadır. 2025 sonu itibarıyla ulaşılan 886,5 MW toplam kurulu güç, şirketin ölçek ekonomisinden faydalanma kapasitesini artırmış olsa da portföyün karlılık yapısında teknoloji bazlı bir ayrışma netleşmiştir.

Şirketin ekonomik yapısı, YEKDEM kapsamındaki sabit fiyat garantilerine dayanmaktaydı ancak 2025 verileri, bu hendeğin yapısal bir problemle karşı karşıya olduğunu gösteriyor. Özellikle YEKDEM süreleri dolan santrallerin PTF geçişi, gelir tahminlenebilirliğini azaltıyor. Yönetimin bu riski bertaraf etmek amacıyla devreye aldığı 85,3 MW'lık 6 adet hibrit GES yatırımı, mevcut RES sahalarının kapasite kullanım oranlarını dengeleyerek marj koruma kalkanı olarak görev yapıyor. Bu strateji, birim yatırım maliyetini düşürürken aynı trafo merkezini kullanan iki farklı kaynağın verimliliğini birleştiriyor. Kurulu güçteki bu artışın gelir tablosuna yansıması, operasyonel marjlar üzerindeki baskı ve segment bazlı verimlilik kayıpları nedeniyle beklentilerin gerisinde kaldı.

AKFYE hasılatı 2024'teki 6,67 milyar TL seviyesinden %13,1'lik daralma ile 5,79 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Bu daralmanın arkasında yatan temel etken, portföyün önemli bir kısmının YEKDEM'den çıkıp serbest piyasa fiyatlamasına geçmesi ve TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulaması sonrası reel bazda fiyat artışlarının enflasyonun gerisinde kalmasıdır.

Brüt kar marjındaki düşüş operasyonel kaldıraç etkisinin şirket aleyhine çalıştığını gösteriyor. Satışların maliyeti 4,01 milyar TL seviyesinde kalarak hasılat düşüşüne eşlik edemiyor. Özellikle HES segmentindeki operasyonel verimsizlik, grubun toplam karlılığını aşağı çeken bir ağırlık yaratmaktadır. Bu da şirketin yıl boyunca HES ağırlığını azaltarak RES tarafına yüklenmesine sebep olmuştur.

- RES Grubu:** 3,58 milyar TL hasılat ile grubun ana motorudur. Brüt kar marjı en yüksek segment olup, hibrit yatırımların devreye girmesiyle operasyonel verimliliğini korumuştur.
- GES Grubu:** 1,15 milyar TL hasılat üretmiştir. 13,3 ABD Doları cent/kWh seviyesindeki yüksek YEKDEM garantisi sayesinde marj koruma kapasitesi en yüksek segmenttir.
- HES Grubu:** 1 milyar TL hasılat karşılık 1,15 milyar TL satış maliyeti ile brüt zarar kaydetmiştir. Sırma, Çamlıca-III ve Saraçbendi gibi yüksek kapasiteli santrallerin alım garantisi sürelerinin dolması ve bakım maliyetlerinin enflasyon düzeltmesiyle şişmesi, bu segmenti zarar üreten bir yapıya dönüştürmüştür.

Şirketin toplam varlıkları, santral değerlemelerinin etkisiyle 75,5 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Maddi duran varlıklar kalemindeki 65,9 milyar TL'lik tutar, bilançonun %87'sini oluşturmaktadır. Bu büyüme, özkaynakları 55,8 milyar TL seviyesine taşısa da nakit yaratmayan **yeniden değerlendirme artışlarının** özkaynak kalitesindeki baskınlığı kağıt üzerinde bir güçlülük sergilemektedir.

Borç tarafında, 9,77 milyar TL tutarındaki uzun vadeli borçlanmaların yönetilebilir olduğu görülse de özkaynaklar altında biriken 7,18 milyar TL'lik riskten korunma kayıpları, geçmiş kur şoklarının biriktiği bir risk deposu niteliğindedir. Dönen varlıklar 3,02 milyar TL iken, kısa vadeli yükümlülükler 4,68 milyar TL seviyesindedir. Oluşan 1,66 milyar TL tutarındaki likidite açığı, nakit ve nakit benzerlerinin kısa vadeli finansal borçları karşılama noktasında yetersiz kaldığını göstermektedir. Bu tablo, 2026 yılı içerisinde refinansman ihtiyacına veya işletme nakit akışının borç servisine bağımlı hale geleceğine işaret etmektedir.

AKFYE'nin nakit üretim gücü, kağıt üzerindeki karlılıktan daha dirençli bir profil çiziyor. İşletme faaliyetlerinden elde edilen 3,98 milyar TL'lik nakit akışı net karın iki katından fazla. **Bu nakit dönüşüm kapasitesini pozitif değerlendiriyoruz.**

Sermaye tahsisi stratejisi ise agresif bir büyüme vizyonu yansıtmaktadır. 5,32 milyar TL tutarındaki yatırım harcamalarının neredeyse tamamı santral yatırımlarına ve kapasite artışlarına (hibrit GES projelerine) yönlendirilmiştir. Bu harcamalar, YEKDEM sonrası dönemde birim maliyetleri düşürmek ve üretim hacmini maksimize etmek için yapılmış hamlelerdir. Yönetimin kullandığı %9,0 iskonto oranı, gelişmekte olan piyasaların risk primi açısından iyimser görünüyor. **Şirketin önümüzdeki 12-24 aylık performansı, regülasyonel uyum ve finansal koruma maliyetleri arasındaki dengeye bağlıdır.**

85 MW'lık ek kapasitenin marjları 2026'da %2-3 oranında yukarı çekme potansiyeli pozitif bir unsurken alım garantisi biten HES'lerin PTF volatilitesine açık hale gelmesi ve brüt zarar eğilimi dikkate takip edilmeli. Gökada Elektrik üzerinden yeni gelir kanalları ve piyasa entegrasyonu da yine gelir kalemine pozitif etki edecek etkenlerin arasında yer alıyor.

AKFYE için finansallar, operasyonel nakit akışının daralan marjlara ve borç yüküne karşı zamana karşı yarışı olarak özetlenebilir. Şirket, 3,98 milyar TL nakit üretim gücüyle bir kuvvetli çalışsa da 1,66 milyar TL likidite açığı ve HES segmentindeki brüt zarar tablosu, operasyonel disiplini sorguluyor. 2026 yılı itibarıyla hibrit yatırımların artması ve şirketin bu riskler karşısında verimsiz kısımdan uzaklaşmasını tutarlı yönetim kararı olarak değerlendiriyoruz.

Finansallar 12 aylık tabloda önceki çeyreklerin etkisiyle zayıf görünüyor olsa da son çeyrekteki toparlanma eğilimini pozitif karşılıyoruz. Yıllık sonucu olumsuz, çeyreklik sonucu olumlu değerlendiriyoruz.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No: 74 A/53 34394
Şişli/İstanbul