

VAFÖK beklentiyi aşarak zayıf ciroyu telafi etti

AL (önceki AL)

Kapanış Fiyatı (TL)	83,80	Hedef Fiyat – 12ay (TL/pay)	98,00					
Piyasa Değeri (TL / US\$ mn)	102.767 / 2.155	Nominal / Görece Getiri – 12ay (%)	100 / 52					
Halka Açıklık Oranı	21	Ort. İşlem Hacmi – 3ay (TLmn)	845,1					
TMS/TFRS - TL milyon		2Ç26	2Ç25	Yıllık Δ	1Ç26	Çeyreklik Δ	YKYt	Piyasa Beklentisi
Net Satışlar		9.336	13.029	-28,3%	10.652	-12,4%	9.486	9.564
VAFÖK		3.858	3.319	16,2%	3.459	11,5%	3.391	3.378
Net Kar		568	1.227	-53,7%	605	-6,0%	502	645
VAFÖK Marjı		41,3%	25,5%	15,8pp	32,5%	8,8pp	35,7%	35,3%

Kaynak: YKY Araştırma, Şirket, KAP

2Ç26 Sonuçları

Aksa Enerji <AKSEN TI>, 2Ç26'da 568 milyon TL net kâr açıkladı. Net kar kurum tahminimizin %13 üzerinde, ancak piyasa beklentisinin yaklaşık %12 altında gerçekleşti. Ciro beklentilerle genel olarak uyumlu olurken, VAFÖK hem kurum tahminimizi hem de piyasa beklentisini yaklaşık %14 aştı. Operasyonel kârlılığın beklentilerin üzerinde gerçekleşmesinin zayıf ciroyu dengelemesi nedeniyle sonuçları pozitif değerlendiriyoruz.

- Cirodaki zayıflık büyük ölçüde mevsimsellik kaynaklı.** AKSEN'in 2Ç26'da cirosu yıllık %28 düşüşle 9,3 milyar TL'ye gerileyerek hem kurum tahminimiz hem de piyasa beklentisiyle genel olarak uyumlu gerçekleşti. Gerilemede temel olarak, mevsimsellik ve yoğun yağışlar nedeniyle şirketin Türkiye'deki santrallerinde üretimin azalması etkili oldu. Hidroelektrik, güneş ve rüzgâr üretimindeki artış, baz yük santrallerine olan ihtiyacı azalttı. Yurt dışında ise Asya gelirleri, yeni devreye alınan Kızılıorda santralının bir aylık katkısının desteğiyle yıllık %41 artarak 3,3 milyar TL'ye yükselirken, Afrika gelirleri %75 artışla 2,7 milyar TL'ye ulaştı.
- Afrika'daki zayıflığa rağmen operasyonel kârlılık güçlü kaldı.** AKSEN, 2Ç26'da yıllık %16 artışla 3,9 milyar TL VAFÖK açıkladı. VAFÖK hem kurum tahminimizin hem de piyasa beklentisinin yaklaşık %14 üzerinde gerçekleşti. VAFÖK'teki beklenti üzeri performans, ağırlıklı olarak Asya ve Türkiye operasyonlarından kaynaklandı. Türkiye'de düşük marjlı doğal gaz santralinden üretim yapılmaması sayesinde VAFÖK marjı yıllık 14 puan artarak %21'e yükseldi. Asya'da ise VAFÖK marjı yıllık 20 puan gerileyerek %63'e düşmesine rağmen kârlılık güçlü kaldı. Afrika operasyonları ise ana zayıf halka olmaya devam etti; VAFÖK yıllık %25 düşüşle 995 milyon TL'ye gerilerken, marj 50 puan azalarak %36'ya düştü. Buna rağmen konsolide VAFÖK marjı yıllık 15,8 puan artışla %41,3'e yükseldi. Yatırımların devam etmesiyle birlikte kaldıraç yüksek seyretmeye devam ederken, net borç/VAFÖK oranı 2025 yıl sonundaki 3,7x seviyesinden 3,9x'e yükseldi.

Özet görüşümüz

AKSEN'in 2Ç26 sonuçlarını, beklentilerin üzerinde gerçekleşen VAFÖK ve belirgin marj genişlemesi sayesinde pozitif değerlendiriyoruz. Yurt içi gelirlerdeki zayıflığın büyük ölçüde mevsimsel faktörlerden kaynaklandığını düşünüyoruz. Kızılıorda santralının 3Ç26'dan itibaren daha güçlü katkı sağlamasını bekliyoruz. Gabon ve Senegal yatırımlarının devreye alınması da Afrika operasyonlarında toparlanmayı destekleyecektir; Afrika operasyonları halen şirketin en zayıf bölgesi konumunda. Sonuçların ardından tahminlerimizde değişikliğe gitmiyor, 98 TL/hisse hedef fiyatımızı ve AL tavsiyemizi koruyoruz.

AKSEN – Özet Finansal Sonuçlar

Gelir Tablosu (Çeyreksel)						
TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Gelirler	12.458	12.602	12.175	10.947	10.918	9.954
Brüt Kar	3.034	2.991	2.692	3.194	2.727	2.741
Faaliyet Giderleri	-577	-467	-523	-506	-471	-486
Net Faaliyet Kar	2.457	2.524	2.169	2.688	2.256	2.255
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	-172	110	368	178	265	89
Esas Faaliyet Kar	2.285	2.634	2.536	2.866	2.522	2.344
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	2.979	3.393	3.101	3.537	3.223	3.232
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	2.801	3.504	3.469	3.715	3.488	3.322
Net Finansman Gelir (Gider)	-991	-362	-242	-753	-346	351
Parasal Kazanç (Kayıp)	-296	-908	-542	-725	-23	-1.196
Vergi Öncesi Kar Zarar	88	1.512	1.912	1.669	3.178	1.439
Vergi	-823	-787	-573	-446	-1.678	-643
Azınlık Hissedarlar	-100	203	192	125	248	231
Net Kar	-635	522	1.147	1.098	1.252	565

Gelir Tablosu (Son 12 Ay)						
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Gelirler	45.570	47.580	49.785	48.181	46.641	43.993
Brüt Kar	9.633	10.828	11.163	11.911	11.603	11.353
Faaliyet Giderleri	-2.199	-2.138	-2.111	-2.073	-1.967	-1.986
Net Faaliyet Kar	7.434	8.690	9.052	9.837	9.636	9.368
Diğer Faaliyet Gelir (Gider)	361	-6	387	484	921	900
Esas Faaliyet Kar	7.795	8.684	9.439	10.321	10.558	10.268
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	10.397	11.598	12.093	13.004	13.254	13.093
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	10.898	11.592	12.480	13.488	14.175	13.993
Net Finansman Gelir (Gider)	827	-1.243	-1.702	-1.977	-1.267	-990
Parasal Kazanç (Kayıp)	-1.112	-1.597	-1.809	-2.471	-2.198	-2.486
Vergi Öncesi Kar Zarar	6.767	5.875	5.487	5.181	8.271	8.198
Vergi	-2.521	-2.713	-2.740	-2.629	-3.484	-3.340
Azınlık Hissedarlar	1.355	1.061	702	420	768	796
Net Kar	2.891	2.101	2.045	2.132	4.019	4.062

Bilanço						
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Dönen Varlıklar	21.397	21.000	27.196	26.591	21.998	18.453
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.519	3.871	8.197	9.178	7.175	4.394
Ticari Alacaklar	14.374	12.285	13.143	11.861	8.416	7.179
Stoklar	1.985	1.859	2.162	2.190	2.447	2.512
Diğer Dönen Varlıklar	3.460	2.985	3.694	3.362	3.960	4.368
Duran Varlıklar	97.883	101.124	106.139	106.883	120.603	120.450
Finansal Varlıklar & Equity Pick	9	9	9	9	9	9
Maddi Duran Varlıklar	89.001	91.295	95.376	97.327	112.438	111.999
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.333	3.384	3.452	3.412	3.800	3.659
Kullanım Hakkı Varlıkları	366	377	347	269	470	443
Şerefiye	0	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	784	717	699	433	337	312
Diğer Duran Varlıklar	5.391	5.343	6.257	5.433	3.550	4.027
Toplam Varlıklar	119.220	122.124	133.335	133.473	142.601	138.903
KV Yükümlülükler	31.276	29.344	32.225	28.095	28.872	29.316
KV Borçlar	19.206	18.528	21.149	20.746	21.749	21.962
Ticari Borçlar	8.973	7.760	8.504	5.600	4.802	5.265
Diğer KV Yükümlülükler	3.097	3.057	2.571	1.749	2.322	2.089
UV Yükümlülükler	23.805	28.163	34.986	38.387	42.059	39.559
UV Borçlar	21.363	25.574	32.196	35.871	38.139	35.352
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.191	2.322	2.528	2.267	3.705	3.999
Diğer UV Yükümlülükler	251	267	263	250	215	208
Azınlık Hissedarları	5.587	5.475	5.709	5.745	6.130	5.886
Toplam Özkaynaklar	58.543	59.142	60.415	61.245	65.540	64.143
Toplam Yükümlülükler	119.220	122.124	133.335	133.473	142.601	138.903

Nakit Akım Tablosu (Çeyreksel)						
TLmn	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Faaliyetlerden Nakit	-2.718	5.217	2.402	680	4.687	3.547
Yatırımlardan Nakit	-1.584	-5.841	-6.416	-3.946	-7.019	-5.814
Finansal Faaliyetlerden Nakit	4.676	3.116	8.423	4.341	376	143
Toplam Nakit Girişi	374	2.492	4.410	1.076	-1.956	-2.123
Toplam SNA Girişi	-4.302	-624	-4.013	-3.265	-2.332	-2.267
Gelirlere Oranı	-35%	-5%	-33%	-30%	-21%	-23%
Nakit Akım Tablosu (Son 12 Ay)						
TLmn	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Faaliyetlerden Nakit	18.154	18.972	15.199	5.583	12.987	11.317
Yatırımlardan Nakit	-26.800	-22.096	-24.125	-17.786	-23.221	-23.194
Finansal Faaliyetlerden Nakit	9.019	5.224	15.444	20.556	16.256	13.284
Toplam Nakit Girişi	373	2.100	6.517	8.352	6.022	1.406
Toplam SNA Girişi	-8.646	-3.124	-8.926	-12.204	-10.234	-11.877
Gelirlere Oranı	-19%	-7%	-18%	-25%	-22%	-27%

Çeyreksel Büyüme ve Marjlar						
Çeyreksel Büyüme (y/y) (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Gelirler	-12	19	22	-13	-12	-21
Brüt Kar	25	67	14	31	-10	-8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	3	59	19	35	8	-5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-18	34	34	37	25	-5
Vergi Öncesi Kar Zarar	-98	-37	-17	-15	3.507	-5
Net Kar	n.m.	-60	-5	9	n.m.	8
Çeyreksel Marjlar (%)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Brüt Kar	24,4	23,7	22,1	29,2	25,0	27,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	23,9	26,9	25,5	32,3	29,5	32,5
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	22,5	27,8	28,5	33,9	31,9	33,4
Net Finansman Gelir (Gider)	-8,0	-2,9	-2,0	-6,9	-3,2	3,5
Parasal Kazanç (Kayıp)	-2,4	-7,2	-4,5	-6,6	-0,2	-12,0
Vergi Öncesi Kar Zarar	0,7	12,0	15,7	15,2	29,1	14,5
Net Kar	-5,1	4,1	9,4	10,0	11,5	5,7

Son 12 Ay Büyüme ve Marjlar						
Son 12 Büyüme (y/y) (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Gelirler	-38	-18	-4	2	2	-8
Brüt Kar	-36	-9	7	32	20	5
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	-37	-13	3	27	28	13
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	-38	-20	-2	19	32	21
Vergi Öncesi Kar Zarar	-54	-58	-52	-49	22	40
Net Kar	-75	-79	-75	-73	39	93
Son 12 Ay Marjlar (%)	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Brüt Kar	21,1	22,8	22,4	24,7	24,9	25,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	22,7	24,4	24,3	27,0	28,4	29,8
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	23,5	24,4	25,1	28,0	30,4	31,8
Net Finansman Gelir (Gider)	1,8	-2,6	-3,4	-4,1	-2,7	-2,2
Parasal Kazanç (Kayıp)	-2,4	-3,4	-3,6	-5,1	-4,7	-5,7
Vergi Öncesi Kar Zarar	14,9	12,3	11,0	10,8	17,7	18,6
Net Kar	6,3	4,4	4,1	4,4	8,6	9,2

Nakit Dönüşü & NİS						
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Nakit Dönüşü (Gün)	109	87	54	39	41	32
Ticari Alacak Tahsilat (Gün)	170	146	106	98	89	81
Stok Dönüşü (Gün)	20	20	25	20	23	24
Ticari Borç Ödeme (Gün)	81	80	77	80	72	73
Net İşletme Sermayesi (Ana) [T]	7.386	6.385	6.801	8.451	6.062	4.426
Gelirlere Oranı	16%	13%	14%	18%	13%	10%
Brüt Kara Oranı	77%	59%	61%	71%	52%	39%

Borçluluk						
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Borç (Nakit) [TLmn]	39.051	40.232	45.148	47.439	52.713	52.920
Net Borç / Özkaynaklar [x]	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Net Fin. Borç / VAFÖK [x]	3,7	3,5	3,6	3,5	3,7	3,8
Esas Faal.Kan / Net Fin.Gel. [Gir]	9,4x	-6,9x	-5,5x	-5,2x	-8,3x	-10,3x
Borç / (Borç + Özkaynak)	41%	43%	47%	48%	48%	47%

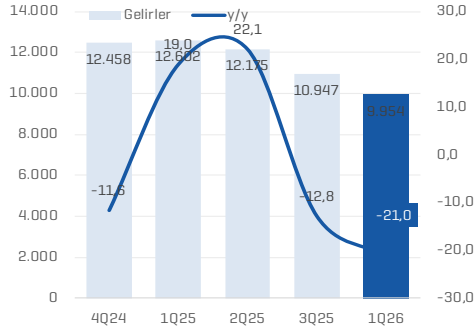
Getiri (%)						
	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Özkaynak Karlılığı (%)	5%	3%	3%	4%	6%	7%
Net Kar Marjı (%)	6%	4%	4%	4%	9%	9%
Varlık Devir Hızı	39%	39%	40%	39%	36%	34%
Finansal Kaldıraç Oranı	189%	197%	205%	208%	211%	212%
ROIC (**)	8%	8%	9%	9%	9%	9%
Net Faaliyet Varlıkları (TLmn)	101.173	104.109	107.608	109.234	116.166	116.536

Geriye Dönük Çarpanlar (Sonuçlar Öncesi ve Sonrası)			
	Pre	Post	Chg.
Gelirler	46.641	43.993	-6%
VAFÖK (diğ. gel (gid) hariç)	13.254	13.093	-1%
VAFÖK (diğ. gel (gid) dahil)	14.175	13.993	-1%
Toplam SNA Girişi	-10.234	-11.877	n.m.
Net Kar	4.019	4.062	1%
Toplam Özkaynaklar	65.540	64.143	-2%
Piyasa Çarpanları [x] (***)	Pre	Post	
FD / Gelirler	3,8	3,5	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. [Gid.] Hı)	12,8	12,2	
FD / VAFÖK (Diğer Gel. [Gid.] Dı)	11,9	11,4	
FD/Net Faaliyet Varlıkları	1,3	1,3	
FD/SNA	n.m.	n.m.	
F/K	26,6	26,9	
F/D	1,7	1,7	

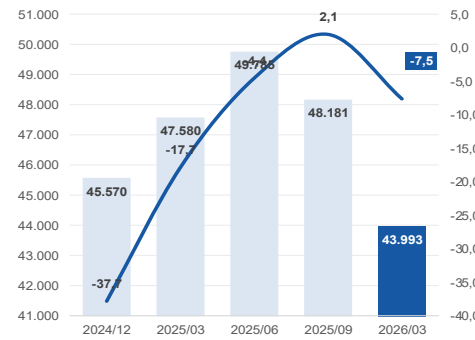
Kaynak: KAP, YKY Araştırma (*) Sadece Ticari Alacaklar, Stoklar ve Ticari Borçlar (**) Esas Faaliyet Kar / Net Operasyonel Varlıklar (***) FD ilgili dönemin dönem sonu bakiyeleri üzerinden hesaplanmıştır.

AKSEN - Özet Finansal Sonuçlar

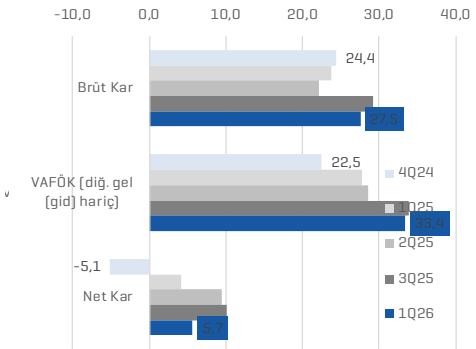
Çeyreksel Büyüme (y/y) [%]



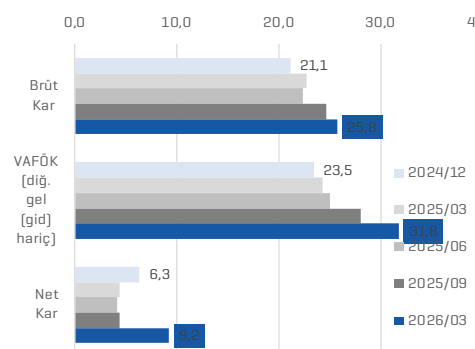
Son 12 Büyüme (y/y) [%]



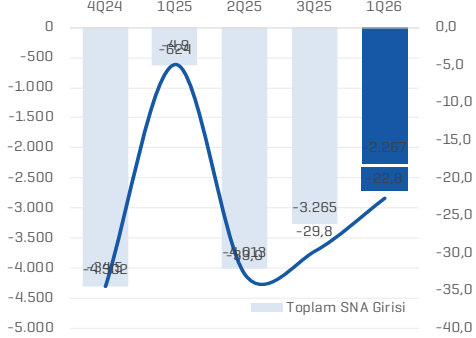
Çeyreksel Marjlar [%]



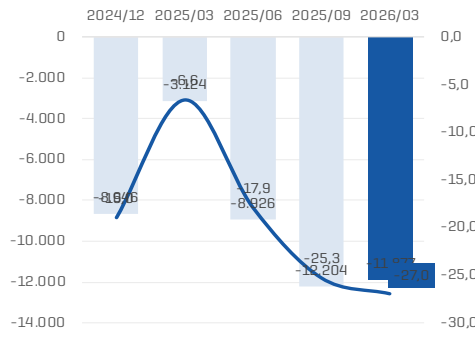
Son 12 Ay Marjlar [%]



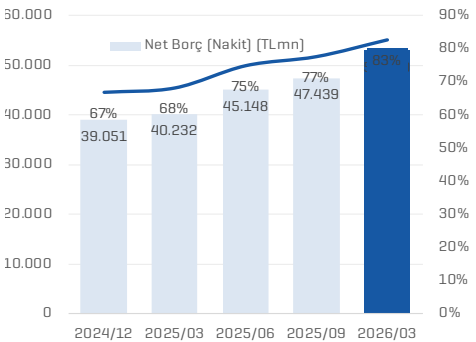
Çeyreksel SNA (TLmn) ve SNA Marjı [%]



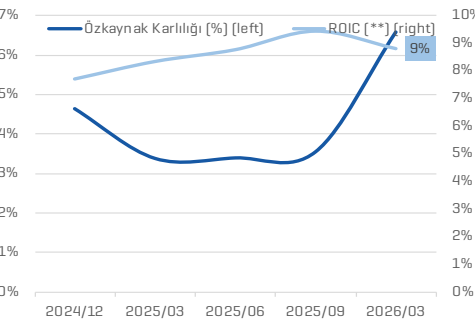
Son 12 Ay SNA (TLmn) ve SNA Marjı [%]



Borçluluk



Getiri [%]



Kaynak: KAP, YKY Araştırma

ÇEKİNCE:

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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.