

Hisse 29.05.2025

Kuruluş Tarihi	12.01.2007
Ödenmiş Sermaye(Mio TL)	1,197
Pazar	Yıldız Pazar

Ortaklar	Pay(Mio)	Yüzde
AKFEN HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	676	56.45
DİĞER	337	28.16
AKFEN INTERNATIONAL HOLDING B.V.	181	15.11
HİSSE GERİ ALIM	3	0.28



AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ

Şirket Bilgileri

Akfen Holding, toplamda 3 milyar ABD Doları varlık büyüklüğü ile Türkiye'nin önde gelen altyapı yatırım holdinglerinden biridir.

Akfen Holding, inşaat, enerji ve liman yönetimi, deniz taşımacılığı, gayrimenkul, turizm, madencilik ve atık yönetimi hizmetleri gibi geniş bir yelpazede faaliyet göstermektedir.

2025 - Şirket Gelişmeleri

Başlangıçta %100 hidroelektrik santrallerinden oluşan portföyleri, mevcut durumda 228,7 MW Hidroelektrik (Portföyün %29'u), 432,9 MW Rüzgar & hibrit GES (Portföyün %55'i) ve 121,4 MW güneş enerjisinden (Portföyün %16'sı) ile çeşitlendirilmiş ve iklim/mevsim değişikliklerine karşı daha korunaklı hale gelmiştir.

Mevcutta ulaşılan güç (hibrit yatırımlar ile birlikte) 783 MW olmuştur.

Kaynak çeşitliliği yaratmak, dengeli FAVÖK ve EBITDA oluşumu sağlamak amacıyla rüzgar ve güneş santrali ekleme kararı almışlardır.

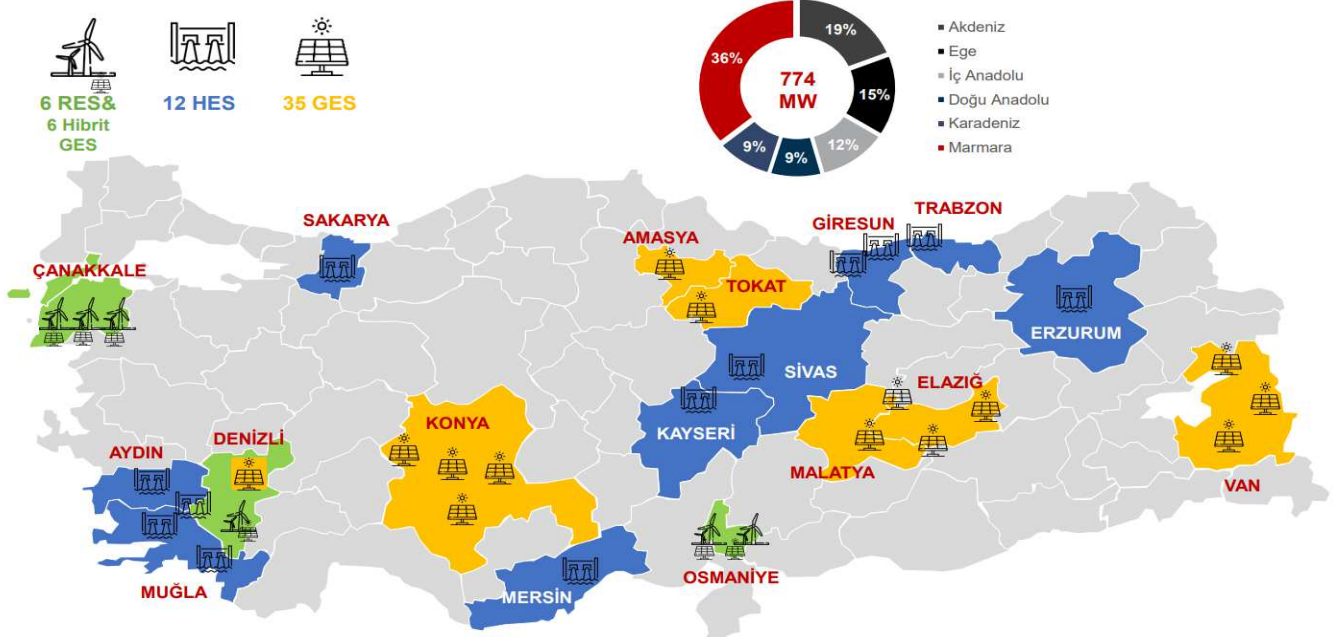
Kuruluş döneminde çok önemli bir büyüme kaydetmiş olup, başta sadece hidroelektrikten oluşan şirket, 7 MW'lık kapasitesini 15 yılda 699,06 MW'a çıkarmıştır.

Toplam 86 MW, Mayıs 2025'de 6 hibrit GES (84 MW) faaliyete geçmiştir.

Toplam 285 MW depolamalı üretim tesisi için ön lisans alınmıştır. 3 farklı bölgede 90 MW müstakil depolama tesisi için de ön lisans alınmıştır.

2025 yılı ikinci çeyreğinde RES kapasite artışları ile 102 MW faaliyete geçecektir.

İlk yurtdışı santral yatırımlarını Romanya'da yapmış olup, GES projelerinin geliştirilme aşamasında olduğu söylendi.



Finansal Bilgiler

Şirketin son 5 yıllık ortalaması alındığında (2020-2024); ortalama 150 milyon dolarlık bir ciro geliri ve FAVÖK ise 100 milyon dolar üzerinde bulunuyor.

Borçluluk kısmına bakıldığında 1. çeyrek sonunda toplam borç 205 milyon dolar iken bunun da FAVÖK çarpanı 2.8x oluyor. Borçlanma kısmında hem uzun dönemli borçlanma ile hem de yaratılan EBITDA ile borçlanma seviyelerini bu noktaya indirdiklerini söylediler.

Özet Konsolide Finansallar

(US\$mn)	2020	2021	2022	2023 ²	2024	2020-24 Ort.	1Ç25 SDD
Net Üretim (GWh)	1.767	1.706	1.758	1.660	1.600	1.698	1.553
Gelirler	146	145	150	148	145	147	137
Büyüme %	65%	-0.5%	3%	-1%	-2%	-	-
FAVÖK	112	108	115	96	82	103	73
FAVÖK Marjı %	77%	75%	77%	65%	%57	%70	53%
Net Borç ⁽³⁾	471	414	346	286	180	339	205
Net Borç/FAVÖK	4,2x	3,8x	3,0x	3,0x	2,2x	3,3x	2,8x

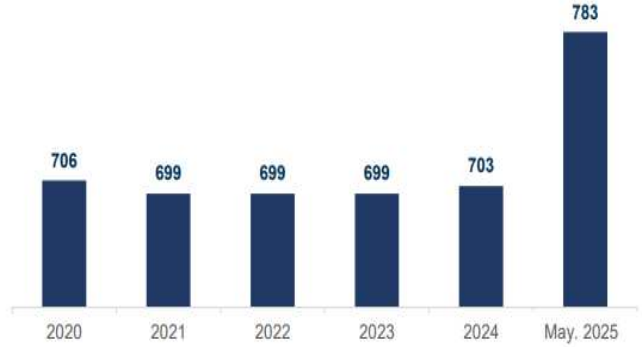
Elektrik üretimi son beş yıllık ortalaması alındığında 1700 GWh'e yakın bir üretim gerçekleşmiştir. 2025 yılı için ise 1.387'si RES, 196'ı GES ve 895'i (GWh/yıl) HES olmak üzere toplam 2.478 GWh elektrik üretimi bulunuyor.

Kurulu güç gelişimi ise son beş yılda hibritlerin önemli bir kısmının devreye alınması ile birlikte Mayıs ayı itibarıyla 783 MW'e ulaştı.

Elektrik Üretimi (GWs)



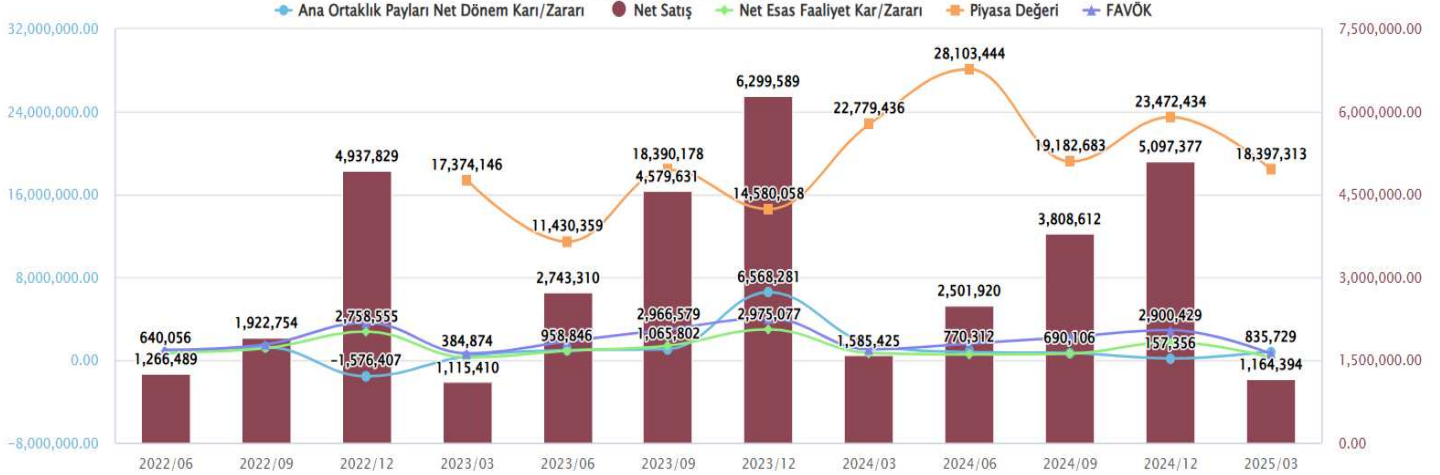
Kurulu Güç (MW)



2025 yılı 1. çeyreği itibariyle ; aktif toplamı 1.483 US\$mn, özkaynakları ise 1.088 US\$mn'dir. Şirket geliri 2025 yılı 1. çeyreğinde 137 US\$mn, FAVÖK 73 US\$mn olarak gerçekleşmiştir. Toplam portföy aynı dönemde 402 GWs elektrik üretimi gerçekleştirmiştir.

Gelirlerin %85'i dolar, giderlerin ise %86'sı TL bazlı olması; TL'nin performansı marjlarda baskı yaratıyor. Marjların daralmasının nedeni, şirketin gelirleri dolar cinsinden olmasına rağmen, giderlerinin çoğunun TL olmasıdır.

Satış Karlılık Durumu (Bin TL Olarak)



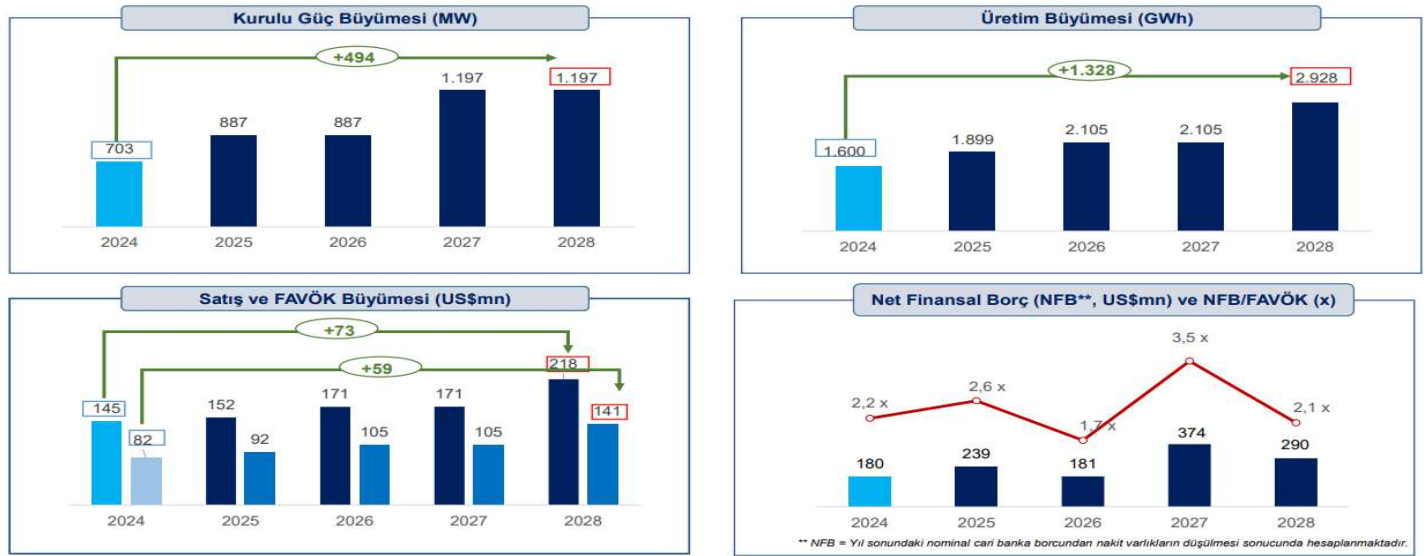
Büyüme Öngörülleri Özeti (2024 - 2028)

Ön lisansları alınan depolama tesisleriyle ilgili 2026-2027 yıllarında yatırım planlayan şirket, tamamen organik bir büyüme söz konusu olarak mevcut kapasiteye yaklaşık 500 MW daha ilave etmek istiyor. Bunun yaklaşık 900 MW'ı bu yıl içerisinde tamamlanacağı belirtildi. Şirketin 2028 yılı projeksiyonunda ise toplam kapasitenin 1.197 MW olması bekleniyor.

Yine şirketin yapacağı yatırımların faaliyete geçmesiyle ciro ve FAVÖK tarafına bakıldığında; 2028 yılında 218 milyon dolarlık ciro ve 141 milyon dolarlık FAVÖK bekleniyor.

Büyüme sistemlerinde her zaman belli bir borçlanma sistemine gidildiği ve bununla beraber net borcun 290 milyon dolar olması ve net borç/FAVÖK çarpanının 2,1x seviyelerinde tutmak istedikleri belirtildi.

YEKDEM süresinin uzun olduğu şirketlerin satın alınması yönünde fırsatları değerlendirdiklerini ve şirketin üretmiş olduğu karbon sertifikalarının satışıyla gelirlere ek katkı beklenmekte.



KURULU GÜÇ KAPASİTESİ GELİŞİM PLANI ÖNGÖRÜLERİ: (Mart ayında açıklandı)

- **Hibrit GES:** 86 MW hibrit ges kapasitesi 2024 sonunda işletmeye alınması hedeflenmektedir. 1 Ocak 2025'den itibaren tam kapasite çalışmaya başlaması planlanmaktadır.
- **RES Ek Kapasite:** 107 MW res ek kapasite 2025 1Y sonunda işletmeye alınması planlanmaktadır. 1 Temmuz 2025'den itibaren tam kapasite çalışması ve tüm yıl üretimin 2026'da olması öngörülmektedir.
- **EDT RES:** 215 MW edt res kapasite 2027 yıl sonunda işletmeye alınması ve 2028 yılında tam kapasite çalışması hedeflenmektedir.
- **EDT GES:** 95 MW edt ges kapasite 2027 yıl sonunda işletmeye alınması ve 2028 yılında tam kapasite çalışması hedeflenmektedir.

YILLIK ÜRETİM BÜYÜMESİ ÖNGÖRÜLERİ:

- **2025:** 2025 yılı üretiminde tam yıl çalışan hibrit GES (128 GWh) ve yarım yıl çalışan res ek kapasite (139 GWh) yatırımlarının toplam 267 GWh üretim katkısı sunması planlanmaktadır. Mevcut tesislerdeki (res ve ges) degradasyon sebebiyle üretim 2 GWh azaldığından net üretim artışı etkisinin 265 GWh seviyesinde olacağı öngörülmektedir.
- **2026:** 2026 yılı üretiminde tam yıl çalışan res ek kapasitenin ilave 139 GWh üretim katkısı sunması planlanmaktadır. Mevcut tesislerdeki (res ve ges) degradasyon sebebiyle üretim 3 GWh azalması öngörüldüğünden net yıllık üretim artışı etkisi 136 GWh seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.
- **2028:** 2028 yılı üretiminde tam yıl çalışan edt res (854 GWh) ve edt ges (173 GWh) yatırımlarının toplam 1.027 GWh üretim katkısı sunması planlanmaktadır. Mevcut tesislerdeki (res ve ges) degradasyon sebebiyle üretim net yıllık üretim artışı etkisi 1.025 GWh seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

YILLIK SATIŞ GELİRİ BÜYÜMESİ ÖNGÖRÜLERİ:

- **2025:** Tam yıl çalışan hibrit GES yatırımı ve yarım yıl çalışan res ek kapasite yatırımı etkisiyle ciroya toplam 21 mn \$ katkı beklenmektedir. Ancak mevcut RES projelerinin teşvikli YEKDEM'i bittiğinden (79 \$/MWh yerine 73 \$/MWh) net ciro artışı yaklaşık 17 mn \$ seviyesinde beklenmektedir.
- **2026:** Tam yıl çalışan res ek kapasitesinin ciroya toplam ilave yaklaşık 12 mn \$ katkı yapması beklenmektedir (yeni yatırımların toplam ciroya katkısının yaklaşık 33 mn \$ olması beklenmektedir). Yeni yatırımların toplam ciroya katkısı 33 mn \$ olurken, mevcut projelerin yaklaşık 3 mn \$ ciro azalışından dolayı (2024-2026'da) net ciro artışının yaklaşık 30 mn \$ seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.
- **2028:** Yeni edt res ve edt ges yatırımlarının ciroya toplam ilave yaklaşık 52 mn \$ katkı yapması beklenmektedir. Mevcut projelerin ciro artışından dolayı net ciro artışının yaklaşık 53 mn \$ olması beklenmektedir. Yeni yatırımların da katkısıyla cirodaki net artışın (2024-2028'de) yaklaşık 85 mn \$ seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.
- **Karbon satışı:** Her yıl mevcut RES'lerden 2,5 mn \$ karbon satış geliri olacağı varsayılmıştır (ciroya dahil edilmiştir). Yeni projelerden ilave karbon geliri varsayılmamıştır.
- **PTF:** 2024, 2025, 2026, 2027 ve 2028 yıllarında PTF'nin sırasıyla 80,0 \$/MWh, 81,9 \$/MWh, 83,7 \$/MWh, 85,4 \$/MWh ve 87,3 \$/MWh olacağı varsayılmıştır.
- **EDT tarifi:** EDT res ve ges üretimleri YEKDEM kapsamında satılacak olup, ortalama (depolanan üretimden satılacak ve direkt üretimden satılacak fiyatın ortalama fiyatı) yaklaşık 50 \$/MWh'den satış yapacağı varsayılmıştır.

YILLIK FAVÖK BÜYÜMESİ ÖNGÖRÜLERİ:

- **2025:** Tam yıl çalışan hibrit GES yatırımı ve yarım yıl çalışan res ek kapasite yatırımı etkisiyle FAVÖK'e toplam 15 mn \$ katkı beklenmektedir. Ancak 2024 yılında RES projelerinin teşvikli YEKDEM'i bittiğinden (79 \$/MWh yerine 73 \$/MWh) net FAVÖK artışı yaklaşık 12 mn \$ seviyesinde beklenmektedir.
- **2026:** Tam yıl çalışan res ek kapasitesinin, FAVÖK'e toplam ilave yaklaşık 10 mn \$ katkı yapması beklenmektedir (yeni yatırımların toplam FAVÖK katkısı yaklaşık 25 mn \$ olmaktadır). Yeni yatırımların toplam FAVÖK katkısı yaklaşık 25 mn \$ olurken, 2024-2026 arasındaki mevcut projelerinin FAVÖK azalışından dolayı (özellikle yukarıda açıklanan res etkisi) net FAVÖK artışı (2024-2026 arasında) yaklaşık 21 mn \$ olması öngörülmektedir.
- **2028:** Edt res ve edt ges yatırımlarının FAVÖK'e toplam ilave yaklaşık 39 mn \$ katkı yapması beklenmektedir. Mevcut projelerin yaklaşık net 1 mn \$ FAVÖK artışından dolayı net yıllık FAVÖK artışı yaklaşık 40 mn \$ olmaktadır. Yeni yatırımların da katkısıyla FAVÖK net artışı (2024-2028'de) yaklaşık 63 mn \$ olması öngörülmektedir.
- **FAVÖK marjı:** 2028 yılında mevcut projelerin FAVÖK marjı %68 seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Yeni projelerin FAVÖK marjları tam yıl çalıştıkları 2028'de hibrit ges, res ek kapasite, edt res ve edt ges için sırasıyla %81, %75, %75 ve %75 seviyesinde olacağı varsayılmıştır

YILLIK YENİ YATIRIM ÖNGÖRÜLERİ:

- **2025:** RES ek kapasite yatırımlarının Haziran 2025 sonuna kadar tamamlanması hedeflenmektedir.
- **2027:** Edt res ve edt ges yatırımları yıl sonuna kadar tamamlanması hedeflenmektedir.
- **Hibrit ges yatırımı:** Yaklaşık 600 bin \$/MWp maliyet varsayımıyla 86 MWp kurulum ve yaklaşık 52 mn\$ yatırım varsayılmıştır.
- **RES ek kapasite yatırımı:** Yaklaşık 1 mn \$/MW maliyet varsayımıyla 107 MW kurulum ve yaklaşık 105 mn \$ yatırım varsayılmıştır.
- **EDT res yatırımı:** 215 MWh batarya ve 215 MW kurulum için batarya yatırımında birim maliyet 500 bin \$/MWh, res için 1 mn \$/MW varsayılmıştır. Toplam yatırım tutarı yaklaşık 320 mn \$ varsayılmıştır.
- **EDT ges yatırımı:** 95 MWh batarya ve 95 MWp kurulum için batarya yatırımında birim maliyet 500 bin \$/MWh, ges için 0,55 mn \$/MW varsayılmıştır. Toplam yatırım tutarı yaklaşık 100 mn \$ varsayılmıştır.
- **Toplam yatırım tutarı ve finansman:** Tüm yeni yatırımların maliyeti yaklaşık 577 mn \$ seviyesinde varsayılmıştır (hibrit ges, res ek kapasite, edt res ve edt ges yatırımlarının toplamı).

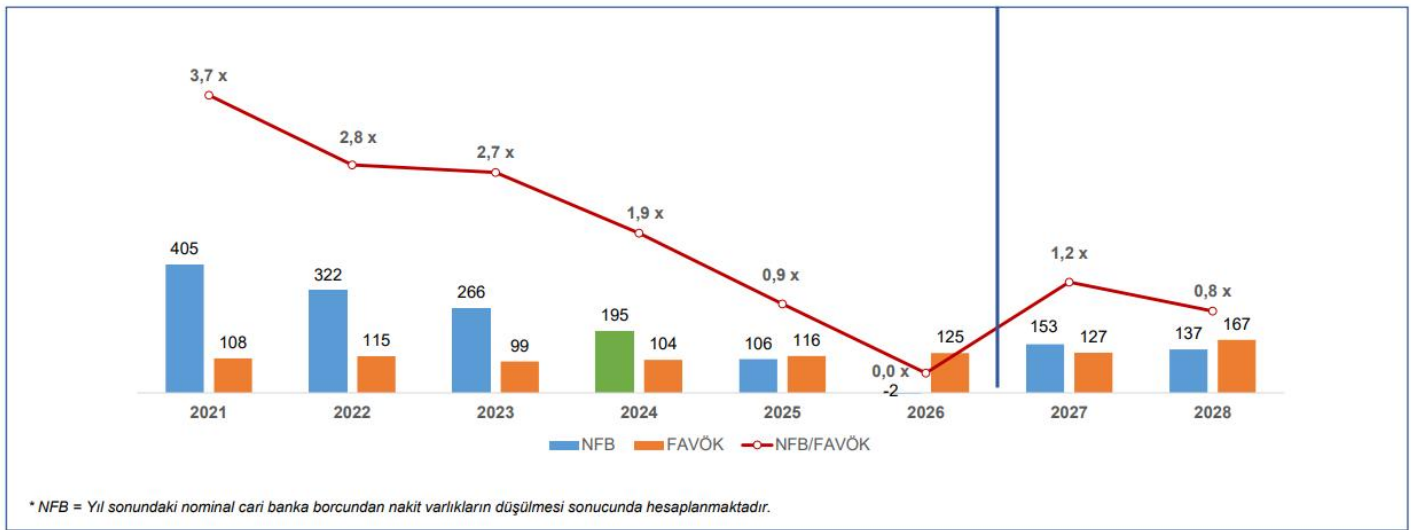
Yeni yapılacak yatırımların finansmanında ise ;

hibrit ges ve res ek kapasite yatırımlarının tamamı (yaklaşık 157 mn \$) Bu yatırımların ek borçlanma yapılmadan gerçekleştirileceği öngörülmektedir.

edt res ve edt ges yatırımlarının (yaklaşık 420 mn \$) Bu yatırımlarımızın finansmanının %35 özkaynak-%65 proje finansmanı olmak üzere gerçekleştirileceği öngörülmektedir.

YILLIK NFB / FAVÖK GELİŞİMİ ÖNGÖRÜLERİ:

- Şirket 2024-2025 yıllarındaki toplam yaklaşık 157 mn \$ tutarındaki hibrit ges res ek kapasite yatırımlarını ek borçlanma yapılmadan gerçekleştirileceği öngörülmektedir.
- Şirketin dengeli bir borç pozisyonu sürdürmesi hedeflendiğinden, 2027 yılında gerçekleştirmeyi planladığı toplam yaklaşık 420 mn \$ tutarındaki edt ges ve edt res yatırımlarının finansmanının tahmini %35 özkaynak-%65 proje finansmanı olmak üzere gerçekleştirileceği varsayılmıştır.
- Yatırım ve üretim varsayımları ışığında, yeni yatırımların 2028'de tam yıl sağlayacağı öngörülen FAVÖK katkısı sonucunda, NFB / FAVÖK rasyosunun 2028 yılı sonunda yaklaşık 0,8x seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir



Şirket'in Stratejisi

Hibrit GES Yatırımları ; 6 adet RES ve 1 adet HES projelerine ek 94,8 MW* GES kapasite eklenmesi

RES Kapasite Yatırımları ; 5 adet RES için 102 MW kapasite artışı

Elektrik Depolama Yatırımları ; 6 farklı bölgede toplam 285 MW güçte RES/GES üretimli elektrik depolama için EPDK'dan önlisanslar alınmış, teknik ve finansal çalışmalara başlanmıştır

Yenilenebilir Alanda Yeni Şirket Satın Alımları ; YEKDEM süresi yüksek genç portföyler, Portföy çeşitliliğini sağlayacak fırsatlar

Karbon Varlıkları Piyasası'nda daha ön planda olmak ; Şirket'in ürettiği karbon kredilerinden sürdürülebilir ek gelir oluşturmak

Operasyonel Verimliliği Artırmak ; Sürdürülebilir yüksek emreanadelik oranları, Yüksek kapasite kullanım oranları

Belirlenmiş Finansal Hedefler uyarınca operasyonların sürdürülmesi ; Güçlü nakit üretiminin ve yüksek FAVÖK marjlarının sürdürülerek finansal borcun hızlı bir şekilde azaltılması

Gelir Tablosu (Mio TL)	2020	2021	2022	2023	2024	1Ç24	1Ç25
Net Satış	3,258	6,384	29,905	27,799	41,525	17,027	4,776
Değişim %	446.16	95.93	368.43	-7.04	49.38	139.36	-71.95
Brüt Kâr	148	271	1,874	2,654	3,942	1,007	1,100
Değişim %	266.27	83.32	590.84	41.63	48.55	274.70	9.27
FAVÖK	84	175	1,534	1,901	3,150	791	852
Değişim %	1,448.16	109.74	775.19	23.92	65.65	365.74	7.74
Net Parasal Pozisyon Kazanç(Kayıp)	0	0	-452	-1,567	-1,316		
Değişim %							
Net Kar/Zarar	73	108	653	-180	370	146	580
Değişim %	1,343.97	47.39	505.46				298.09
Karlılık Oranları	2020	2021	2022	2023	2024	1Ç24	1Ç25
Brüt Kâr Marjı %	4.54	4.25	6.27	9.55	9.49	5.91	23.03
FAVÖK Marjı %	2.57	2.75	5.13	6.84	7.58	4.64	17.84
Net Kar Marjı %	2.25	1.69	2.18	-0.65	0.89	0.86	12.14
Özsermaye Karlılığı %	71.61	49.54	73.18	-8.12	9.05	0.29	45.88
Aktif Karlılık %	22.03	15.85	25.65	-3.81	4.60	8.57	23.78
Piyasa Çarpanları	2020	2021	2022	2023	2024	2024/03	2025/03
PD/DD				1.25	0.84	1.26	0.84
FD / FAVÖK				1.49	0.74	1.07	0.38
FD / Satış				0.10	0.06	0.07	0.04
F/K Oranı					10.22	62.40	5.26

TEKNİK GÖRÜNÜM



Teknik Göstergeler

Göstergeler	Kısa Vadeli		Ort Vadeli		Uzun Vadeli	
	Değer	Karar	Değer	Karar	Değer	Karar
Stochastic	3.62	SAT	36.99	SAT	16.76	SAT
RSI	26.30	SAT	36.94	SAT	48.47	SAT
Williams%R	-97.69	SAT	-98.34	SAT	-92.28	NÖTR
Momentum	87.48	SAT	89.83	SAT	59.16	SAT
MACD	-0.50	SAT	-0.80	SAT	-1.82	SAT
ADX	24.09	SAT	22.64	SAT	12.67	SAT
CCI	-134.04	NÖTR	-108.79	NÖTR	-154.02	NÖTR
Ultimate Oscillator	12.43	NÖTR	31.66	NÖTR	37.23	NÖTR
ROC	-12.52	NÖTR	-10.17	NÖTR	-11.92	NÖTR
Hareketli Ortalama	15.92	NÖTR	17.01	NÖTR	18.17	NÖTR
Al Sayısı	0		0		0	
Sat Sayısı	6		6		5	
Nötr Sayısı	4		4		5	

Pivot Noktaları

Pivot Yöntemi	Kapanış Fiyatı	Destek Noktaları			Pivot Noktası	Direnç Noktaları		
		Ds1	Ds2	Ds3		Dr3	Dr2	Dr1
Klasik	15.37	14.83	15.07	15.22	15.46	15.61	15.85	16.00
Camarilla	-	15.26	15.30	15.33	15.46	15.41	15.44	15.48
Fibonacci	-	15.07	15.22	15.31	15.46	15.61	15.70	15.85
Demarks's	-	-	-	15.15	15.46	15.54	-	-

A1 CAPITAL ARAŞTIRMA

Baki Atılal
Araştırmadan Sorumlu GMY

Sıla Girgin
Araştırma Uzman Yardımcısı

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.