

Rüzgarı Arkasına Alan Şirket

Akfen Yenilenebilir Enerji'yi %42 getiri potansiyeli ile hisse başına 23,00 TL hedef fiyat ve “endeks üzeri getiri” önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Akfen Yenilenebilir Enerji, Türkiye’de altyapı, enerji, ulaşım ve gayrimenkul gibi çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren Akfen Holding’in yenilenebilir enerji alanına odaklanan iştirakidir. 2007’de kurulmuş olan Akfen Yenilenebilir Enerji, Mart 2023’te halka arz edilip Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamıştır.

Şirket, hidroelektrik, güneş ve rüzgâr enerji tesislerinden oluşan toplam **783 MW’lık** kurulu güce sahip olmakla birlikte, 2027 sonuna kadar kapasitesini **1198 MW’a** çıkaracak iki büyük yatırım planlamaktadır. 783 MW’lık portföyünün %73’ü Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamındadır. Elektrik satışlarının USD’a endeksli, sabit bir fiyatla olması nedeniyle YEKDEM kapsamı gelir istikrarı sağlamaktadır. Faaliyetlerini Türkiye’nin çeşitli bölgelerine yaymış olan şirket, **üretimini değişen iklimsel koşullardan korumaktadır.**

Akfen Yenilenebilir Enerji, yakın zamanda yatırım stratejisini güneş ve rüzgâr üretimini birleştiren **hibrit enerji santralleri** üzerine şekillendirmiştir. Bu tarz tesisler güneş ve rüzgâr enerjisini aynı sahada toplayarak ve iki kaynağın mevsimsel ve saatlik üretim farklılıklarını dengeleyerek **enerji tesisinde verimliliği arttırır.** Ek olarak, şirket 2027 yılında toplam 310 MW boyutunda bataryalı RES ve GES projelerini devreye sokarak ‘uzun vadede verimlilik’ temasını devam ettirmekle birlikte **sürdürülebilir bir santral yapısı** için değerli bir adım atmaktadır.

Güçlü uzun vadeli yatırım planları, yüksek oranlı YEKDEM kapsamı üzerinden tarife bazlı geliri ve geleceğe dönük hibrit tesis portföyü ile Akfen’in istikrarlı gelir üretiminden ölçülü büyüme sürecine geçiş yapacağını öngörüyoruz.

AKFYE, elektrik fiyatlarının enflasyonun gerisinde kalmasıyla, son bir yılda BIST 100 endeksinin %37 altında performans göstermiştir. Dolar bazlı ileriye dönük F/K ve FD/FAVÖK değerlendirmemize göre şirket küresel benzerlerine göre ortalama %40 iskonto ile işlem görmektedir.

Şirketin temel risk faktörleri arasında mevzuat değişimleri, depolama entegreli sistemlerde yasal belirsizlikler ve kuraklık gibi çevresel faktörlerin hidroelektrik üretimi üzerinde olumsuz etkileri yer almaktadır. Elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalar ve finansman koşullarında yaşanabilecek zorluklar da getirileri etkileyebilir. Ancak Akfen’in çeşitlendirilmiş varlık yapısı, kısa ve orta vadedeki yatırım ve geliştirme faaliyetleri, düşük borçluluk oranı ile benzerlerine kıyasla görece dayanıklı konumda olduğunu düşünüyoruz.

Akfen Yenilenebilir Enerji

42% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	AKFYE TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	16.19
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	23.00
Getiri Potansiyeli	42%
Fili Dolaşım Oranı	28.43%
Piyasa değeri, milyon TL	19,379
Piyasa değeri, milyon ABD doları	488
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0.00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0.13%
Yabancı Yatırımcı Oranı	40.39%
Emeklilik Fonları Oranı	0.00%
Yatırım Fonları Oranı	17.23%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 01/07/2025 itibarıyla

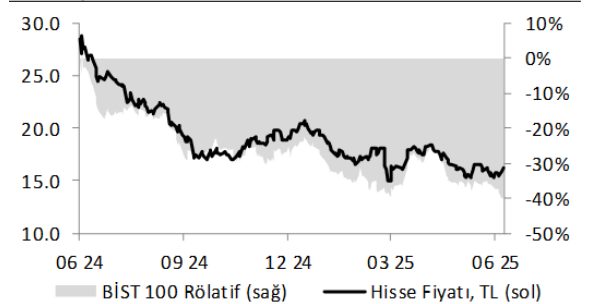
Finansallar, Milyon \$	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	148	144	152	173
Gelir Büyümesi	-2%	-3%	5%	14%
Brüt Kâr	75	56	65	74
Brüt Kâr Marjı	50%	39%	43%	43%
FAVÖK	95	82	103	118
FAVÖK Marjı	64%	57%	68%	69%
Net Kâr	154	5	31	37
Net Kâr Marjı	104%	3%	20%	21%
Net Borç	295	196	196	99
Net Borç /FAVÖK	3.1	2.4	1.9	0.8
F/K	3.2	138.9	15.8	13.3
PD/DD	0.7	0.6	0.5	0.4
FD/FAVÖK	8.3	10.5	6.9	6.0

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Akfen Holding A.Ş.	676	56.4%
Akfen International Holding B.V.	181	15.1%
Diğer	340	28.4%
Toplam	1,197	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BIST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	3.8%	-0.7%	-15.7%	-38.9%
Rölatif	-7.1%	-4.3%	-19.1%	-37.3%
İşlem Hacmi milyon \$	1.1	1.8	2.0	2.7

Kaynak: BIST, Finnet

Analistler:

Sadrettin BAĞCI

Murat İbrahim ŞENCAN

Alp İSBİR

arastirma@phc.com.tr

Finansal Bilgiler

Bilanço (Milyon \$)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Varlıklar								
Toplam Dönen Varlıklar	76.1	57.8	69.3	58.3	159.3	105.3	141.2	150.7
Nakit ve Nakit Benzerleri	48.3	38.7	32.8	32.7	129.7	76.3	103.5	114.8
Ticari Alacaklar	24.1	15.9	13.5	15.2	19.5	19.1	24.8	23.7
Stoklar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Diğer	3.7	3.2	22.9	10.4	10.0	9.8	12.8	12.2
Duran Varlıklar	876.0	1,114.7	1,334.6	1,372.8	1,324.1	1,611.3	1,551.5	1,494.8
Duran Varlıklar	855.2	1,083.4	1,297.4	1,335.6	1,286.9	1,574.1	1,514.3	1,457.6
Diğer	20.8	31.3	37.2	37.2	37.2	37.2	37.2	37.2
Toplam Varlıklar	952.2	1,172.5	1,403.9	1,431.1	1,483.4	1,716.5	1,692.7	1,645.5
Yükümlülükler								
Kısa Vadeli Yükümlülükler	127.9	106.6	81.9	78.4	94.0	132.4	136.2	123.3
Kısa Vadeli Borçlanmalar	84.0	81.4	46.0	46.0	46.0	86.1	76.1	66.1
Ticari Borçlar	27.7	13.9	27.4	21.6	31.2	30.1	39.0	37.2
Diğer	16.2	11.2	8.6	10.8	16.9	16.2	21.1	20.1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	448.8	373.2	294.4	294.4	294.4	454.2	414.2	374.3
Uzun Vadeli Borçlanmalar	323.4	252.2	182.8	182.8	182.8	342.6	302.7	262.7
Diğer	125.4	120.9	111.6	111.6	111.6	111.6	111.6	111.6
Toplam Yükümlülükler	576.7	479.7	376.3	372.8	388.4	586.6	550.4	497.6
Özkaynaklar	375.5	692.8	1,027.6	1,058.3	1,095.0	1,129.9	1,142.2	1,147.9

Gelir Tablosu	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Ciro	150.4	147.9	144.2	151.6	172.6	169.2	219.8	209.3
Gelir Büyümesi	3.5%	-1.6%	-2.5%	5.1%	13.9%	-2.0%	29.9%	-4.8%
Satılan Malların Maliyeti	61.5	73.3	87.8	86.4	98.4	94.7	123.1	117.2
Brüt Kâr	88.9	74.6	56.4	65.2	74.2	74.4	96.7	92.1
Brüt Kâr Marjı	59.1%	50.4%	39.1%	43.0%	43.0%	44.0%	44.0%	44.0%
Faaliyet Giderleri	4.1	4.7	7.2	7.6	8.6	8.0	9.9	8.9
Faaliyet Giderleri Artışı	9.0%	16.6%	51.7%	5.5%	13.9%	-6.9%	23.1%	-10.0%
FVÖK	84.8	69.9	49.2	57.6	65.6	66.4	86.8	83.2
FVÖK Marjı	56.4%	47.2%	34.1%	38.0%	38.0%	39.3%	39.5%	39.8%
Diğer Faaliyetlerden Gelirler/Giderler	9.3	65.7	-38.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operasyonel Kâr	94.2	135.6	10.6	57.6	65.6	66.4	86.8	83.2
Operasyonel Marj	62.6%	91.6%	7.3%	38.0%	38.0%	39.3%	39.5%	39.8%
Finansal Gelirler/Giderler	-59.5	-66.8	-59.5	-16.7	-16.7	-19.8	-28.5	-23.1
Diğer Gelir/Giderler	0.0	44.9	21.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vergi Öncesi Kâr	38.5	115.2	-29.9	40.9	48.9	46.6	58.3	60.1
Vergi Oranı	-10%	-34%	116%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Giderleri	-3.8	-39.1	-34.7	10.2	12.2	11.6	14.6	15.0
Net Kâr	42.3	154.3	4.8	30.7	36.7	34.9	43.7	45.1
Net Kâr Marjı	28.2%	104.3%	3.3%	20.3%	21.3%	20.7%	19.9%	21.5%
Amortisman	30.5	25.5	32.8	45.5	52.8	50.7	65.9	62.8
FAVÖK	115.4	95.4	82.1	103.1	118.4	117.1	152.7	146.0
FAVÖK Marjı	76.7%	64.5%	56.9%	68.0%	68.6%	69.3%	69.5%	69.8%

Nakit Akış Tablosu	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	5.5	12.1	4.1	32.8	32.7	129.7	76.3	103.5
Net Kar	42.3	154.3	4.8	30.7	36.7	34.9	43.7	45.1
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit	132.3	73.7	28.5	83.5	101.1	84.5	114.8	106.8
Net Kar Düzeltmeleri	130.6	-62.1	38.0	45.5	52.8	50.7	65.9	62.8
Amortisman	30.5	25.5	32.8	45.5	52.8	50.7	65.9	62.8
İşletme Sermayesindeki Değişim	40.6	18.4	14.3	-7.3	-11.6	1.2	-5.2	1.1
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	2.3	-5.4	-56.0	-83.6	-4.1	-337.9	-6.2	-6.2
Finansal Faal. Kaynaklanan Nakit	-128.0	-79.1	18.1	0.0	0.0	200.0	-81.4	-89.4
Finansal Borçlardaki Değişim	-99.4	-58.1	-50.5	0.0	0.0	200.0	-50.0	-50.0
Ödenen Temettüleri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-31.4	-39.4
Toplam Nakit Akışı	7.6	-8.7	1.1	-0.1	97.0	-53.4	27.2	11.3
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	13.1	3.4	32.8	32.7	129.7	76.3	103.5	114.8

Rasyo Analizi	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
F/K	0.0	3.2	138.9	15.8	13.3	13.9	11.1	10.8
FD/FAVÖK	3.1	8.3	10.5	6.9	6.0	6.1	4.6	4.9
PD/DD	0.0	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Özkaynak Karlılığı	10.6%	28.9%	0.6%	2.9%	3.4%	3.1%	3.9%	3.9%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	8.1%	6.1%	3.3%	3.5%	4.0%	3.7%	4.5%	4.5%
NİS / Satışlar	-10.7%	-4.1%	0.3%	-4.5%	-10.7%	-10.2%	-10.2%	-10.2%
Cari Oran	0.6	0.5	0.8	0.7	1.7	0.8	1.0	1.2
Net Borç	359.1	295.0	196.0	196.1	99.0	352.5	275.2	214.0
Net Borç / FAVÖK	3.1	3.1	2.4	1.9	0.8	3.0	1.8	1.5
Net Borç / Özkaynaklar	1.0	0.4	0.2	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	8.1%

Kaynak: Şirket Verisi, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Operasyonel Görünüm

Akfen Yenilenebilir Enerji, 2007 yılında kurulmuş olup Türkiye'nin köklü holdinglerinden biri olan AKFEN Holding'in bir iştirakidir. 1976 yılında Hamdi Akın tarafından kurulan Akfen Holding, altyapı, inşaat, enerji, ulaşım ve gayrimenkul gibi Türk ekonomisinin kilit sektörlerinde neredeyse elli yıllık deneyime sahiptir. Liman işletmeciliği, deniz taşımacılığı, turizm, madencilik ve atık yönetimi gibi özelleşmiş alanlara da açılarak, yenilenebilir enerji yatırımları için sağlam bir deneyim ve stratejik derinlik kazanmıştır.

Akfen Yenilenebilir Enerji, Türkiye'nin zengin doğal kaynaklarını değerlendirerek ve yenilenebilir enerjiye yönelik artan destekten faydalanarak özellikle son beş yılda ivme kazanmıştır. Şirketin faaliyetleri; elektrik üretim tesislerinin satın alınması, işletilmesi ve geliştirilmesini kapsamaktadır. Akfen, hidroelektrik, güneş ve rüzgâr santrallerinden elektrik üretmekte ve üretilen elektriği satmaktadır.

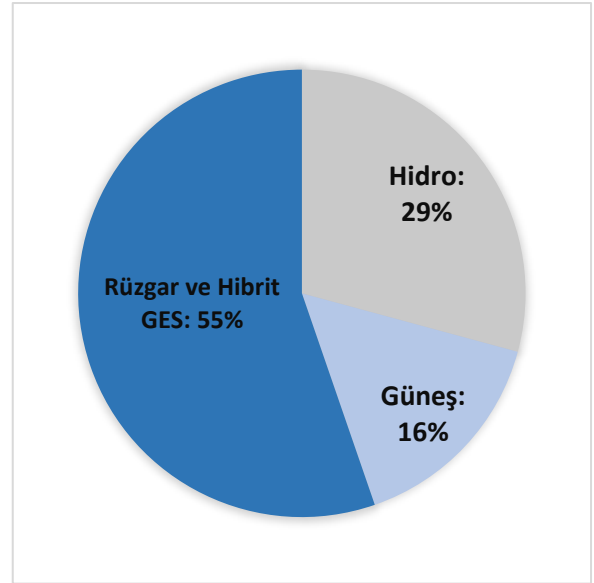
Şirketin portföyünde bulunan santral tipleri:

- **Hidroelektrik Enerji Santralleri (HES)**
- **Güneş Enerji Santralleri (GES)**
- **Rüzgar Enerji Santralleri (RES) ve Hibrit Güneş Enerji Santralleri (Hibrit GES)**

Şirket, 2007 – 2014 yılları arasında yalnızca hidroelektrik santrallerden oluşan bir portföy ile faaliyet gösterdi. 2014 – 2024 döneminde ise Türkiye'nin rüzgarlı ve güneşli ikliminden faydalanarak yatırımlarını rüzgar ve güneş santrallerine yoğunlaştırdı. İlk defa 2025 yılında hibrit santral geliştirmeye başladı, bu yıla kadar biriktirdiği arazi dikkate alındığında bunun oldukça iyi bir iş planı olduğu söylenebilir. Şirket, söz konusu 16 yıllık süreçte yalnızca hidroelektrikten oluşan 7 MW'lık kurulu gücünü çoklu kaynağa dayalı 783,09 MW'a çıkardı.

Tesisler Hakkında

- **Hidroelektrik Enerji Santralleri (HES)** uzun vadede düşük maliyetlidirler ve düzenli su akışının olduğu bölgelerde verimli şekilde çalışırlar.
- **Güneş Enerji Santralleri (GES)** gündüzleri iyi performans gösterirler, bakım ihtiyaçları düşüktür.
- **Rüzgar Enerji Santralleri (RES)** genellikle yüksek rakımlı ya da kıyı bölgelerde en fazla enerjiyi dönüştüren ve verimli şekilde çalışan sistemlerdir.
- **Hibrit Tesisler** güneş güneş ve rüzgar sistemlerinin aynı araziye entegre edilmesi ile verimlilik artar ve kaynakların mevsimselliğinden faydalanarak enerji üretimindeki dalgalanmalar dengelenir. Bu sistemler, **altyapıdan maksimum getiri elde edilmesini sağlar ve farklı zaman dilimlerinde arzı dengeler.**



Portföy Dağılımı (Mayıs 2025)

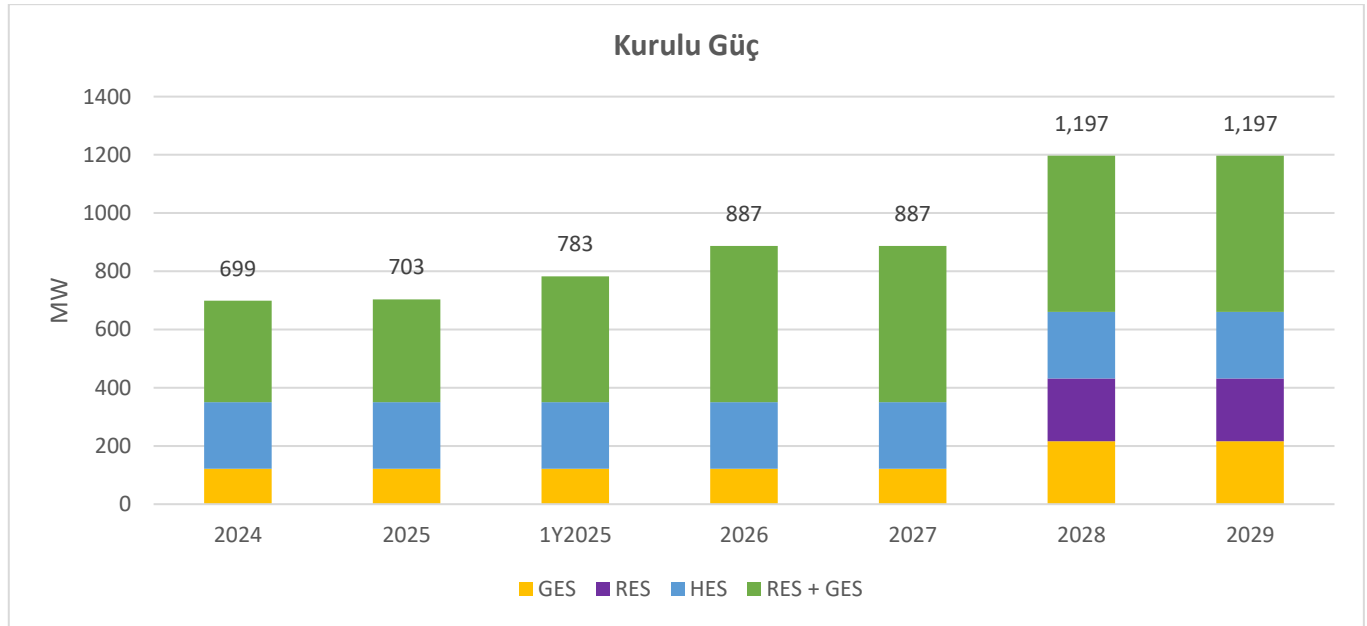
Rüzgâr ve güneş enerjisi **birbirini tamamlayıcı niteliktedir**; rüzgâr üretimi kış aylarında ve gece saatlerinde daha yüksekken güneş enerjisi yaz aylarında ve gündüz saatlerinde daha yüksektir.

Portföy Dağılımı

Akfen Yenilenebilir Enerji toplamda **783,09 MW** kurulu güce sahip **59 enerji santrali** yönetmektedir. Varlıkları:

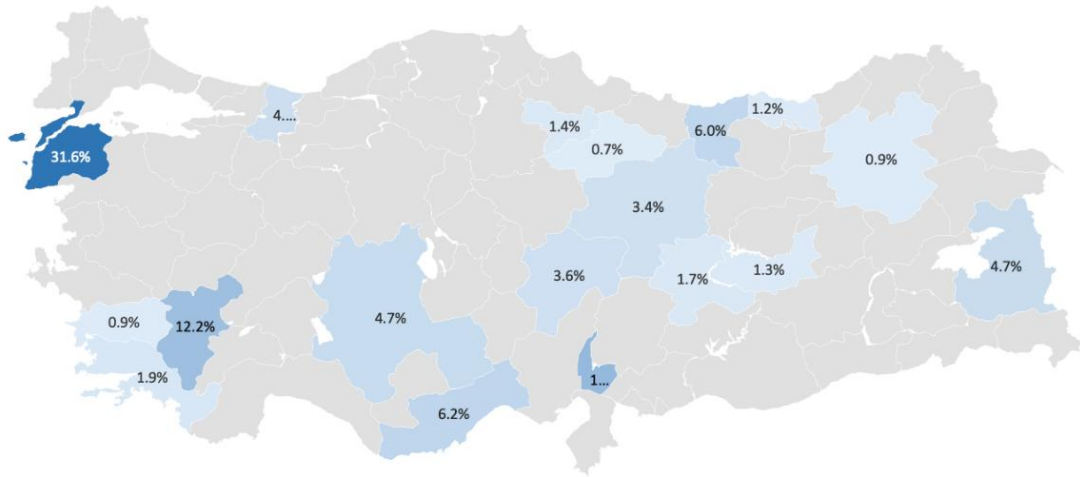
- **Hidroelektrik Santralleri: 228,75 MW**
Portföyde 12 lisanslı santral bulunmaktadır; üretimin büyük bölümü Mersin, Sakarya, Kayseri, Sivas ve Giresun illerinde gerçekleşmektedir. HES'ler için YEKDEM kapsamı 2027 yılına kadar kademeli olarak sürmektedir.
- **Güneş Enerji Santralleri: 121,41 MW**
GES kurulu gücünün **%79'u** lisanslı santrallerden oluşmaktadır. Kapasitesi yüksek, lisanslı GES'ler, 2028 sonundan 2030 sonuna kadar değişen sürelerle YEKDEM kapsamında yer almaktadır. Lisanssız santrallerin teşvik süreleri ise daha erken sona ermektedir.
- **Rüzgar Enerji Santralleri: 348,90 MW**
Tamamı Çanakkale, Osmaniye ve Denizli'de konumlanmıştır. Üretim kapasitesi en yüksek RES'ler 2029 sonuna kadar YEKDEM kapsamındadır. Bu durum, şirketin en büyük elektrik üretim kalemi olan rüzgâr enerjisinde **orta vadeli gelir garantisi** sağlamaktadır.
- **Hibrit GES: 84.03 MW**
Üç rüzgâr santral bölgesiyle aynı sahada konumlanmış olan bu projeler lisanslıdır ve 2026–2029 döneminde YEKDEM kapsamındadır. Hibrit GES'ler 2025 yılında faaliyete geçmiş olmalarına rağmen kayda değer bir enerji üretimi sağlamaktadır.

Mayıs 2025'ten itibaren şirketin kurulu kapasitesinin **%73'ü YEKDEM** kapsamında olup **2026 ile 2030** yılları arasında bu oran kademeli düşecek olsa da orta vadede sabit gelir sağlamaktadır. Buna ek olarak, şirket batarya depolama sistemine sahip rüzgâr ve güneş projeleri geliştirmekte olup **2028** yılına kadar **310 MW** ilave kurulu güç hedeflemektedir. Akfen'in santrallerinin coğrafi çeşitliliği ve hibrit tesislerin portföy içindeki payının artması, **mevsimsel dalgalanmaların etkisini azaltmakta ve istikrarlı enerji üretimini mümkün kılmaktadır.**



Kurulu Güç Değişimi

% of Megawatts (MW) Produced by City



Figür 3: 2025 Yıl Sonu Şehir başına Kurulu Güç Oranları

Kurulu Güç

Bu kurulu güç tablosu, kurulu güç projeksiyon grafiğinin temelini oluşturmaktadır.

2025 yıl sonuna kadar, çeşitli rüzgar santralleri **1)** toplamda 86 MW'lık GES entegre edilerek hibrit tesise dönüştürülecek (2 MW'lık kısmı 2025 sonuna kadar devreye girecek) ve **2)** RES kapasitesi 102 MW artacak ve bu kapasitenin de 2025 yılının ikinci yarısında devreye alınmasını bekliyoruz. **2026 yılı itibarıyla AKFYE mevcut projeleri ile kurulu gücünü 188,1 MW arttıracak.**

2028 ve sonrasında görülen kapasite artışı, şirketin batarya depolama sistemine (EDT) sahip 310 MW'lık güneş ve rüzgar projesinin devreye alınmasını yansıtmaktadır. Bu projelerin **2028 yılı itibarıyla faaliyete geçeceği** varsayılmaktadır. Ayrıca, Akfen'in **mevcut varlıklarına ilişkin lisansları yenilemeye devam edeceği**, yani en azından kurulu gücünü koruması varsayılmaktadır.

Kurulu Güç (MW)

Santral İsmi	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T
Amasya GES - Lisanssız	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
ÇALIKOBASI HES	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1	18.1
ÇAMLICA3 HES	28.5	28.5	28.5	28.5	28.5	28.5
DEMİRCİLER HES	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
DEMİRCİLER RES + GES	23.3	23.3	36.6	36.6	36.6	36.6
Denizli (GES) - Lisanssız	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
DENİZLİ RES + GES	74.8	74.8	105.2	105.2	105.2	105.2
DOĞANÇAY HES PAMUKOVA	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6
DORUK HES	28.9	28.9	28.9	28.9	28.9	28.9
EDT GES	0.0	0.0	0.0	0.0	95.0	95.0
EDT RES	0.0	0.0	0.0	0.0	215.0	215.0
GELİNKAYA HES	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
HASANOBA RES + GES	51.0	51.0	88.9	88.9	88.9	88.9
İOTA M.FIRINCI GES	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
Karine GES - Lisanssız	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
KAVAKÇALI HES	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
KOCALAR RES + GES	30.6	30.6	65.1	65.1	65.1	65.1
ME-SE GES	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
MT GES	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
OMİCRON ENGİL208 GES	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
OMİCRON ERCİŞ GES	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
OTLUCA HES MERSİN	48.8	48.8	48.8	48.8	48.8	48.8
PSİ ENGİL 207 GES	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
SARAÇBENDİ HES	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3	26.3
SARITEPE RES + GES	57.0	61.0	79.6	79.6	79.6	79.6
SEKİYAKA HES	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
SIRMA HES	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
SOLENTGRE GES	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
Solentegre GES - Lisanssız	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Tokat (GES) - Lisanssız	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
ÜÇPINAR RES + GES	112.2	112.2	161.7	161.7	161.7	161.7
YAĞMUR HES	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
YAYSUN GES	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1	12.1
Yaysun GES - Lisanssız	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Toplam (MW)	699.1	703.0	887.2	887.2	1,197.2	1,197.2

*Kurulu Güç Tahminleri Yılbaşı İtibarıyla

Kapasite Faktörleri

Bu tablo, santral ve yıla göre kapasite faktörlerini özetleyerek gelir tahminlerimizin temelini oluşturmaktadır. Öngörülebilir gelecekte kapasite faktörünün **%22–23 bandında stabilize olması beklenmektedir**. 2028 yılındaki artış, depolamalı (EDT) güneş ve rüzgar santrallerinin devreye alınmasıyla ilgilidir; GES'ler %45, RES'ler ise %21 kapasite faktörüyle sisteme dahil olarak ilerdeki yıllarda ortalama verimliliği doğrudan yukarı çekecektir. Kapasite faktörlerinde gözlemlenen kademeli düşüş, varlıkların performansındaki doğal azalmayı ve değişkenliklere yönelik temkinli varsayımlarımızı yansıtmaktadır. Bu varsayımımıza rağmen, kapasite faktörlerinin ortalama seviyesi, **portföydeki santral çeşitliliği ve yeni ekipmanların yüksek verimliliği sayesinde korunmaktadır**.

Kapasite Faktörü

Santral İsmi	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Amasya GES - Lisanssız	0.173	0.166	0.165	0.164	0.163	0.163
ÇALIKOBASI HES	0.083	0.204	0.203	0.202	0.201	0.200
ÇAMLICA3 HES	0.104	0.100	0.099	0.099	0.098	0.098
DEMİRCİLER HES	0.179	0.206	0.205	0.204	0.203	0.202
DEMİRCİLER RES + GES	0.256	0.259	0.257	0.256	0.255	0.254
Denizli (GES) - Lisanssız	0.188	0.178	0.178	0.177	0.176	0.175
DENİZLİ RES + GES	0.279	0.298	0.297	0.295	0.294	0.292
DOĞANÇAY HES PAMUKOVA	0.280	0.372	0.371	0.369	0.367	0.365
DORUK HES	0.200	0.321	0.319	0.318	0.316	0.314
EDT GES	0.000	0.000	0.000	0.000	0.210	0.209
EDT RES	0.000	0.000	0.000	0.000	0.450	0.448
GELİNKAYA HES	0.145	0.203	0.202	0.201	0.200	0.199
HASANOBA RES + GES	0.296	0.288	0.286	0.285	0.284	0.282
İOTA M.FIRINCI GES	0.177	0.178	0.177	0.176	0.175	0.174
Karine GES - Lisanssız	0.186	0.183	0.183	0.182	0.181	0.180
KAVAKÇALI HES	0.206	0.225	0.224	0.223	0.222	0.221
KOCALAR RES + GES	0.413	0.419	0.417	0.415	0.413	0.411
ME-SE GES	0.173	0.179	0.178	0.177	0.177	0.176
MT GES	0.191	0.189	0.188	0.187	0.186	0.185
OMICRON ENGİL208 GES	0.198	0.196	0.195	0.194	0.193	0.192
OMICRON ERCİŞ GES	0.199	0.196	0.195	0.194	0.193	0.192
OTLUCA HES MERSİN	0.341	0.242	0.241	0.239	0.238	0.237
PSİ ENGİL 207 GES	0.200	0.202	0.201	0.200	0.199	0.198
SARAÇBENDİ HES	0.215	0.248	0.246	0.245	0.244	0.243
SARITEPE RES + GES	0.294	0.292	0.291	0.289	0.288	0.286
SEKİYAKA HES	0.401	0.375	0.373	0.371	0.370	0.368
SIRMA HES	0.099	0.105	0.104	0.104	0.103	0.102
SOLENTGRE GES	0.173	0.173	0.172	0.171	0.170	0.169
Solentegre GES - Lisanssız	0.175	0.163	0.162	0.161	0.161	0.160
Tokat (GES) - Lisanssız	0.170	0.170	0.169	0.168	0.167	0.166
ÜÇPINAR RES + GES	0.339	0.345	0.343	0.342	0.340	0.338
YAĞMUR HES	0.254	0.240	0.238	0.237	0.236	0.235
YAYSUN GES	0.187	0.184	0.183	0.182	0.182	0.181
Yaysun GES - Lisanssız	0.114	0.110	0.110	0.109	0.109	0.108
Ortalama	0.215	0.225	0.224	0.223	0.228	0.227

*PhillipCapital Araştırma Tahminleri

Elektrik Üretimi ve Karbon Geliri

Kapasite faktörleri belirlendikten sonra, elektrik üretimini tahmin etmek oldukça basit bir sürece dönüşmektedir. Kurulu gücün kapasite faktörü ile çarpılması, saatlik ortalama elektrik üretim tahminini verir. Bu değer 8760 (24 saat × 365 gün) ile çarpılması ise, bir yıl için tahmini elektrik üretimini oluşturur.

$$\text{Üretilen Elektrik} = \text{Kurulu Güç} \times \text{Kapasite Faktörü} \times 8760$$

Hesabımızı tam bir yıla göre yapmamız, kesintisiz operasyon varsayımına dayanır. Gerçekte yerel şebeke tıkanıklıkları, düzenleyici sınırlamalar gibi farklı etkenler kısmi üretim kayıplarına yol açabilir. Zamanla verimlilikteki düşüşe bağlı olarak, **yıllar içinde kademeli bir üretim azalışını da modelimize dahil ediyoruz**.

Yenilenebilir kaynaklardan elde edilen üretim, karbon geliri üzerinde de olumlu etki yaratır. Mevcut santrallerde üretimin artırılması, karbon üzerinden uzun vadeli gelir beklentilerini destekleyerek, yenilenebilir enerji üreticileri için verimliliği artırmaya yönelik sağlıklı bir döngü oluşturur.

Aşağıdaki tablo her yıl için elektrik üretimi tahminimizi göstermektedir.

Kısa vadede üretim tahminleri, iklimsel değişiklikler nedeniyle önemli farklılıklar gösterebilir. Ancak, orta vadede (3 yıl ve daha uzun süreler) bu tahminlerin görece daha doğru ve istikrarlı olacağı öngörülmektedir.

Yenilenebilir kaynaklardan daha yüksek üretim seviyeleri, karbon gelirini olumlu etkiler. Mevcut santrallerde üretimin artırılması, uzun vadeli gelir beklentilerini daha da destekleyerek yenilenebilir enerji üreticilerinin verimliliğini artırmalarını sağlar.

Elektrik Üretimi (GWh)

Santral İsmi	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Amasya GES - Lisanssız	17.0	16.3	16.2	16.1	16.1	16.0
ÇALIKOBASI HES	13.2	32.3	32.1	32.0	31.8	31.7
ÇAMLICA3 HES	25.9	24.9	24.8	24.7	24.5	24.4
DEMİRCİLER HES	13.6	15.7	15.6	15.5	15.5	15.4
DEMİRCİLER RES + GES	52.2	82.8	82.4	82.0	81.6	81.2
Denizli (GES) - Lisanssız	12.2	11.6	11.5	11.5	11.4	11.4
DENİZLİ RES + GES	183.1	207.1	273.2	271.9	270.5	269.1
DOĞANÇAY HES PAMUKOVA	77.6	103.1	102.6	102.1	101.6	101.1
DORUK HES	50.7	81.2	80.8	80.4	80.0	79.6
EDT GES	0.0	0.0	0.0	0.0	174.8	173.9
EDT RES	0.0	0.0	0.0	0.0	847.5	843.3
GELİNKAYA HES	9.0	12.6	12.5	12.5	12.4	12.3
HASANOBA RES + GES	132.5	149.8	223.1	222.0	220.8	219.7
İOTA M.FİRİNCİ GES	20.1	20.2	20.1	20.0	19.9	19.8
Karine GES - Lisanssız	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
KAVAKÇALI HES	20.6	22.6	22.5	22.4	22.3	22.2
KOCALAR RES + GES	110.7	130.5	237.5	236.3	235.2	234.0
ME-SE GES	18.4	19.0	18.9	18.8	18.7	18.6
MT GES	20.2	20.0	19.9	19.8	19.7	19.6
OMICRON ENGİL208 GES	21.0	20.8	20.7	20.6	20.5	20.4
OMICRON ERCİŞ GES	21.0	20.8	20.7	20.6	20.5	20.4
OTLUCA HES MERSİN	145.8	103.3	102.8	102.3	101.8	101.2
PSİ ENGİL 207 GES	22.7	22.9	22.8	22.7	22.6	22.4
SARAÇBENDİ HES	49.5	57.0	56.7	56.4	56.1	55.9
SARITEPE RES + GES	147.0	179.1	202.6	201.6	200.6	199.6
SEKİYAKA HES	12.4	11.6	11.5	11.5	11.4	11.4
SIRMA HES	5.8	6.1	6.1	6.0	6.0	6.0
SOLENTGRE GES	13.7	13.7	13.6	13.6	13.5	13.4
Solentegre GES - Lisanssız	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Tokat (GES) - Lisanssız	8.3	8.3	8.3	8.2	8.2	8.1
ÜÇPINAR RES + GES	333.5	460.1	486.7	484.2	481.8	479.4
YAĞMUR HES	20.4	19.3	19.2	19.1	19.0	18.9
YAYSUN GES	19.8	19.5	19.4	19.3	19.2	19.1
Yaysun GES - Lisanssız	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Toplam (GWh)	1,600	1,894	2,187	2,176	3,188	3,172

*PhillipCapital Araştırma Tahminleri

Satış Fiyatları

Şirketin varlık dağılımı, satış fiyatı açısından olumlu görünmektedir; santrallerin çoğu, nispeten daha yüksek elektrik satış fiyatlarının olduğu bölgelerde yer almaktadır. Bununla birlikte, EDT güneş (GES) ve rüzgâr (RES) santrallerine ilişkin fiyat belirsizlikleri nedeniyle temkinli varsayımlarda bulunduk.

Elektrik piyasa takas fiyatının (PTF) 67 USD/MWh seviyesinde sabit kalacağını varsaydık.

Elektrik Satış Fiyatı (USD/MWh)

Santral İsmi	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Amasya GES - Lisanssız	133	133	133	133	67	67
ÇALIKOBASI HES	73	73	73	73	67	67
ÇAMLICA3 HES	68	67	67	67	67	67
DEMİRCİLER HES	68	67	67	67	67	67
DEMİRCİLER RES + GES	73	73	73	67	67	67
Denizli (GES) - Lisanssız	133	133	67	67	67	67
DENİZLİ RES + GES	79	73	73	73	73	73
DOĞANÇAY HES PAMUKOVA	73	67	67	67	67	67
DORUK HES	73	67	67	67	67	67
EDT GES	0	0	0	0	50	50
EDT RES	0	0	0	0	50	50
GELİNKAYA HES	68	67	67	67	67	67
HASANOBA RES + GES	79	73	73	73	73	73
İOTA M.FIRINCI GES	137	137	133	133	133	133
Karine GES - Lisanssız	133	133	133	133	67	67
KAVAKÇALI HES	68	67	67	67	67	67
KOCALAR RES + GES	79	73	73	73	73	73
ME-SE GES	133	133	133	133	133	67
MT GES	133	133	133	133	133	67
OMİCRON ENGİL208 GES	133	133	133	133	133	67
OMİCRON ERCİŞ GES	133	133	133	133	133	67
OTLUCA HES MERSİN	68	67	67	67	67	67
PSİ ENGİL 207 GES	137	133	133	133	133	133
SARAÇBENDİ HES	68	67	67	67	67	67
SARITEPE RES + GES	73	73	73	67	67	67
SEKİYAKA HES	73	73	67	67	67	67
SIRMA HES	68	67	67	67	67	67
SOLENTEGRE GES	133	133	133	67	67	67
Solentegre GES - Lisanssız	133	133	133	133	67	67
Tokat (GES) - Lisanssız	133	133	133	133	67	67
ÜÇPINAR RES + GES	79	73	73	73	73	67
YAĞMUR HES	68	67	67	67	67	67
YAYSUN GES	133	133	133	133	133	67
Yaysun GES - Lisanssız	68	67	67	67	67	67

*PhillipCapital Araştırma Tahminleri

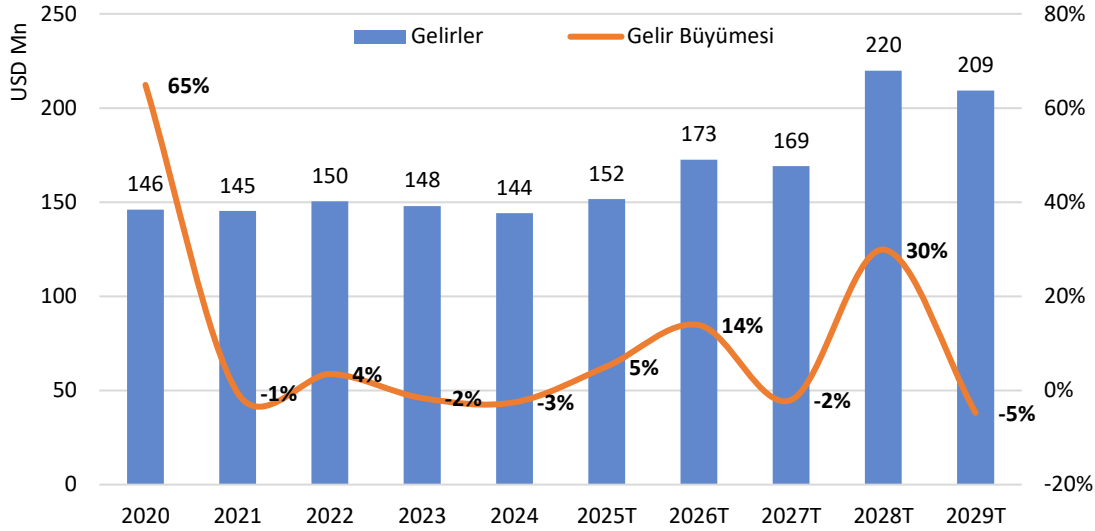
Gelir Tahmini

Geliri tahmin etmek için **1)** her santralin GWh cinsinden yıllık elektrik üretimini 1.000 ile çarparak MWh'ye çeviriyoruz, **2)** santralin elektrik satış fiyatı (USD/MWh) ile çarpıyoruz, ve **3)** 1.000.000'e bölerek geliri milyon dolar (USD Mn) cinsinden ifade ediyoruz. Sadeleştirildikten sonra formül şöyledir:

$$\text{Gelir} = \text{Üretilen Elektrik} \times \text{Elektrik Satış Fiyatı} / 1000 + \text{Karbon Geliri}$$

Tahmini Ciro (Mn USD)

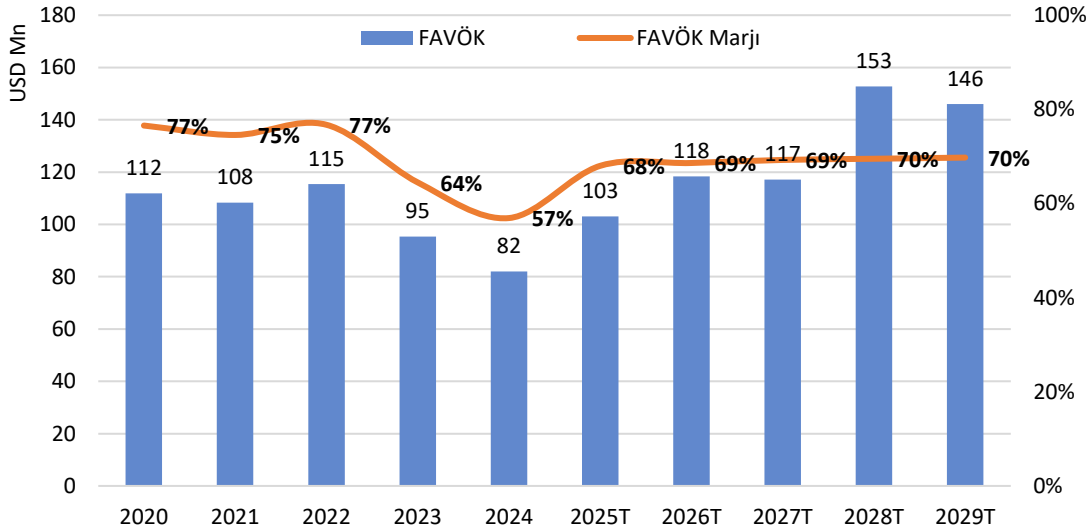
Santral İsmi	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Amasya GES - Lisanssız	2.2	2.2	2.1	1.1	1.1	1.1
ÇALIKOBASI HES	2.4	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1
ÇAMLICA3 HES	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
DEMİRCİLER HES	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
DEMİRCİLER RES + GES	6.0	6.0	5.5	5.5	5.4	5.4
Denizli (GES) - Lisanssız	1.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
DENİZLİ RES + GES	15.1	19.9	19.8	19.7	19.6	17.9
DOĞANÇAY HES PAMUKOVA	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7
DORUK HES	5.4	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3
EDT GES	0.0	0.0	0.0	8.7	8.7	8.7
EDT RES	0.0	0.0	0.0	42.4	42.2	42.0
GELİNKAYA HES	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
HASANOBA RES + GES	10.9	16.3	16.2	16.1	16.0	14.6
İOTA M.FIRINCI GES	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6
Karine GES - Lisanssız	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
KAVAKÇALI HES	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
KOCALAR RES + GES	9.5	17.3	17.3	17.2	17.1	15.6
ME-SE GES	2.5	2.5	2.5	2.5	1.2	1.2
MT GES	2.7	2.6	2.6	2.6	1.3	1.3
OMICRON ENGİL208 GES	2.8	2.8	2.7	2.7	1.4	1.4
OMICRON ERCİŞ GES	2.8	2.8	2.7	2.7	1.4	1.4
OTLUCA HES MERSİN	6.9	6.9	6.9	6.8	6.8	6.7
PSİ ENGİL 207 GES	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	1.5
SARAÇBENDİ HES	3.8	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7
SARITEPE RES + GES	13.1	14.8	13.5	13.4	13.4	13.3
SEKİYAKA HES	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
SIRMA HES	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
SOLENTGRE GES	1.8	1.8	0.9	0.9	0.9	0.9
Solentegre GES - Lisanssız	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Tokat (GES) - Lisanssız	1.1	1.1	1.1	0.5	0.5	0.5
ÜÇPINAR RES + GES	33.6	35.5	35.3	35.2	32.1	32.0
YAĞMUR HES	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
YAYSUN GES	2.6	2.6	2.6	2.6	1.3	1.3
Yaysun GES - Lisanssız	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Elektrik Satışları	147.4	167.8	164.4	212.8	202.3	195.5
Karbon Sertifikası Satışları	4.2	4.8	4.8	7.0	7.0	7.0
Toplam Hasılat	151.6	172.6	169.1	219.8	209.4	202.6



Gelir ve Gelir Artışı Trendi

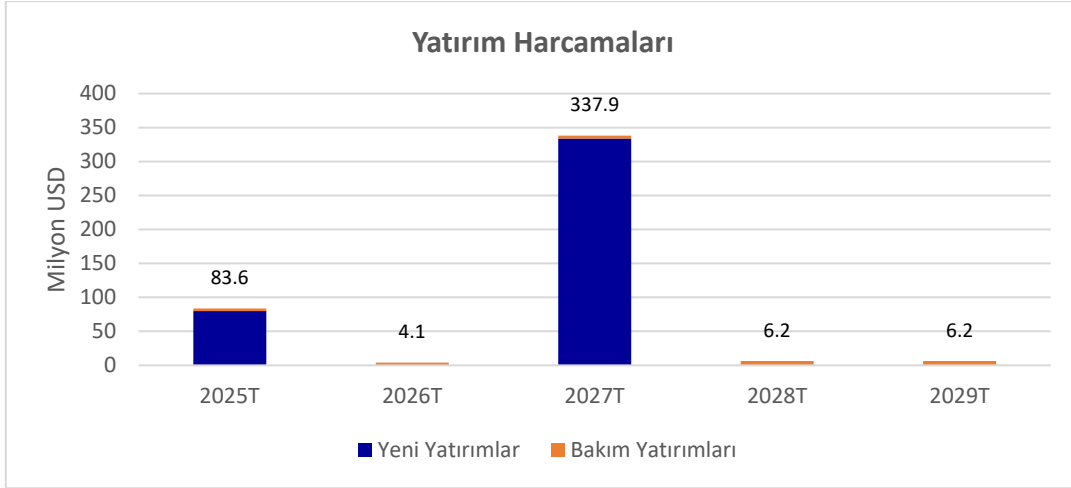
Gelir artışı, 2026 ve 2028 yıllarında hız kazanarak 2020'den bu yana gözlemlenen küçük dalgalanma trendinden kurtulmaktadır. 2020–2024 döneminde gelirler, şirketin sınırlı kapasite artışına rağmen YEKDEM kapsamındaki sabit tarife yapısının dengeleyici etkisi sayesinde, 145–152 milyon USD bandında istikrarlı kalmıştır.

2026'daki artış, daha yüksek verimlilik sunan hibrit entegrasyonlarını yansıtırken, 2028 yılı yeni devreye alınacak kapasitelerin tam gelir katkısını yansıtmaktadır. Faiz oranlarının uzun süre yüksek seyretmeyeceğini öngördüğümüzden, **AKFYE için zorlu dönemlerin geride kaldığını ve kurulu gücü artırma planlarının uygulanabilir olduğunu düşünüyoruz. Bu nedenle, gelir artışlarının makul olduğunu savunuyoruz.**



FAVÖK ve FAVÖK Marj Trendi

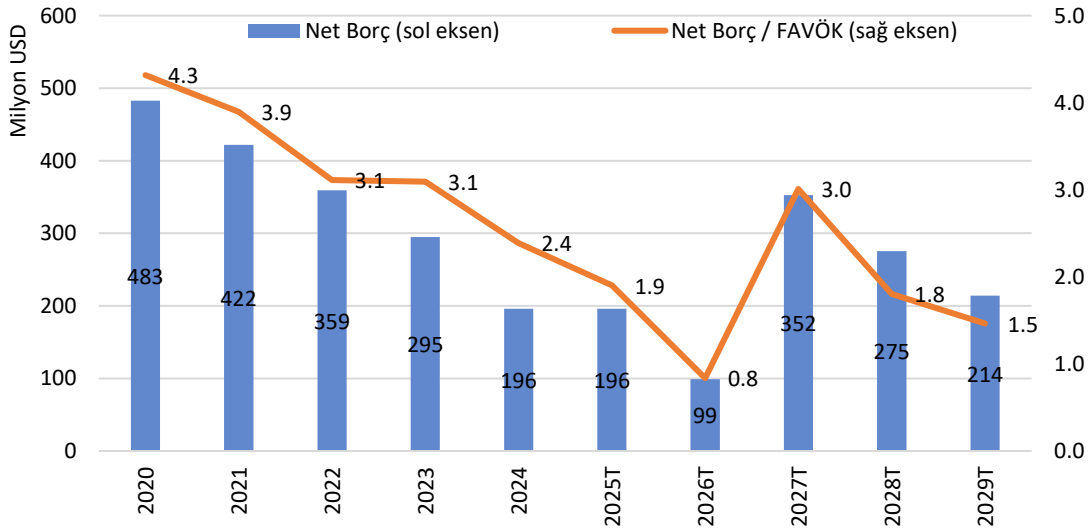
FAVÖK, 2020–2022 döneminde istikrarlı seyrederken, 2023–2024 yıllarında beklenenin altında gerçekleşen spot elektrik fiyatları ve enflasyon muhasebesi kaynaklı bozulmalar yüzünden düşüşe geçmiştir. 2025 itibarıyla hibrit santrallerin önemli bir maliyet artışı yaratmadan katkı sağlamaya başlamasıyla birlikte toparlanmanın başlayacağını öngörüyoruz. 2026'da yeni kapasitenin devreye girmesiyle FAVÖK yükselmekte; 2028'de ise 310 MW'lık genişlemenin katkısıyla zirve yapmaktadır. Faiz oranlarının gevşemesi ve düzenlemelerin devamını varsayarak, **FAVÖK marjlarının gelecek yıllarda kademeli olarak toparlanmasını ve yeni yatırımlar gerçekleşene kadar yaklaşık %70 seviyelerinde seyretmesini bekliyoruz.**



Yatırım Harcamaları Tahminleri

Yenilenebilir enerji şirketleri, pahalı endüstriyel ekipmanların satın alınması, geniş arazilerin temini ve inşaat sürecindeki geliştirme maliyetleri gibi **yüksek başlangıç yatırımı** gerektiren yapılara sahiptir. Tesisler faaliyete geçtikten sonra bakım maliyetleri oldukça düşer ve uzun vadede öngörülebilir bir maliyet yapısı ortaya çıkar. Yatırım maliyetlerini hesaplamak için şirketten güncel maliyet projeksiyonlarını talep ettik. GES'ler **MW başına 500 bin USD**, RES'ler **MW başına 1 milyon USD**, ve batarya sistemleri ise **MWh başına 230'bin USD'ye** mal olmaktadır.

Yatırımla faaliyete geçiş arasında bir yıllık süre öngörerek, Akfen'in sermaye harcamalarının 2025 yılında hibrit sistemler için **83,6 milyon USD**, 2027 yılında ise 310 MW'lık güneş ve rüzgar projeleri için **337,9 milyon USD** artacağını tahmin ediyoruz. Bu dönemin ardından sermaye harcamalarının yaklaşık **6 milyon USD** seviyesinden uzaklaşmaması öngörülmektedir. **Bu yatırımlarından sonraki nakit akışı istikrarı ve güçlü FAVÖK marjı, Akfen'in uzun vadede sağlam bir finansal konumda olduğunu göstermektedir.**



Net Borç ve Net Borç / FAVÖK Değişimi

Net borç/FAVÖK oranının 2025 yılında 1,9x seviyesine gerilemesi, Akfen'in hibrit sistem **yatırımlarında borcu etkin kullandığını göstermektedir**. 2027 yılında bu oran hızla 3,0x'e yükselmesi, şirketin 310 MW'lık yatırımının önemli bir bölümünü borçla finanse etmeyi planlamasından kaynaklanmaktadır. Ancak 2027 sonrası dönemde borçluluğun hızla azalması dikkat çekicidir; oran 2029 itibarıyla 1,5x seviyesine gerilemektedir. Bu durum hem **güçlü nakit üretimini** hem de şirketin **yatırım planlamasında gösterdiği finansal disiplini** yansıtmaktadır. 2027 yılsonu itibarıyla büyük ölçekli yatırım planlarının tamamlanması ve kaldıraç seviyesindeki düşüş trendinin netleşmesiyle birlikte, **Akfen'in 2028 yılından itibaren temettü dağıtımına başlaması beklenmektedir.**

Çarpan Analizi

Elektrik üretiminde ülkeler arasındaki önemli regülatif farklılıklar nedeniyle değerlememizde doğrudan bir çarpan analizine yer vermedik. Ancak Akfen'i küresel benzerleriyle değerlendirmeyi faydalı buluyoruz. Yaptığımız çarpan analizine göre AKFYE şu anda ileriye dönük F/K oranına göre %45, ileriye dönük FD/FAVÖK oranına göre ise %35 iskonto ile işlem görmektedir.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mln USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Audax Renovables Sa	İspanya	800	11.9	9.7	8.0	7.1
Brookfield Renewable Corp	ABD	11,065	-	-	13.9	12.7
Clearvise Ag	Almanya	131	77.9	51.0	11.0	9.7
Clearway Energy Inc-C	ABD	6,358	41.7	29.5	14.0	13.1
Edp Renovaveis Sa	İspanya	12,082	29.4	22.7	11.3	10.5
Encavis Ag	Almanya	3,335	-	-	-	-
Enefit Green As	Estonya	1,045	26.0	21.1	14.2	12.3
Polaris Renewable Energy Inc	Kanada	183	-	12.5	5.5	5.0
Renova Inc	Japonya	408	31.1	22.8	12.1	11.2
Serena Energia Sa	Brezilya	1,320	-	71.3	9.6	9.1
Galata Wind Enerji As	Türkiye	297	-	-	4.3	3.7
Absolute Clean Energy Pcl	Tayland	398	13.1	7.3	8.4	5.4
Ortalama (Kırpılmış %20 - %80)			28.3	24.2	10.6	9.3
AKFYE			15.8	13.3	6.9	6.0
Prim / iskonto			-44%	-45%	-35%	-36%

Değerleme

Aşağıdaki tablolar 2034 yılına kadar olan serbest nakit akışı hesaplamalarımızı ve AOSM varsayımlarımızı göstermektedir.

AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Sermaye Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Borç Ağırlığı	17.8%	17.3%	27.5%	24.9%	22.3%	19.5%	16.5%	13.3%	9.9%	6.3%
Özkaynak Ağırlığı	82.2%	82.7%	72.5%	75.1%	77.7%	80.5%	83.5%	86.7%	90.1%	93.7%
Borç / Özsermaye	21.6%	20.9%	37.9%	33.2%	28.6%	24.2%	19.8%	15.4%	11.0%	6.7%
Beta	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Vergi Oranı	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Borçlanma Maliyeti	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Özkaynak Maliyeti	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
AOSM	10.6%	10.7%	10.1%	10.2%	10.4%	10.5%	10.7%	10.9%	11.1%	11.3%

Değerleme	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
FVÖK	57.6	65.6	66.4	86.8	83.2	80.5	80.1	79.7	79.3	85.6
Amortisman	45.5	52.8	50.7	65.9	62.8	60.7	60.1	59.8	59.5	64.2
FAVÖK	103.1	118.4	117.1	152.7	146.0	141.2	140.1	139.4	138.7	149.8
Vergi Giderleri	10.2	12.2	11.6	14.6	15.0	15.5	16.5	17.5	18.5	21.2
Yatırım Harcamaları	83.6	4.1	337.9	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	19.8
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-7.3	-11.6	1.2	-5.2	1.1	0.7	0.2	0.1	0.1	-1.6
Serbest Nakit Akışı	16.6	113.7	-233.6	137.2	123.8	118.9	117.3	115.7	114.0	110.5
İskonto Oranı	10.6%	10.7%	10.1%	10.2%	10.4%	10.5%	10.7%	10.9%	11.1%	11.3%
İndirgenmiş Nakit Akımı	7.5	92.9	-173.4	92.4	75.5	65.6	58.5	52.0	46.1	40.2

Değerleme modelimizde kullanılan varsayımlar aşağıdaki tabloda gösterdik. 12 aylık USD/TL kuru tahmini, Merkez Bankası anketleri ve araştırma ekibimizin beklentileri doğrultusunda belirlenmiştir.

Yapılan Varsayımlar	
Sonsuz Büyüme Oranı	1%
USDTRY (Güncel Kur)	39.84
USDTRY 12 Aylık Tahmin	47.00

Hedef Fiyatın Hesaplanması (Mn USD)	
Firma Değeri	753
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	56
Borç (-)	276
Azınlık Payları (-)	3
Adil Değer	530
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri	586
Toplam Pay Sayısı (Mn Adet)	1,197

Cari Fiyat (USD)	0.41
Cari Fiyat (TL)	16.19
12 Aylık Hedef Fiyat (USD)	0.49
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	23.00
Getiri Potansiyeli (TL)	42%

Aşağıdaki tablo, farklı PTF ve sonsuz büyüme oranları için hedef fiyatımızın nasıl değiştiğini göstermektedir.

Hedef Fiyat (TRY)		Elektrik Piyasa Takas Fiyatı (USD/MWh)		
		64	67	70
Sonsuz Büyüme Oranı	0%	20.10	21.30	22.60
	1%	21.70	23.00	24.40
	2%	23.60	25.10	26.50

Temkinli varsayımlara (%1 sonsuz büyüme) rağmen AKFYE hâlâ değerinin altında. En kötü senaryomuzda, elektrik fiyatlarının 64 USD/MWh seviyesinde kalması ve sonsuz büyüme oranının %0 olması durumunda, bile hisse %24 bir getiri potansiyeli sunmaktadır. Öte yandan elektrik fiyatlarının 70 USD/MWh'ye yükselmesi ve sonsuz büyümenin %2 olması halinde bu potansiyel %64 kadar çıkmaktadır.

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital 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.

Yasal Uyarı

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 analizler 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.

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. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.