

Aksa Enerji

Analist Toplantı Notları

Aksa Enerji (AKSEN), 29 Eylül 2026 tarihinde 3Ç26 finansal sonuçları öncesinde yatırım programı, orta vadeli büyüme hedefleri ve finansal görünümüne ilişkin bir analist toplantısı düzenlemiştir. Toplantıda öne çıkan başlıca hususlar aşağıda özetlenmektedir:

Osman Furkan ÖZDEMİR

Analist

oozdemir@sekeryatirim.com

Yatırım döngüsü 2026'da zirveye ulaşıyor.

Şirket 2024-2026 döneminde yurt içi ve yurt dışında 7 ülkede, yaklaşık 2.800 MW büyüklüğünde 15 yatırım projesi yürütmektedir. Bu dönemde yatırım harcamaları 2024'te 575 m'n ABD\$, 2025'te 521 m'n ABD\$ olarak gerçekleşmiştir; 2026'da ise 682 m'n ABD\$ ile zirve yapması beklenmektedir. Yüksek yatırım harcamalarıyla birlikte net borç/FAVÖK oranı 2024'teki 3,1x seviyesinden 2025'te 3,5x'e yükselmiştir. 1Y26 sonunda son 12 aylık FAVÖK'e göre 3,87x olan oranın, 2026 sonunda 4,3x ile zirve yapması beklenmektedir. Yönetim bu yükselişi bir zamanlama farkıyla açıklamaktadır: proje finansmanları devreye alma öncesinde bilançoya girmekte, FAVÖK katkısı ise devreye almanın ardından başlamaktadır.

Tamamlanan yatırımlar FAVÖK büyümesine dönüşüyor.

Kazakistan'daki Kızıldor (264 MW) Haziran 2026'da, Gana'daki Kumasi kombine çevrim santrali (179 MW) Temmuz 2026'da devreye alınmıştır. 4Ç26'da Senegal'de 160 MW, Gabon'da 145 MW ve Türkiye'de Kırşehir, Kayseri ve Mersin yenilenebilir projelerinin devreye girmesi planlanmaktadır. 2027'de Burkina Faso (119 MW), Senegal kombine çevrim (toplam 255 MW) ve Manisa RES projelerinin tamamlanması hedeflenmektedir. 2028-2029 döneminde en büyük kapasite ilavesi Gana'dan gelecektir. Bu dönemde Kumasi'nin 171 MW'lık ikinci fazının 2Ç28'de, portföye yeni eklenen 825 MW'lık Takoradi santralinin ise 1Ç28 ve 1Ç29'da iki fazda devreye alınması planlanmaktadır. Yönetim, 20 yıllık ABD\$ bazlı satış anlaşmasına sahip Takoradi'yi 2029 hedefinin başlıca sürükleyicilerinden biri olarak tanımlamaktadır. Bu projelerle kurulu gücün Eylül 2026'daki 3.675 MW'tan 2029'da 6.178 MW'a yükselmesi hedeflenmektedir.

Şirket, 2028 için 664 m'n ABD\$ FAVÖK ve %41 FAVÖK marjı, ilk kez açıklanan 2029 hedefinde ise 841 m'n ABD\$ FAVÖK ve %42 FAVÖK marjı öngörmektedir (2025: 310 m'n ABD\$, %33). Yönetim, hedeflerin yalnızca açıklanmış projelere dayandığını belirtmiştir. Ayrıca 2026-2029 döneminde FAVÖK'ün %90'ından fazlasının uzun vadeli kontratlı yapılardan gelmesini beklemektedir. Bu kontratlar ABD\$ ve EUR bazlı anlaşmaların yanı sıra, Kızıldor'da olduğu gibi yerel para (Tenge) bazlı anlaşmaları da kapsamaktadır.

Kaldıracın 2026 sonrasında hızla gerilemesi bekleniyor. Yatırım harcamalarının 2027'de 569 m'n ABD\$'a, 2028'de 441 m'n ABD\$'a ve 2029'da 59 m'n ABD\$'a gerilemesi öngörülmektedir. Net borç/FAVÖK oranının ise 2027'de 3,5x'e, 2028'de 2,8x'e ve 2029'da 1,7x'e düşmesi hedeflenmektedir. Yönetim, borçluluktaki düşüşün ağırlıklı olarak yeni santrallerin FAVÖK katkısıyla sağlanacağını vurgulamıştır. Yönetime göre mevcut yatırım programının finansmanı büyük ölçüde sağlanmıştır ve faizlerdeki yükseliş proje fizibiliterinde anlamlı bir sapmaya yol açmamıştır.

	TL	US\$
Fiyat	71,60	1,46
BİST 100	12.593	258
US\$ (MB Alış):	48,9131	
52 Hafta Yüksek:	116,00	2,46
52 Hafta Düşük:	36,96	0,89
Bloomberg/Reuters Kodu	AKSEN.TI / AKSEN.IS	
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	1.226,3	

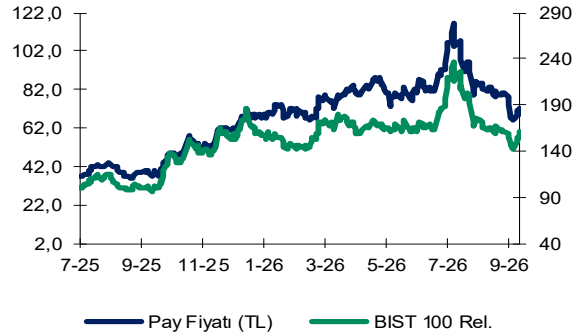
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri (TL Mn):	91.056	1.862
Halka Açık PD (TL Mn):	29.138	596

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	-10,9	103,9	2,4
US\$ Getiri (%):	-12,5	72,7	-10,2
BİST 100 Relatif Getiri (%):	6,1	83,3	-6,2
Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	677,31		
Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	15,12		

Beta	0,33
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,52
Yıllık Volatilité (BİST 100)	0,23

Ortaklık Yapısı	%
Kazancı Holding	79,4
Halka Açıklık	20,6

Toplam	100,0
--------	-------



2027 kârından temettü dağıtımı planlanıyor. Şirket, 2027 yılı kârından temettü dağıtmayı planladığını açıklamıştır. Dağıtım oranı ve diğer detaylara ilişkin bir yönlendirme verilmemiştir.

1Y26 sonuçları ve 2026 beklentileri. Şirket 1Y26'da yıllık bazda %25 düşüşle 19.988 mn TL net satış, %7 düşüşle 7.257 mn TL FAVÖK ve %34 düşüşle 1.173 mn TL net kâr açıklamıştır. FAVÖK marjı 7 puan artışla %36'ya yükselmiştir. 2026 için 50.825 mn TL net satış, 17.942 mn TL FAVÖK ve 28.477 mn TL yatırım harcaması beklentisi korunmuştur. Yatırım harcaması beklentisi Takoradi'yi içermemektedir. Yönetim, yeni santrallerin katkısı ve iç piyasadaki normalleşmeyle 2Y26'nın 1Y26'dan daha güçlü olmasını beklemektedir.

Elektrik talebi ve Türkiye portföyü. Yönetim; elektrikli ulaşım, veri merkezleri ve artan soğutma ihtiyacıyla elektriğin toplam enerji kullanımındaki payının 2035'te %35'e yükselmesini beklemektedir. Yenilenebilir kapasite arttıkça esnek doğal gaz santrallerinin ve depolamanın sistem içindeki öneminin artacağını değerlendirmektedir. Bu çerçevede spot piyasaya açık 900 MW'lık Antalya santralinin, yan hizmetler ve kapasite mekanizması üzerinden sistemdeki önemini koruyacağı belirtilmiştir. Yurt içindeki yenilenebilir projeler 10 yıllık YEKDEM garantisi kapsamında satış yapacaktır. Bolu Göynük santrali ise 31 Aralık 2029'a kadar EÜAŞ'a 75 ABD\$/MWh fiyat üzerinden alım garantili satış yapmaktadır.

Değerlendirme

Toplantıda verilen mesajlar, 2024-2026 döneminde yurt içi ve yurt dışında yürütülen yatırım programının 2026'da hem yatırım harcaması hem de borçluluk açısından zirveye ulaştığını göstermektedir. Yatırımların tamamlanmasıyla birlikte, uzun vadeli kontratlara dayalı FAVÖK büyümesi, kaldırılacak düşüş ve temettü dağıtımı dönemine geçilmesi beklenmektedir. Şirket hedefleri, 2025-2029 döneminde ABD\$ bazında yıllık bileşik yaklaşık %28 FAVÖK büyümesi ima etmektedir. Yatırım harcamalarının 2029'da belirgin şekilde gerilemesi öngörüsü de kaldırılacak hedeflerini desteklemektedir.

Bununla birlikte, kapasite ilavesinin önemli bölümünün 2028-2029'da devreye girecek Takoradi projesinden gelmesi, hedefleri devreye alma takvimine duyarlı hale getirmektedir. Kısa vadede 4Ç26'da planlanan devreye almalar ve 2026 beklentilerinin gerçekleşmesi, orta vadeli hedeflerin güvenilirliği açısından ilk göstergeler olacaktır. 2026'da zirve yapacak borçluluk nedeniyle net kâr görünürlüğü FAVÖK'e kıyasla sınırlı kalmaktadır. Orta vadede Afrika operasyonlarının tahsilat performansı ve Göynük santralinin 2029 sonrasındaki satış rejimi izlenmesi gereken başlıca konulardır.



UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5
ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com