

AKSEN
Yatırımın etkilerinin ayak izleri

AKSEN'in 2025 3.çeyrekte 9,53 mİr TL hasılat, 3,07 mİr TL FAVÖK, 956,5 m TL net kâr ile **beklentilerimizin hafif üzerinde sonuçlar açıkladığını görmekteyiz.**

Satışlara baktığımız zaman 2Q25'te geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %12,8 daralma görürken, geçtiğimiz çeyreğe göre %10 daralma görmekteyiz. Yılın ilk dokuz ayına baktığımızda ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %7,9 artış görürken, Türkiye operasyonlarında %6,2 artış, Afrika'da %18,6 daralma, Asya'da ise %44,1 artış görmekteyiz.

Enerji sektöründe ise 3Q25'te Türkiye'nin toplam elektrik tüketimi büyüme eğilimini sürdürürken, kurulu gücün de benzer bir şekilde artış gösterdiğini takip etmekteyiz ve artışın çok büyük bir çoğunluğunun ise yenilenebilir enerji santrallerinden geldiğini görmekteyiz. AKSEN'in 3Q25 özelinde EPIAS'dan takip ettiğimiz üretim verilerine baktığımızda (KKTC hariç) geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %2 azalış ile 1.533.544 MWh olarak gerçekleştiğini izlerken, 3Q25'e göre ise %5 daralma görmekteyiz. PFT'ye baktığımızda ise 2Q25'te gerçekleşen tavan fiyat artışlarına rağmen 3Q24'e göre %5,7 azalış görmekteyiz. PTF yıl boyu 66.8 \$ ile geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla yatay seyrini korurken, Türkiye operasyonlarındaki hem kâr hem satış artışının temel sebebinin üretim artışı olduğunu görmekteyiz. 2025 yılının ilk dokuz ayına baktığımızda geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla %17 artış ile 3.055.819 MWh üretim gerçekleşmiştir.

Kârlılığa baktığımızda ise hem çeyreklik hem de geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre marjlarda büyümenin sürdüğünü görmekteyiz. Yılın ilk dokuz ayına baktığımızda FAVÖK %39 artış gösterirken, FAVÖK marjı ise 7,1 pt artış ile %31,6 olarak gerçekleşti. Bölgesel kırılıma baktığımızda ise Türkiye'nin 2,2 pt artış ile %9,7, Afrika'nın 10,6 pt artış ile %85, Asya'nın ise 10,7 pt artış ile %82,54 FAVÖK marjına yükseldiğini görmekteyiz. Toplam FAVÖK'ün ise %78'i yurt dışı operasyonlardan gelirken, %22'nin ise Türkiye operasyonlarından geldiğini görmekteyiz. Güçlü kârlılığın sebebine baktığımızda yurt dışı operasyonlarda \$ bazlı sabit gelir yapısı, üretim artışı, enerji portföyü çeşitliliği ve verimlilik artışı gibi etkiler görmekteyiz.

Borçluluğa baktığımızda çeyrekssel anlamda finansal borcun %6, net borcun ise %5 ile sınırlı artış gösterdiğini görmekteyiz. Şirket görece yüksek borç yapısı içerisinde olsa da bu borcun yatırım etkisinden kaynaklı olduğunu belirterek, finansal yapının sürdürülebilir olduğunu düşünmekteyiz. AKSEN 3Q25 itibarıyla 3.65x NetBorç/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Genel olarak baktığımızda beklentilerimizin hafif üzerinde sonuçları **POZİTİF** değerlendirmekteyiz. Yurt dışı operasyonlarındaki çeşitlendirilmiş portföyü, döviz bazlı anlaşmalarının olması ve Türkiye operasyonlarında yenilenebilir enerji yatırımı hikayesiyle beraber güçlü ve sürdürülebilir kârlılık yapısının devam edeceğini düşünürken, şirketi hikâye olarak agresif, yapı olarak defansif nitelendirmekteyiz. 2023 yılından bu yana 900 m \$ yatırım yapan şirket için yatırımların geri dönüşünü 2026 yılında göreceğimizi düşünmekteyiz. Mevcut kurulu gücü 3 GW seviyesinde olan şirket, 2028 yılına kadar kapasitesini 5 GW'a çıkarmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda devreye alınan 10 proje toplamda 975 MW ek kapasite yaratırken, söz konusu kurulu gücün 724 MW'lık bölümü dolar bazlı sabit getiri sunan yurt dışı operasyonlarından oluşmaktadır. AKSEN'in FAVÖK beklentileri sırasıyla 2026 - 394 m \$, 2027 - 558 m \$, 2028 - 660 m \$ olarak beklenirken, 2026 itibarıyla FAVÖK'ün %90'ını YEKDEM ve garantili \$ bazlı kontratlardan oluşacağını ve FAVÖK marjının 2028'e kadar %42 seviyesine çıkmasını beklemekteyiz. Sonuç olarak baktığımızda AKSEN özelinde 2026 yılı ara geçiş yılı, 2028'in ise faal yıl olarak önem arz ettiğini görmekteyiz ve şirketin dönüşümünün gerçekleştiğini izlemekteyiz. Şirketin portföy yapısı gereği ve yurt dışı operasyonlarından sağlanan USD bazlı garanti gelirleri sebebiyle DEFANSİF ve GÜÇLÜ konumunu koruduğunu izlerken iç piyasada da YENİLENEBİLİR ENERJİ dönüşümünü gerçekleştirdiğini görmekteyiz. Son dönemde kısa sürede yüksek getiri sağlaması sebebiyle model portföyümüzden çıkartsak da AKSEN'i 64.30 TL Hedef Fiyat ile AL tavsiyesi ile beğenmeye devam ediyoruz.

11 Kasım 2025

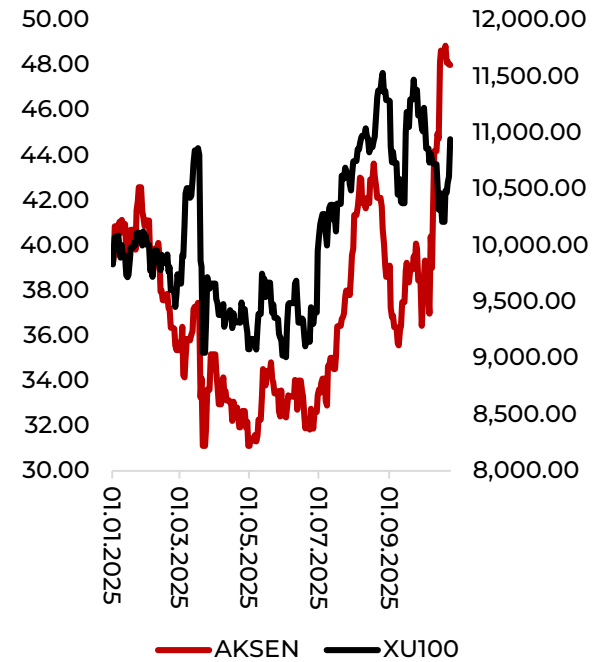
Son Fiyat	54,75
BİLANÇO PUANI	7/10
Piyasa Değeri (mİn TL)	67,142
Piyasa Değeri (mİn \$)	1.589
Hedef Fiyat	64,30
Tavsiye	AL
Potansiyel	%17,44
F/K	36,16
FD/FAVÖK	9,58
PD/DD	1,26
Hisse Sayısı (mİn lot)	1,226
FDPO (%)	18,92
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mİn TL)	631,3

FİYAT PERFORMANSI (%)

	1 AY	3 AY	12 AY
BİST100'E GÖRE	22.02	31.23	45.97
Nominal (TL)	23.92	30.79	64.91
Nominal (USD)	23.00	27.09	41.90

ORTAKLIK YAPISI

	%
KAZANCI HOLDİNG	80,13
DİĞER	19,77
HİSSE GERİ ALIM	0,10



**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, 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 sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ**İletişim Bilgileri:**

✉ iletisim@marbasmenkul.com.tr
☎ +90 (212) 286 30 00 / 331
📠 +90 (212) 286 30 50
📍 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul

ŞİRKET KARNESİ

KARLILIK

PUAN

Brüt Kar Marjı (Y%)	9.68	0.5
Brüt Kar Marjı (Ç%)	2.95	0.5
FAVÖK Marjı (Y%)	6.16	1.0
FAVÖK Marjı (Ç%)	7.58	1.0
Net Kar Marjı (Y%)	-11.70	0.0
Net Kar Marjı (Ç%)	0.61	0.5

BORÇLULUK

PUAN

Net Borç (mln TL)	41,311.54	0
İşletme Sermayesi (mln TL)	8,881.03	1
Cari Oran	0.95	1
Serbest Nakit Akımı (mln TL)	-5,737.33	-1
Net Finansman Gideri/Satışlar	3.80	-1

BÜYÜME

PUAN

Brüt Kar Büyüme (Y%)	30.54	0.5
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	30.54	0.5
FAVÖK Büyüme (Y%)	5.94	1
FAVÖK Büyüme (Ç%)	33.60	1
Net Kar Büyüme (Y%)	-79.06	0
Net Kar Büyüme (Ç%)	8.61	0.5

PUAN

7

Kaynak: Marbaş Menkul Değerler Araştırma Departmanı

Sınai sektörü özelinde karlılık, borçluluk ve büyüme özelinde değerlendirme yapılmakta olup puanlama kriteri üzerinden 15 puan verilmektedir. Giriş sayfasında 10 puana indirgenmektedir. Kriter karşılarındaki değer farkları içermektedir.