

Aksa Enerji <AKSEN TI> - Satın Alım Sözleşmeleriyle Garanti VAFÖK Katkısı

AL

Hedef Fiyat	TL67.49
Potansiyel Getiri	70%

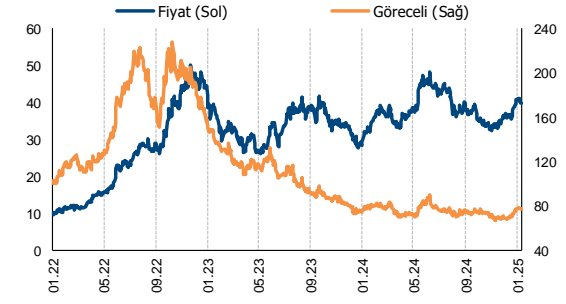
Fiyat Bilgileri

Kodu	AKSEN.TI / AKSEN.IS
Kapanış Fiyatı	TL39.70
Piyasa Değeri (TL/US\$ mn)	48,686 / 1,374
Hisse Sayısı (mn)	1226
Saklama Oranı	%21
3 ay ort. işlem hacmi (TL/US\$ mn)	157.76 / 4.54

Performans (TL)	Nominal	Göreceli
1 Aylık	8%	12%
3 Aylık	15%	4%
1 Yıllık	25%	1%
Yıl başından itibaren	1%	2%

Çarpanlar	2023	2024E	2025E
F/K (x)	7.0	14.5	12.1
FD/VAFÖK (x)	7.2	6.1	4.7
Temettü Verimi	18.0	2.9	2.8

(*) temettü verimi ödeme gününe göre hesaplanmıştır



Mustafa Görkem Göker

gorkem.goker@ykyatirim.com.tr

Eren Erciş

eren.ercis@ykyatirim.com.tr

Aksa Enerji için hedef fiyatımızı 67TL/hisse (önceki: 55TL/hisse) ve önerimizi AL (önceki: AL) olarak güncelliyoruz.

Aksa Enerji'nin en son açıkladığı yabancı para cinsinden uluslararası projelere dayalı 2030 stratejisini memnuniyetle karşılıyoruz. Enerji satın alım anlaşmaları (PPA'lar) aracılığıyla garanti edilen kapasite ödemelerinin artan payı, Aksa Enerji için öngörülebilir güçlü nakit akışı yapısını ortaya koymaktadır. Toplam 2.974 MW'lık portföyde (yenilenebilir enerji önlisansları hariç) PPA bazlı santrallerin payının %61 olduğunu hesaplıyoruz. VAFÖK üretiminin 2025 yılında uluslararası projelerden toplam içindeki payının %72, uzun vadede ise %85 olacağını öngörüyoruz. Ayrıca Türkiye'de mevcut normalleşen spot elektrik fiyatı olan 72 USD/MWh (pandemi sonrası en yüksek seviye olan 210 USD/MWh ile karşılaştırıldığında) bizce sınırlı bir düşüşe işaret ediyor. Dolayısıyla 2025 yılında ortalama 75 ABD Doları/MWh spot fiyat öngörüyoruz.

Ana yatırımlar: İlk ünitesi Eylül '24'te devreye alınan Talimercan Doğal Gaz santrali, Ocak'25 itibarıyla 396 MW kapasiteye ulaştı ve 25 Mart'ta 430 MW'a ulaşması planlanıyor. Talimercan'ın 25 yıllık USD bazlı PPA ve geçişken yakıt anlaşması mevcut. Santralin konsolide VAFÖK'e yıllık 50 milyon USD katkı yapması bekleniyor. Kızılorda doğalgaz santrali, 240 MW kurulu güçle 1Ç26'da ticari faaliyete geçecek. Kızılorda'nın KZT cinsinden 15 yıllık PPA sözleşmesi mevcut. Kızılorda santralının, VAFÖK'e yıllık 40 milyon USD katkı sağlaması bekleniyor. Kumasi doğalgaz santralının ilk ünitesi (179 MW) Ağustos'25'te, ikinci ünitesi (171 MW) 3Ç26'da faaliyete geçecek. Böylece santralin kurulu gücü 350 MW olacaktır. Kumasi geçişken yakıt maliyetine sahip 20 yıllık USD bazlı bir PPA'ya sahip olacak. İlk üniteyle santral VAFÖK'e 38 milyon USD katkı sağlayacak. Senegal Saint-Louis doğalgaz santrali, 255 MW kapasiteyle 3Ç26'da devreye girecek ve devlet kuruluşu Senelec santralde %15 hisseye sahip olacak. Saint-Louis VAFÖK'e yıllık 55 milyon EUR katkı yapması beklenen geçişken maliyete sahip 25 yıllık Euro bazlı bir PPA'ya sahip olacak.

Aksa Enerji <AKSEN TI> – Satın Alım Sözleşmeleriyle Garanti VAFÖK Katkısı

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
Gelir Tablosu	2023	2024T	2025T
Net Satışlar	35.172	27.003	35.915
Brüt Kar	7.215	7.164	11.113
VAFÖK**	7.953	7.669	11.194
Faaliyet Gelirleri	6.406	6.023	9.607
Diğer Geli / Gider	736	-1.748	-4.227
Vergi Öncesi Kar	7.142	4.275	5.381
Vergi	-1.036	-1.069	-1.345
Net Kar	5.497	3.206	4.035
Nakit Akış Tablosu	2023	2024T	2025T
İşletme Faaliyetlerinden	5.292	-1.631	7.521
Yatırım Faaliyetlerinden	-4.220	-15.982	-15.802
Finansman Faaliyetlerden	-1.825	19.267	9.337
Serbest Nakit Akışı	1.072	-17.613	-8.282
Rasyolar	2023	2024T	2025T
F/K (x)	7,0	14,5	12,1
FD/VAFÖK (x)	7,2	6,1	4,7
Brüt Kar Marjı	21%	27%	31%
VAFÖK marjı	23%	28%	31%
Net Kar Marjı	16%	12%	11%
Özkaynak Karlılığı	16%	8%	9%
ROIC	17%	11%	15%
Satış Büyümesi	-	-47%	4%
VAFÖK Büyümesi	-	-33%	14%
Net Kar Büyümesi	-	-60%	-2%
Net Borç/Özkaynaklar (x)	0,2	0,1	0,1
Net Borç/VAFÖK (x)	1,1	0,7	0,6

Kaynak: Şirket Finansalları, YKY Araştırma

(*) Her yıl yılsonu TÜFE tahminimizle kendi yılsonuna taşınmıştır

(**)VAFÖK= (Satışlar - SMM - Faaliyet Giderleri + Amortisman) UFRS ile uyumlu şirket sonuçlarından farklılık gösterebilir

Finansal Özet (TLmn)	TMS29 Uygulanmış*		
Bilanço	2023	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	17.091	14.732	21.137
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.671	1.654	2.710
Ticari Alacaklar	13.530	9.755	13.590
Stoklar	896	1.171	1.611
Diğer	993	2.151	3.227
Duran Varlıklar	38.716	71.686	88.612
Maddi Duran Varlıklar	35.017	64.444	78.652
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	1.091	1.098
Kullanım Hakkı Varlıkları	291	424	427
Diğer	3.405	5.727	8.434
Toplam Varlıklar	55.806	86.418	109.749
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.766	27.807	39.830
Kısa vadeli Finansal Borçlar	8.171	17.238	25.212
Ticari Borçlar	3.340	6.324	8.699
Diğer	2.255	4.246	5.920
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.405	16.486	24.811
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	5.078	15.593	23.566
Diğer	2.327	893	1.245
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	34.636	42.125	45.108
Toplam Kaynaklar	55.806	86.418	109.749

Şirket Tanımı

Aksa Enerji, birçok ülkede faaliyet gösteren, proje geliştirmeden satın almaya, inşaattan kuruluma kadar enerji santrali kurulum prosedürlerinin tüm adımlarını sunan global bir enerji şirkettir.

Şirketin Türkiye'de toplam 900 MW kurulu güce sahip doğalgaz ve 270 MW kurulu güce sahip bir kömür santrali bulunuyor. Kuzey Kıbrıs'ta 188 MW kurulu güce sahip akaryakıt bazlı santrale sahiptir. Aksa Enerji'nin Afrika ve Asya bölgelerinde 1.566 MW kurulu gücü bulunmaktadır. Toplam portföy 2.974 MW'tır.

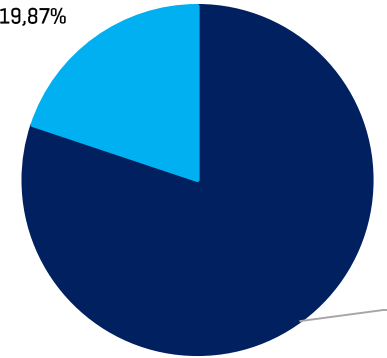
Katalistler:

- Yeni PPA anlaşmaları
- Kurulu gücün artması

Risks:

- Güçlü TL gelirler üzerinde baskı yaratabilir
- Alacaklarında tahsilatında olası sorunlar

Halka Açık;
19,87%



Kazancı
Holding
Anonim
Şirketi;
80,13%

ÇEKİNCE:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. 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. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.