

ŞİRKET RAPORU

Türkiye | Enerji | 11 Haziran 2024

AKSA ENERJİ <AKSEN TI>

Elf Gözlerimiz Aksa Enerji Dedi

AKSEN'i hisse başına 69.30 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Hesaplamalarımız sonucunda ulaştığımız hedef değer %55 getiri potansiyeline işaret ediyor.

Üç kıtada, yedi farklı ülkede toplamda 2,644 MW'lık kurulu gücü ile operasyonlarını yürüten Aksa Enerji'nin çeşitlendirilmiş enerji portföyü sayesinde defansif görünüm sunduğunu düşünüyoruz. Uluslararası operasyonlarını ivmelendiren şirket, enerji ihtiyacı yüksek ülkelerde garantili al ya da öde elektrik satış anlaşmaları ile yeni projeler imzalamaya devam ediyor. Küresel yatırımlarıyla geçmişte stratejik dönüşümünü gözlemlediğimiz AKSEN'in; yapılacak olan yeni yatırımlar sonrası güçlenecek olan operasyonel karlılığı ve elektrik fiyatlarında oluşabilecek dalgalanmalara karşı sabit getiriler ile korunma sağlayan üretim ağıyla sektördeki yıldız konumunu hız kesmeden sürdüreceğini öngörüyoruz.

Dinamik yapısı ve etkin yönetim stratejileri ışığında global konumunu güçlendiren Aksa Enerji yurtdışında büyümeye devam edecek... AKSEN; Gana ve Senegal olmak üzere Afrika 'da yeni 605 MW'lık, Özbekistan ve Kazakistan da ise toplam 670 MW'lık doğalgaz kombine çevrim santralleri yatırımları ile kurulu gücünü 2026 yılına kadar 3,919 MW'a çıkarmayı hedefliyor. Uzun vadeli alım garantileri ile ortalama yaklaşık %14 iç verimlilik oranı hesapladığımız yeni projelerin, şirketin operasyonel karlılığını körükleyeceğini tahmin ediyoruz. AKSEN'in öngörülebilir karlılığı odak noktasına koyan büyüme stratejilerini beğeniyoruz.

2024'ten 2025'e sesleniyoruz: her düşüş bir alım fırsatı... Projeksiyonlarımıza göre 2024'te Türkiye'de elektrik fiyatlarında önceki yıla kıyasla oluşan düşüş trendi sebebiyle dolar bazlı FAVÖK'te yaklaşık %18 oranında daralma bekliyoruz. Ancak tahminlerimiz; yeni yatırımlar sonrası üretim portföyündeki çeşitliliğin artışı ile 2025'te operasyonel karlılıkta %39 oranında büyümeye işaret ediyor. Sonuç olarak 2024 yılının yarısını geride bırakırken, 2025'te belirgin iyileşme sürecine girilecek olması nedeniyle orta vadede yukarı yönlü potansiyeli baskılayabilecek finansal sonuçların uzun vade için alım fırsatı olarak değerlendirilebileceğini düşünüyoruz.

Riskler Elektrik fiyatlarında yukarı yönlü trend, projelerde yatırım maliyetlerinin beklentinin altında gerçekleşmesi, depolamalı RES ve GES yatırımlarının üretim portföyüne eklenmesi değerlememiz için olumlu risk faktörleri. Elektrik fiyatlarında düşüş, yatırım maliyetlerinin tahminlerimizin üstünde gerçekleşmesi, yapılmakta olan projelerin iptali veya daha uzun sürede devreye alınması hesapladığımız değer için olumsuz risk faktörlerini oluşturuyor.

AKSEN:TI / AKSEN:IS

Öneri: AL
Hedef Fiyat: **₺69.30**
Getiri Potansiyeli: **55%**

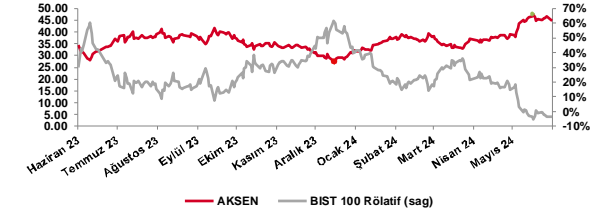
Hisse Fiyatı (TL):	44.72
Piyasa Değeri (mn TL):	54,842
Hisse Adedi (mn):	1,226.34
Fili Dolaşım Oranı (%):	21.00
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (mn TL):	11,517
Pazar:	Yıldız Pazar
Sektör:	Enerji

Finansal Göstergeler

	2022	2023	2024T	2025T
Ciro	87,102	35,172	28,412	36,131
FAVÖK	12,374	7,953	10,675	16,205
Net Kar	5,582	5,497	4,405	6,987
FAVÖK Marjı	14%	23%	38%	45%
Net Marj	6%	16%	16%	19%
FD/FAVÖK	1.6x	5.6x	7.6x	5x
F/K	1.4x	6x	12.4x	7.8x
FD/Satış	0.2x	1.3x	2.8x	2.3x
Net Borç/FAVÖK	1x	1.5x	2.4x	1.6x
Özkaynak Karlılığı	18.9%	17.3%	11.5%	16.0%
Aktif Karlılığı	10.1%	9.8%	6.0%	8.7%

Hisse Performansı

	1A	3A	12A	YBB
Nominal	14%	14%	33%	55%
Rölatif (BIST-100)	17%	4%	-25%	16%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	8.64	7.11	10.09	7.35
Ortalama İşlem Hacmi (mn TL)	377	280	370	276



Hissedarlık Yapısı

	Sermayedeki Payı
Kazancı Holding Anonim Şirketi	79.4%
Diğer	15.1%
Bülent Büyükoğur	5.4%
Hisse Geri Alım	0.1%

Şirket Künyesi

Şirket yedi farklı ülkede küresel ölçekte fosil kaynaklara dayanan santralleri ile elektrik üretimi gerçekleştiriyor. Projelendirme, satın alma, inşaat ve montaj dahil tüm santral kurulum işlemlerini kendi ekipleriyle gerçekleştiren şirket, günümüze kadar; kömür, akaryakıt, biyogaz, doğal gaz, rüzgâr ve hidroelektrik gibi çeşitli enerji kaynaklarını kullanarak 30'dan fazla enerji santralini inşa ederek işletmesini gerçekleştirdi.

Araştırma Bölümü
+90 212 244 55 66
www.global.com.tr

FİNANSAL TAHMİNLER

Gelir Tablosu (mn TL)	2022	2023	2024T	2025T
Satışlar	87,102	35,172	28,412	36,131
Satışların Maliyeti	76,511	27,957	19,555	21,548
Brüt Kar	10,591	7,215	8,857	14,583
Faaliyet Giderleri	612	810	1,029	2,394
Net Esas Faaliyet Karı	9,979	6,406	7,828	12,189
FAVÖK	12,374	7,953	10,675	16,205
Esas Faaliyetler Diğer Gelir/(Gider), Net	459	373	226	335
Finansal Gelirler/(Giderler), Net	709	1,682	-401	-276
Vergi Öncesi Kar	8,157	7,142	5,874	9,317
Vergi Gideri	1,880	1,036	1,468	2,329
Net Kar/(Zarar)	5,582	5,497	4,405	6,987

Bilanço (mn TL)	2022	2023	2024T	2025T
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,544	795	487	670
Finansal Yatırımlar	505	876	1,275	1,674
Ticari Alacaklar	15,188	13,530	9,356	11,808
Stoklar	321	896	488	538
Maddi Duran Varlıklar	35,283	35,017	58,022	61,414
Diğer Varlıklar	2,363	4,692	3,766	4,552
Toplam Varlıklar	55,204	55,806	73,394	80,655
Finansal Borç	14,184	13,440	30,373	31,933
KV Ticari Borçlar	3,511	3,340	2,891	2,913
Diğer Yükümlülükler	5,094	4,390	1,970	2,060
Toplam Yükümlülükler	22,789	21,171	35,234	36,905
Özkaynaklar (Ana Ortaklığa Ait)	29,530	31,729	38,160	43,750
Ödenmiş Sermaye	1,226	1,226	1,226	1,226
Net Borç/(Nakit)	12,135	11,769	25,982	26,480

Nakit Akışı (mn TL)	2022	2023	2024T	2025T
FAVÖK	12,374	7,953	10,675	16,205
Faaliyet Karı Vergi Oranı	2,495	1,601	1,957	3,047
Net İşletme Sermayesi Değişimi	8,464	-911	-4,132	2,479
Yatırım Harcamaları	3,355	1,822	19,399	19,306
Serbest Nakit Akımı	-1,940	5,441	-6,548	-8,627

Büyüme	2022	2023	2024T	2025T
Satışlar	527%	-60%	-19%	27%
FAVÖK	400%	-36%	34%	52%
Net Kar	232%	-2%	-20%	59%

Finansal Rasyolar	2022	2023	2024T	2025T
Hisse Başına Kar (TL)	5.12	4.98	3.59	5.70
Özsermaye Karlılığı	18.9%	17.3%	11.5%	16.0%
Brüt Marj	12.2%	20.5%	31.2%	40.4%
FAVÖK Marjı	14.2%	22.6%	37.6%	44.9%
Net Kar Marjı	6.4%	15.6%	15.5%	19.3%
Net Borç/FAVÖK	0.98x	1.48x	2.43x	1.63x

Kaynak: Finnet, Global Menkul Araştırma



DEĞERLEME

Aksa Enerji'nin üretim portföyünde farklı ülkelerde ve uzun vadeli al ya da öde anlaşmalar ile çeşitli kaynaklar kullanılan santraller mevcut. Bu sebeple değerlememizde şirketin Mali'de bulunan santrali hariç diğer santrallerinin değerini hesaplamak amacıyla farklı varsayımlar ile indirgenmiş nakit akışı (İNA) analizi kullandık. Mali operasyonunda ise anlaşmanın henüz yenilenmemiş olması nedeniyle şirketin 3 yıllık FD/FAVÖK çarpanı ortalamasını ele alarak değer saptadık. Depolamalı RES ve GES projelerinin oldukça ileri vade için planlanması (2027) ve finansmanın kapanmamış olması sebebiyle hesapladığımız değeri toplam değere eklemedik.

Tablo 1: Değerleme Özeti

DEĞERLEME ÖZETİ	
Yeni Projeler (mn \$)	616
Mevcut Türkiye Operasyonları (mn \$)	393
Mevcut Afrika Operasyonları (mn \$)	583
Mevcut Orta Asya Operasyonları (mn \$)	757
Net Borç (mn \$)	400
Hedef Piyasa Değeri (mn \$)	1,948
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	73,468
Hedef Fiyat (TL/Hisse Başı)	69.30
Getiri Potansiyeli (%)	

Tablo 2: Parçaların Toplamı

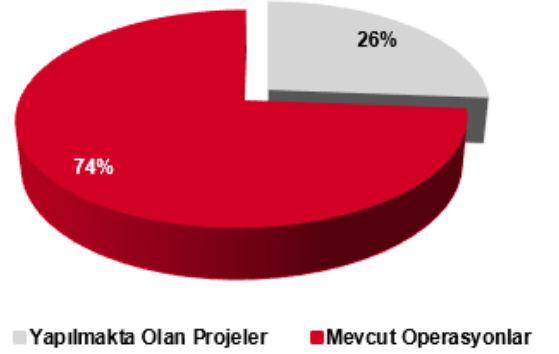
PARÇALARIN TOPLAMI		
Santraller	Değerleme Yöntemi	Değer (mn USD)
Antalya Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali	DCF	84
Bolu Göynük Termik Enerji Santrali	DCF	69
KKTC Akaryakıt Enerji Santrali	DCF	240
Özbekistan Buhara & Taşkent Doğalgaz Kombine Çevrim Santralleri	DCF	757
Talimercan (Özbekistan) Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali	DCF	232
Kazakistan Kyzylorda Isı ve Enerji Santrali	DCF	162
Gana Tema Akaryakıt Enerji Santrali	DCF	393
Gana Kumasi Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali	DCF	105
Kongo Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali	DCF	84
Mali Akaryakıt Santrali	Çarpan Değerlemesi	106
Madagaskar Akaryakıt Santrali	DCF	230
Senegal Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali	DCF	117
TOPLAM Firma Değeri	DCF & Çarpan	2,579

Şirketin Orta Asya ve Afrika'da yapılması planlanan yeni santrallerini ise daha önce bu konuda uzmanlığının olması ve yapılmış olan benzer yatırımların nispeten hızlı hayata geçirilmesi sebebiyle anlaşma yapılmış garanti satış bedelleri üzerinden değer hesaplayarak toplama kattık. Farklı santral değerlerinin birleşmiş parçalarından oluşan toplam değerde en yüksek katkı %32 ağırlık ile Özbekistan operasyonlarından geliyor. Henüz faaliyete başlanmamış proje halinde olan santrallerin toplam içindeki payı ise %26.

Özetle, Aksa Enerji için 12 aylık hisse başına hedef fiyatımızı 69.30 TL olarak hesapladık. Belirlediğimiz fiyata göre %55 getiri potansiyeli sunan AKSEN'i "AL" tavsiyesi ile takip listemize ekliyoruz.

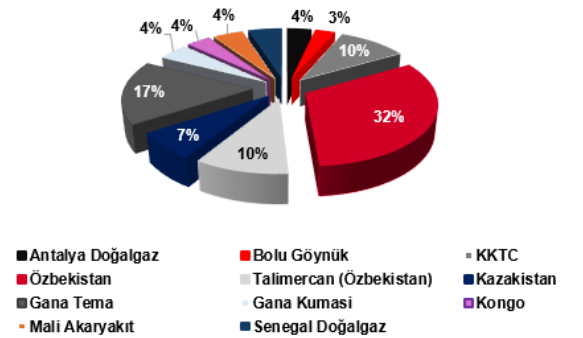
Grafik 1: Firma Değerinin Kırılımı

Firma Değerinin Mevcut Operasyonlar ve Projelere Göre Kırılımı (%)



Grafik 2: Santral Bazlı Değer Kırılımı

Santral Bazlı Değer Kırılımı (%)



Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma



DEĞERLEME / SENARYO ANALİZİ

Mevcut makroekonomik ortamda; oluşturulan değer ve performans niteliği taşıyan başlıca gelir kalemleri tahminlerinde sapma ihtimallerini gözetererek senaryo çalışması gerçekleştirmenin kritik önem arz ettiğini düşünüyoruz. Bu bağlamda hesapladığımız değerde değişikliğe neden olabilecek temel varsayımlarda aşağı ve yukarı yönlü değişiklikler yaparak senaryo analizleri gerçekleştirdik. Gerçekleştirdiğimiz senaryo analizlerine göre toplamda Firma Değeri, Net Satışlar ve FAVÖK'te oluşabilecek farklı değerleri baz senaryomuza ek olarak aşağıda sunduk.

Tablo 3: Senaryo Analizi (Toplam Değer) & Senaryolara Göre 2024 Yılı Tahmini NS, FAVÖK

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar (2024T)	FAVÖK (2024T)
Senaryo 1	1,545	582	252
Baz Senaryo	2,579	729	274
Senaryo 3	3,082	890	305

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

Tablo 4'te bulunan makro tahminlerimizde baz senaryomuzu hesaplarırken kullandığımız kur tahminlerimizi sunuyoruz. Kur tahminlerimizde oluşabilecek %10 yukarı veya %10 aşağı sapmada senaryolara göre değişen nihai değerlere ek olarak ana gelir kalemlerini (2024 Tahmini Net Satışlar, FAVÖK & Net Kar) tablo 6& 7 'de gösterdik.

Tablo 4: Makro Tahminlerimiz

Makro Tahminler	2024 T	2025 T	2026 T
TÜFE	46%	31%	27%
USDTRY Ort.	38	42	46
USDTRY Ys.	39	43	45

Tablo 5: Kur Tahminimize Göre Senaryo Analizi, Senaryolara Göre 2024 Yılı Tahmini NS, FAVÖK & Net Kar

USDTRY	Firma Değeri (mn TL)	Net Satışlar (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	Net Kar (mn TL)
Senaryo 1	60,273	22,689	9,828	4,032
Baz Senaryo	100,565	28,412	10,675	4,405
Senaryo 3	120,185	34,710	11,895	4,977

Tablo 6: Kur Tahminimizde %10 Yukarı Yönlü Sapma Olduğu Durumda Oluşan Senaryo Analizi

USDTRY +%10	Firma Değeri (mn TL)	Net Satışlar (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	Net Kar (mn TL)
Senaryo 1	66,300	24,968	10,811	4,503
Baz Senaryo	107,600	31,253	11,743	4,913
Senaryo 3	132,203	38,181	13,085	5,542

Tablo 7: Kur Tahminimizde %10 Aşağı Yönlü Sapma Olduğu Durumda Oluşan Senaryo Analizi

USDTRY -%10	Firma Değeri (mn TL)	Net Satışlar (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	Net Kar (mn TL)
Senaryo 1	54,246	20,428	8,820	3,562
Baz Senaryo	90,507	25,570	9,608	3,897
Senaryo 3	108,166	31,239	10,706	4,412

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

RİSKLER

- Elektrik fiyatlarında yukarı yönlü trend, depolamalı RES ve GES yatırımlarının tamamlanarak üretim portföyüne katılması, doğalgaz & akaryakıt fiyatlarında düşüş, yapılmakta olan projelerin yatırım maliyetlerinin öngörülen seviyenin altında kalması ve projelerin planlanan süreden daha kısa sürede tamamlanması değerlememiz için yukarı yönlü risk faktörlerini oluşturuyor.
- Elektrik fiyatlarında aşağı yönlü seyir, emtia fiyatlarında (doğalgaz & akaryakıt) ani yukarı yönlü dalgalanmalar, yatırım maliyetlerinin beklentilerin üstünde gerçekleşmesi, yapılmakta olan projelerin iptali veya tahminimizden daha uzun sürede devreye alınması hesapladığımız değer için olumsuz risk faktörleri olarak sıralanabilir.



DEĞERLEME /SENARYO ANALİZİ

Tablo 8: Bolu Göynük İNA Özet

İNA Özet Bolu Göynük (milyon USD)	2024T	2025T	2035T	2036T
Satış Gelirleri	128	128	128	128
FAVÖK	19	19	19	19
FAVÖK marjı %	15%	15%	15%	15%
İşletme sermayesi değişimi	1.4	-8	0	0.13
Sermaye Harcamaları	5	5	5	5
Vergi	2	2	2	2
Serbest Nakit Akımları	12	12	12	12
AOSM	13%	13%	13%	13%
İskonto Oranı	1.1	1.3	4.3	4.9
İndirgenmiş Nakit Akımları	10	10	2.8	2.5
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	69			
Firma Değeri (mn \$)	69			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	24	80	8
Baz Senaryo	69	128	19
Senaryo 3	153	173	35

Tablo 9: Antalya İNA Özet

İNA Özet Antalya (milyon USD)	2024T	2025T	2029T	2030T
Satış Gelirleri	265	265	265	265
FAVÖK	19	19	19	19
FAVÖK marjı %	7%	7%	7%	7%
İşletme sermayesi değişimi	11.0	-16.3	-1.0	0.5
Sermaye Harcamaları	11	11	11	11
Vergi	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
Serbest Nakit Akımları	10	10	10	10
AOSM	13%	13%	13%	13%
İskonto Oranı	1.1	1.2	2.0	2.2
İndirgenmiş Nakit Akımları	9	8	5.1	4.5
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	46			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin	38			
Bugünkü Değeri	84			
Firma Değeri (mn \$)	84			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	30	166	8
Baz Senaryo	84	265	19
Senaryo 3	192	381	34

Tablo 10: KKTC İNA Özet

İNA Özet KKTC (milyon USD)	2024T	2025T	2037 T	2038 T
Satış Gelirleri	67	67	75	75
FAVÖK	40	40	45	45
FAVÖK marjı %	60%	60%	60%	60%
İşletme sermayesi değişimi	-5.75	-2.00	-5.25	2.25
Sermaye Harcamaları	10.7	3.7	3.0	6.5
Vergi	5	5	6	6
Serbest Nakit Akımları	30	33	33	37
AOSM	13%	13%	13%	13%
İskonto Oranı	1.1	1.3	5.8	6.6
İndirgenmiş Nakit Akımları	26	26	7.2	4.7
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	201			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin	38			
Bugünkü Değeri	239.5			
Firma Değeri (mn \$)	239.5			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	198	67	40
Baz Senaryo	239.5	67	40
Senaryo 3	296	67	40

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

TÜRKİYE OPERASYONLARI

Değerlememizde her santral için farklı tahmin periyodlarını kapsayan indirgenmiş nakit akışı (İNA) kullandığımızı belirtmiştik. Türkiye operasyonlarında USD bazlı risksiz getiri oranını %9.5, piyasa risk primini %6, şirket betasını 0.95 alarak projeksiyon dönemimiz için ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini %12 olarak hesapladık. Her iki santralde de elektrik fiyatlarını minimum 45 \$sent/MWs , maksimum 85 \$sent/MWs baz senaryoda ise 65 \$sent MWs ile projeksiyon dönemleri boyunca sabit tutarak senaryo analizi gerçekleştirdik. Ayrıca kötümser senaryomuz olan senaryo 1'de 1 baz puan fazla, senaryo 3'te ise 3 baz puan az olmak üzere AOSM'yi de değiştirdik.

Bolu Göynük Termik santralinde mevcut kömür rezervinin tükenme yılını baz alarak projeksiyon dönemimizi 2036 yılına dek sürdürdük. Baz senaryoda %15 ile muhafazakar FAVÖK marjı tercih ederken, kullanılan orandan %5 aşağı ve yukarı marj seviyeleri ile senaryo çalıştık. Kapasite kullanma oranını baz senaryoda geçmiş yılların ortalaması olan %83 ile sabit tutarken; senaryo 1'de %75, senaryo 3'te ise %85 olarak belirledik.

Antalya Doğalgaz santralinde tahmin dönemimizi 2030 yılına dek sürdürdük. Santralin farklı yerlere taşınarak kullanıma devam edilebilmesi nedeniyle değerinde sonsuz büyüme oranını %1 olarak belirledik. FAVÖK marjını baz senaryoda %7 aldık ve %2'lik aşağı yukarı sapmalar ile senaryo 1 ve senaryo 3'ü oluşturduk. Santralin kapasite kullanım oranlarını senaryo 1, baz senaryo ve senaryo 3'te sırasıyla %47, %52 ve %57 seviyelerinde tahmin dönemi boyunca aynı olarak hesaplamamızı gerçekleştirdik.

KKTC

KKTC akaryakıt santrali için projeksiyon dönemimizi anlaşma tarihi bitimi olan 2038 yılı olarak belirledik. Akaryakıtın KKTC tarafından temin edilmesi ve yıllık olarak anlaşma kapsamında operasyonel gelir kaydedilmesi nedeniyle gelirleri tahmin dönemi boyunca aynı aldık. AOSM'yi Türkiye operasyonlarında kullanılan temel varsayımlara paralel ancak vergi oranını değiştirerek %13 hesapladık ve AOSM'de %3 aşağı & yukarı sapmalar ile hassasiyet çalıştık.



DEĞERLEME /SENARYO ANALİZİ

ÖZBEKİSTAN & KAZAKİSTAN

Özbekistan'da mevcut operasyonlar ve proje halinde olan Talimercan santrali operasyonel gelir akışı garantili alım sözleşmelerine dayanıyor. Projeksiyon dönemimizi sözleşmelerin bitiş tarihine dek sürdürdük. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetlerini belirlerken yurtdışı ve Türkiye operasyonlarında Profesör Damadoran'ın¹ ülkere göre hesapladığı risksiz getiri oranlarını kullandık. Buradan hareketle; Özbekistan operasyonlarında risksiz getiri oranını %5 , piyasa risk primini %6 ve şirket betasını 0.95 olarak AOSM'yi %9 olarak hesapladık.

Tablo 11: Özbekistan (mevcut Buhara ve Taşkent) İNA Özet

İNA Özet Özbekistan (milyon USD)	2024T	2025T	2047 T	2048 T
Satış Gelirleri	120	120	120	120
FAVÖK	90	90	90	90
FAVÖK marjı %	75%	75%	75%	75%
İşletme sermayesi değişimi	-3.6	1.2	1.2	-3.6
Sermaye Harcamaları	4.8	6.0	4.8	8.4
Vergi	12	12	12	12
Serbest Nakit Akımları	77	71	72	74
AOSM	9%	9%	9%	9%
İskonto Oranı	1.1	1.2	8.4	9.2
İndirgenmiş Nakit Akımları	71	60	8.7	8.0
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	659			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	98			
Firma Değeri (mn \$)	756.9			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	453	120	90
Baz Senaryo	757	120	90
Senaryo 3	841	120	90

Talimercan projesi için gerekli olan toplam sermaye maliyetini 240 milyon dolar olarak belirleyerek, değerlere %1 oranında sonsuz büyüme ekledik. 260 milyon dolar sermaye maliyeti ile hesapladığımız Kazakistan projesi değerinde ise %3 risksiz faiz oranı, %6 piyasa risk primi ve 0.95 şirket betası kullanarak AOSM'yi %9 olarak belirledik. AOSM hesaplarında %5 yukarı ve %1 aşağı fark ile oluşan senaryoları senaryo 1 , baz senaryo ve senaryo 3 olarak sunduk.

Tablo 12: Talimercan Projesi İNA Özet

İNA Özet Talimercan (milyon USD)	2024T	2025T	2048 T	2049 T
Satış Gelirleri	-	67	67	67
FAVÖK	-	50	50	50
FAVÖK marjı %	-	75%	75%	75%
İşletme sermayesi değişimi	-	17	-0.7	0.7
Sermaye Harcamaları	220	23	4	5
Vergi	-	10	10	10
Serbest Nakit Akımları	-220	1	37	35
AOSM	9%	9%	9%	9%
İskonto Oranı	1.1	1.2	9.2	10.0
İndirgenmiş Nakit Akımları	-201	0.6	4.0	3.5
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	190			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	42			
Firma Değeri (mn \$)	232			
İç Verimlilik Oranı	14%			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	90	67	50
Baz Senaryo	232	67	50
Senaryo 3	273	67	50

Tablo 13: Kazakistan Projesi İNA Özet

İNA Özet Kazakistan (milyon USD)	2024T	2025T	2038 T	2039 T
Satış Gelirleri	-	27	53	53
FAVÖK	-	20	43	43
FAVÖK marjı %	-	75%	80%	80%
İşletme sermayesi değişimi	-	6	0.5	-0.3
Sermaye Harcamaları	130	131	2	4
Vergi	-	3	8	8
Serbest Nakit Akımları	-130	-120	32	31
AOSM	9%	9%	9%	9%
İskonto Oranı	1.1	1.2	3.4	3.7
İndirgenmiş Nakit Akımları	-120	-102	9.4	8.5
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	48			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	114			
Firma Değeri (mn \$)	162			
İç Verimlilik Oranı	8%			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	51	27	20
Baz Senaryo	162	27	20
Senaryo 3	195	27	20

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma



DEĞERLEME/SENARYO ANALİZİ

AFRİKA OPERASYONLARI

Afrika operasyonlarında Damadoran tarafından hesaplanarak yayınlanan ülkelere göre değişen risksiz faiz oranlarını kullandık. Piyasa primlerini %6, şirket betalarını ise 0.95 belirleyerek AOSM'leri her ülkeye göre farklı oranlarda hesapladık. Sabit anlaşması olan santrallerde anlaşma bitiş sürelerine dek projeksiyon dönemi belirledik. AOSM'lerde %5 yukarı ve %1 aşağı olmak üzere fark oluşturarak senaryo analizleri gerçekleştirdik. Ülkelerin risksiz getiri oranlarına dayanarak oluşturduğumuz AOSM oranlarını İNA özet tablolarında sunduk. Proje halindeki Kumasi için 120 milyon dolar Senegal içinse 250 milyon dolar sermaye maliyeti ile değer hesapladık.

Tablo 14: Gana Tema İNA Özet

İNA Özet Gana Tema (milyon USD)	2024T	2025T	2035 T	2036 T
Satış Gelirleri	80	80	80	80
FAVÖK	60	60	60	60
FAVÖK marjı %	75%	75%	75%	75%
İşletme sermayesi değişimi	0.0	-7.6	-3.1	2.4
Sermaye Harcamaları	3.2	6.9	3.2	6.9
Vergi	13	13	13	13
Serbest Nakit Akımları	44	48	42	41
AOSM	10%	10%	10%	10%
İskonto Oranı	1.1	1.2	3.3	3.6
İndirgenmiş Nakit Akımları	40	39	11.6	10.5
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	280			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	113			
Firma Değeri (mn \$)	393			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	282	80	60
Baz Senaryo	393	80	60
Senaryo 3	423	80	60

Tablo 15: Kongo İNA Özet

İNA Özet Kongo (milyon USD)	2024T	2025T	2050 T	2051 T
Satış Gelirleri	22	22	22	22
FAVÖK	13	13	13	13
FAVÖK marjı %	60%	60%	60%	60%
İşletme sermayesi değişimi	-1.30	-0.65	-0.97	1.52
Sermaye Harcamaları	0.9	1.9	1.2	2.0
Vergi	3	3	3	3
Serbest Nakit Akımları	10	9	9	9
AOSM	10%	10%	10%	10%
İskonto Oranı	1.1	1.2	1.3	1.5
İndirgenmiş Nakit Akımları	9	7	7	6
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	79			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	5			
Firma Değeri (mn \$)	84			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	56	22	13
Baz Senaryo	84	22	13
Senaryo 3	93	22	13

Tablo 16: Madagaskar İNA Özet

İNA Özet Madagaskar (milyon USD)	2024T	2025T	2027 T	2028 T
Satış Gelirleri	47	47	47	47
FAVÖK	33	33	33	33
FAVÖK marjı %	70%	70%	70%	70%
İşletme sermayesi değişimi	-2.83	-1.41	-1.41	3.30
Sermaye Harcamaları	1.9	4.1	2.9	3.0
Vergi	8	8	8	8
Serbest Nakit Akımları	26	22	24	19
AOSM	9%	9%	9%	9%
İskonto Oranı	1.1	1.2	1.4	1.5
İndirgenmiş Nakit Akımları	24	19	17	12
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	78			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	153			
Firma Değeri (mn \$)	230			

Tablo 17: Gana Kumasi Projesi İNA Özet

İNA Özet Gana Kumasi (milyon USD)	2024T	2025T	2043 T	2044 T
Satış Gelirleri	-	50	50	50
FAVÖK	-	38	38	38
FAVÖK marjı %	-	75%	75%	75%
İşletme sermayesi değişimi	-	13	0.6	1.0
Sermaye Harcamaları	60	62	2	4
Vergi	-	13	13	13
Serbest Nakit Akımları	-60	-50	22	20
AOSM	10%	10%	10%	10%
İskonto Oranı	1.1	1.2	7.3	8.1
İndirgenmiş Nakit Akımları	-54	-41	3.1	2.4
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	78			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	26			
Firma Değeri (mn \$)	105			
İç Verimlilik Oranı	17%			

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	48	50	38
Baz Senaryo	105	50	38
Senaryo 3	122	50	38

Tablo 18: Mali Çarpan Değerlemesi

Mali Akaryakıt Santrali	
AKSEN 3 Yıllık Ort. FD/FAVÖK	
6.3x	2021
10.3x	2022
7.2x	2023
Ortalama	7.9x
Mali FAVÖK (mn \$)	13.4
Mali Firma Değeri (mn \$)	106

Tablo 20: Senegal Projesi Senaryo Analizi

Değişkenler (mn \$)	Firma Değeri	Net Satışlar	FAVÖK
Senaryo 1	11	0	0
Baz Senaryo	117	0	0
Senaryo 3	150	0	0

Tablo 19: Senegal Projesi İNA Özet

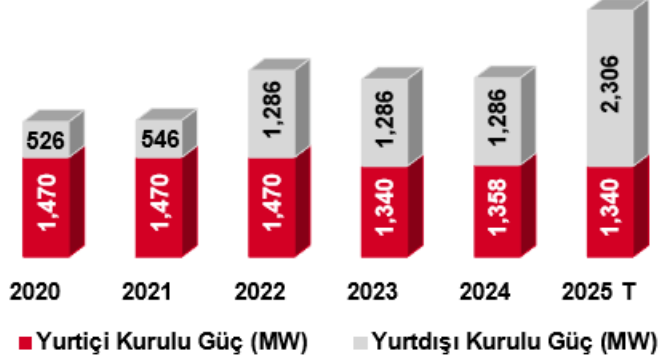
İNA Özet Senegal (milyon USD)	2024T	2025T	2043 T	2044 T
Satış Gelirleri	-	-	71	71
FAVÖK	-	-	50	50
FAVÖK marjı %	-	-	70%	70%
İşletme sermayesi değişimi	-	-	0.9	1.4
Sermaye Harcamaları	50	200	3	6
Vergi	-	-	11	11
Serbest Nakit Akımları	-200	-200	36	32
AOSM	10%	10%	9%	9%
İskonto Oranı	1.1	1.2	6.4	7.0
İndirgenmiş Nakit Akımları	-164	13	5.5	4.5
İNA Bugünkü Değer (mn \$)	62			
Terminal Büyüme Oranı	1%			
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	55			
Firma Değeri (mn \$)	117			
İç Verimlilik Oranı	15%			



AKSEN karlı yatırımlar ile yurtdışında büyümeye devam edecek

Grafik 3: Yurtiçi & Yurtdışı Kurulu Güç Gelişimi

Yurtiçi & Yurtdışı Kurulu Güç Gelişimi (MW)



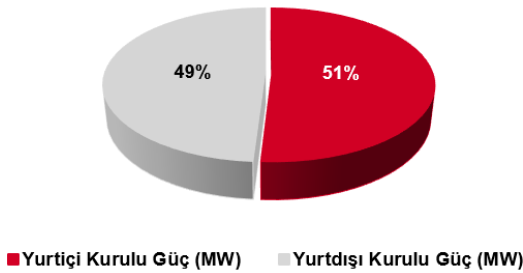
Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma, Şirket Verileri

Aksa Enerji; son açıklanan verilere göre, toplamda 2,644 MW'lık kurulu güç ile BIST'te işlem gören Türkiye'nin en büyük enerji üretim şirketi. Operasyonlarını küresel ölçekte yürüten AKSEN'in toplam kurulu gücünün %51'lik kısmı Türkiye'de, %49'luk kısmı ise yurtdışında bulunuyor.

Şirket, dinamik yapısı ve etkin yönetim stratejileri ışığında 2016 yılından itibaren Afrika'daki varlığını artırdı. Türkiye'de verimliliği azalan santrallerini Afrika'ya konuşturdu. 2021 yılına gelindiğinde Gana, Kongo, Madagaskar ve Mali olmak üzere Afrika'da toplam 496 MW kurulu güç ile yurtdışı operasyonlarını sürdüren AKSEN, 2022'de Özbekistan'da da yatırımlarını tamamlayarak toplam 740 MW'lık üç ayrı doğalgaz kombine çevrim santrali ile Asya kıtasında büyümeye devam etti.

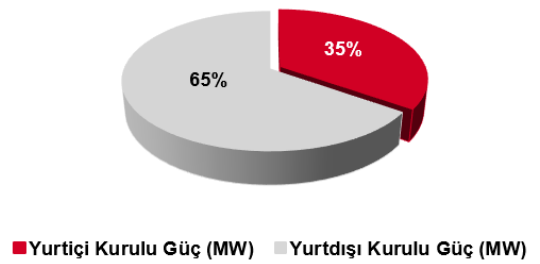
Grafik 4: 2023 Yurtiçi & Yurtdışı Kurulu Güç Kırılım

2023 Yurtiçi & Yurtdışı Kurulu Güç Kırılım (%)



Grafik 5: 2025 Hedeflenen Yurtiçi & Yurtdışı Kurulu Güç Kırılım

2025 Hedeflenen Yurtiçi & Yurtdışı Kurulu Güç Kırılım (%)



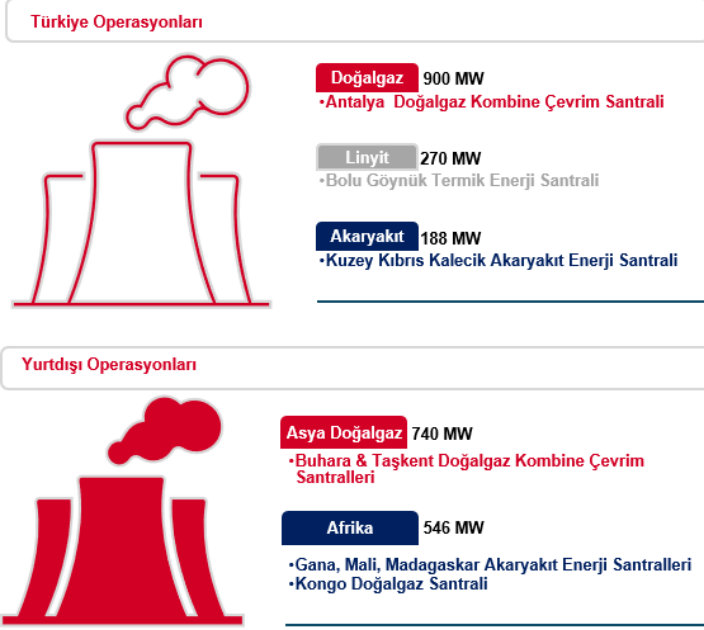
Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma, Şirket Verileri

Özellikle Afrika ve Asya operasyonları ele alındığında uzun vadeli alım garantisi içeren anlaşmalar kurgulayan AKSEN; Gana ve Senegal olmak üzere Afrika 'da yeni 605 MW'lık doğalgaz kombine çevrim santrallerine ek olarak Özbekistan ve Kazakistan da toplam 670 MW'lık santraller ile kurulu gücünü 2026 yılına kadar 3,919 MW'a çıkarmayı hedefliyor. Uzun vadeli al ya da öde garantili elektrik satış anlaşmaları ile ortalama yaklaşık %14 iç verimlilik oranı hesapladığımız yeni projelerin, şirketin operasyonel karlılığını körükleyeceğini öngörüyoruz. AKSEN'in öngörülebilir karlılığı odak noktasına koyan büyüme stratejilerini beğeniyoruz.

YATIRIM TEMASI

Şirketin çeşitlendirilmiş enerji üretim portföyü sayesinde aşağı yönlü riskler bertaraf ediliyor

Şema 1: Yurtiçi ve Yurtdışında Bulunan Santraller



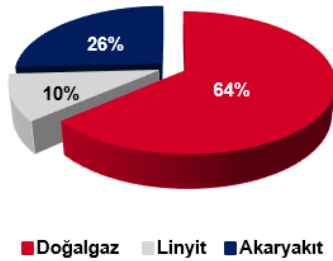
Kaynak: Şirket Verileri & Global Menkul Araştırma

Aksa Enerji çeşitlendirilmiş elektrik üretim portföyüne sahip. Küresel ölçekte farklı lokasyonlarda operasyonlar yürüten şirket jeopolitik gerilimler veya enerji politikaları sonucu karşılaşılabilecek aşağı yönlü risk faktörlerine karşı defansif görünüm sunuyor. Bir diğer ifadeyle; yürütülen enerji politikaları ve gelişen jeopolitik riskler ile ülke bazında spot elektrik fiyatlarında aşağı / yukarı yönlü trend veya yüksek volatilité oluşabilir. Örneğin Türkiye’de dağıtık üretimin ve yenilenebilir enerji yatırımlarının artışı ile özellikle spot elektrik fiyatlarında uzun vadede düşüş trendi oluşabilir. Bu noktada; uzun vadeli sabit alım garantileri içeren farklı ülkeler ile çeşitlendirilmiş enerji üretim portföyüne sahip AKSEN sektördeki benzer şirketlerine kıyasla ayrışıyor.

Şirketin elektrik üretim portföyü kaynak bazlı incelendiğinde 2023 yıl sonu itibariyle üretimin %64’ünün doğalgaz, %26’sının akaryakıt %10’unun ise linyit (yerli kömür)’e dayandığını görüyoruz. Mevcut durumda Aksa Enerji’nin elektrik üretiminin tamamı fosil yakıt kaynaklı. Çevreye verilen zarar değerlendirildiğinde özellikle üretim portföyünün içinde termik santral (yerli kömür) bazlı üretimin gerçekleştirilmesini olumlu bulmuyoruz.

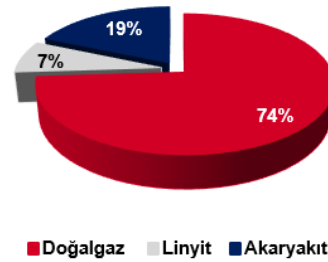
Grafik 6: Kaynak Bazlı Üretim Portföyü Kırılım

Son Yayınlanan Verilere Göre Kaynak Bazlı Üretim Portföyü Kırılım (%)



Grafik 7: 2025 T Kaynak Bazlı Üretim Portföyü Kırılım

Tahmini 2025 Yılı Kaynak Bazlı Üretim Portföyü Kırılım (%)



Kaynak: Şirket Verileri & Global Menkul Araştırma

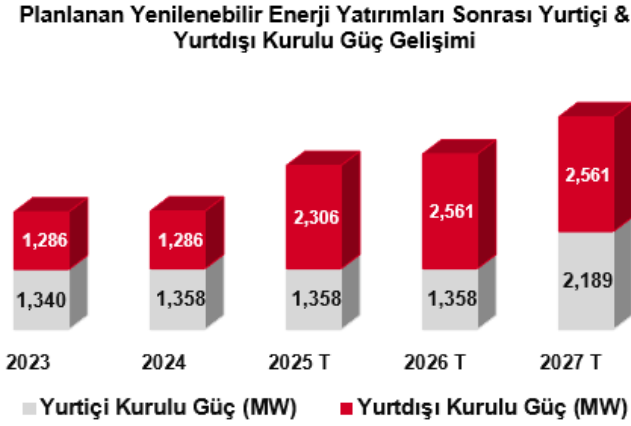
Yapılması planlanan yeni santraller ile 2025 yılı itibariyle Bolu termik santralinin üretim portföyü içerisindeki katkısının %7’ye düşeceğini hesapladık. Kalitesi düşük kömürlerin, elektrik üretiminde özellikle de baz yük ihtiyacının giderilmesi açısından kullanılması verimli olsa da çevreye verdiği zarar ele alındığında şirket faaliyetlerinde 2025 itibariyle yoğunluğunun azalacak olmasını olumlu buluyoruz. Ön lisansı alınmış depolamalı RES ve GES yatırımlarının gerçekleştirilmesi durumunda hali hazırda yerli kömür, doğalgaz ve akaryakıt santralleri ile kaynak bazlı çeşitliliğe sahip olan AKSEN’in dengeli üretim portföyü sayesinde üretimde kullanılan kaynak sebebiyle operasyonel karlılıkta oluşabilecek baskıların kompanse edilebileceğini düşünüyoruz.



YATIRIM TEMASI

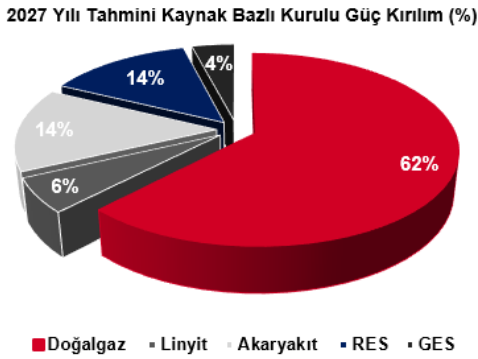
Depolamalı RES ve GES yatırım planları uzun vadede yukarı yönlü potansiyel sunuyor

Grafik 8: Yenilenebilir Enerji Yatırımları Sonrası Kurulu Güç Gelişimi



Kaynak: Şirket Verileri, Global Menkul Değerler Araştırma

Grafik 9: 2027 T Kurulu Güç Kırılımı



Kaynak: Şirket Verileri, Global Menkul Değerler Araştırma

Onaylanan depolamalı GES ve RES yatırımlarının 2026 ve 2027 yılları arasında parçalı olarak gerçekleştirilmesi planlanıyor. Başvuru sonrası ön lisansı alınan yenilenebilir yatırımların toplamının 2027 yıl sonu tamamlandığını düşünürsek; 2027 yılına gelindiğinde 2,561 MW'ı yurtiçi 2,189 MW'ı yurtdışı olmak üzere şirketin toplam kurulu gücünün 4,750 MW'a ulaşması hedefleniyor. Planlanan yatırımların gerçekleştiği durumda; kaynak bazlı üretim portföyü kırılımında ise %4'ü GES , %14'ü RES olmak üzere yenilenebilir enerjinin payının %18'e yükselmesini; yerli kömür bazlı üretimin ise %6 oranına düşmesini bekliyoruz. Uzun vadede şirketin üretim portföyünün yeşil enerji kaynaklarıyla çeşitlendirilerek sürdürülebilir enerji yatırımlarına yönelimin operasyonel karlılığa katkısının yanı sıra; özellikle yurtiçi santrallerde maliyet tarafında oluşabilecek yukarı yönlü trend (doğalgaz & linyit) sonucu marjlarda oluşabilecek bozulmaların önüne geçilebileceğini düşünüyoruz.

MW başına ön lisansı alınmış RES'ler için 769 milyon USD, GES'ler için 133 milyon USD yatırım sermayesi ile planlanan yatırımların tamamının gerçekleştirildiği koşulda 439 milyon USD değer hesaplıyoruz. Planlanan yenilenebilir yatırımlarının MW olarak yarısının veya % 25'inin gerçekleştirildiği koşulda ise sırasıyla 184 ve 67 milyon dolar net bugünkü değer katkısına ulaşıyoruz. Değerlemede kullandığımız temel varsayımlar %80 borç oranı, %6 borçlanma maliyeti ve neticede %7 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti. Kapasite kullanım oranlarını ise RES'lerde %35, GES'lerde %20 olarak alıyoruz. Ön lisansı alınmış depolamalı RES ve GES'lerden hesapladığımız değeri yatırımların uzun vade için hedeflenmesi, olası gecikmeler, yeterli şebeke ve altyapı çalışmalarının tamamlanamaması sonucu yatırımların planlarının iptali gibi belirsizlikler nedeniyle ana değer senaryomuza eklememle birlikte, bahsi geçen yeni projelerin yukarı yönlü potansiyeli destekleyen ana unsurlardan biri olduğunu söyleyebiliriz.

Santrallerde istikrarlı elektrik üretimi öngörülebilirliği yükseltiyor ve kesinti sıklığının azaltılmasını sağlıyor. Ayrıca kesinti sıklığının azaltılması santrallerin kullanım ömrünün artışına da destek sağlıyor. Bu bağlamda, depolamalı elektrik üretim santralleri yatırımlarının verimliliğin yükselişi adına oldukça kritik olduğunu düşünüyoruz. Rusya Ukrayna savaşı sonrası enerji güvenliğinin öneminin artması ve karbon salınımını azaltmayı hedefleyen politikalar ışığında yenilenebilir enerji kaynaklı santrallerde kesintisiz üretim sağlanması amacıyla çalışmalar başlatıldı. Yenilenebilir enerjinin kaynak bazlı toplam elektrik üretiminde payının artırılması hedeflenerek depolamalı elektrik santrali yatırımlarının teşvik edilmesi dünya genelinde trend haline geldi. Türkiye'de bu trende katılan ülkeler arasında.

5,85 ve 7,15 \$sent / kW's aralığında USD bazlı 10 yıllık YEKDEM teşviği olan Kasım 2022'de başlatılan depolamalı elektrik üretim tesisi kurulum lisanslarına Aksa Enerji'de başvurdu. Yapılan başvurular sonucu yaklaşık 641 MW'lık depolamalı RES, 191 MW'lık depolamalı GES ön lisansları EPDK tarafından onaylandı.

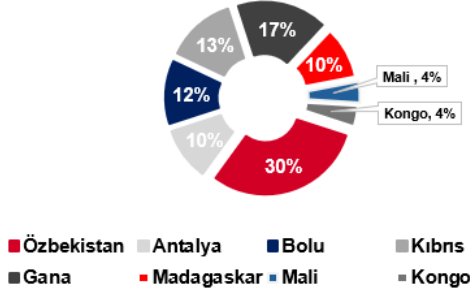


YATIRIM TEMASI

Orta Asya ve Afrika'da gerçekleştirilecek yeni projeler sonrası 2025 AKSEN yılı olabilir

Grafik 10: 2023 Santral Bazında FAVÖK Kırılım

2023 Santral Bazında FAVÖK Kırılım (%)



Kaynak: Şirket Verileri & Global Menkul Değerler Araştırma

Elektrik fiyatlarındaki volatilité ele alındığında uzun yıllık sabit getirili satış anlaşmaları ile operasyonların yürütülmesi AKSEN'i rakiplerine kıyasla oldukça cazip kılıyor. Ayrıca operasyonların sabit getirilere dayanması sayesinde finansman engeli ile karşılaşılmıyor. Bu durum ise sıkılaştırıcı para politikası döneminde şirkete karlı anlaşmalar ile inorganik büyüme imkanı sağlıyor.

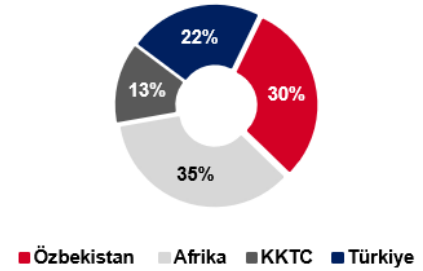
Uzun vadeli al ya da öde anlaşmaları ile operasyonlara başlanan santrallerde anlaşma süreleri dolduğunda sözleşmeler yenilenebiliyor. Buna ek olarak kapasite artışları gerçekleştirildiğinde sabit alım garantisine dahil edilme ihtimali de bulunuyor. Mevcut santrallerde verimliliğin düştüğü durumlarda yeni yatırım bölgeleri belirlenerek santral farklı bölgeye taşınabiliyor. Böylece sermaye harcaması düşük daha karlı yeni projelerin önü açılıyor. Kömürden doğalgaza enerji dönüşümü yeni başlayan ve elektrik üretim ihtiyacı yüksek bölgelerde operasyon yürüten şirket için elde edilen uzmanlık ve bilinirlik ışığında yeni ve karlı projeler için fırsatlar kolayca değerlendirilebiliyor. Kısaca özetlemek gerekirse; belirlenen bu çevik stratejisiyle Akşa Enerji'nin oldukça defansif bir görünüm sunduğunu söyleyebiliriz.

Şirketin son açıklanan finansallarında operasyonel karlılığın bölgesel bazda incelediğimizde %35 ile Afrika operasyonlarının payı sonrası %30 ile Özbekistan'ın geldiğini görüyoruz. 2025 yılına gelindiğinde ise tamamlanacak olan sabit getirili alım garantisi olan yeni projeler ile tahminlerimize göre Asya ve Afrika operasyonlarının toplam FAVÖK'teki oranının %81'e ulaşmasını bekliyoruz. 2024 yıl sonu için elektrik fiyatlarında oluşan aşağı yönlü trend temelinde gerçekleştirdiğimiz muhafazalar tahminler baz alındığında yıllık FAVÖK'te 2023'e kıyasla %18 oranında daralma öngörmekle birlikte; tamamlanacak olan yeni projeler sonrası 2025 yılında dolar bazlı FAVÖK'te %39 büyüme gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Gerçekleştirdiğimiz hesaplamalar sonucu Akşa Enerji'nin sabit getirili projeler stratejisinin şirkete doğal bir korunma (hedge) sunduğunu görüyor ve uzun vadede yukarı yönlü risklerin oldukça güçlü olduğunu düşünüyoruz.

Akşa Enerji uluslararası operasyonlarında döviz bazlı garantili satış (take or pay agreement) ile gerçekleştiriyor. Bir diğer ifadeyle; durumu Afrika ve Asya operasyonlarında fiili enerji üretim miktarına bakılmaksızın elektrik üretimi için garantili alım kapasitesi kadar gelir elde ediliyor olarak tanımlayabiliriz. KKTC operasyonlarında da benzer bir anlaşma mevcut. Dolar bazlı sabit alım garantisi sunuluyor. Fakat diğer yurtdışı operasyonlardan farklı olarak mevsimsellik ve ihtiyaca göre elektrik üretiminde oluşan değişikliğe göre gelirler arza bağlı değişiklik gösterebiliyor.

Grafik 11: 2023 Bölgesel FAVÖK Kırılım (%)

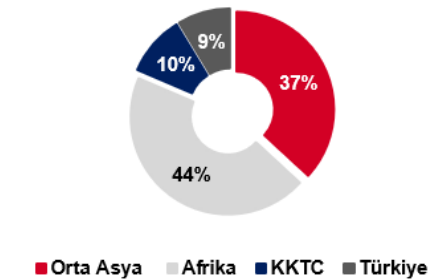
2023 Bölgeler Bazında FAVÖK Kırılım (%)



Kaynak: Şirket Verileri & Global Menkul Değerler A.

Grafik 12: 2025 T FAVÖK Bölgesel Kırılım (%)

2025 T FAVÖK Bölgeler Bazında Kırılım (%)



Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

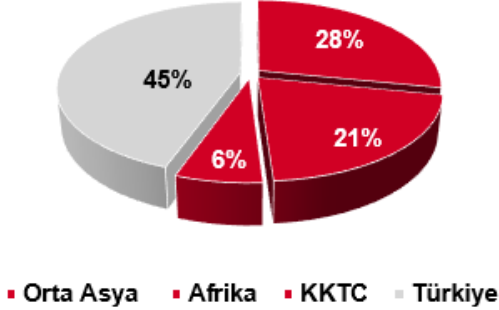


YATIRIM TEMASI

Maliyetlerde artış sebebiyle oluşabilecek baskılar rakip şirketlere kıyasla oldukça minimal

Grafik 13: Kurulu Güce Göre Geçişken Maliyetli Santral Kırılım

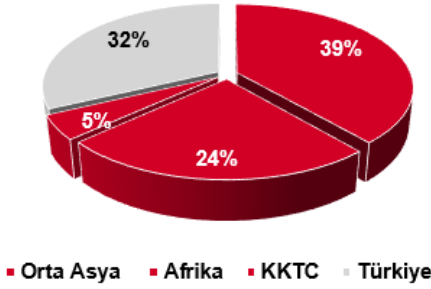
2024 Kurulu Güce Göre Geçişken Maliyetli Santral Kırılım (%)



Kaynak: Şirket Verileri & Global Menkul Değerler Araştırma

Grafik 14: 2025 T Kurulu Güce Göre Sabit Maliyetli Santral Kırılım

2025 T Kurulu Güce Göre Geçişken Maliyetli Santral Kırılım (%)

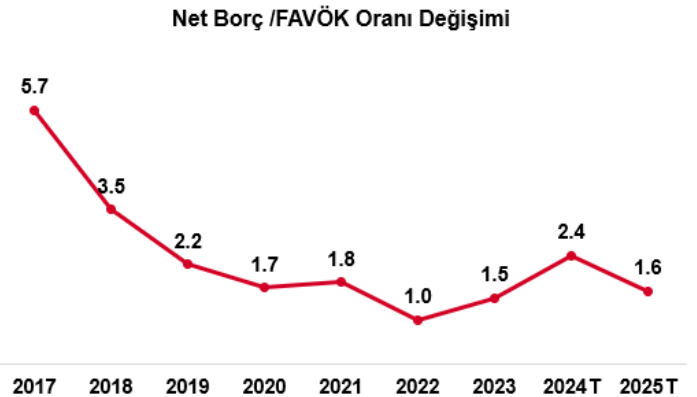


Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

2017 yılından günümüze değerlendirme yapıldığında operasyonel karlılığını uluslararası karlı projeler ile güçlendiren Aksa Enerji'nin bir dönüşüm hikayesi oluşturduğunu düşünüyoruz. Verimliliği azalan santrallerini yurtdışına taşıyan şirket yabancı para garantili projeleri sayesinde operasyonel karlılığını güçlendirerek Net Borç/FAVÖK oranını 2020'den itibaren iyileştirmeyi başardı. Yapılması planlanan projeler sebebiyle Net borç /FAVÖK rasyosunun 2024'te 2.4x'e yükselmesini bekliyoruz. Ancak 2.7x olan sektör ortalamasını ele alırsak, tahmin ettiğimiz seviyenin rakip şirketlere kıyasla oldukça makul olduğunu düşünüyoruz. 2025'te ise projelerin hızlı hayata geçirilmesiyle FAVÖK'te toparlanma sonrası oranının 1.6x seviyesine geri geleceğini öngörüyor ve şirketin likit yapısı sayesinde yeni yatırım fırsatlarını değerlendirebileceğini düşünüyoruz.

Antalya doğalgaz santralinde yürütülen operasyonlarda doğalgaz satın alımı ile elektrik üretimi gerçekleştiriliyor. Bolu termik santralinde ise üretim için kullanılan kömür üretimi şirket tarafından işletilen sahadan çıkarılıyor. İki santralin (Türkiye Operasyonları) toplam kurulu güçte payı 2024'te %45 seviyesinde. Doğalgaz fiyatları oldukça değişken ve bu değişken fiyatların spot elektrik fiyatlarına yansımaları gecikmeli gerçekleşiyor. Kömürde ise saha işletim hakları şirkete ait olsa da zaman içerisinde rezervlerde azalmalara ek olarak enflasyon ve kur etkisiyle maliyetlerde yükseliş görülebiliyor. Kısaca maliyetlerdeki artışın satışta gerçekleştirilen elektriğe gecikmeli yansımaları operasyonel karlılıkta dönemsel baskılanma görülebiliyor. Kıbrıs, Orta Asya ve Afrika operasyonlarında ise elektrik üretiminde kullanılan kaynaklar anlaşmalar kapsamında şirkete tahsis ediliyor. Bu sayede maliyet baskısı nedeniyle FAVÖK'te oluşabilecek gerileme riski elimine edilmiş oluyor. Yaptığımız hesaplamalara göre 2025 yılına gelindiğinde yapılması planlanan projeler sonucu kurulu gücün yaklaşık %68'inin kaynakların tahsis edildiği projelere dayanacağını görüyoruz. Bu bağlamda, %32 oranında maliyet riski taşıyan Aksa Enerji'nin rakip şirketler ile kıyaslandığında aşağı yönlü potansiyelin minimize edilmesiyle öngörülebilirlikte artış sağlanması sayesinde temel olarak öne çıkabileceğini söyleyebiliriz.

Grafik 15: Net Borç/ FAVÖK Oranı Değişimi



Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma



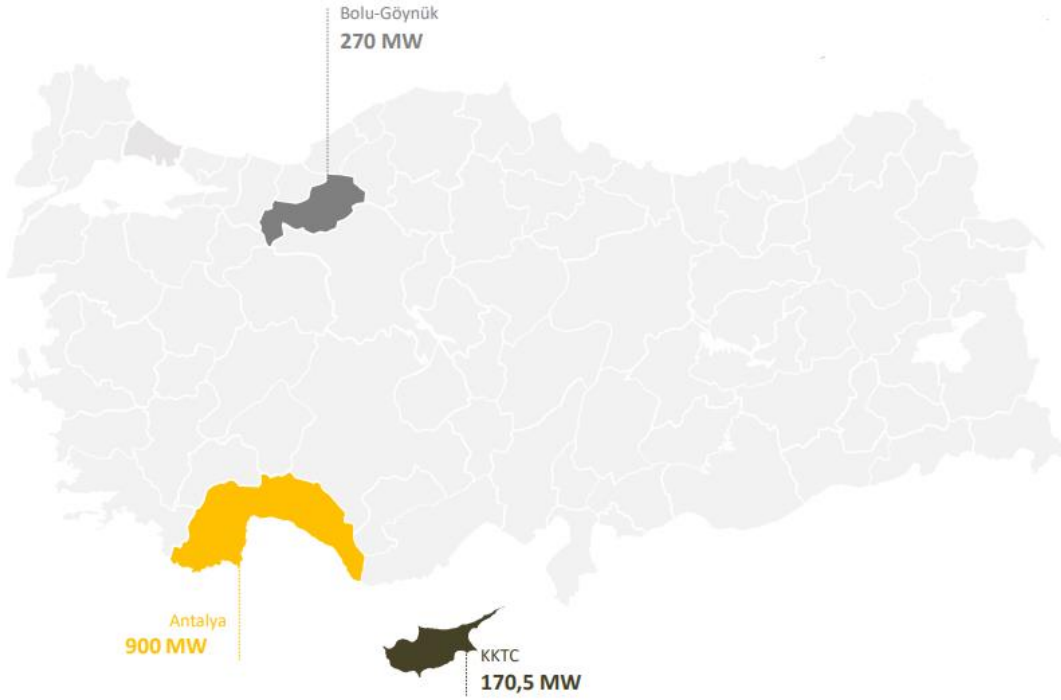
ŞİRKET PROFİLİ

Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Kazancı Holding'in bir iştiraki olan Aksa Enerji 1997 yılında kuruldu.2010 yılında halka arz edilen şirket, BIST'te işlem gören Türkiye'nin en büyük bağımsız enerji üreticisi. AKSEN, Türkiye'nin en büyük 500 şirketinin yer aldığı 2023 yılı Fortune 500 araştırmasında 31. sırada, 2023 Capital 500 araştırmasında ise 38. sırada yer aldı.

Yedi farklı ülkede küresel ölçekte faaliyetlerini sürdüren Aksa Enerji; projelendirme, satın alma, inşaat ve montaj dahil tüm santral kurulum işlemlerini ekipleriyle kendi bünyesinde gerçekleştiriyor. Şirket günümüze kadar kömür, akaryakıt, biyogaz, doğal gaz, rüzgâr ve hidroelektrik gibi çeşitli enerji kaynaklarını kullanarak 30'dan fazla enerji santralini inşa ederek işletmesini gerçekleştirdi.

Şema 2: Türkiye Operasyonları



Kaynak: Şirket

KKTC yatırımı sonrası yurtdışında büyümeyi amaçlayan AKSEN küresel bir oyuncu olma yolunda ilk adımını 2015 yılında attı. Aksa enerji verimlilik ve sürdürülebilirliği odak noktasına alarak, globalleşmeye ilk olarak Afrika'da başladı. Gana, Madagaskar ve Mali'de kısa sürede kurduğu enerji santrallerini devreye alarak Afrika kıtası operasyonlarını başlattı. Döviz bazında garantili satış sözleşmeleri ile Afrika'daki operasyonlarını sürdüren şirket, 2022'de Özbekistan'da faaliyet göstermeye başlayarak Asya pazarına giriş yaptı. Enerji ihtiyacı olan tüm coğrafyalarda yeni yatırım fırsatlarını takip eden Aksa Enerji, karlı projelerle global hizmet ağını genişletmeyi amaçlıyor.

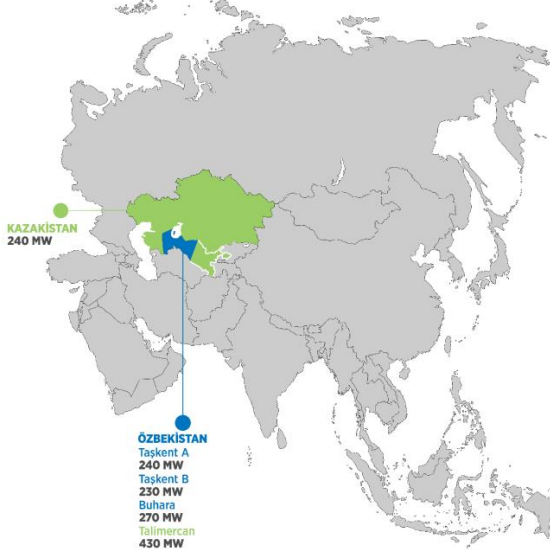
* KKTC'de bulunan santrale 2024'te 17.5 MW ekleme yapılmış ve toplam kurulu güç 170,5 MW'den 188 MW'a yükselmiştir.



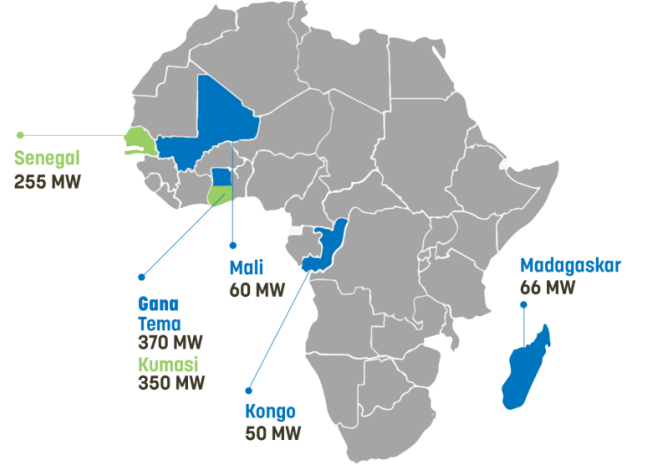
ŞİRKET PROFİLİ

Aksa Enerji 1,358 MW'ı yurtiçinde, 740 MW'si Asya'da, 496 MW'si ise Afrika'da bulunan toplam 2,644 MW'lık kurulu güce sahip. 670 MW'si Asya'da 605 MW'si Afrika'da olmak üzere toplam 1,270 MW'lık kurulu güçte santraller ise proje aşamasında.

Şema 3: Asya Operasyonları



Şema 4: Afrika Operasyonları

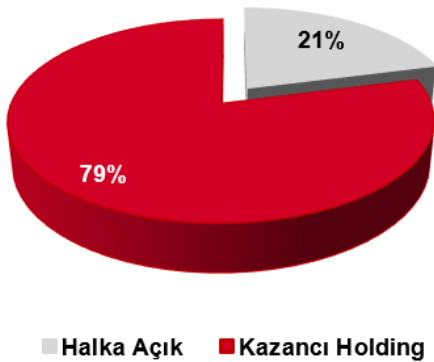


Kaynak: Şirket

Ortaklık Yapısı

Grafik 16: Aksa Enerji Ortaklık Yapısı

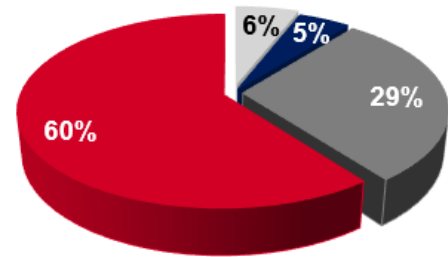
Aksa Enerji Ortaklık Yapısı



■ Halka Açık ■ Kazancı Holding

Grafik 17: Kazancı Holding Ortaklık Yapısı

Kazancı Holding Ortaklık Yapısı



■ Mehmet Kazancı ■ Tülay Kazancı
■ Ali Metin Kazancı ■ Cemil Kazancı

Kaynak: Şirket Verileri & Global Menkul Değerler Araştırma

Aksa Enerji'nin %21'i halka açıkken geriye kalan %79'luk pay Kazancı Holding'e ait. Kazancı Holding, 1950'de kurulan günümüzde 4 farklı kıtada ve 24 ülkede ülkede operasyonlarını sürdüren küresel bir güç. Kazancı Holding iştirakleri aracılığıyla, enerji üretimi, elektrik dağıtımı ve satışı, doğal gaz dağıtımı, jeneratör üretimi ve satışı operasyonlarını yürüten enerji sektörünün lider gruplarından biri. Grup, enerjinin yanı sıra tarım ve turizm alanlarında faaliyetler de sürdürüyor.



ÇEKİNCE

Bu yayında yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir.

© 2024 Global Menkul Değerler A.Ş.

