

Akfen Yenilenebilir Enerji -Akfen İnşaat -Akfen GYO Toplantı Notları – AKFYE-AKFIS-AKFGY**Ziraat Yatırım Araştırma ziraatarastirma@ziraatyatirim.com.tr**

Akfen Holding, iştirakleri Akfen Yenilenebilir Enerji, Akfen İnşaat ve Akfen GYO, finansalları hakkında konuşmak, operasyonları ve yeni yatırımları hakkında bilgi vermek amacıyla bir analist toplantısı düzenledi. Toplantıdan öne çıkan notlarımızı paylaşıyoruz.

Akfen İnşaat**Şirket Hakkında**

1986 yılında kurulan Akfen İnşaat, altyapı, üstyapı, sağlık kampüsleri, havaalanı projeleri, gayrimenkul ve taahhüt alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket bugüne kadar yaklaşık 3 milyar USD büyüklüğünde proje tamamlamıştır. 2013 sonrasında yatırımcı kimliğini öne çıkaran Şirket, özellikle şehir hastaneleri alanında Türkiye'nin önde gelen Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) yatırımcılarından biri konumuna gelmiştir.

23 Ocak 2025 tarihinde gerçekleşen halka arz sonrası Şirket payları Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır. Halka açıklık oranı %10,5 seviyesindedir. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 636,6mn TL'dir.

Gelir Yapısı

Şirket'in operasyonlarının merkezinde Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) modeliyle işletilen şehir hastaneleri yer almaktadır. Portföyde Isparta, Eskişehir ve Tekirdağ şehir hastaneleri bulunurken toplam yatak kapasitesi 2.605 seviyesindedir. Türkiye'de KÖİ modeliyle faaliyet gösteren toplam 18 şehir hastanesinin 3'ü Akfen İnşaat bünyesinde bulunmaktadır. Yatak sayısı bazında yaklaşık %9'luk pazar payına sahiptir. Şirket, gayrimenkul, yurt işletmeciliği ve taahhüt alanlarında da faaliyet göstermektedir.

Operasyonel Görünüm

Şirket'in gelir modeli kullanım bedeli ve hizmet gelirleri olmak üzere iki ana yapıdan oluşmaktadır. Kullanım bedelleri Sağlık Bakanlığı tarafından üç aylık dönemlerde peşin ödenirken, hizmet bedeli ise aylık olarak her türlü bakım onarım, personel, ekipman sağlayarak verilen hizmetler ile hizmet alımı sayesinde sağlanacak tüm işlerin maddi karşılığıdır. Bu yapı şirketin uzun vadeli, öngörülebilir, enflasyona ve döviz kuru riskine karşı kısmen korunaklı nakit akışı yaratmasını sağlamaktadır.

Şehir Hastaneleri**Isparta Şehir Hastanesi**

222 bin m² inşaat alanına ve 850 yatak kapasitesine sahip hastane Mart 2017'de faaliyete geçmiştir. Sağlık Bakanlığı'na devir tarihi Kasım 2039'dur.

Eskişehir Şehir Hastanesi

333 bin m² inşaat alanına ve 1.150 yatak kapasitesine sahip hastane Ekim 2018'de faaliyete geçmiştir. Sözleşme devir tarihi Aralık 2044'tür. Şirket, planlanan 3 yıllık yatırım süresini yaklaşık 1 yıl 10 ayda tamamlamıştır.

Tekirdağ Şehir Hastanesi

605 yatak kapasitesine sahip hastane Aralık 2020'de faaliyete geçmiştir. Sözleşme devir tarihi Şubat 2043'tür.

Gayrimenkul ve Yurt Yatırımları

Şirket'in gayrimenkul portföyünde İncek Loft, İncek Villa, Romanya Villa ve ABD gayrimenkul yatırımları bulunmaktadır. İncek Loft projesinde 135 konut ve 39 ticari alan yer almaktadır.

Hacettepe Üniversitesi Beytepe Kampüsü'nde bulunan Hacettepe Yurt ve Konukevi projesi yaklaşık 2.300 yatak kapasitesine sahiptir. KYK ile yapılan kira sözleşmesi kapsamında kira gelirleri doluluk oranından bağımsız şekilde elde edilmektedir. Üst hakkı süresi 49 yıl olarak belirlenmiştir.

ABD tarafında Florida/Miami'de yaklaşık 14,5mn USD bedelle yeni arsa yatırımı yapılmasına karar verilmiştir. Yönetim, yatırımın halka arz gelirleriyle finanse edileceğini ve ABD'de özel amaçlı şirket kurulacağını açıklamıştır.

Devam Eden Taahhüt Projeleri

Şirket'in devam eden projeleri arasında Yalıkavak Loft, Sisters of Mercy Hastanesi, İskenderun Devlet Hastanesi, Amasya Devlet Hastanesi ve Kıyıkışlacık (Loft Iasos) projeleri bulunmaktadır. Şirket'in devam eden projelerinde backlog (Bekleyen iş miktarı) tutarı yaklaşık 279mn USD seviyesindedir.

Sisters of Mercy Hastanesi – Hırvatistan

Hırvatistan Zagreb'de yürütülen proje kapsamında 6 binanın güçlendirme ve yeniden yapım işleri gerçekleştirilmektedir. Toplam sözleşme büyüklüğü ek revizyonlarla birlikte 56,4mn EUR seviyesine yükselmiştir. Öngörülen açılış tarihi 2Ç2026'dır.

İskenderun Devlet Hastanesi

600 yataklı hastane projesinin toplam sözleşme büyüklüğü iş artışlarıyla birlikte yaklaşık 2,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Kaba inşaatın büyük bölümü tamamlanırken mekanik ve elektrik işleri devam etmektedir. Güncel tamamlanma tarihi Ekim 2026 olarak revize edilmiştir.

Amasya Devlet Hastanesi

600 yataklı hastane projesinin toplam sözleşme büyüklüğü yaklaşık 2,85 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Temel ve sismik izolasyon işleri tamamlanırken projenin hedef tamamlanma tarihi Kasım 2027 olarak güncellenmiştir.

Yalıkavak Loft

Sürdürülebilir mimari yaklaşımın ön planda tutulduğu ve 29 lüks villadan oluşan proje Bodrum'da geliştirilmektedir.

Finansallar

Şirket'in 2026 yılının ilk çeyreğindeki net dönem karı 810mn TL olarak gerçekleşmiştir (1Ç2025: 147mn TL net dönem zararı). Satış gelirleri %20,6 büyüme göstererek 2.798mn seviyesine yükselmiştir. Brüt kar %82,2 artarak 375mn TL seviyesinde gerçekleşirken, brüt kar marjı ise 4,5 puan yükselerek %13,4 olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyet karı 248mn TL olarak gerçekleşirken (1Ç2025: 36mn TL) imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklardan kaynaklanan değer artışı kaynaklı diğer faaliyetlerden 4.907mn TL gelir kaydedilmiştir (1Ç2025: 6.311mn TL gelir). FAVÖK, 1Ç2025'teki 56mn TL seviyesinden bu yılın ilk çeyreğinde 262mn TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı ise 6,9 puan yükselişle %9,4'e yükselmiştir. 2025 yılının ilk çeyreğinde 2.850mn TL finansman gideri kaydedilirken, bu kalemden 2026 yılının ilk çeyreğinde 583mn TL net gider kaydedilmiştir. Yüksek

parasal kayıp (1Ç2025: 2.788mn TL, 1Ç2026: 3.127mn TL) ve 677mn TL vergi gideri sonrasında 810mn TL net dönem karı kaydedilmiştir.

Net Finansal Borç /Düzeltilmiş FAVÖK 2025 sonundaki 4x seviyesinden 3,4x seviyesine gerilemiştir.

Beklentiler

Yönetim, önümüzdeki dönemde sağlık yatırımları, öğrenci yurtları, lojistik depo projeleri ve yüksek segment gayrimenkul yatırımları öne çıkmaktadır. Ayrıca yurtdışı tarafta özellikle Hırvatistan, Romanya ve ABD yatırımlarının büyütülmesi hedeflenmektedir. Şirket ayrıca finansal risk yönetimini aktif şekilde sürdürdüğünü ve borçluluğu kontrollü şekilde azaltmayı hedeflediğini belirtmiştir.

Akfen Yenilenebilir Enerji

Şirket Hakkında

Şirket yalnızca yenilenebilir enerji üretimine odaklanan bir elektrik üretim şirkettir. Hidroelektrik, rüzgar ve güneş enerjisi santrallerinden oluşan portföyüyle Türkiye'nin en büyük yenilenebilir enerji üreticileri arasında yer almaktadır. Mart 2023'te halka arz edilen şirket, AKFYE koduyla Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

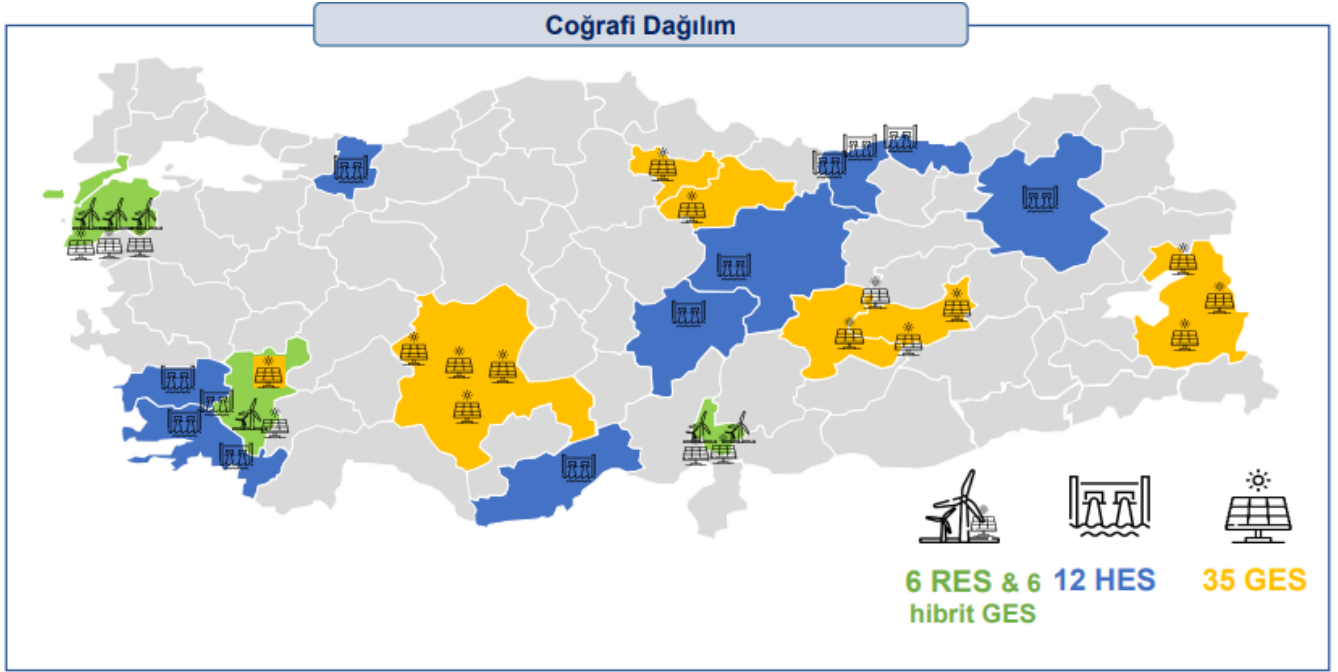
Şirketin büyüme hikayesi iki ana dönemde değerlendirilmektedir. İlk dönemde HES yatırımları ön plandayken, 2016 sonrasında RES ve GES yatırımlarıyla portföy daha dengeli hale getirilmiştir. Bu dönüşüm sayesinde üretim yapısı çeşitlendirilmiş, HES kaynaklı mevsimsellik ve kuraklık riskinin azaltılmasıyla nakit akışı daha öngörülebilir hale gelmiştir.

Portföy Yapısı

Akfen Yenilenebilir Enerji'nin toplam kurulu gücü 2025 sonu itibarıyla 887 MW seviyesine ulaşmıştır. Portföy 228,7 MW HES, 121,4 MW GES ile 536,4 MW RES ve hibrit GES santrallerinden oluşmaktadır. Böylece toplam portföyün yaklaşık %60'ı rüzgar ve hibrit güneş santrallerinden oluşurken, üretim tarafında da rüzgarın payı %70'e yaklaşmıştır.

Şirketin üretim portföyü coğrafi olarak da çeşitlendirilmiş durumdadır. RES yatırımları ağırlıklı olarak Marmara, Ege ve Osmaniye bölgelerinde konumlanırken, GES tarafında Konya ve Van bölgeleri öne çıkmaktadır. HES portföyünün farklı havzalara yayılmış olması sayesinde bölgesel kuraklık riskinin azaltıldığı belirtilmiştir.

Portföyün önemli avantajlarından biri de genç yapısı ve yüksek kalan YEKDEM süresidir. Toplam portföy için ağırlıklı ortalama kalan YEKDEM süresi 2,3 yıl seviyesinde bulunurken, RES ve GES portföyünde bu süre 3 yılın üzerine çıkmaktadır. Yönetim, dolar bazlı YEKDEM gelirlerinin fiyat dalgalanmalarına karşı önemli koruma sağladığını vurgulamaktadır. 2025 itibarıyla gelirlerin %83'ünün YEKDEM bazlı olduğu, giderlerin ise büyük ölçüde TL bazlı olması nedeniyle marj yapısının desteklenmektedir.



Kaynak: Akfen Yenilenebilir Enerji Analist Sunumu

Operasyonel Görünüm

Şirket, 2025 yılında tamamlanan yatırımların operasyonel katkısının 2026 yılında daha belirgin hissedilmeye başladığını ifade etmektedir. 1Ç2026'da üretim yıllık bazda yaklaşık 400 GWh'den 600 GWh'ye yükselirken, gelirler 30mn USD'den 40mn USD'ye, FAVÖK ise 16mn USD'den 20mn USD'ye yükselmiştir. Özellikle hibrit GES yatırımları ve RES kapasite artışlarının operasyonel katkısının güçlü olduğu belirtilmiştir. Tamamlanan 187 MW'lık yatırım programınının 102 MW'ı RES kapasite artışı, 85 MW'ı ise hibrit GES projelerinden oluşmaktadır.

2026 yılı için şirket yönetimi 2.050 GWh üretim ve 85mn USD FAVÖK beklentisi paylaşmıştır. Net Borç/FAVÖK oranının ise 2026 sonunda yaklaşık 2,3x seviyesine gerilemesi hedeflenmektedir. Yönetim, büyümenin finansal disiplinden taviz verilmeden sürdürüldüğünü vurgulamaktadır.

Finansallar

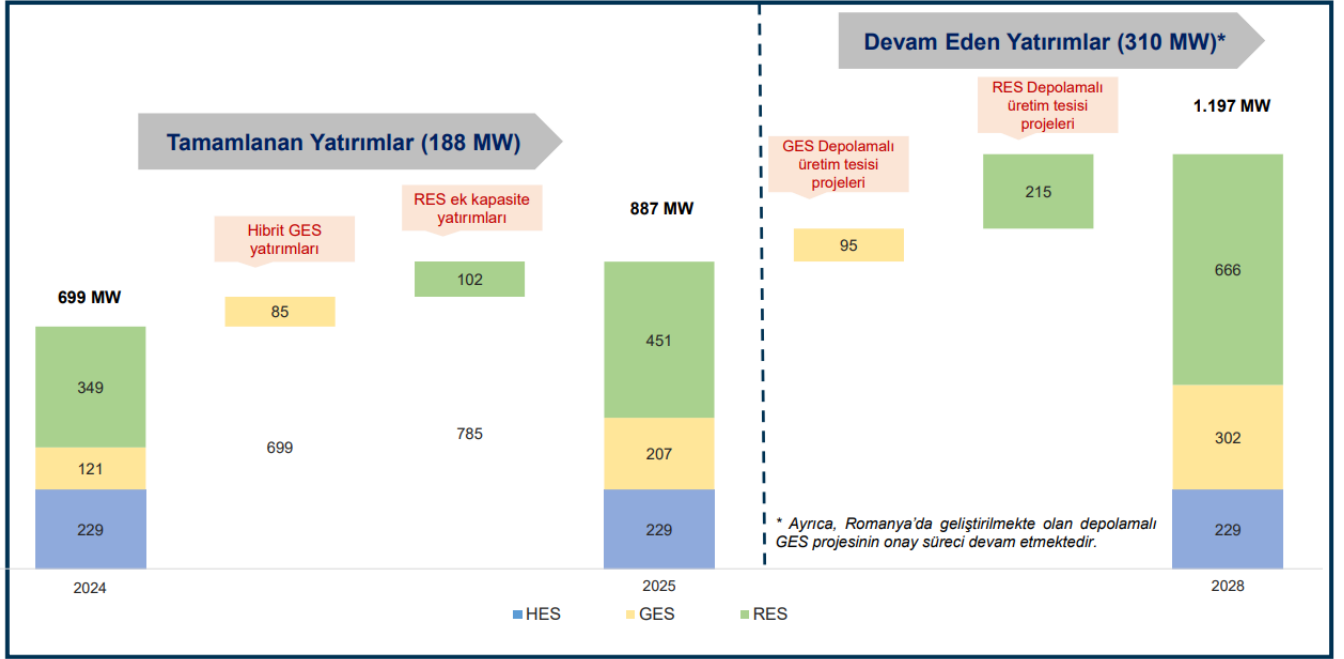
Şirket'in 2026 yılının ilk çeyreğindeki ana ortaklık net dönem karı 482mn TL olarak gerçekleşmiştir (1Ç2025: 1.094mn TL net dönem zararı). Satış gelirleri %15,6 büyüme göstererek 1.762mn seviyesine yükselmiştir. Brüt kar %12,9 gerileyerek 384mn TL seviyesinde gerçekleşirken, brüt kar marjı ise 7,1 puan azalarak %21,8 olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK, yıllık %10,7 artışla bu yılın ilk çeyreğinde 870mn TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı ise 2,2 puan düşüşle %49,4'e gerilemiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde 470mn TL net finansman gideri kaydedilmiştir. Öte yandan 351mn TL'lik net parasal kazanç ve 363mn TL'lik vergi geliri net karı destekleyen ana unsurlar olmuştur. Net Borç/FAVÖK rasyosu ise 2025 sonundaki 3,3x seviyesinden 3,2x seviyesine gerilemiştir.

Beklentiler

Şirketin yeni dönem büyüme stratejisinin merkezinde depolamalı enerji yatırımları yer almaktadır. Akfen Yenilenebilir Enerji'nin toplam 310 MW kapasiteli depolamalı RES ve GES projesi için önlisans süreçleri devam etmektedir. Bu projelerin 215 MW'ı RES+depolama, 95 MW'ı ise GES+depolama yatırımlarından oluşmaktadır. Yönetim, bu yatırımlarla birlikte toplam kurulu gücün 2028 yılında yaklaşık 1.200 MW seviyesine ulaşmasını hedeflemektedir. Şirket yönetimi, depolama yatırımlarının kapasite artışının yanı sıra üretim verimliliği ve yeni gelir alanları açısından stratejik görmektedir.

Toplayıcılık lisansı da yeni dönemin önemli büyüme alanlarından biri olarak değerlendirilmektedir. Temmuz 2025'te alınan lisans sayesinde üretim dengesinin daha etkin yönetilmesi ve yan hizmet gelirleri gibi yeni gelir alanlarının oluşturulması hedeflenmektedir. Depolama yatırımlarıyla birlikte bu yapının orta vadede şirketin karlılığını desteklemesi beklenmektedir.

Yurt dışında ise Romanya'da depolamalı GES projesi geliştirme çalışmaları devam etmektedir. Romanya'daki projede geliştirme süreçlerinde önemli ilerleme sağlanırken, izin süreçlerinin 2026 içerisinde tamamlanması hedeflenmektedir. Yönetim, büyümenin 2027 sonrası dönemde hız kazanmasını beklemektedir.



Kaynak: Akfen Yenilenebilir Enerji Analist Sunumu

Akfen GYO

Şirket Hakkında

Akfen GYO'nun temelleri 1997 yılında **Aksel Turizm Yatırımları ve İşletmecilik A.Ş.** unvanıyla atılmıştır. Şirket, 2006 yılında gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüş ve 2011 yılında halka arz edilerek Borsa İstanbul'da **AKFGY** koduyla işlem görmeye başlamıştır. Akfen GYO, başlangıçta şehir otelleri odağında büyümüş; zaman içinde portföyünü tatil köyü, öğrenci yurdu, ticari alan, ofis, fabrika, lojistik ve yurt dışı yaşam merkezi projeleriyle çeşitlendirmiştir.

Net Aktif Değer ve Portföy Büyüklüğü

Akfen GYO'nun gayrimenkul portföy değeri dönem sonu itibarıyla 849,1mn EUR, net aktif değeri ise 662mn EUR seviyesindedir. Şirketin portföyü 31 yatırımdan oluşmaktadır. Bu yapı, mevcut kira geliri yaratan varlıklar ile geliştirme potansiyeli taşıyan projeleri birlikte barındırmaktadır.

Gayrimenkul Portföyü

Otel Portföyü, Türkiye ve Rusya'daki Ibis ve Novotel markalı şehir otelleri oluşturmaktadır. Şirket'in Türkiye'de 15, Rusya'da 4 olmak üzere toplam 19 oteli bulunmaktadır. Bu oteller Accor Grubu'na uzun vadeli sözleşmelerle kiralanmıştır. Yönetim, şehir otellerinin yılın 12 ayı faaliyet göstermesinin portföy gelirlerinin sürekliliğine katkı sağladığını belirtmiştir. 2025 yılında Türkiye otellerinde ortalama oda fiyatı 69 EUR, doluluk oranı %65; Rusya otellerinde ise ortalama oda fiyatı 68 EUR, doluluk oranı %64 olarak gerçekleşmiştir. Yönetim, 2026 yılında Türkiye ve Rusya otellerinden toplam 21,6mn EUR kira geliri beklemektedir.

Terminal Kadıköy, toplantıda en çok öne çıkarılan varlıklardan biri olmuştur. Söğütluçeşme'de konumlanan proje; yeme-içme, eğlence ve kültür merkezi olarak faaliyet göstermektedir. Proje %100 dolulukla çalışmakta olup Akfen Turizm'e kiralanmıştır. Yıllık kira gelirin 8mn EUR + KDV olduğu ve kira tutarının her yıl enflasyon oranında artacağı aktarılmıştır.

Bodrum Loft, şirketin turizm segmentindeki önemli varlıklarından biridir. Toplantıda projenin Akfen Turizm tarafından işletildiği ve güçlü doluluk performansı sergilediği ifade edilmiştir.

Diğer Gayrimenkuller: Portföyde ayrıca Isparta ve Kütahya'da toplam 7.840 yatak kapasiteli öğrenci yurtları, Rusya/Samara'da ofis yatırımı ve Hadımköy fabrika yer almaktadır.

Devam Eden Yatırımlar

Yalıkavak Loft, şirketin premium konut projesi olarak öne çıkmaktadır. Toplantıda projede villa satışlarının başladığı, ancak bölgede devam eden imar ve iskan süreçleri nedeniyle teslimlerin henüz yapılmadığı belirtilmiştir. Yönetim, yıl ortasında iskanın alınmasını ve 3. çeyrek itibarıyla teslimlerin başlamasını hedeflemektedir. Bu nedenle projenin finansallara katkısı, iskan ve teslim sürecinin tamamlanmasına bağlı olacaktır.

Kıyıkışlacık / Loft Iasos projesi, uzun vadeli değer yaratma potansiyeli taşıyan geliştirme projeleri arasında yer almaktadır. Toplantıda ruhsat ve ÇED süreçlerinde ilerleme sağlandığı, ancak projenin piyasa koşulları gözetilerek kontrollü şekilde ilerletileceği ifade edilmiştir. Yönetim, konut fiyatlarının oturmasını ve faizlerdeki gerilemeyi takip ettiklerini belirtmiştir.

Gebze Lojistik Depo projesi, şirketin lojistik segmentine girişini temsil etmektedir. Yönetim, Gebze'nin üretim ve tüketim akslarının merkezinde yer alması nedeniyle stratejik bir lokasyon sunduğunu ifade etmiştir. Projede uluslararası standartlarda depo geliştirilmesi ve uzun vadeli, döviz bazlı kira kontratları yapılması hedeflenmektedir.

ABD / Florida Yaşam Merkezi Projeleri, Şirket'in portföy çeşitlendirme stratejisi kapsamında girdiği yeni segmentlerden biridir. Toplantıda şirketin Florida/Jacksonville bölgesinde iki farklı yaşam merkezi projesine ortaklık yoluyla dahil olduğu belirtilmiştir. Bunlardan ilki Independent Living yani bağımsız yaşam merkezi, ikincisi ise Assisted Living yani destekli yaşam merkezi projesidir. Şirketin bu projelerde doğrudan geliştirici olmadığı, yerel bir geliştiriciyle stratejik ortaklık yapısı içinde öz kaynak sağlayarak yer aldığı ifade edilmiştir.

Finansal Görünüm

Şirket'in satış gelirleri, Terminal Kadıköy'ün ilk çeyrekte sağladığı 107mn TL'lik katkının etkisiyle geçen yılın aynı dönemine göre %41 oranında artarak 408mn TL seviyesine ulaşmıştır. Brüt kar ise aynı dönemde %37 oranında artışla 378mn TL'ye yükselmiştir. Operasyonel giderlerin geçen yılın aynı dönemine göre %47,9 oranında gerilemesiyle birlikte FAVÖK %72,1 artış kaydederek 336mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Kira getirili portföy yapısına sahip olan Şirket'in marj görünümünde, brüt kar marjı geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık 3 puan daralarak %92,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna karşın FAVÖK marjı 15 puan genişleyerek %82,3 seviyesine yükselmiştir.

Şirket, dönem içerisinde değerlendirme kaynaklı herhangi bir gelir veya gider kaydetmemiştir. Öte yandan, 2,4mn TL dönem vergi gideri, 494,8mn TL ertelenmiş vergi gideri ve 467mn TL parasal kazanç muhasebeleştirilmiştir. Ana ortaklık net dönem karı ise geçen yılın aynı dönemine göre %91 oranında azalarak 86mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Son olarak Şirket 2025 yılı dağıtılabilir karından toplam 53,4mn TL temettü dağıtma kararı almıştır.

Bilanço tarafında, Şirket'in net borcu 4.625mn TL seviyesindedir. TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç tutulduğunda ise net borç 4.471mn TL olarak hesaplanmaktadır. Toplantıda, borçların 2029 yılına kadar kapatılmasının planlandığı belirtilmiştir. Ertelenmiş gelirler tarafında ise 580mn TL raporlanmış olup, bunun 573mn TL'si Yalıkavak projesi satışlarından kaynaklanmaktadır. Toplantıda ayrıca, Yalıkavak projesinde teslimlerin 3. çeyrek itibarıyla yapılmasının planlandığı ifade edilmiştir. İlgili tutarların teslimlerle beraber gelir tablosuna yansıtıldığı da not edilmelidir.

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım 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 yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri