

AKFYE Toplantı Notu

PhillipCapital Araştırma Birimi olarak, Akfen Yenilenebilir Enerji ile şirketin enerji portföy dağılımı, devam eden ve planlanan yatırımları, YEKDEM süresi, finansal görünümü ve kapasiteye yeni eklenen kurulu gücün üretime katkı beklentisi üzerine bir toplantı gerçekleştirdik.

Akfen Hakkında Genel Bilgi

AKFYE, Akfen Grubu'nun yalnızca yenilenebilir enerji üretimine odaklı şirkettir. Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla santral yatırımlarını gerçekleştiren ve işleten bir yapıya sahiptir. Temmuz 2016'da EBRD (European Bank for Reconstruction and Development – Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası) ve IFC (International Finance Corporation – Uluslararası Finans Kuruluşu) şirkete ortak olmuş; 2023 yılındaki halka arz öncesinde ise EBRD ve IFC'nin sermayedeki paylarının tamamının Akfen Holding'e devrine ilişkin Pay Devir Sözleşmesi imzalanmıştır. Şirket, 188 MW'lık güneş ve rüzgar santrallerinden oluşan birinci faz yatırımlarının finansmanı amacıyla Kasım 2024'te, yalnızca Akfen International'ın katılımıyla tahsisli sermaye artırımını gerçekleştirmiştir.

Akfen'i öne çıkaran unsurlarından biri Türkiye'nin farklı lokasyonlarında kaynak açısından çeşitlendirilmiş yapısıdır. RES'ler rüzgar açısından verimli Marmara ve Güney Akdeniz'e, GES'ler güneş ışınım süresi ve ışınım yoğunluğunun yüksek olduğu bölgelerde, HES'ler ise kuraklık riskini elden geldiğince azaltmak adına farklı bölge ve havzalarda kurulmuştur. Portföylerindeki bu çeşitlilik, dengeli tesis dağılımı ve sezonsallığın yıl geneline yayılması hedefleri doğrultusunda oluşturulmuştur.

Kurulu Güç Dağılımı

Şirket, 2010 yılında 7 MW'lık hidroelektrik kapasiteyle başlayıp kurulu gücünü neredeyse her yıl artırmıştır. 2025 yıl sonunda tamamı devreye alınan 188 MW'lık yeni kapasitenin 2026'da ilk kez tam yıl boyunca operasyonel olmasıyla birlikte, toplam kurulu güç 887 MW'a ulaşmış, kaynak bazında çeşitlendirilmiş bir portföye ulaşmıştır.

Akfen'in santral portföyü toplam 536,4 MW kurulu güce sahip 6 RES + 6 hibrit GES, 228,7 MW kurulu güce sahip 12 HES, son olarak da 95,6 MW'ı lisanslı ve 26 MW'ı lisanssız olmak üzere toplam 121,4 MW GES yatırımlarından oluşmaktadır. Toplam 886,5 MW kurulu güce ulaşan portföy,

Akfen Yen. Enerji

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	AKFYE TI
Hisse Fiyatı (TL)	17,96
Fiili Dolaşım Oranı	28,42%
Piyasa Değeri (mn TL)	21.497
Piyasa Değeri (mn \$)	491
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,11%
Yabancı Yatırımcı Oranı	26,79%
Emeklilik Fonları Oranı	0,14%
Yatırım Fonları Oranı	10,58%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 25/02/2026 itibarıyla

Finansal Veriler (mn)

TL, TMS 29)	3Ç24	3Ç25	9A24	9A25
Gelirler	1.444	1.501	5.077	4.422
Brüt Kâr	344	410	2.047	1.349
Brüt Kâr Marjı	23,8%	27,3%	40,3%	30,5%
FAVÖK	649	803	2.970	2.369
FAVÖK Marjı	45,0%	53,5%	58,5%	53,6%
Net Kâr	-11	159	1.661	959
Net Kâr Marjı	-0,7%	10,6%	32,7%	21,7%
Net Borç	10.115	9.631	10.115	9.631

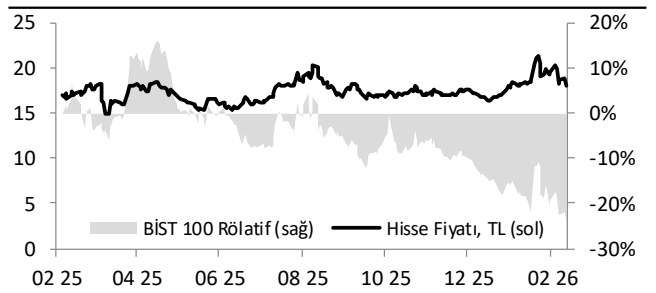
Piyasa Çarpanları	2023	2024	Son
F/K	1,8	117,1	a.d.
PD/DD	0,4	0,5	0,5
FD/FAVÖK	6,1	8,7	10,2

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Akfen Holding Anonim Şirketi	676	56,4%
Diğer	326	27,3%
Toplam	1.197	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-1,4%	5,6%	-10,2%	3,9%
Rölatif	-7,2%	-16,9%	-25,4%	-28,9%
Ort.İşl.Hacmi (mn\$)	5,4	2,7	2,5	2,5

Kaynak: BİST, Finnet

Banu Dirim

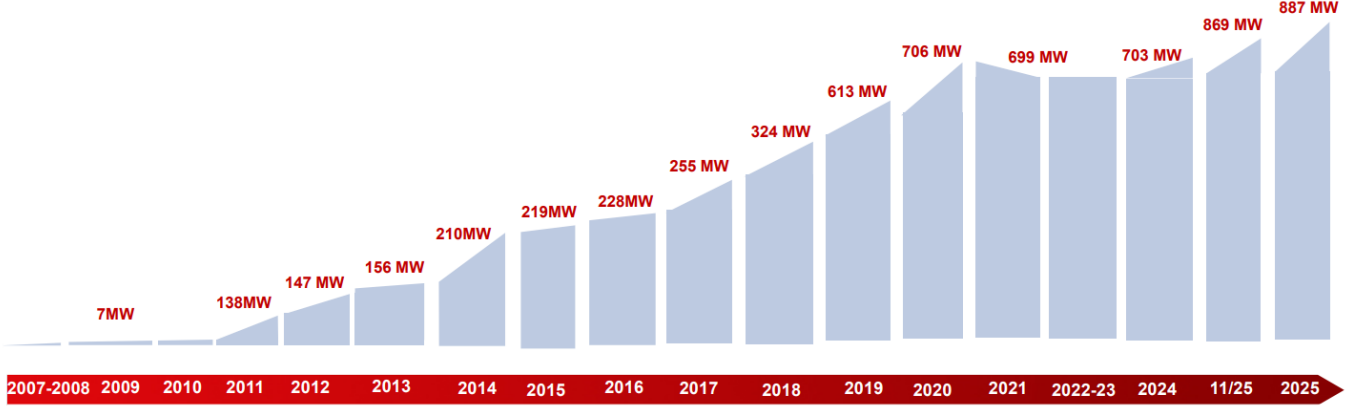
banu.dirim@phillipcapital.com.tr

Pınar Türkeli

pinar.turkeli@phillipcapital.com.tr

dağılım açısından %61 RES + hibrit GES, %26 HES ve %14 GES şeklindedir.

Şirket tamamlanan birinci aşama yatırımlarının arasındaki Hibrit GES'i Eylül 2025'de tamamlayarak kurulu gücüne 85 MW eklemiş ve Aralık 2025'de kapasite artırımını tamamlayıp toplam 102 MW faaliyete geçirmiştir.



Kaynak: Akfen Yenilenebilir Enerji Sunumu – Kasım 2025

YEKDEM

Akfen'i rakiplerinden ayıran temel unsurlardan biri, portföyünün önemli bir kısmını kapsayan uzun YEKDEM süresidir. Şirketin toplam portföyü için ortalama 2,5 yıl YEKDEM süresi bulunmaktadır. RES + hibrit GES portföyünde ortalama 3,5 yıl, HES portföyünde ortalama 0,2 yıl boyunca 73 USD/MWh'den, GES portföyünde ise ortalama 3 yıl boyunca 133 USD/MWh'den satış hakkı devam etmektedir.

Görece uzun YEKDEM süresi, büyük ölçüde PTF'ye tabi olan HES'lerdeki iklim kaynaklı dalgalanmaları ve fiyat riskini sınırlayarak portföy dengesini desteklemektedir.

Yatırımlar

Şirketin devam eden yatırımları arasında ön lisansı alınmış toplam 285 MW depolamalı üretim tesisi bulunmaktadır.

Toplam 310 MW kurulu güce sahip 4 RES ve 2 depolamalı GES yatırımının tamamlanmasıyla birlikte şirketin kurulu gücünün 2027 yıl sonunda 1.197 MW seviyesine (887 MW + 310 MW) ulaşması hedeflenmektedir.

Yurt dışı tarafta ise Romanya'da geliştirilmekte olan bir GES projesi bulunmaktadır. Proje kapsamında onay ve ön hazırlık süreçleri devam etmekte olup inşaat ve işletmeye geçiş takvimine ilişkin henüz kamuya açıklanmış bir detay bulunmamaktadır.

Hisse geri alım kapsamında yönetim kurulu 25.03.2025'de azami 200 milyon TL fon ile 10 milyon adet hisse geri alımı kararı almıştır. YK 28.08.2025 kararı ile azami hisse adedini 14 milyona (azami fonu 280 mn TL'ye) yükseltti. Aralık 2025 itibarıyla toplam 14 milyon adet hisse (sermayeye oranı %1,17) geri alındı ve program tamamlandı.

Karbon Kredisi

Karbon kredisi satışları Şirket için ek bir gelir kaynağıdır. Şirket bu kapsamda 2023 sonu yaptığı satış sözleşmesi ile öngörülebilir bir gelir kaynağı yaratmıştır. Güncel karbon fiyatları takip edilip, uygun piyasa koşulları oluştuğunda yapılan diğer karbon satışları da bir gelir potansiyeli oluşturmaktadır. Şirket, son dönemde karbon fiyatlarındaki gerileme nedeniyle önemli ölçüde yeni satış gerçekleştirilmemektedir.

Aralık 2023 tarihli KAP açıklamasında, Hasanoba RES, Kocalar RES, Üçpınar RES ve Denizli RES'in 2021–2026 dönemine ait karbon kredilerinin İngiltere merkezli EOS Climate&Energy'e satışına ilişkin sözleşme duyurulmuştur, söz konusu anlaşma kapsamında spot ve 2027'ye kadar vadeli (forward) kredilerin satışıyla şirket karbon kredisinden elde ettiği ek gelir beklentisini 8,6 milyon ABD doları seviyesinde belirtmiştir.

Finansallar

Akfen Yenilenebilir Enerji'nin satış geliri, 2020-2024 yılları arasında yıllık 145-150 milyon USD bandında kalarak yatay bir seyir izlemiştir. Öte yandan 2020'de 112 milyon USD olan FAVÖK 2024'de 82 milyon USD'ye kadar gerilemiş olup FAVÖK marjında bir daralma görülmüştür.

2023 ve 2024'te HES'lerde kuraklık kaynaklı üretim düşüşü görülmüş olup, FAVÖK marjındaki daralma artan maliyetlerin yanı sıra YEKDEM'den çıkan HES'lerin PTF üzerinden satış yapması ve 2023 sonrası PTF'deki gerilemeden de kaynaklanmaktadır. Marj daralmasına neden olan diğer önemli maliyetler aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

1. Sistem kullanım bedelleri (TL bazlı): Enflasyonun oldukça üzerinde, TL bazında 6-7 katına varan artışlar gerçekleşmiştir.
2. Rüzgar katkı payı: Üretim üzerinden belirli katsayılarla devlete yapılan ödemeler enflasyona endeksli olarak artmış olup yıllık 8-10 milyon ABD Doları seviyesindedir.
3. Personel giderleri: HES'ler hariç, RES ve GES santrallerinde bakım ve onarım faaliyetleri büyük ölçüde outsource edilmekte olup, bu kapsamdaki operasyonel giderler ağırlıklı olarak dolar bazlıdır. Buna karşılık, şirket bünyesindeki personel giderleri TL bazlıdır ve ilgili dönemde enflasyona paralel olarak artış kaydetmiştir.
4. Bakım ve onarım: Özellikle RES tarafında dolar bazlı, uzun vadeli ve kapsamlı bakım sözleşmeleri altında gerçekleşen harcamalar.
5. Sigorta giderleri: Uzun vadeli finansman yapısı nedeniyle dolar bazlı olup yıllık yaklaşık 3-4 milyon dolar seviyesindedir.

Bu beş ana kalem toplam giderlerin yaklaşık %90'ını oluşturmaktadır.

Normal koşullarda giderlerin yaklaşık %75'i TL bazlıdır. 2022 sonrası dönemde TL'nin dolar karşısındaki değer kaybının geçmişe kıyasla sınırlı kalması ve TL bazlı maliyet artışlarının yüksek seyretmesi, gelirleri ağırlıklı dolar olan şirketlerde marj baskısı yaratmıştır. 2025'de devreye alınmış olan toplam 188 MW'lık RES ve GES yatırımlarının, 2026 yılı itibarıyla tam yıl katkı yaratması beklenmektedir. Artan üretim hacmi sayesinde söz konusu kapasitenin FAVÖK ve ciroya pozitif yansımaları öngörmekteyiz.

Yatırım sürecinde artan kredi kullanımıyla 4Ç25'te net borç/FAVÖK'de artış görülebilir. Yatırımların devreye girerek gelir üretmeye başlamasıyla birlikte bu oranın zaman içinde düşmesi öngörmekteyiz.

2026 Üretim Gerçekleşmesi

Şirketin Mayıs 2025 tarihli Yatırımcı Bilgilendirme Sunumu'nda yer alan projeksiyonlar doğrultusunda, 2020'den bu yana 1.600-1.800 GWh bandında seyreden üretimin, toplam 887 MW'lık kurulu gücün 1 Ocak 2026 itibarıyla tam kapasite faaliyette olmasıyla birlikte, 2026 yıl sonunda yaklaşık 2.000 GWh seviyesine ulaşmasını beklemekteyiz.

- Bu tahmini destekleyen bir faktör olarak yılın açılışına bakabiliriz. 1 Ocak - 18 Şubat döneminde üretim, 2025'te 197 GWh'den 2026'da 322 GWh'ye yükselerek yıllık bazda %63 artış göstermiştir. Artışın büyük bir kısmı rüzgar kaynaklı olup devreye giren yeni rüzgar ve hibrit GES kapasitesinin tam dönem katkısı bu yükselişte belirleyici olmuştur. Hidroelektrik üretim yıllık bazda artarken, GES üretimi gerilemiştir. Hidro üretimin güçlü seyrettiği dönemlerde güneş üretiminin görece zayıflayabilmesi dikkate alındığında, bu dağılım portföy dinamikleriyle uyumludur.
- 2023-2025 döneminde üretimin, 2020-2022 ortalamasına kıyasla yaklaşık 100 GWh daha düşük gerçekleşmesi ağırlıklı olarak HES kaynaklıdır. Bu gerilemede, söz konusu yıllarda yaşanan kuraklık ve düşük su seviyeleri belirleyici olmuştur.

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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.