

## Aksa Enerji

### Yatırımların katkısıyla sürdürülebilir büyüme

Aksa Enerji hisselerini 'AL' önerisi ile Araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. AKSEN için 12 aylık hedef fiyatımızı %32 getiri potansiyeli ile 57,00 TL olarak belirliyoruz. Aksa Enerji'yi i) sahip olduğu yüksek kurulu gücü ii) yurt dışı santrallerden sağlanan garantili döviz bazlı kapasite ödemelerinin finansalları korunaklı kılması iii) Asya ve Afrika'da devreye girecek santrallerin operasyonel karlılık tarafında potansiyel büyüme sunmasını Aksa Enerji'yi öne çıkaran ana unsurlar olarak görüyoruz. Aksa Enerji için 2024 ve 2025 yılı FD/FAVÖK çarpanlarını sırasıyla 5,4x ve 2,5x; F/K çarpanlarını da 11,5x ve 9,2x olarak tahmin ediyoruz.

### FAVÖK'e en yüksek katkıyı Talimercan doğalgaz santralinden bekliyoruz

Yurt dışı faaliyetlerin operasyonel karlılıkta artan ağırlığıyla birlikte 2024'te FAVÖK marjının yıllık bazda 4,32 puan artışla %26,93 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Bölgelerin FAVÖK marjlarına baktığımızda; yurt içi, Afrika ve Asya'nın sırasıyla %10, %51,1 ve %62,5 seviyelerinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. 2025 yılında ise, yurt dışının FAVÖK üzerindeki katkısının yeni santrallerin devreye girmesiyle artış kaydetmesini bekliyoruz. Özellikle Talimercan doğalgaz santralinin katkısıyla Asya'nın FAVÖK'e oldukça yüksek bir katkı sağlayacağını hesaplıyoruz. 2025 yılında FAVÖK'ün yıllık bazda %78,8 artışla 12.051 mn TL seviyesine yükseleceğini, FAVÖK marjının ise %31,91 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bölgesel kırılımı incelediğimizde de, Asya'nın yıllık bazda %108 artışla 6.349 mn TL FAVÖK ile operasyonel karlılığa en yüksek katkıyı sağlayacağını, Afrika'nın yıllık %88,8 artışla 3.892 mn TL ve Türkiye'nin %11,3 artışla 1.811 mn TL FAVÖK'e katkı sağlayacaklarını tahmin ediyoruz.

### Yurt dışı satışların ciro içerisindeki payının Asya yatırımlarının katkısıyla, 2025'te yıllık 13,2 puanlık artış göstermesini bekliyoruz

2024'te satış gelirlerinin, spot elektrik fiyatlarında görülen normalleşme ve elektrik ticareti faaliyetinin azaltılmasına bağlı olarak hacimsel azalış kaydetmesini; Talimercan yatırımlarının tamamlanması için Şanlıurfa santralinin taşınması ve Türk Lirası'nda öne çıkan reel değerlenme sonucu döviz gelirlerinin azalan katkısıyla, yıllık bazda %29 azalış kaydederek 25.024 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Satışlar tarafında görülen azalışa karşın, elektrik ticari satışlarına son verilmesinin maliyet avantajı sağlaması ve yurt dışı santrallerin sunmuş olduğu katkı doğrultusunda, brüt kar marjının 3,3 puan artışla %23,83 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Satışların dağılımında ise, yurt içi satış gelirlerinin yıllık bazda %41,0 azalışla 16.106 mn TL, yurt dışı satış gelirlerinin ise %13 artışla 8.918 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Yurt içi satış gelirlerinde görülen gerilemeyle birlikte yurt içi satış gelirlerinin cirodaki payının da yıllık bazda 13,2 puan azalışla %64,4 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2025 yılına ilişkin olarak ise, yeni yatırımların devreye girmesiyle birlikte artan kurulu gücün desteğinde satış gelirlerinin %50,9 artışla 37.766 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Yurt dışında, Talimercan ve Kumasi Doğalgaz santralinin dahil olmasıyla birlikte, kurulu gücün 3.556 MW seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2025 yılına ilişkin olarak, söz konusu yatırımların artan katkısıyla, yurt dışı satış gelirlerinin ciro içerisindeki payının %48,9'a yükseleceğini öngörüyoruz.

# AL

Hisse Fiyatı: 43,28 TL

Hedef Fiyat: 57,00 TL

Getiri Potansiyeli: %32

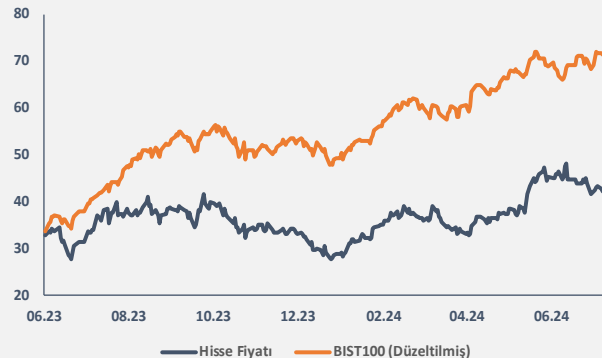
#### Özet Veriler

Hisse Kodu	AKSEN
Cari Fiyat (TL)	43,28
52H En Yüksek (TL)	49,26
52H En Düşük (TL)	28,28
Piyasa Değeri (mn TL)	53075,92
Piyasa Değeri (mn USD)	1607,84
Halka Açıklık Oranı (%)	20,58
Konsensus HF (TL)	56,86
Konsensus Tavsiye	%100 A / %0 T / %0 S
3A Hacim (mn USD)	9,24
HLY HBK (2024T)	12,56
Konsensus HBK (2024T)	3,59

#### Tahminler ve Rasyolar

	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satışlar (mn TL)	87.102	35.172	25.024	37.766
Yıllık Büyüme	527,19%	-59,62%	-28,85%	50,92%
FAVÖK (mn TL)	12.374	7.953	6.740	12.051
Yıllık Büyüme	400,25%	-35,73%	-15,25%	78,79%
Net Kar (mn TL)	5.582	5.497	3.922	4.896
Yıllık Büyüme	232,29%	-1,52%	-28,64%	24,83%
FAVÖK Marjı	14,21%	22,61%	26,93%	31,91%
Net Kar Marjı	6,41%	15,63%	15,67%	12,96%
FD/Satışlar	0,5x	0,5x	1,4x	0,8x
FD/FAVÖK	3,4x	2,3x	5,4x	2,5x
F/K	9,2x	6,0x	11,5x	9,2x
PD/DD	2,0x	1,1x	1,3x	1,2x
Hisse Başı Kar (TL)	4,55	4,48	3,20	3,99

#### Fiyat Performansı



Kaynak: HLY Araştırma, Reuters, Bloomberg

## Yatırımlarla güçlenen uluslararası varlık yapısı

Aksa Enerji, 2015 yılında başlamış olduğu uluslararası yatırım döngüsüne hız kaybetmeden devam etmektedir. Şirket, Özbekistan'da 430 MW, Gana'da 350 MW, Senegal'de 255 MW ve Kazakistan'da 240 MW'lık kurulu güç anlaşmalarıyla varlık yapısını güçlendirdi. Önümüzdeki dönemde santrallerin faaliyete girmesiyle, döviz bazlı kapasite garantili ödemelerin şirket finansallarına pozitif katkısının artmasını bekliyoruz. Talimercan santrali için kapasite garantili ödemeler 25 yıl boyunca ABD doları cinsinden olup, yakıt maliyeti geçişkindir. Kumasi santrali için garanti ödemeleri 20 yıl boyunca ABD Doları cinsinden ve Senegal santrali için garanti ödemeleri 25 yıl boyunca euroya endekslidir. Santrallerin başlangıç tarihlerine baktığımızda ise Talimercan santralinin 2025 yılının başında, Kumasi santralinin 2025 yılının ilk çeyreğinde, Senegal santralinin ise 2026 yılı başında faaliyete geçmesi hedeflenmektedir. Yurt dışı santrallerden daha yüksek operasyonel karlılık elde edilmesi nedeniyle yurt dışı yatırımlar ağırlık kazanırken, şirket yurt içinde de enerji alanındaki yeni trendleri yakından takip ediyor. Son dönemde Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından açıklanan teşvik programı kapsamında depolama yatırımlarının hızı artmış olup, Aksa Enerji de yatırım kararı alan şirketler arasında yerini aldı. Aksa Enerji'nin, toplam 831,41 MW kurulu güce sahip 10 tesis için EPDK'ya yapmış olduğu başvurusu da onaylandı. Başvurusu onaylanan 10 tesisin 6'sı depolamalı RES, 3'ü depolamalı GES ve 1'i güneş enerji santrali olup, bu tesislerden üretilen elektrik satışını YEKDEM kapsamında döviz bazlı gerçekleştirecektir.

## Yurt dışı santrallerin sahip olduğu kontratların desteğinde yüksek operasyonel karlılık

Aksa Enerji'nin faaliyet gösterdiği sektör oldukça sıkı regülasyona tabiidir. Uygulanmakta olan mevzuatlar ekonomik koşullardan etkilenmekte olup, zaman zaman gerçekleşen mevzuat değişiklikleriyle şirketin özellikle yurt içi satış gelirleri baskı altında kalabilmektedir. Geçtiğimiz yıllarda elektrik fiyatlarında dolar bazında tarihsel ortalamaların üzerine geçilmesi ve artan volatilitenin sonrasında EPDK tarafından piyasa takas fiyatına azami fiyat uygulaması getirilmiş; santrallerin satış gelirleri baskı altına alınmıştı. Ortaya çıkan maliyet baskıları ve enerji arz güvenliğinin sağlanabilmesi adına uygulanmaya konulan kapasite ödemeleri kısmen finansallardaki negatif etkiyi azaltsa da net bir toparlanma görülmemişti. Tam bu noktada, Aksa Enerji'nin sahip olduğu varlık yapısı yatırımların devamlılığı için kritik önem kazandı. Yurt içinde uygulanan politikaların desteğinde marjlarda görülen daralmaya rağmen, yurt dışı santrallerin sahip olduğu kapasite garantili ödemeler ile operasyonel karlılıkta yüksek seviyelere ulaşıldı. 2024 yılı operasyonel karlılık tarafında ise i) elektrik fiyatlarındaki azalış ii) düşük karlılık yaratması nedeniyle elektrik ticareti faaliyetlerini azaltacak olması iii) yurt içi kurulu gücündeki azalma paralelinde yıllık bazda yaratılan daha düşük ciro performansı doğrultusunda, 2024'te FAVÖK'ün yıllık bazda %15,3 azalışla 6.740 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Brüt kar marjındaki iyileşmeye ek olarak, yurt dışı faaliyetlerin operasyonel karlılıkta artan ağırlığıyla birlikte FAVÖK marjının yıllık bazda 4,3 puan artışla %26,93 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Operasyonel karlılığın 2024 yılında bölgesel dağılımına baktığımızda, Türkiye'nin FAVÖK'ü yıllık bazda %50,7 azalışla 1.627 mn TL seviyesinde, Afrika'nın FAVÖK'ü yıllık bazda %13,1 azalışla 2.061 mn TL seviyesinde ve Asya'nın FAVÖK'ü ise yıllık bazda %37,2 artışla 3.052 mn TL seviyesinde gerçekleşmesi yönünde bulunuyor. Asıl operasyonel karlılıktaki iyileşmenin ise, 2025 yılında Talimercan santralinin faaliyete geçmesiyle birlikte görüleceğini düşünüyoruz. Bu doğrultuda, 2025'te FAVÖK'ün yıllık bazda %78,8 artışla 12.051 mn TL seviyesine, FAVÖK marjının ise %31,91 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bölgesel kırılımı incelediğimizde; Asya'nın yıllık bazda %108 artışla 6.349 mn TL FAVÖK ile operasyonel karlılığa en yüksek katkıyı sağlayacağını, Afrika'nın yıllık %88,8 artışla 3.892 mn TL, Türkiye'nin ise yıllık %11,3 artışla 1.811 mn TL FAVÖK'e katkı sağlayacağını tahmin ediyoruz. Böylelikle Türkiye, Afrika ve Asya'nın FAVÖK marjlarının sırasıyla %9,4, %51,6 ve %58,2 seviyelerinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Hatırlanacak olursa, şirket 2023'ün ilk çeyreği itibarıyla elektrik ticaretinden düşük karlılık nedeniyle azaltmıştı. 2024'te ciro performansının da yıllık bazda %29 azalışla 25.024 mn TL, brüt kar marjının ise 3,3 puan artışla %23,83 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Toplam elektrik üretiminin 13.404 Gwsa ve PTF'nin ortalama 2.151 TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2025 yılında ise satış gelirlerinin yıllık bazda %50,9 artışla 37.766 mn TL, elektrik üretiminin 18.376Gwsa ve PTF'nin 2.407 TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

# Riskler

## Yoğun yatırım dönemi nedeniyle daha düşük temettü verimliliği gerçekleşebilir

Aksa Enerji, 2021 ve 2022 yıllarında yüksek yatırım harcamaları gerçekleştirmesine rağmen yatırımcılarına temettü ödemesi yapmaya da önem gösterdi. 2021 yılında 2,8 milyar TL ve 2022 yılında 3,3 milyar TL seviyesinde yatırım harcaması gerçekleştirirken, yatırımcılarına 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 700 ve 1.000 mn TL temettü ödemesi gerçekleştirdi. Şirket, geçtiğimiz yıl ise toplam 1.600 mn TL temettü ödemesi gerçekleştirirken, temettü verimliliği %4,39'a işaret etmektedir. Şirketin, önümüzdeki dönemde 6.700 mn TL ile yüksek yatırım harcamaları gerçekleştireceğini öngörüyoruz. Yatırım harcamaları için sağlanan kredilerin yaratmış olduğu finansman giderinin net kar üzerinde baskı yaratacak olması ve nakit ihtiyacının yüksek olması sebebiyle, daha düşük temettü verimliliğinin gerçekleşebileceğini öngörüyoruz. 2024 yılında edilen karın yaklaşık %35'inin temettü olarak dağıtılacağını tahmin ediyor, hisse başına brüt 1,12 TL ile temettü verimliliğini %2,62 hesaplıyoruz.

## Riskler

Aksa Enerji, faaliyet gösterdiği sektör itibarıyla regülasyona ve denetime tabiidir. Önümüzdeki dönemde enerji sektöründe olası mevzuat değişikliklerine gidilmesi projeksiyonlarımız üzerinde baskı unsuru oluşturabilir. Ayrıca, Aksa Enerji özelinde hem yurt içi hem de yurt dışı faaliyetleri için modelimize yansıtılmış olduğumuz elektrik satış fiyatı ve elektrik üretim miktarlarının beklentimizin altında gerçekleşmesi ile planlanan yatırımların faaliyete başlama tarihlerindeki olası gecikmeler projeksiyon dönemimiz için ortaya çıkan önemli riskler arasında sıralanabilir. Ayrıca, elektrik piyasasında oluşan fiyatların ve elektrik satış hacimlerinin beklentilerimizden ayrışması da gelir projeksiyonumuz üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabilir.



# Değerleme Özeti

## Değerleme Özeti

Aksa Enerji'nin 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerini kullandık. İNA ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerine sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verdik.

İndirgenmiş Nakit Akımı modelimiz, 12 aylık 75.511 milyon TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. 2024-2033 yıllarını kapsayan 10 yıllık dönemi projekte ettiğimiz İNA modelimizde, terminal değer hesaplamamızda exit multiple yönetimini kullanırken şirketin son 5 yıllık ortalama EV/EBITDA değerini baz alıp, beta katsayısını 0,82, özsermaye maliyetini %24,5, risksiz faiz oranını %20 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %33,75 olarak varsaydık. Tahminlerimize göre, projeksiyon dönemimiz boyunca ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin ortalama %27,75 olacağını öngörüyoruz.

Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre ise 61.488 milyon TL 12 aylık hedef şirket değerine ulaşmaktayız. Benzer şirket karşılaştırmasında, yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren küresel ölçekte elektrik üretim şirketlerini modelimize dahil ederek eşit ağırlıklandırdık. Yurt içi benzer şirket çarpanlarına göre 56.196 mn TL, yurt dışı benzer şirket çarpanlarına göre ise 66.780 mn TL hedef şirket değerine ulaştık.

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış değerlendirme modelimizde AKSEN için 12 aylık hedef fiyatımız, 57,00 TL seviyesinde olup, %32 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

**Tablo 1 : Değerleme Özeti**

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
<b>İNA</b>	<b>75.511</b>	<b>60%</b>	<b>45.306</b>
<b>Benzer Şirket Çarpanları</b>	<b>61.488</b>	<b>40%</b>	<b>24.595</b>
Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	56.196	50%	28.098
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	66.780	50%	33.390
<b>12 Aylık Hedef Şirket Değeri</b>			<b>69.901</b>
Hisse Adedi			1.226
Hisse Fiyatı			43,3
<b>12 Aylık Hedef Fiyat</b>			<b>57,00</b>
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>			<b>32%</b>

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma



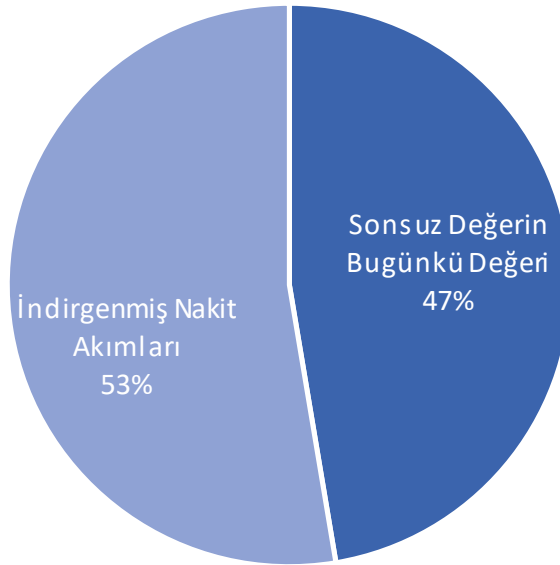
# Değerleme Özeti

Tablo 2 : İNA Değerleme (Konsolide)

İNA Değerleme	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Revenue	25.024	37.766	49.358	57.554	64.563	73.144	84.273	95.745	108.811	123.694
EBIT	5.083	9.712	13.711	16.265	18.597	21.505	25.242	29.216	33.806	39.109
FAVÖK	6.740	12.051	16.767	19.703	22.547	25.963	30.351	35.048	40.425	46.628
(-) Vergi @ FVÖK	1.271	1.942	2.742	3.253	3.719	4.301	5.048	5.843	6.761	7.822
(-) Yatırım Harcamaları	6.700	4.000	3.480	2.325	2.475	2.678	2.945	3.240	3.564	3.920
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	-3.741	1.803	-536	353	457	529	593	346	609	989
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>2.511</b>	<b>4.305</b>	<b>11.081</b>	<b>13.772</b>	<b>15.896</b>	<b>18.456</b>	<b>21.764</b>	<b>25.620</b>	<b>29.491</b>	<b>33.897</b>
AOSM	1,12	1,43	1,83	2,33	2,98	3,81	4,87	6,22	7,96	10,18
<b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>	<b>2.251</b>	<b>3.019</b>	<b>6.070</b>	<b>5.900</b>	<b>5.331</b>	<b>4.846</b>	<b>4.473</b>	<b>4.116</b>	<b>3.705</b>	<b>3.331</b>
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	33.384									
İndirgenmiş Nakit Akımları	43.043									
Şirket Değeri (TL mn)	76.427									
Net Borç (-)	13.541									
Azınlık Payları	3.304									
Hedef Özsermaye Değeri (TL mn)	75.511									
Piyasa Değeri (TL mn)	53.076									
Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı	1.226									
Hisse Fiyatı	43,28									
Hedef Hisse Fiyatı	61,57									
Yükseliş Potansiyeli	42,3%									

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma

Grafik 1 : Şirket Değeri Kırılımı



Kaynak: Halk Yatırım Araştırma



# Benzer Şirket Karşılaştırması

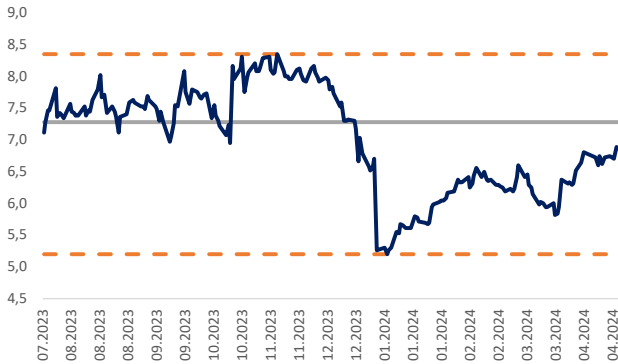
Tablo 3 : Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket	2024T		Şirket	2024	
	FD/FAVÖK	F/K		FD/FAVÖK	F/K
AES BRASIL ENERG	9,42	53,21	AYEN ENERJİ AS	10,56	7,12
MALAKOFF CORP BH	4,74	15,66	ODAS ELEKTRİK UR	6,73	3,36
CELSIA SA ESP	6,37	22,99	AKENERJİ ELEKTRİ	9,94	1,78
PETROVIETNAM POW	9,85	31,43	CAN2 TERMİK AS	7,85	-
KKR & CO INC	55,28	24,77	AYDEM YENİLENEBİ	8,53	-
ENCAVIS AG	14,83	30,74	ZORLU ENERJİ ELE	12,57	2,14
SPCG PCL	5,11	13,15			
NATIONAL GRID PL	11,63	13,20			
E.ON SE	7,63	11,08			
VEOLIA ENVIRONNE	6,45	13,77			
TERNA-RETE ELETT	10,41	15,23			
SNAM SPA	10,95	11,75			
REDEIA CORP	11,10	17,41			
SEVERN TRENT	14,40	25,67			
UNITED UTILITIES	14,03	19,53			
ELIA GROUP SA/NV	11,09	18,36			
ITALGAS SPA	8,11	8,23			
ENAGAS SA	9,92	13,04			
PENNON GRP PLC	14,11	43,62			
REN-REDE ENERGET	8,28	13,30			
FLUXYS BELGIUM	3,40	13,72			
Aksa Enerji	5,38	11,50	Aksa Enerji	5,38	11,50
Medyan	9,88	13,72	Medyan	9,23	2,75
Prim/İskonto	-46%	-16%	Prim/İskonto	-42%	318%

Kaynak: Bloomberg, HLY Araştırma

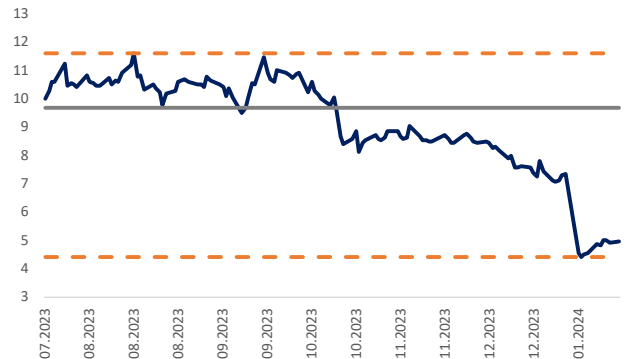
Aksa Enerji'yi, benzer küresel ölçekte enerji ile karşılaştırdığımızda, tahminlerimize göre 5,38x olan 2024T FD/FAVÖK çarpanına göre %46 iskontolu; F/K çarpanı tahminlerimize göre 11,5x olan 2024T yıllarına göre %16 iskontolu işlem görmektedir. Aksa Enerji'yi yurt içi benzer şirketlerle karşılaştırdığımızda tahminlerimize 2024T FD/FAVÖK çarpanına göre %42 iskontolu; F/K çarpanı tahminlerimize göre 2024T yılına göre oldukça yüksek primli işlem görmektedir.

Grafik 2 : 1 yıl ileri tarihli FD/FAVÖK rasyosu



Kaynak: Bloomberg, Halk Yatırım Araştırma

Grafik 3 : 1 yıl ileri tarihli F/K rasyosu



# Şirket Profili

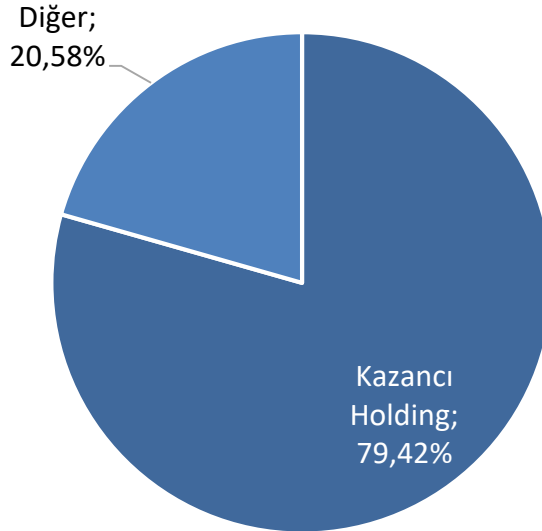
## Enerji sektörünün merkezinde, kurulu güçte lider: Aksa Enerji

1997 yılında kurulan Aksa Enerji, yurt içinde 1 adet doğal gaz santrali, 1 adet akaryakıt santrali ve 1 adet linyit kömür santrali ile toplam 1.358 MW; yurt dışında ise Asya kıtasında 740 MW ve Afrika kıtasında 496 MW kurulu güç ile 7 ülkede operasyonlarını sürdürmektedir. Aksa Enerji, projelendirme, satın alma, inşaat ve montaj işlemleri dahil olmak tüm işlemleri kendi bünyesinde yapabilmektedir. Faaliyet gösterdiği süre boyunca biyogaz, doğal gaz, rüzgar ve hidroelektrik gibi farklı enerji kaynaklarının inşaatı ve işletimini üstlenmiştir.

Yaklaşık 30 yıldır faaliyet göstermekte olan Aksa Enerji, ciddi dönüşüm süreçlerinden geçmiştir. Şirket, globalleşme stratejisi kapsamında 2015 yılında yurt içindeki 355 MW kurulu güce sahip yenilenebilir enerji tesislerini toplam 411,6 mn \$ bedelle satışa çıkararak ek kaynak sağlarken, yeni yatırımlar öncesi borç yükünü azalttı. Yeniden yapılanmayla birlikte Aksa Enerji, yurt içindeki tecrübesini yurt dışına taşımak için globalleşme adımlarına 2015 yılında Afrika Bölgesi'ndeki yatırımlarla başladı. Şirket, Afrika'da gerçekleştirdiği ilk yatırımlarında sürecin daha etkin ve maliyet açısından da daha avantajlı olabilmesi amacıyla, yurt içinde rekabeti azalan santrallerin lisanslarını iptal ederek, santrallerdeki ekipmanları da Afrika'ya taşıdı. Afrika yatırımları ile birlikte şirket bölgedeki yatırımlarını hızlandırarak, 2015'te 370 MW olan kurulu gücünü 2023 sonu itibarıyla 546 MW güce ulaştırdı. Şirket, yurt dışında yeni projeler olarak globalleşme hedefini pekiştirdi. Afrika kıtasının ardından 2020'de Orta Asya Özbekistan'da 240MW'lık kurulu güç ile faaliyet göstermeye başlamış, 2023 sonu itibarıyla ise Özbekistan'daki kurulu gücünü imzalanan yeni anlaşmalar ile 740 MW'a yükseltmiştir.

Globalleşme stratejisi ile yurt dışındaki faaliyet alanını hızla genişleten şirket, yurt içinde de sahip olduğu doğal gaz santralleriyle birlikte Türkiye'nin enerji arzı güvenliği konusunda oldukça önemli bir yere sahiptir.

### Grafik 4 : Ortaklık Yapısı

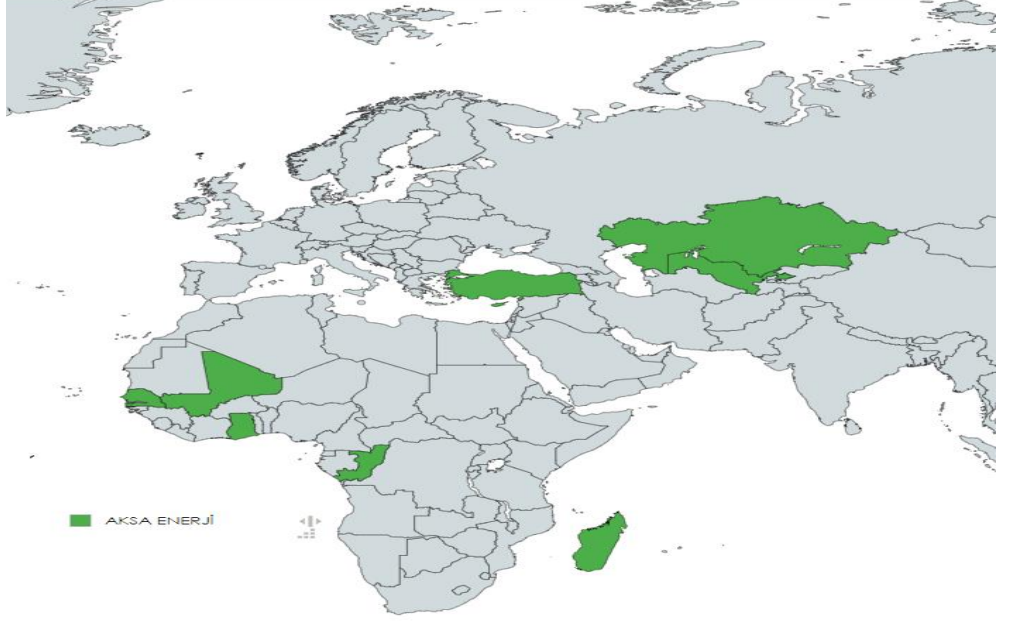


Kaynak: Aksa Enerji Üretim A.Ş.



# Şirket Profili

## Şekil 1 : Aksa Enerji'nin faaliyet gösterdiği ülkeler



Kaynak: Aksa Enerji Üretim A.Ş.

### Artan yatırım iştahı ve yenilikçi yaklaşım

Aksa Enerji'nin, yurt dışında faaliyet gösterdiği bölgeler yüksek büyüme potansiyeline sahiptir. Afrika bölgesinde elektriğe erişimin kısıtlı olması, yerel yönetimlerin enerji alanında yatırım harcamalarına ağırlık vermesine sebebiyet veriyor. Ayrıca, bir çok uluslararası organizasyon tarafından sağlanan sübvansiyonlar ile yatırımlar hızlanıyor. Aksa Enerji'de bölgenin sunmuş olduğu potansiyel doğrultusunda Afrika'daki yatırımlarına ağırlık vermektedir. Şirket, Senegal ve Gana olmak üzere iki ülkede toplam 605 MW'lık kurulu güç kapasiteli tesis için sözleşme imzaladı. Gana Kumasi Doğalgaz santralinde elektrik üretimi ve satışı 20 yıl boyunca gerçekleştirilecek olup, 2025 yılının ilk çeyreğinde 179 MW'lık ilk fazın devreye girmesi beklenmektedir. Senegal'de kurulacak olan doğalgaz santralinde üretilen elektriğin 25 yıl boyunca satışı gerçekleştirilecek olup, santralin 2026 yılında devreye alınması planlanmaktadır. Buna ek olarak, devreye alınması planlanan doğalgaz santrali ile Senegal ilk kez kendi ürettiği doğalgaz ile üretim yapacaktır. Asya bölgesine baktığımızda, bölgedeki ülkelerin sahip olduğu altyapının teknolojik açıdan yeterli olmaması ve santral yaşının yüksek olması yatırım cazibesini destekleyen önemli unsurlar arasında yerini alıyor. Aksa Enerji, Özbekistan ve Kazakistan'daki yeni yatırımlarla birlikte toplam 670 MW'lık kurulu gücü varlık portföyüne ekleyecektir. Şirketin bölgedeki kurulu gücü 2023 sonu itibarıyla 740 MW iken, yeni yatırımlarla birlikte kurulu gücü yaklaşık 1.470MW'a çıkacak. Özbekistan'da kurulacak doğalgaz santralinin elektrik satışı 25 yıl geçerli olacak olup, santralin inşaatı Ocak 2024'te başladı. Kazakistan'da kurulacak olan kombine ısı ve enerji santrali için ise 15 yıl boyunca kapasite ödemesi alınacak olup, santral 2026 yılının başında yarısında devreye alınması hedefleniyor.

Şirket, son dönemde önemi oldukça artan depolama enerji sistemleri konusunda da hızlı aksiyon alarak, EPDK'ya başvuru sürecini hızlandırdı. Aksa Enerji'nin, toplam 831,41 MW'lık depolamalı yenilenebilir enerji kaynaklı santrallere yönelik yapmış olduğu başvurular zaman içerisinde EPDK tarafından onaylandı. 6 adet toplam 640,9 MW'lık Depolamalı RES santrali, 190 MW'lık Depolamalı GES santrali ve 35 MW'lık GES ile yenilenebilir enerji alanına giriş yapmış oldu. Ayrıca, Bolu'da kurulacak olan 35 MW'lık GES santrali, hali hazırda Bolu'da faaliyet göstermekte olan Bolu Göynük Linyit santralının bulunduğu sahada inşa edilecek. Böylelikle Aksa Enerji'nin, linyit kömür santralinde maliyet avantaj yakalaması hedefleniyor. Burada üretilen elektrik öncelikle santralin iç tüketimine yönelik olması, santral çalışmadığı dönemde ise spota satışı söz konusu olabilecek.





# Operasyonlar - Yurt içi

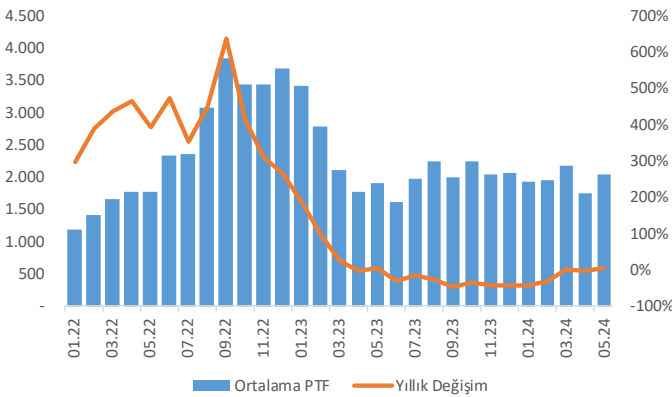
## Varlık yapısı ile enerji arz güvenliğinde önemli konuma sahip

Sahip olduğu varlık yapısıyla enerji piyasasında önemli konuma sahip Aksa Enerji, teknolojik yeniliklere hızlı bir şekilde uyum sağlayarak konumunu güçlendirmektedir. Geçtiğimiz yıllarda enerji piyasasında yaşanan Ukrayna - Rusya krizi sonrasında yerli üretim önemini artırmakla birlikte dışa bağımlı ülkelerin arz güvenliği konusunda önemli adımlar attığını takip ediyoruz. Bu noktada Aksa Enerji, Doğal Gaz Kombine Çevrim ve Kömür santralleri ile enerji arz güvenliğinde önemli bir konuma sahip bulunuyor.

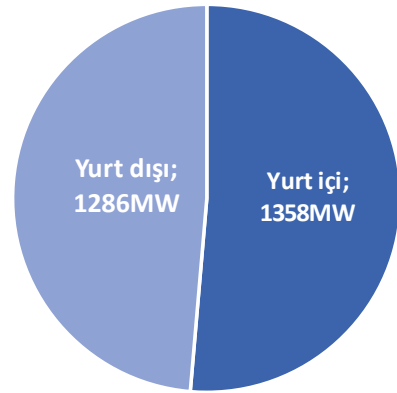
Son dönemde yenilenebilir enerji alanında verilen teşvikler sonrasında yenilenebilir enerjinin toplam kurulu güç içerisindeki payında ciddi artışlar takip edildi. Uygulanan teşvikler sonrasında yenilenebilir enerji santrallerinin gün içi elektrik üretiminde ağırlık kazanmasıyla birlikte elektrik üretiminde oynaklık oluşabileceği için kömür ve doğalgaz bazlı üretim yapan santrallerin önemi zaman içerisinde arttı. Bu noktada santrallerin üretim verilerine baktığımızda 2023 yılında Göynük Termik santrali 1.978GWs, Antalya Doğalgaz Santrali 3.002GWs, Şanlıurfa Doğalgaz Santrali ise 282 GWs ve KKTC Akaryakıt Santrali 787 GWs üretim gerçekleştirdi. Buna ek olarak, linyit kömür santrallerin açma-kapama maliyetlerinin oldukça yüksek olması da şirket finansalları üzerinde zaman zaman baskı oluşturmaktadır. Bu nedenle enerji piyasasında arz güvenliğinin sağlanabilmesi için söz konusu santraller piyasa yapıcı tarafından kapasite ödemeleri adı altında desteklenmektedir. Bu çerçevede Aksa Enerji, 2023 yılında Antalya Doğalgaz Çevrim Santrali için toplam 163 m TL, Bolu Göynük Kömür santrali için ise 60 m TL kapasite ödemesi almıştır. Bu santraller enerji arz güvenliği için ön plana çıkmış olsa da, çevresel faktörler değerlendirildiğinde karbon salınımı nedeniyle geri planda kalmaktadır. Hatta bu nedenden dolayı Mart 2022'de EPDK tarafından açıklanan tavan fiyat uygulamasında en düşük elektrik satış fiyatı belirlenmişti. Sürdürülebilirlik konusundaki çalışmalarla birlikte şirket yeni çözüm yollarına gitmiştir. Bu doğrultuda, Göynük Kömür santralinde yenilenebilir enerji ile ilgili 35 MW'lık güneş enerjisi kurulumuna başlamıştır. Böylelikle şirket, hem çevresel faktörleri göz önüne alarak karbon salınımı konusunda santralde iyileşme kaydedecek hem de üretilen elektrik ile maliyet avantajı yakalayacaktır.

Hatırlanacağı üzere şirket, yurt içinde sahip olduğu yenilenebilir enerji varlık portföyünü satarak, yurt dışı yatırımlarına ağırlık vermişti. Uzun bir aranın ardından tekrar yenilenebilir enerji alanında yatırımların hızlandığını takip ediyoruz. Şirketin hali hazırda sahip olduğu 1.358 MW'lık kurulu gücüne ek olarak, EPDK tarafından onaylanan toplam 831 MW'lık depolamalı güneş ve rüzgar santral kurulumu ile yurt içi kurulu gücü uzun vadede toplam 2.189 MW'a yükselecektir. Depolamalı enerji santrallerinin elektrik satış fiyatının döviz cinsi olmasını, hem yatırımların geri dönüşü hem de finansmanı açısından destekleyici görüyoruz.

Grafik 11 : Spot Elektrik Fiyatı ve Yıllık Değişim



Grafik 12 :Kurulu Gücün Bölgesel Dağılımı



Kaynak: Aksa Enerji Üretim A.Ş., Halk Yatırım Araştırma

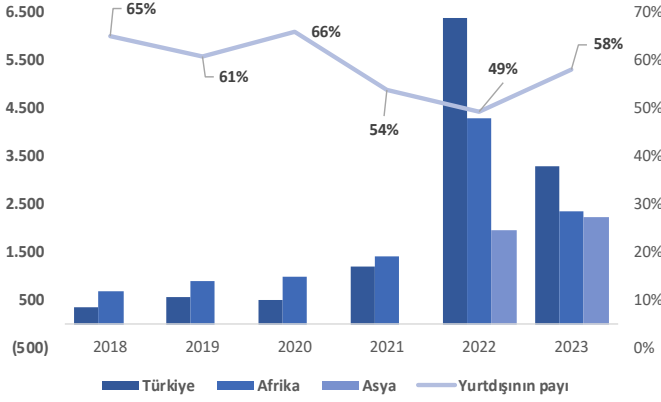


# Operasyonlar - Yurt Dışı

## Kapasite ödemeleriyle yüksek operasyonel karlılık

Aksa Enerji, yurt dışında halihazırda toplam 1.236 MW kurulu güce sahip bulunuyor. Faaliyetlerini Asya ve Afrika'da sürdüren şirket, faaliyet gösterdiği bölgelerin sunduğu yüksek büyümeden yararlanmaktadır. İhtiyaç duyulan yatırımlar nedeniyle bölge ülkeleri yabancı yatırımları ülkeye çekebilmek adına teşvikler de sunmaktadır. Kurulan santrallerin sahip olduğu garantili döviz bazlı ödemeleri yatırım iştahının artış göstermesine neden olmaktadır. Bu çerçevede baktığımızda, Aksa Enerji'nin her iki kıtada da sahip olduğu toplam yedi santralin hepsi döviz bazlı sabit fiyattan anlaşılmalı olup, finansallara pozitif katkı sağladı. Aynı zamanda santraller, maliyet geçişkenli anlaşmalar ile olası ham madde maliyetlerindeki dalgalanmalara karşı koruma sağlamaktadır. Santrallerin anlaşma sürelerine baktığımızda ise, Asya Bölgesi'nde Özbekistan'daki Taşkent ve Buhara santralleri 25 yıl, Afrika bölgesi'nde Gana Santrali 15 yıl, Madagaskar Santrali 20 yıl, Kongo santrali 30 yıl süreli anlaşmaları içermektedir. Ayrıca, Kongo santralinin yalnızca işletme hakları şirkete ait olup, santral şirkete ait değildir. Öte yandan, Mali Santrali için anlaşma 2021 yılında 3 yıllığına uzatılmıştı. Henüz Mali Santralini süre uzatımına ilişkin ise şirketten açıklama paylaşılmadı.

Grafik 13 : Operasyonel Karlılığın Bölgesel Dağılımı



Grafik 14 : Yurt dışı santral bazında kurulu güç

Afrika		2024
Aksa Enerji Gana - Dual Yakıt		370,00MW
Aksa Enerji Congo - Doğalgaz		50,00MW
Aksa Enerji Mali - Fuel Oil		60,00MW
Aksaf Power Madagaskar - Fuel Oil		66,00MW
Asya		2024
Aksa Energy Bukhara - Doğalgaz		270,00MW
Aksa Energy T ashkent A - Doğalgaz		240,00MW
Aksa Energy T ashkent B - Doğalgaz		230,00MW

Kaynak: Aksa Enerji, EPDK

Aksa Enerji, Asya ve Afrika'da sahip olduğu yüksek kurulu güce rağmen yeni yatırımlarla birlikte kurulu güç kapasitesini artırmaya devam ediyor. Geçtiğimiz yıl Asya bölgesi için toplam 670 MW, Afrika bölgesi için toplam 605 MW yeni yatırım kararı açıkladı. Asya bölgesinde gerçekleşecek olan toplam 670 MW'lık kapasitenin 240 MW'ı Kazakistan'da kurulacak olan kombine ısı ve enerji santralini, 430 MW'lık kısmı ise Özbekistan'da inşaa edilecek olan Doğal Gaz Kombine Çevrim santralinden oluşmaktadır. Afrika bölgesinde ise 605 MW'lık kapasitenin 255 MW'ı Senegal'de, 350 MW'lık kısmı Gana Kumasi'de kurulacak olan kombine çevrim doğalgaz santralinden oluşmaktadır. Açıklanan yatırımlar 2025-2026 dönemlerinde faaliyet geçmesi hedeflenirken, döviz bazlı gelire endeksli olmalarından ötürü finansallara ivme kazandıracağını düşünüyoruz. Yurt dışı satışların operasyonel karlılığı katkısı ise oldukça yüksek seyrediyor. 2023'te operasyonel karlılığın %58'ini yurt dışı yatırımları oluştururken, 2022 yılında ise bu rakam %42 seviyesinde gerçekleşmişti. Bölgesel kırılıma baktığımızda ise toplam FAVÖK içerisinde Asya'nın payı %15,46, Afrika'nın payı ise %28,16 seviyesinde yer almıştı.



# Finansallar ve Tahminler

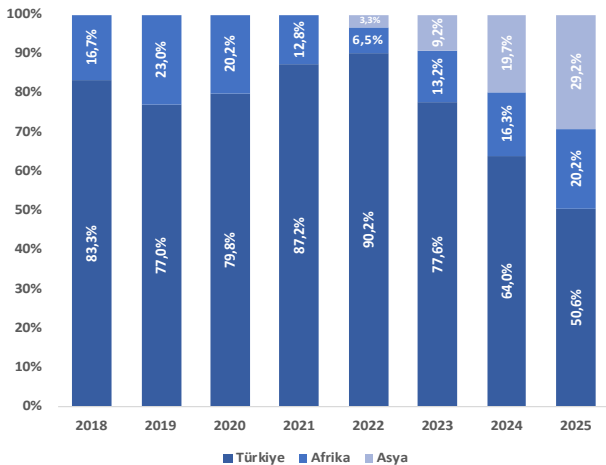
## Satışlar

Aksa Enerji'nin satış gelirleri, 2023'te elektrik fiyatlarında görülen normalleşme paralelinde yıllık bazda %59,6 azalışla 35.172 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Yurt dışı operasyonlardan elde edilen gelirin döviz bazlı olması nedeniyle yurt dışı satış gelirleri %7,4 azalış gösterirken, yurt içi satış gelirleri hem spot elektrik satış fiyatlarındaki normalleşme hem de elektrik ticaretinin 2023 ilk çeyrek itibariyle azaltılması sonucunda yıllık bazda %65,3 azalış kaydetti. Bu çerçevede yurt içi satış gelirlerinin hasıla içerisinde payı %77,6, yurt dışı satış gelirlerinin hasıla içerisindeki payı ise %22,4 seviyesinde gerçekleşti. 2023 yılında ortalama PTF ise 2.189 TL seviyesinde gerçekleşti. Satış gelirlerindeki azalışa rağmen brüt kar marjında yıllık bazda 8,4 puan iyileşme görülerek %20,5 seviyesine yükseldi. Brüt kar marjındaki iyileşmede elektrik ticaretinin düşük karlılığa sahip olması nedeniyle azaltılmasının önemli etkisi oldu. Hatırlanacağı üzere şirket tarafından 2023 yılının ilk çeyreği itibariyle elektrik ticaretinin azaltılacağı belirtilmişti. Buna ek olarak, yılın son çeyreğinde azami fiyat uygulamasının kaldırılması da maliyet baskılarının önüne geçilmesinde etkili oldu. Elektrik üretimini incelediğimizde ise, 2023 yılında 14.068GWsa elektrik üretimi gerçekleştiren şirket, en yüksek üretimini 6.484 Gwsa ile yurt içi santrallerde gerçekleştirirken, ikinci sırada 5.139 Gwsa ile Asya'daki santraller yer alıyor.

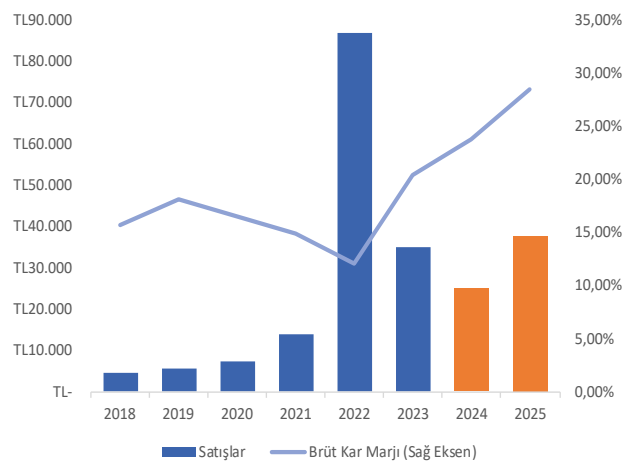
2024'te satış gelirlerinin elektrik fiyatlarında görülen normalleşme ve elektrik ticaretinin azaltılmasına bağlı olarak hacimsel azalış kaydetmesini, Talimercan yatırımlarının tamamlanması için Şanlıurfa santralının taşınması ve Türk Lirası'nda görülen reel değerlenme sonucu döviz gelirlerinin katkısıyla azalmasıyla yıllık bazda %29 azalış kaydederek 25.024 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Söz konusu gelişmeler sonrasında satışlar tarafında görülen azalışa karşın, elektrik ticari satışlarına son verilmesi ve yurt dışı santrallerin sahip olduğu maliyet geçişken anlaşmalarının desteğiyle, brüt kar marjının 3,3 puan artışla %23,83 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Satışların dağılımında ise, yurt içi satış gelirlerinin yıllık bazda %41,0 azalışla 16.106 mn TL, yurt dışı satış gelirlerinin ise %13 artışla 8.918 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Yurt içi satış gelirlerinde görülen gerilemeyle birlikte yurt içi satış gelirlerinin hasıladaki payının da yıllık 13,2 puan azalışla %64,4 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Elektrik üretimi tarafında ise 2024 yılında yurt içinde 7.135GWsa ve yurt dışında 6.269GWsa olmak üzere toplam 13.404Gwsa elektrik üretimi gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılına ilişkin olarak PTF'nin ise ortalama 2.151 TL seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

2025 yılına ilişkin olarak ise yeni yatırımların devreye girmesiyle, artan kurulu gücün desteğinde satış gelirlerinin %50,9 artışla 37.766 mn TL seviyesinde gerçekleştirirken, yurt içi satış gelirleri %19,9 artışla 19.305 mn TL, yurt dışı satış gelirleri ise %107 artışla 18.461 mn TL seviyesinde gerçekleşti. yurt dışında Talimercan ve Kumasi Doğalgaz santralının dahil olmasıyla birlikte kurulu gücün 1.978 MW seviyesine yükselmesini bekliyoruz. Elektrik üretiminin ise yurtiçinde yatay seyrederek 8.017Gwsa, yurt dışında 10.359 Gwsa toplamda ise 18.376 Gwsa seviyesinde gerçekleşmesini tahmin ediyoruz. 2025 yılına ilişkin olarak ortalama PTF fiyatımız ise 2.407 TL seviyesinde bulunuyor.

Grafik 17 : Satışların Bölgesel Dağılımı



Grafik 18 : Satışlar ve Brüt Kar Marjı



Kaynak: Aksa Enerji, Halk Yatırım Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim

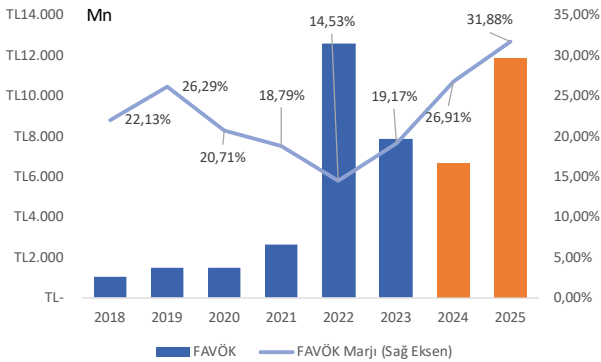
# Finansallar ve Tahminler

## FAVÖK ve Operasyonel giderler

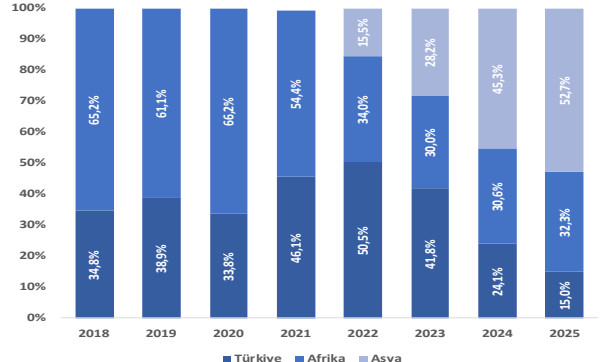
Aksa Enerji, yurt dışı operasyonlarında sahip olduğu döviz bazlı olan garantili kapasite bedeli ödemelerinin desteğinde güçlü operasyonel karlılık elde ediyor. Şirketin operasyonel karlılığı 2023'te yıllık bazda %35,7 azalışla 7.953 mn TL seviyesinde gerçekleşirken, Asya'daki santrallerin artan katkısıyla FAVÖK marjı yıllık bazda 8,4 puan artışla %22,6 seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel karlılığın bölgesel dağılımına baktığımızda, Türkiye'nin FAVÖK'ü yıllık bazda %48,3 azalışla 3.303 mn TL, Afrika'nın FAVÖK'ü yıllık bazda %44,9 azalışla 2.373 mn TL seviyesinde ve Asya'nın FAVÖK'ü ise yıllık bazda %13,7 artışla 2.225 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Bölgelerin FAVÖK marjlarına baktığımızda ise, yurt içi, Afrika ve Asya sırasıyla, %12,1, %51,09 ve %68,57 seviyesinde gerçekleşti. yurt dışı operasyonların satışlar içerisindeki payı düşük olmasına rağmen, operasyonel karlılık tarafını incelediğimizde ise durumun farklılaştığını gözlemliyoruz. FAVÖK tarafında bölgesel kırılımda Asya ve Afrika sırasıyla %28,16 ve %30,04 paya sahip iken, yurt içi %41,8 paya sahip bulunuyor.2024'e ilişkin FAVÖK tahminimiz ise, satış gelirlerinde görülen azalmaya kıyasla yurt dışı operasyonların daha güçlü operasyonel büyüme gerçekleştirmesi ve yurt dışı satışların desteğinde FAVÖK büyümesinin daha ılımlı seviyelerde seyredeceğini öngörüyoruz. Böylelikle operasyonel karlılığın yıllık bazda %15,25 azalışla 6.740 mn TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. Brüt kar marjındaki iyileşmeye ek olarak, yurt dışı faaliyetlerin operasyonel karlılıkta artan ağırlığıyla birlikte FAVÖK marjının yıllık bazda 4,32 puan artışla %26,93 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Operasyonel karlılığın 2024 yılında bölgesel dağılımına baktığımızda, Türkiye'nin FAVÖK'ü yıllık bazda %50,7 azalışla 1.627 mn TL seviyesinde, Afrika'nın FAVÖK'ü yıllık bazda %13,1 azalışla 2.061 mn TL seviyesinde ve Asya'nın FAVÖK'ü ise yıllık bazda %37,2 artışla 3.052 mn TL seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Bölgelerin FAVÖK marjlarına baktığımızda ise, yurt içi, Afrika ve Asya'nın sırasıyla, %10,1, %51,09, %62,49 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. 2025 yılında ise yurt dışının FAVÖK üzerindeki katkısının yeni santrallerin devreye girmesiyle birlikte artış göstermesini bekliyoruz. 2025 yılında yurt içinin FAVÖK içerisindeki payının yıllık bazda 9,12 puan gerileyerek %15,02 seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz. Özellikle Talimercaan doğalgaz santralının katkısıyla Asya'nın FAVÖK'e oldukça yüksek bir katkı sağlayacağını hesaplıyoruz. 2025 yılında FAVÖK'ün yıllık bazda %78,8 artışla 12.051 mn TL seviyesine yükseleceğini, FAVÖK marjının ise %31,91 seviyesinde gerçekleşeceğini öngörüyoruz. Bölgesel kırılımı incelediğimizde de Asya'nın yıllık bazda %108 artışla 6.349 mn TL FAVÖK ile operasyonel karlılığa en yüksek katkı sağlayacağını, Afrika'nın yıllık %88,8 artışla 3.892 mn TL ve Türkiye'nin %11,3 artışla 1.811 mn TL FAVÖK'e katkı sağlayacağını tahmin ediyoruz. Böylelikle Türkiye, Afrika ve Asya'nın FAVÖK marjlarının sırasıyla %9,4, %51,6 ve %58,2 seviyesinde gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz.

Şirketin operasyonel giderlerini incelediğimizde ise, önümüzdeki dönemde hızlanan yurt dışı yatırımlarıyla, yurt dışı satış gelirlerinin toplam satışlar içerisindeki artan ağırlığıyla operasyonel giderlerin net satışlara oranında iyileşme bekliyoruz. 2024 yılında operasyonel giderlerin enflasyona kıyasla daha düşük bir artışla yıllık bazda %8,84 artış göstermesini ve giderlerin net satışlara oranının %3,52 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. İlerleyen yıllarda da enflasyondan olumlu ayrışabileceğini ancak uzun dönemde enflasyona yakınsayacağını düşünüyoruz. 2025 yılında operasyonel giderlerin yıllık bazda %22,7 artış göstermesini ve operasyonel giderlerin net satışlara oranının %2,86 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grafik 19 : FAVÖK ve FAVÖK Marjı



Grafik 20 : FAVÖK'ün bölgesel dağılımı



Kaynak: Aksa Enerji, Halk Yatırım Araştırma



HalkYatirimMenkulDegerler.A.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



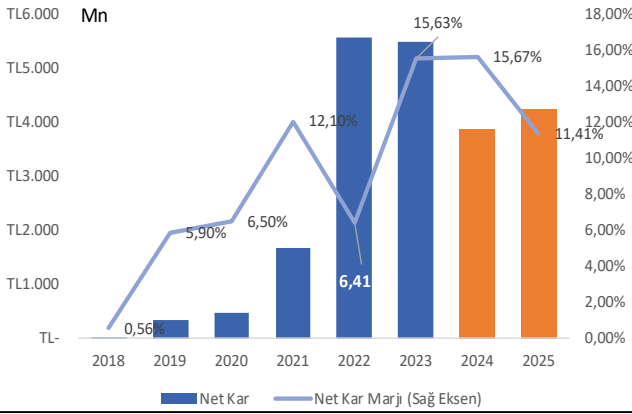
halkyatirim

# Finansallar ve Tahminler

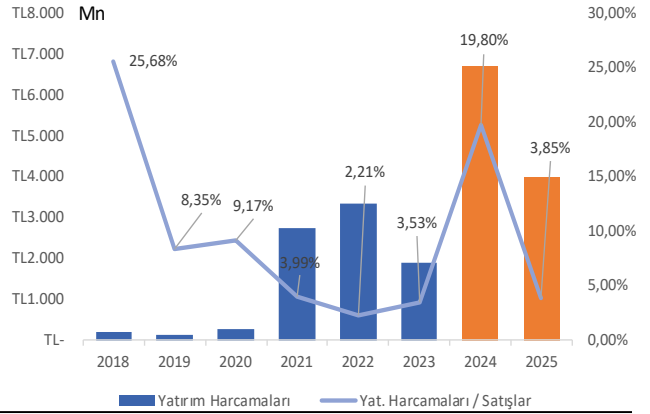
## Net Kar ve Temettü

Aksa Enerji'nin 2023'te net kar rakamı yıllık bazda %1,52 azalışla 5.497 mın TL seviyesinde gerçekleşirken, net kar marjı %15,63 seviyesinde gerçekleşmişti. Şirketin önümüzdeki dönemdeki karlılık performansında, son dönemdeki yatırımları paralelinde artan borçluluğunun baskılayıcı unsur olacağını düşünüyoruz. Ayrıca, şirketin faaliyet gösterdiği ülkelerdeki yüksek vergi oranları, vergi yükünü artıran önemli unsur olarak karşımıza çıkıyor. Buna göre şirketin 2024 yılında net karının %28,64 azalışla 3.922 mın TL seviyesinde, net kar marjının ise sınırlı bir artışla %15,67 seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. 2025 yılında karlılık tarafında ise artan net finansman giderine bağlı olarak net karlılıkta büyümenin sınırlayıcı olacağını gözlemliyoruz. Böylece, 2025 yılı net kar rakamının %24,83 artışla 4.896 mın TL seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz. 2025 yılında net kar marjının ise %12,96 oranında gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Grafik 21 : Net Kar ve Net Kar Marjı



Grafik 22 : Yatırım harcamaları / Satışlar



Kaynak: Aksa Enerji, Halk Yatırım Araştırma

Aksa Enerji, yoğun yatırımlar öncesinde de yatırımcılarına temettü ödemesi gerçekleştirmeye özen gösteriyor. Şirket, geçtiğimiz yıl elde etmiş olduğu net karın %29,1'ini temettü olarak yatırımcılara dağıtmış olup, temettü verimliliği ise %4,4 işaret etmektedir. 2024'e ilişkin temettü öngörümüz ise yatırım harcamalarının artacağı ve yüksek finansman giderinin karlılık üzerindeki baskılayıcı unsur olacağına yönelik beklentimiz doğrultusunda, geçen yıla paralel bir temettü ödemesi gerçekleştireceğini tahmin ediyoruz. 2024 yılı net karından 1.373 mın TL temettü ödemesi ve %2,62 temettü verimliliği gerçekleştireceğini öngörüyoruz. 2025 yılına ilişkin olarak ise 1.714 mın TL temettü ödemesi öngörüyoruz. Temettü verimliliğinin ise 2025 ve 2026 yıllarında da, sırasıyla %3,27, %4,80 seviyelerine kademeli bir yükseliş göstereceğini tahmin ediyoruz.



# Finansallar & Tahminler

Finansallar ve Tahminler ( m n TL)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T
<b>Net Satışlar</b>	<b>13.887</b>	<b>87.102</b>	<b>35.172</b>	<b>25.024</b>	<b>37.766</b>
Satışların Maliyeti	11.809	76.511	27.957	19.061	26.972
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.079</b>	<b>10.591</b>	<b>7.215</b>	<b>5.964</b>	<b>10.794</b>
Faaliyet Giderleri	173	612	810	881	1.081
<b>FVÖK</b>	<b>1.906</b>	<b>9.979</b>	<b>6.406</b>	<b>5.083</b>	<b>9.712</b>
Amortisman	568	2.395	1.547	1.657	2.338
<b>FAVÖK</b>	<b>2.474</b>	<b>12.374</b>	<b>7.953</b>	<b>6.740</b>	<b>12.051</b>
Finansal gelir/gider (net)	357	709	1.682	677	-1.839
Diğer gelir/gider (net)	155	-1.898	332	565	-291
<b>VÖK</b>	<b>2.400</b>	<b>8.157</b>	<b>7.142</b>	<b>6.070</b>	<b>7.583</b>
Vergi	565	1.880	1.036	1.514	1.896
<b>Net Kar/Zarar</b>	<b>1.835</b>	<b>6.277</b>	<b>6.106</b>	<b>4.556</b>	<b>5.688</b>
Azınlık Payları	155	695	609	634	792
<b>Net Kar (Ana Ortaklık Payları)</b>	<b>1.680</b>	<b>5.582</b>	<b>5.497</b>	<b>3.922</b>	<b>4.896</b>
Toplam Aktifler	20.650	55.204	64.211	65.340	75.119
Nakit ve Nakit Benzerleri	525	1.544	915	1.230	1.072
Maddi Duran Varlıklar	13.038	35.283	40.290	45.333	46.994
Stoklar	225	321	1.031	297	420
Toplam Borç	5.663	14.184	15.464	13.049	18.559
Özkaynaklar (Ana ortaklığa ait)	9.652	29.530	31.729	41.142	45.298
Piyasa Değeri	12.251	57.638	36.471	52.389	52.389
Net Borç	5.138	12.640	14.550	11.820	17.487
Azınlık Payları	932	2.884	3.344	4.336	4.774
Firma Değeri	6.181	42.114	18.577	36.233	30.128

Büyüme (%)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satış	92,07%	527,19%	-59,62%	-28,85%	50,92%
SMMM	95,74%	547,91%	-63,46%	-31,82%	41,51%
Brüt Kar	73,58%	409,49%	-31,87%	-17,35%	80,98%
Faaliyet Giderleri	36,26%	253,67%	32,23%	8,84%	22,70%
FVÖK	78,00%	423,65%	-35,81%	-20,66%	91,09%
FAVÖK	61,02%	400,25%	-35,73%	-15,25%	78,79%
VÖK	239,59%	239,82%	-12,45%	-15,00%	24,92%
Net Kar (Ana Ortaklık Payları)	257,37%	232,29%	-1,52%	-28,64%	24,83%
Toplam Borç	92,93%	150,48%	9,02%	-15,62%	42,22%
Net Borç	96,04%	146,00%	15,11%	-18,76%	47,94%
Toplam Aktifler	117,30%	167,34%	16,32%	1,76%	14,97%
Özkaynaklar	128,76%	205,95%	7,45%	29,67%	10,10%

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma Tahmin



# Finansallar & Tahminler

Marjlar (%)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T
Brüt Kar Marjı	14,97%	12,16%	20,51%	23,83%	28,58%
FVÖK	13,7%	11,46%	18,21%	20,31%	25,72%
FAVÖK	17,81%	14,21%	22,61%	26,93%	31,91%
VÖK	17,3%	9,36%	20,30%	24,26%	20,08%
Net Kar	12,1%	6,41%	15,63%	15,67%	12,96%
Amortisman	4,1%	2,75%	4,40%	6,62%	6,19%
Faaliyet Giderleri	1,25%	0,70%	2,30%	3,52%	2,86%

Karlılık Göstergeleri (%)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T
Aktif devir hızı	67,3	157,8	54,8	38,3	50,3
Aktif karlılığı	8,1	10,1	8,6	6,0	6,5
Özkaynak karlılığı	17,4	18,9	17,3	9,5	10,8

Kardıraç	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T
Borç/Aktifler	0,27x	0,26x	0,24x	0,20x	0,25x
Borç/Özsermaye	0,59x	0,48x	0,49x	0,32x	0,41x
Net Borç/Özsermaye	0,53x	0,43x	0,46x	0,29x	0,39x
Net Borç/FAVÖK	2,08x	1,02x	1,83x	1,75x	1,45x

Oranlar ve Çarpanlar	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T
Hisse Başı Kar (TL)	1,37	4,55	4,48	3,20	3,99
Hisse Başı Temettü (TL)	0,57	0,82	1,30	1,12	1,40
Temettü Verimi (%)	5,71	1,73	4,39	2,62	3,27
Net Karlılık Verimi (%)	3,21	10,65	10,49	7,49	9,35
FD/Satışlar	0,4x	0,5x	0,5x	1,4x	0,8x
FD/FAVÖK	2,5x	3,4x	2,3x	5,4x	2,5x
F/K	6,7x	9,2x	6,0x	11,5x	9,2x
PD/DD	1,3x	2,0x	1,1x	1,3x	1,2x

Kaynak: Halk Yatırım Araştırma Tahmin



# Künye & Çekince

## Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış

TUT: %0 ile %20 aralığında artış

SAT : %0'ın altında azalış

## Halk Yatırım Araştırma

[Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr](mailto:Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr)

+90 216 285 09 00

Banu KIVCI TOKALI	Araştırma Direktörü	<a href="mailto:BTokali@halkyatirim.com.tr">BTokali@halkyatirim.com.tr</a> +90 216 547 81 88
İlknur TURHAN	Müdür Perakende, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Gıda	<a href="mailto:ITurhan@halkyatirim.com.tr">ITurhan@halkyatirim.com.tr</a> +90 216 547 81 85
Ayşegül BAYRAM	Yönetmen Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt	<a href="mailto:ABayram@halkyatirim.com.tr">ABayram@halkyatirim.com.tr</a> +90 216 547 87 30
Yasin SARIHAN	Uzman Otomotiv, Dayanıklı Tüketim, Gıda & İçecek, Enerji	<a href="mailto:YSarihan@halkyatirim.com.tr">YSarihan@halkyatirim.com.tr</a> +90 216 547 87 26
İdil Su KESKEN SÖNMEZ	Uzman Bankacılık	<a href="mailto:IdiS@halkyatirim.com.tr">IdiS@halkyatirim.com.tr</a> +90 216 547 81 70
Kerem DEMİRTAŞ	Uzman Havacılık	<a href="mailto:KDemirtas@halkyatirim.com.tr">KDemirtas@halkyatirim.com.tr</a> +90 216 547 87 45

### ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim