

Yenilenebilir Enerji Üretimi

Akfen Yenilenebilir Enerji
Geniş Portföy, Verimli Üretim, Yüksek YEKDEM Kapasitesi

Mevsim etkilerine karşı korunaklı portföy, yüksek dolar bazlı getiri. 2009 yılında ilk HES tesisini devreye alarak elektrik üretimine başlayan Akfen Yenilenebilir Enerji, son 10 yılda OECD ülkeleri arasında en yüksek enerji talebi artışının gerçekleştiği Türkiye'de faaliyetlerini sürdürmektedir. Akfen Yenilenebilir Enerji, Türkiye'nin en iyi doğal kaynaklarına sahip bölgelerinde çoğu son 5 yılda devreye alınmış ve çeşitlendirilmiş modern enerji santralleri ile ülke ekonomisine katkıda bulunmaktadır. Yenilenebilir enerjiye destek sağlanması ile doğal gazla olan bağımlılığın azaltılmasına ilişkin ulusal strateji, ABD Doları cinsi sabit alım garantisi ile yenilenebilir enerji teşvik sisteminin getirdiği gelir öngörüsü, istikrarlı marjlar ve geliştirmede finansman sağlama kolaylığı Türkiye'de yenilenebilir enerji kaynaklarına olan ilgiyi arttırmaktadır. Yenilenebilir enerji projelerinin gerek geliştirme aşamasında gerekse lisanslamadan, inşaat ve işletme aşamasına kadar kanıtlanmış tecrübeyle yoluna devam eden Akfen Yenilenebilir Enerji, yalın ve verimli organizasyon yapısı ile maliyet kontrolüne güçlü bir şekilde odaklanmaktadır.

Son 5 yılda AKFYE'nin kurulu gücü %74 artarak 699MW seviyesine ulaşmıştır. Başlangıç döneminde %100 hidroelektrik santrallerinden oluşan portföy, 2023 yılı itibarıyla 228,7 MW Hidroelektrik (Portföyün %32,7'si), 348,9 MW Rüzgar (Portföyün %49,9'u) ve 121,4 MW güneş enerjisinden (Portföyün %17,3'ü) ile çeşitlendirilmiş ve iklim/mevsim değişikliklerine karşı daha korunaklı hale gelmiştir. RES ve hibrit GES yatırımları ile düzenli olarak yapılacak kapasite artışları sonucu toplamda 1,000MW kurulu güce ulaşılması hedeflenmektedir. Ek olarak şirket, depolamalı üretim kapsamında toplamda 235MW depolamalı üretim tesisi yatırımı için ön lisans almıştır.

Hedef 1,000 MW kurulu güç. AKFYE geçtiğimiz sene içerisinde yapmış olduğu başvurular doğrultusunda, RES portföyünü 92.4 MWe kapasite artışı sürecinde olup bu kapasite artışlarının 2024 yılı ikinci yarısı itibarıyla faaliyete geçmesini beklemekteyiz. Böylelikle 2024 sonunda 441.3 MW RES kapasitesine ulaşılması planlanmaktadır. RES kapasite artışlarına ek olarak, 2025 yılında şirketin başvuruda bulunduğu 95MW hibrit-GES kurulu güç artışının devreye alınmasıyla toplamda 890MW kurulu güce ulaşılmasını beklemekteyiz. Şirketin uzun dönem hedefi ise 2030 yılına kadar kademeli olarak 1,000 MW kurulu güce ulaşmak olup, ek RES kapasiteler ile bunun sağlanacağı şeklinde modelimize dahil ettik.

2023T-2030T döneminde VAFÖK'ün USD bazlı %6.5 YBBO ile büyüme. Devreye alınması beklenen kapasite artışları ve ortalama PTF fiyatının yukarı yönlü seyretmesi öngörümüz doğrultusunda VAFÖK beklentimiz 2023 için yaklaşık 107 milyon USD 2024 yılı için ise 142 milyon USD seviyesindedir. 2030 yılına kadar söz konusu artışlar ile VAFÖK'ün %6.5 YBBO büyüme ile 191 milyon USD seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2024-20230 aralığında ise USD bazlı %5 YBBO beklemekteyiz.

AUF uygulamasının kalkmasıyla PTF üzerindeki baskının azalmasını bekliyoruz. Nisan 2022'de devreye alınan yüksek hammadde girdileri ile çalışmak durumunda kalan santrallerin ve tüketicilerin korunması amacıyla devreye alınan AUF uygulaması, yenilenebilir enerjiler gibi düşük maliyet üzerinden üretim yapan şirketlerin karlılığında baskılamaya oluşturmuş ve Ekim 2023'de yürürlükten kaldırılmıştır. AUF uygulamasının kaldırılması ile birlikte fiyatların doğal seyrine yerleşerek 2030 yılında 100 MWh/USD seviyesine yükselmesini beklemekteyiz. (2024-2030 PTF tahminimiz ortalama 89 MWh/USD)

2030 yılına kadar yaklaşık 250 milyon USD yatırım. Şirketin 2024-2030 yılları arasında gerçekleştirmesini beklediğimiz yaklaşık 300 MWh kapasite artışının 250 milyon USD seviyelerinde yatırım gereksinimi yaratacağını düşünüyoruz. Söz konusu yatırımlar için EBRD vb kuruluşlardan sürdürülebilirlik, yeşil enerji kapsamında uygun finansman sağlayabilecek mali yapıdadır.

AKFYE'yi 52 TL hedef fiyat ve AL tavsiyesi ile öneri listemize ekliyoruz. Şirketin hedef piyasa değerini İNA ile belirliyoruz. Tahminlerimize göre hisse 2024T sonunda beklediğimiz VAFÖK'e göre FD/VAFÖK çarpanı 7.1x ile işlem görmektedir. Hibrit üretime geçiş ve kapasite artışına bağlı gelir artışı ile desteklenen VAFÖK marjında beklediğimiz sürdürülebilir yükseliş 23T-30T döneminde VAFÖK için USD bazında %6.5 YBBO ima etmektedir. Şirketin hızlı ve karlı büyüme potansiyeli göz önüne alındığında güncel değerlemenin oldukça cazip olduğunu düşünüyoruz.

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam Kurulu Güç (MW)	706	699	699	796	890	920	965	1,000	1,000	1,000
Toplam Elektrik Üretimi (GWh)	1,705	1,758	1,617	2,010	2,163	2,147	2,294	2,399	2,381	2,388
Toplam Satışlar (mn TL)	1,291	2,489	3,437	6,010	6,549	7,199	8,359	9,362	9,782	11,385
Toplam Satışlar (mn USD)	145	150	145	181	189	188	205	218	217	241
VAFÖK (mn TL)	962	1,910	2,525	4,713	5,116	5,539	6,519	7,359	7,630	9,026
VAFÖK (mn USD)	108	115	107	142	148	144	160	172	169	191
Net Kar (mn TL)	408	700	1,520	3,107	3,428	3,767	4,441	5,206	5,440	6,736
Net Kar (mn USD)	46	42	64	94	99	98	109	121	121	142
VAFÖK Marjı (%)	75%	77%	73%	78%	78%	77%	78%	79%	78%	79%

Kaynak: Şirket verileri, İNTEGRAL Araştırma tahminleri

AL

Hedef Fiyat: 52 TL

23 Kasım 2023

Şirket Bilgileri

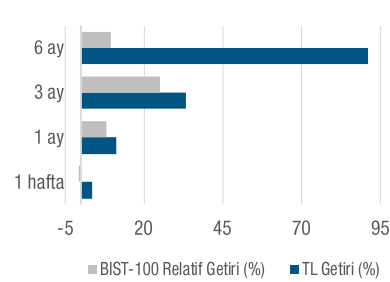
Hisse Kodu	AKFYE
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	52
Hedef Getiri	%164
Hisse Fiyatı (TL)	19.59
52 hafta fiyat aralığı	8.76 - 23.78
Hisse Adedi (mn)	1,016
HAO	%30
Piyasa Değeri (TL mn)	19,904
Piyasa Değeri (USD mn)	692
Net Borç (TL mn)	8,619
3A OİH (USD mn)	21.1
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	%10
2022 Temettü Verimi (%)	%0.0

22-11-2023 gün sonu kapanış fiyatı ile

Değerleme Çarpanları

	Güncel	23T	24T
F/K (x)	31.5	10.8	7.4
FD/VAFÖK (x)	13.6	9.4	7.1
PD/DD (x)	4.3	1.6	1.3
F/Satışlar (x)	6.6	4.8	3.8

Kaynak: İNTEGRAL Araştırma tahminleri, *geçmiş 12 ay

Fiyat Performansı


Kaynak: İNTEGRAL Araştırma tahminleri

İNTEGRAL Araştırma Ekibi

Email: integralanaliz@integralyatirim.com.tr
Tel: +90 (212) 329-8256

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. AKFYE Özet Finansal Tablolar (TLmn)
Gelir Tablosu

(TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	1,291	2,489	3,437	6,010	6,549	7,199	8,359	9,362
Satışların Maliyeti	-607	-1,018	-1,531	-2,199	-2,389	-2,726	-2,991	-3,235
Brüt Kar/Zarar	684	1,471	1,906	3,811	4,160	4,473	5,368	6,127
Faaliyet Giderleri	-33	-67	-130	-191	-230	-288	-334	-374
Esas Faaliyet Kar/Zarar	651	1,404	1,776	3,620	3,929	4,185	5,034	5,753
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	43	154	232	395	457	492	577	647
Faaliyet Kar/Zararı	694	1,559	2,008	4,015	4,387	4,677	5,611	6,399
Finansman Giderleri	-356	-985	-503	-738	-768	-700	-642	-561
Diğer Gelir/Giderler	-66	64	89	156	170	186	216	242
Vergi Öncesi Kar/Zarar	273	638	1,595	3,433	3,789	4,164	5,185	6,081
Dönem Vergi Gideri	132	63	-75	-328	-362	-398	-745	-876
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	405	701	1,519	3,106	3,427	3,766	4,440	5,205
Net Kar/Zarar	408	700	1,520	3,107	3,428	3,767	4,441	5,206
VAFÖK	962	1,910	2,524	4,712	5,115	5,537	6,518	7,358

Bilanço

(TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	1,058	1,424	1,730	1,570	1,708	1,875	2,177	2,439
Nakit ve Finansal Yatırımlar	798	903	1,178	604	657	720	835	935
Ticari Alacaklar	212	454	471	823	897	986	1,145	1,282
Stoklar	1	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	47	66	81	142	154	170	197	221
Duran Varlıklar	13,510	16,379	21,555	34,178	39,121	45,831	52,094	57,807
Maddi Duran Varlıklar	12,859	15,655	20,572	32,587	37,260	43,593	49,484	54,828
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	483	471	575	855	921	1,011	1,082	1,129
Ticari Alacaklar	11	18	23	39	43	47	55	61
Diğer Duran Varlıklar	158	235	386	696	897	1,180	1,473	1,789
Toplam Varlıklar	14,568	17,802	23,285	35,748	40,829	47,706	54,271	60,246
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,734	2,391	1,966	2,373	2,453	2,568	2,788	2,900
Finansal Yükümlülükler	1,048	1,571	1,109	1,137	1,110	1,037	1,106	1,079
Ticari Borçlar	663	806	839	1,205	1,309	1,494	1,639	1,772
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	23	15	18	31	34	37	43	49
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,337	8,391	10,953	15,731	17,494	19,380	20,807	21,330
Finansal Yükümlülükler	5,222	6,046	6,710	6,882	6,719	6,267	6,517	6,356
UV Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,115	2,344	4,243	8,849	10,775	13,114	14,290	14,974
Özkaynaklar	5,496	7,020	10,365	17,644	20,882	25,758	30,676	36,016
Ödenmiş Sermaye	1,016	1,016	1,284	1,800	1,881	2,083	2,219	2,330
Geri Alınmış Paylar	0	0	0	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıl Kar/zararları	-955	-28	1,484	5,188	7,873	11,349	15,328	19,901
Yedek Akçeler / Diğer	5,435	6,033	7,598	10,656	11,129	12,326	13,129	13,784
Toplam Yükümlülükler	14,568	17,802	23,285	35,748	40,829	47,706	54,271	60,246

Kaynak: Şirket verileri, Integral Araştırma tahminleri

Finansal Analiz

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Büyüme (%)								
Net Satışlar		92.8	38.1	74.9	9.0	9.9	16.1	12.0
Esas Faaliyet Kar/Zararı		115.6	26.5	103.8	8.5	6.5	20.3	14.3
VAFÖK		98.4	32.2	86.7	8.6	8.3	17.7	12.9
Net Kar/Zarar		71.6	117.0	104.4	10.3	9.9	17.9	17.2
Marjlar (%)								
Brüt Kar Marjı	53.0	59.1	55.4	63.4	63.5	62.1	64.2	65.4
VAFÖK Marjı	74.6	76.7	73.4	78.4	78.1	76.9	78.0	78.6
Esas Faaliyet Kar Marjı	50.4	56.4	51.7	60.2	60.0	58.1	60.2	61.4
Net Kar Marjı	31.6	28.1	44.2	51.7	52.3	52.3	53.1	55.6
Verimlilik								
Alacak Devir Hızı (gün)	38	49	50	50	50	50	50	50
Stok Devir Hızı (gün)	0	0	0	0	0	0	0	0
Ticari Borç Devir Hızı (gün)	194	276	200	200	200	200	200	200
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar (%)	3	3	4	3	4	4	4	4
Karlılık								
Aktif Karlılığı (%)	2.8	4.3	7.4	10.5	9.0	8.5	8.7	9.1
Özkaynak Karlılığı (%)	7.4	11.2	17.5	22.2	17.8	16.1	15.7	15.6
Kaldıraç								
Varlıklar/Özsermaye (x)	2.65	2.54	2.25	2.03	1.96	1.85	1.77	1.67
Net Borç/Özsermaye (x)	1.00	0.96	0.64	0.42	0.34	0.26	0.22	0.18
Net Borç/VAFÖK (x)	5.69	3.52	2.63	1.57	1.40	1.19	1.04	0.88

Seçilmiş Operasyonel Göstergeler

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Kurulu Güç (MW)	706	699	699	796	890	920	965	1000
Toplam Elektrik Üretimi (GWh)	1705	1758	1617	2010	2163	2147	2294	2399

Makroekonomik Tahminler

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
USDTRY Ortalama	8.9	16.6	23.6	33.1	34.6	38.3	40.8	42.9
PTF (MWh/USD)	54.2	147.2	97.0	81.2	82.0	85.3	88.7	92.3

Tablo 2. AKFYE Özet Finansal Tablolar (USDmn)
Gelir Tablosu

(USD mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	145	150	145	181	189	188	205	218
Satışların Maliyeti	-68	-61	-65	-66	-69	-71	-73	-75
Brüt Kar/Zarar	77	89	81	115	120	117	131	143
Faaliyet Giderleri	-4	-4	-5	-6	-7	-8	-8	-9
Esas Faaliyet Kar/Zarar	73	85	75	109	114	109	123	134
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	5	9	10	12	13	13	14	15
Faaliyet Kar/Zararı	78	94	85	121	127	122	137	149
Finansman Giderleri	-40	-59	-21	-22	-22	-18	-16	-13
Diğer Gelir/Giderler	-7	4	4	5	5	5	5	6
Vergi Öncesi Kar/Zarar	31	38	67	104	109	109	127	142
Dönem Vergi Gideri	15	4	-3	-10	-10	-10	-18	-20
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	45	42	64	94	99	98	109	121
Net Kar/Zarar	46	42	64	94	99	98	109	121
VAFÖK	108	115	107	142	148	144	160	172

Bilanço

(USD mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Dönen Varlıklar	79	76	73	47	49	49	53	57
Nakit ve Finansal Yatırımlar	60	48	50	18	19	19	20	22
Ticari Alacaklar	16	24	20	25	26	26	28	30
Stoklar	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	4	4	3	4	4	4	5	5
Duran Varlıklar	1,014	876	912	1,032	1,130	1,195	1,276	1,348
Maddi Duran Varlıklar	965	837	871	983	1,077	1,137	1,212	1,279
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	36	25	24	26	27	26	26	26
Ticari Alacaklar	1	1	1	1	1	1	1	1
Diğer Duran Varlıklar	12	13	16	21	26	31	36	42
Toplam Varlıklar	1,093	952	986	1,079	1,180	1,244	1,329	1,405
Kısa Vadeli Yükümlülükler	130	128	83	72	71	67	68	68
Finansal Yükümlülükler	79	84	47	34	32	27	27	25
Ticari Borçlar	50	43	36	36	38	39	40	41
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2	1	1	1	1	1	1	1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	552	450	464	475	506	506	510	497
Finansal Yükümlülükler	392	323	284	208	194	163	160	148
UV Ticari Borçlar	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	161	126	180	267	311	342	350	349
Özkaynaklar	410	374	439	532	603	672	751	840
Ödenmiş Sermaye	76	54	54	54	54	54	54	54
Geri Alınmış Paylar	0	0	0	0	0	0	0	0
Geçmiş Yıl Kar/zararları	-72	-2	63	157	227	296	375	464
Yedek Akçeler / Diğer	406	322	322	322	322	322	321	321
Toplam Yükümlülükler	1,093	952	986	1,079	1,180	1,244	1,329	1,405

Finansal Analiz

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Büyüme (%)								
Net Satışlar		3.6	-3.1	24.7	4.3	-0.8	9.0	6.7
Esas Faaliyet Kar/Zararı		15.8	-11.2	45.3	3.9	-3.9	12.9	8.8
VAFÖK		6.6	-7.2	33.1	3.9	-2.3	10.5	7.5
Net Kar/Zarar		-7.8	52.3	45.7	5.6	-0.8	10.7	11.6
Marjlar (%)								
Brüt Kar Marjı	53.0	59.1	55.4	63.4	63.5	62.1	64.2	65.4
VAFÖK Marjı	74.6	76.7	73.4	78.4	78.1	76.9	78.0	78.6
Esas Faaliyet Kar Marjı	50.4	56.4	51.7	60.2	60.0	58.1	60.2	61.4
Net Kar Marjı	31.6	28.1	44.2	51.7	52.3	52.3	53.1	55.6
Verimlilik								
Alacak Devir Hızı (gün)	38	49	50	50	50	50	50	50
Stok Devir Hızı (gün)	0	0	0	0	0	0	0	0
Ticari Borç Devir Hızı (gün)	194	276	200	200	200	200	200	200
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar (%)	3	3	4	3	4	4	4	4
Karlılık								
Aktif Karlılığı (%)	4.2	4.1	6.6	9.1	8.8	8.1	8.5	8.9
Özkaynak Karlılığı (%)	11.1	10.8	15.8	19.3	17.4	15.4	15.3	15.3
Kaldıraç								
Varlıklar/Özsermaye (x)	2.66	2.54	2.25	2.03	1.96	1.85	1.77	1.67
Net Borç/Özsermaye (x)	1.00	0.96	0.64	0.42	0.34	0.26	0.22	0.18
Net Borç/VAFÖK (x)	3.80	3.12	2.63	1.57	1.40	1.19	1.04	0.88

Seçilmiş Operasyonel Göstergeler

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Kurulu Güç (MW)	706	699	699	796	890	920	965	1,000
Toplam Elektrik Üretimi (GWh)	1,705	1,758	1,617	2,010	2,163	2,147	2,294	2,399

Makroekonomik Tahminler

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
USDTRY Ortalama	8.9	16.6	23.6	33.1	34.6	38.3	40.8	42.9
PTF (MWh/USD)	54.2	147.2	97.0	81.2	82.0	85.3	88.7	92.3

Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma tahminleri

AKFYE Değerleme

Şirketin adil piyasa değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) kullanılmıştır. Şirket gelirlerinin ve yapılan sözleşmelerin tamamına yakını USD cinsinden olması sebebiyle USD bazlı İNA kullanmayı doğru bulmaktayız. Şirketin bulunduğu faaliyet alanında birebir benzer şirket olmaması sebebiyle benzer şirket çarpanları kullanılmamıştır.

Değerlememizde risksiz getiri olarak %6.0 oranını kullanıyoruz. Buna ek olarak uzun dönemli nominal büyümeyi %1 kabul ediyoruz. USD bazlı AOSM %8.2 seviyesindedir.

Tahminlerimize göre hisse 2024T sonunda beklediğimiz VAFÖK'e göre FD/VAFÖK çarpanı 7.1x ile işlem görmektedir. Kapasite artışına bağlı gelir artışı ile desteklenen VAFÖK marjında beklediğimiz sürdürülebilir yükseliş 23T-30T döneminde VAFÖK için USD bazında %6.5 YBBO ima etmektedir. Şirketin hızlı ve karlı büyüme potansiyeli göz önüne alındığında güncel değerlemenin oldukça cazip olduğunu düşünüyoruz.

Tablo 3. AKFYE Değerleme Özeti

İndirgenmiş Nakit Akışı (USD mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Esas Faaliyet Karı	73	85	75	109	114	109	123	134	131	151
+ Amortisman Giderleri	35	30	32	33	34	35	36	37	39	40
- Yatırım Giderleri	-1	-2	-3	-83	-62	-27	-41	-32	-1	-1
- Net İşletme Sermayesindeki Değişim	25	-15	-3	-4	0	1	-1	-1	1	1
- Vergiler	15	4	-3	-10	-10	-10	-18	-20	-20	-24
Firmaya Serbest Nakit Akımı	147	102	98	45	76	108	100	119	149	167
İskonto Oranı			0.99	0.92	0.85	0.78	0.72	0.67	0.62	0.57
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	627		97	41	64	85	72	80	92	95
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	1,341									
Firma Değeri	1,968									
Net Borç (-)	316									
Azınlık Payları (-)	1									
İştirakler (+)	0									
Piyasa Değeri	1,650									
Hedef Piyasa Değeri	1,830									
Hedef Fiyat (USD)	1.8									
Hedef Fiyat (TL)	52									
Getiri Potansiyeli	164%									

AOSM

Risksiz Getiri Oranı	6.0%
Beta	0.65
Risk Primi	7.5%
Sermaye Maliyeti	10.8%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	5.3%
Sermayelendirme Oranı	47.6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	8.2%
Uzun Dönemli Nominal Büyüme Oranı	1.0%

Kaynak: Integral Araştırma Tahminleri

Tablo 4. AKFYE Özet Konsolide Tahminler

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam Gelirler (TL mn)	1,291	2,489	3,437	6,010	6,549	7,199	8,359	9,362	9,782	11,385
HES (TL mn)	279	735	760	1,323	1,632	1,642	1,898	2,111	2,259	2,493
GES (TL mn)	268	441	637	895	1,193	1,225	1,245	1,354	1,247	1,348
RES (TL mn)	734	1,308	1,818	3,344	3,243	3,841	4,694	5,347	5,700	6,939
Diğer (TL mn)	9	0	222	449	480	491	523	549	576	605
Toplam Gelirler (USD mn)	145	150	145	181	189	188	205	218	217	241
HES (USD mn)	31	44	32	40	47	43	46	49	50	53
GES (USD mn)	30	27	27	27	34	32	30	32	28	29
RES (USD mn)	82	79	77	101	94	100	115	125	127	147
Diğer (USD mn)	1	0	9	14	14	13	13	13	13	13
Toplam VAFÖK (TL mn)	962	1,910	2,525	4,713	5,116	5,539	6,519	7,359	7,630	9,026
Toplam VAFÖK (USD mn)	108	115	107	142	148	144	160	172	169	191
VAFÖK Marjı (%)	75%	77%	73%	78%	78%	77%	78%	79%	78%	79%
Toplam SMM (USD mn)	-68	-61	-65	-66	-69	-71	-73	-75	-78	-80
Toplam Faaliyet Giderleri (USD mn)	-4	-4	-5	-6	-7	-8	-8	-9	-9	-10
Toplam Amortisman (USD mn)	35	30	32	33	34	35	36	37	39	40
Toplam Yatırım Gideleri (USD mn)	1	2	3	83	62	27	41	32	1	1
	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
AKFYE Toplam Elektrik Üretimi (GWh)	1,705	1,758	1,617	2,010	2,163	2,147	2,294	2,399	2,381	2,388
HES (GWh)	453	550	430	513	566	506	529	534	523	528
GES (GWh)	203	192	198	202	313	282	282	292	285	287
RES (GWh)	1,049	1,016	989	1,295	1,284	1,359	1,483	1,573	1,573	1,574
AKFYE Kurulu Güç (MW)	706	699	699	796	890	920	965	1,000	1,000	1,000
HES (MW)	236	229	229	233	233	233	233	233	233	233
GES (MW)	121	121	121	121	216	216	216	216	216	216
RES (MW)	349	349	349	441	441	471	516	551	551	551
	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
USDTRY avg	8.91	16.59	23.62	33.13	34.61	38.34	40.84	42.88	45.03	47.28

Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma Tahminleri

Şirket Özeti

2009 yılında ilk HES tesisini devreye alarak elektrik üretimine başlayan Akfen Yenilenebilir Enerji, son 10 yılda OECD ülkeleri arasında en yüksek enerji talebi artışının gerçekleştiği Türkiye’de faaliyetlerini sürdürmektedir. Akfen Yenilenebilir Enerji, Türkiye’nin en iyi doğal kaynaklarına sahip bölgelerinde çoğu son 5 yılda devreye alınmış ve çeşitlendirilmiş modern enerji santralleri ile ülke ekonomisine katkıda bulunmaktadır. Yenilenebilir enerjiye destek sağlanması ile doğal gazla olan bağımlılığın azaltılmasına ilişkin ulusal strateji, ABD Doları cinsi sabit alım garantisi ile yenilenebilir enerji teşvik sisteminin getirdiği gelir öngörüsü, istikrarlı marjlar ve geliştirmede finansman sağlama kolaylığı Türkiye’de yenilenebilir enerji kaynaklarına olan ilgiyi arttırmaktadır.

Ocak 2023’te Akfen Holding EBRD ve IFC’nin Akfen Yenilenebilir Enerji’deki hisselerini satın almak suretiyle şirketin %100 sahibi oldu. Mart 2023’te gerçekleştirilen halka arz sonrasında, halka arz edilen şirket payları (toplam sermayenin %33,5’i 16.03.2023 tarihinden itibaren Borsa İstanbul’da AKFYE kodu ile işlem görmeye başlamıştır.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.’nin portföyü yenilenebilir kaynaklarından enerji üretimi ve dengeleme faaliyetlerinden oluşmaktadır. Akfen Toptan Satış, Akfen Yenilenebilir Enerji santrallerince gerçekleştirilen üretimin toptan satış piyasasına yönelmesinde dağıtım kanalı görevi görmektedir. Toptan enerji satış fiyatlarındaki volatiliteye karşı alım garantisinin kullanılmaması durumunda ise korunma imkanı sağlamaktadır.

Yenilenebilir enerji projelerinin gerek geliştirme aşamasında gerekse lisanslamadan, inşaat ve işletme aşamasına kadar kanıtlanmış tecrübeyle yoluna devam eden Akfen Yenilenebilir Enerji, yalın ve verimli organizasyon yapısı ile maliyet kontrolüne güçlü bir şekilde odaklanmaktadır.

Şirketin şuan 228.74 MW HES, 121.4 MW GES ve 348.9 MW RES olmak üzere toplamda 699.1 MW kurulu gücü bulunmaktadır. RES ve hibrit GES yatırımları ile düzenli olarak yapılacak kapasite artışları sonucu toplamda 1,000MW kurulu güce ulaşılması hedeflenmektedir.

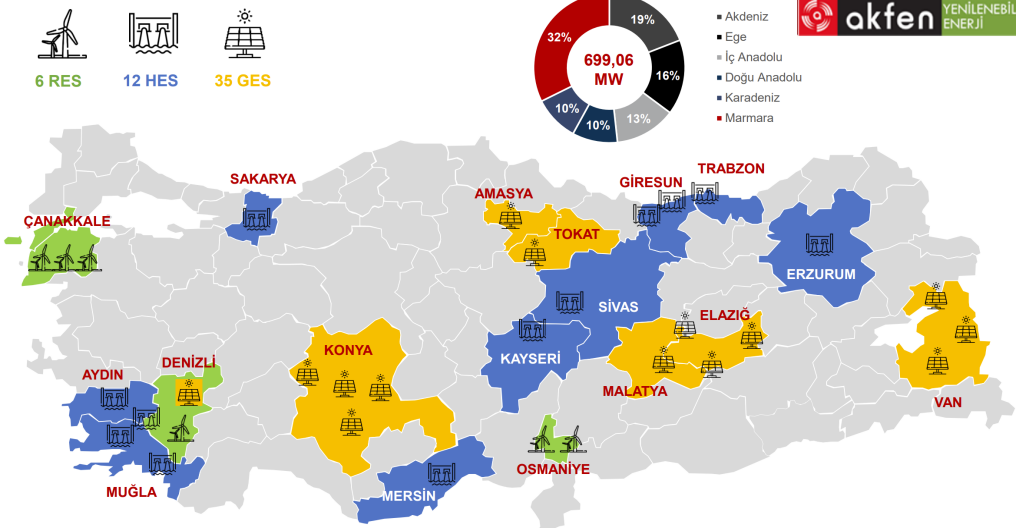
Ek olarak şirket, depolamalı üretim kapsamında toplamda 235MW depolamalı üretim tesisi yatırımı için ön lisans almış olup söz konusu depolamalı yatırımlar bu aşamada modele dahil edilmemiştir.

Şirket kurucuları ve ortaklık yapısı Tablo 5’de görülmekte olup şirketin halka açıklığı %29.5’dir.

Tablo 5. AKFYE Ortaklık Yapısı

Ortağın Ticari Ünvanı	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Oy Hakkı Oranı (%)
Akfen Holding	675,661,244	66.50	81.39
Halka Açık	299,801,756	29.51	16.39
Diğer	40,568,947	3.99	2.22
Toplam	1,016,031,947	100.00	100.00

Kaynak: Şirket verileri



Tablo 6. AKFYE Finansal Model ve Tahminler

	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Global Toplam Kurulu Güç (GWh)	8,185	8,594	9,024	9,475	9,949	10,446	10,969	11,517	12,093	12,698
Global Toplam Elektrik Talebi (TWh)	28,334	29,184	30,060	30,961	31,890	32,847	33,832	34,847	35,893	36,969
Türkiye Toplam Kurulu Güç(GWh)	99.0	103.8	109.0	112.0	116.2	122.0	128.1	134.5	142.6	149.0
Türkiye Toplam Yenilenebilir Kurulu Güç (GWh)	51.6	57.1	59.1	63.5	68.5	72.6	77.2	82.3	88.4	90.7
HES (GWh)	31.5	31.6	32.8	32.9	33.0	33.5	34.0	34.5	35.0	35.1
GES (GWh)	7.8	9.4	10.2	13.6	17.9	20.6	23.7	27.2	31.3	32.9
RES (GWh)	10.6	11.4	11.6	12.5	13.3	14.3	15.3	16.3	17.5	18.1
Diğer (GWh)	1.7	4.7	4.5	4.5	4.3	4.3	4.3	4.3	4.6	4.6
Toplam Elektrik Talebi (TWh)	333	329	342	356	370	385	400	416	433	450
Toplam Yenilenebilir Enerji Elektrik Üretimi (TWh)	136	142	150	158	165	173	182	191	201	214
HES (TWh)	78.9	79.7	80.5	81.3	81.9	82.7	83.5	84.4	85.2	87.9
GES (TWh)	13.4	16.4	20.0	24.4	28.3	32.0	36.1	40.8	46.1	52.2
RES (TWh)	27.3	30.0	33.0	36.3	38.3	41.0	43.8	46.9	50.2	53.7
Diğer (TWh)	16.2	16.3	16.4	16.5	16.7	17.4	18.1	18.8	19.5	20.5
Yenilenebilir/Toplam Kurulu Güç Oranı (%)	52.1%	55.0%	54.2%	56.7%	59.0%	59.5%	60.3%	61.2%	62.0%	60.9%
Yenilenebilir Elektrik Üretimi/ Toplam Talep (%)	40.8%	43.3%	43.8%	44.5%	44.6%	45.0%	45.4%	45.9%	46.5%	47.6%
AKFYE Toplam Elektrik Üretimi (GWh)	1,705	1,758	1,617	2,010	2,163	2,147	2,294	2,399	2,381	2,388
HES (GWh)	453	550	430	513	566	506	529	534	523	528
GES (GWh)	203	192	198	202	313	282	282	292	285	287
RES (GWh)	1,049	1,016	989	1,295	1,284	1,359	1,483	1,573	1,573	1,574
AKFYE Kurulu Güç (MW)	706	699	699	796	890	920	965	1,000	1,000	1,000
HES (MW)	235.7	228.8	228.8	233.3	233.3	233.3	233.3	233.3	233.3	233.3
GES (MW)	121.4	121.4	121.0	121.0	215.9	215.9	215.9	215.9	215.9	215.9
RES (MW)	348.9	348.9	348.9	441.3	441.3	471.3	516.3	551.3	551.3	551.3
YEKDEM'e Bağlı Kapasite (MW)	692	589	580	649	679	663	522	504	443	175
YEKDEM'e Bağlı Üretim (GWh)	1,748	1,700	1,523	1,698	1,637	1,652	1,284	1,263	1,158	430
AKFYE Ortalama Elektrik Satış Fiyatı (USD/MWh)	85	85	90	90	87	87	89	91	91	101
Ortalama PTF (USD/MWh)	54	147	97	81	82	85	89	92	96	100
Toplam Satışlar (USD mn)	145	150	145	181	189	188	205	218	217	241
HES (USD mn)	31	44	32	40	47	43	46	49	50	53
GES (USD mn)	30	27	27	27	34	32	30	32	28	29
RES (USD mn)	82	79	77	101	94	100	115	125	127	147
Diğer (USD mn)	1	0	9	14	14	13	13	13	13	13
Toplam Satışlar (TL mn)	1,291	2,489	3,437	6,010	6,549	7,199	8,359	9,362	9,782	11,385
HES (TL mn)	279	735	760	1323	1632	1642	1898	2111	2259	2493
GES (TL mn)	268	441	637	895	1193	1225	1245	1354	1247	1348
RES (TL mn)	734	1308	1818	3344	3243	3841	4694	5347	5700	6939
Diğer (TL mn)	9	0	222	449	480	491	523	549	576	605
Toplam SMM (USD mn)	-68	-61	-65	-66	-69	-71	-73	-75	-78	-80
Brüt Kar (USD mn)	76.8	88.7	80.7	115.0	120.2	116.7	131.4	142.9	139.6	160.8
Brüt Kar Marjı (%)	53%	59%	55%	63%	64%	62%	64%	65%	64%	67%
Faaliyet Giderleri (USD mn)	-3.7	-4.1	-5.5	-5.8	-6.7	-7.5	-8.2	-8.7	-8.7	-9.6
Faaliyet Giderleri/Toplam Satışlar (%)	3%	3%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Faaliyet Kari (USD mn)	2.0	92.8	86.1	120.8	126.8	124.2	139.6	151.6	148.2	170.4
Amortisman (USD mn)	34.9	30.5	31.7	33.0	34.3	35.3	36.4	37.5	38.6	39.7
VAFÖK (USD mn)	108.0	115.1	106.9	142.2	147.8	144.5	159.6	171.6	169.5	190.9
VAFÖK Marjı (%)	74.6%	76.7%	73.5%	78.4%	78.1%	76.9%	78.0%	78.6%	78.0%	79.3%
VAFÖK (TL mn)	962	1,910	2,525	4,713	5,116	5,539	6,519	7,359	7,630	9,026
Toplam Yatırım Giderleri (USD mn)	0.7	2.2	2.9	83	62	27	41	32	1	1
Toplam Yatırım Giderleri (TL mn)	6	37	69	2,755	2,135	1,035	1,654	1,351	45	47
Kredi kullanımı (USD mn)				67	49	22	32	25	1	1

Operasyonel Veriler

Yenilenebilir enerji yatırımları Türkiye’de ve dünyada yeni enerji yatırımlarının itici gücü olmaya devam ediyor. 2005-2022 döneminde Türkiye’nin toplam elektrik tüketim talebi yıllık %4.3 BYBO ile büyüyerek 2022 sonunda 329 TWh düzeyine çıkmıştır. Artan talebi karşılamak için yapılan yeni enerji üretim yatırımlarının da buna paralel yıllık %5.6 BYBO ile büyümesi ile 2022 yılı sonunda kurulu kapasite 104 GW düzeyine erişmiştir. Kaydedilen kurulu kapasite artışında %23 BYBO ile büyüyen rüzgar, güneş ve diğer hidro dışı yenilenebilir enerji yatırımları önemli bir rol oynamıştır. (Tablo 7), (Grafik 1)

Türkiye Ulusal Enerji Planına göre elektrik talebinin 2035 yılına kadar yıllık ortalama %3,5 düzeyinde artarak 510 TWh seviyesine ulaşacağı düşünülmektedir. Söz konusu projeksiyona göre 2020 – 2035 döneminde elektrik tüketimi 510.4 TWh’e, kurulu gücün ise 103.5 GW’tan 189.7 MW’a çıkması beklenmektedir. Tahmin dönemi boyunca yıllık bazda sanayi sektöründe %3,7, meskenlerde %2,3, hizmet sektöründe %2,2 yıllık ortalama elektrik tüketim artışı olacağı öngörülmektedir. 2020 yılında kurulu gücü içinde %52.0 olan yenilenebilir enerji kaynaklarının payı 2035 yılına kadar %64,7’ye ulaşacağı tahmin edilmektedir. Hidroelektrik santraller orta-uzun dönemde 35,1 GW, rüzgar enerjisinin 29,7 GW, güneş enerjisinin kurulu gücünün ise 52,9 GW’a yükseleceği tahmin edilmektedir. (Grafik 2)

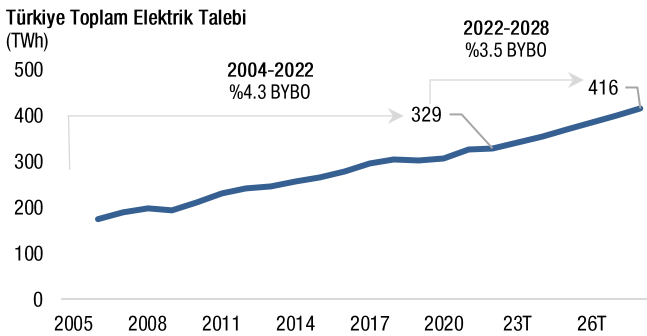
Türkiye’de önümüzdeki 5 yıl yıl içerisinde enerji talebini karşılamak için yapılması gereken yıllık yatırım tutarının yaklaşık 4-5 milyar USD olmasını beklemekteyiz. Tahminlerimize göre 2022-2028 döneminde Türkiye’nin elektrik tüketim talebi yıllık %3 BYBO ile artarak 2028 yılı sonunda 416GW düzeyine ulaşacaktır. Bu talebi karşılamak için kurulu enerji kapasitesinin de yıllık %3.6 BYBO ile büyüyerek 2028 yılı sonunda 142 GW düzeyine ulaşmasını bekliyoruz. 2021-2028 döneminde beklediğimiz kurulu güç kapasite artışının %45’inin hidro dışı yenilenebilir enerji santrallerinden, %25’inin hidro’dan ve %20’sinin Akkuyu nükleer santralinden elde edileceğini tahmin etmekteyiz. (Grafik 3), (Grafik 4)

Tablo 7. Türkiye Elektrik Üretim Büyüme Tahminleri

BYBO (%)	2004-2014	2014-2022	2022-2028T
Toplam Kurulu Kapasite	6.6	5.1	5.3
Termik	4.6	3.0	1.5
Hidro	6.5	3.7	2.5
Yenilenebilir (hidro hariç)	50.3	23.0	15.1
Rüzgar	78.3	17.8	10.8
Güneş	-	97.9	21.6
Diğer	-	21.9	5.0

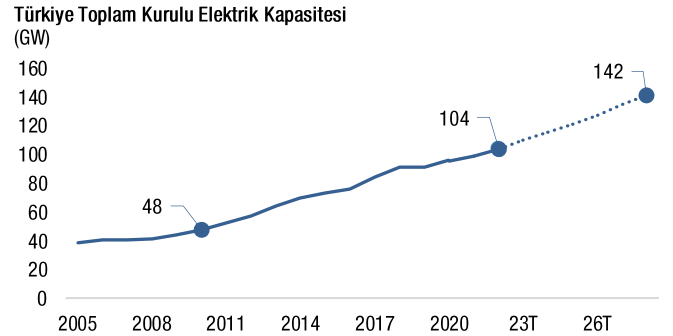
Kaynak: EPDK, Enerji Bakanlığı, İntegral Araştırma Tahminleri

Grafik 1.

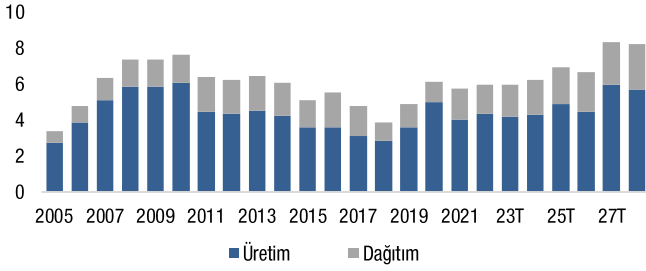


Kaynak: EPDK, Enerji Bakanlığı, İntegral Araştırma Tahminleri

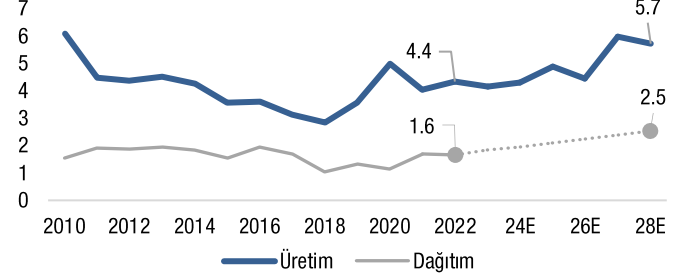
Grafik 2.



Kaynak: EPDK, Enerji Bakanlığı, İntegral Araştırma Tahminleri

Grafik 3.
Türkiye Elektrik Üretim ve Dağıtım Yatırımları
(USD milyar)


Kaynak: TÜİK, EPDK, Integral Araştırma Tahminleri

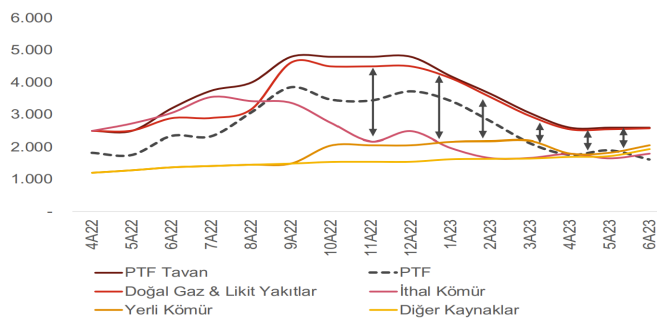
Grafik 4.
Türkiye Enerji Yatırımları
(USD milyar)


Kaynak: EPDK, Integral Araştırma Tahminleri

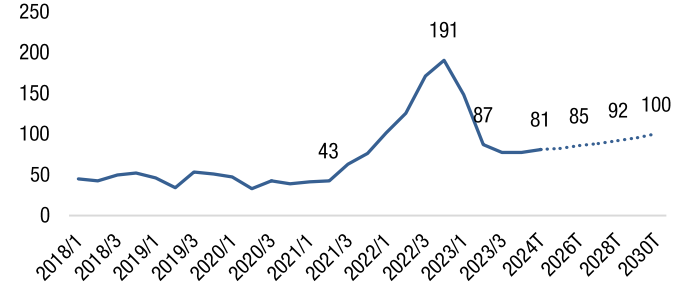
ESG ve sıfır net karbon hedefleri yenilenebilir enerji şirketlerini daha cazip hale getirebilir. Savaş vb küresel krizler kaynaklı açığa çıkan enerjiye erişim zorunluluklarının, ESG ve karbonsuzlaştırma politikaları ile birleşmesi sonucu küresel yenilenebilir enerji kapasitesinin 2022 ve 2027 yılları arasında 2.400 GW artışına neden olması bekleniyor. Bu rakam yaklaşık olarak Çin'in tüm enerji kapasitesine denk gelirken 2021'de tahmin edilenden %30 daha fazladır. Bunun sonucunda belirlenen hedefleri yakalayabilmek için 2050 yılına kadar dünyanın elektrik şebekelerine tahmini 14-15 trilyon USD yatırım yapması gerekmektedir. İlerleyen dönemlerde, ESG yaptırım kapsamına dahil olan ülkelere yapılacak ticaretlerde ekstra vergi veya ceza yükünden kaçınmak isteyen ağır sanayi, petrol/kimyasal vb sektörel üreticilerin karbon salınım oranlarını düşürme hedefleri doğrultusunda yenilenebilir enerji şirketlerini satın alma yoluna gitmesinin olası olacağını düşünmekteyiz. Bu şekilde oluşabilecek Türkiye'deki ve Global trendlerin, şirket fiyatlamaları konusunda yukarı yönlü risk teşkil ettiğini düşünmekteyiz.

Karbon sertifikası satışları ek gelir kaynağı olarak ön plana çıkıyor. Türkiye gibi zorunlu karbon fiyatlandırma uygulaması yürütmeyen ülkelerde, piyasa temelli karbon azaltımı pratiklerine dâhil olmak çoğunlukla karbon salınımlarını denkleştirme ile mümkün olmaktadır. Türkiye'de IREC Yenilenebilir Enerji Sertifika sistemine kayıtlı aktif santral sayısı 390'a ulaşmış olup, toplam kurulu güç 7 GW'ı geçmiştir. AKFYE'nin 8 santrali Gold Standart (GS), 17 santrali Verified Carbon Standart (VCS) ve 3 santrali Global Carbon Council'a (GCC) kayıtlıdır. 2023 yılı 3.çeyreğinde elektrik satış hasılatına ilave olarak yaklaşık 50 mn TL karşılığında karbon emisyon sertifikası hakkı satış geliri elde etmiştir. Karbon satışlarının 2025 yılı ve sonrasında, karbon piyasası düzenlemelerine bağlı olarak şirket için yıllık yaklaşık 10 milyon USD gelir yaratabileceğini düşünmekteyiz.

AUF uygulamasının kalkmasıyla PTF üzerindeki baskının azalmasını bekliyoruz. EPDK, önceki yıllarda birçok Avrupa ülkesi tarafından uygulanan ek gelir vergisine benzer şekilde, enerji üretimi için hammadde maliyetlerine maruz kalan üreticileri ve düşük son kullanıcı fiyatlarıyla karşı karşıya kalan elektrik dağıtım şirketlerini desteklemeyi amaçlayarak Mart 2022 - Ekim 2023 arasında bağımsız elektrik santralleri için yeni bir fiyat uzlaştırma mekanizması uygulamıştır. Piyasa katılımcılarının ürettiği elektriği spot piyasalarda tavan fiyatların üzerinde satması durumunda, serbest elektrik üreticilerinden ilgili limitleri aşan tutarı gün öncesi piyasası için katkı payı olarak geri ödemesi şeklinde çalışan mekanizmanın süresi ilk etapta 6 ay olarak açıklanmış olup sonrasında Eylül 2022 ve Nisan 2023 olmak üzere iki kez daha uzatılmış ve Ekim 2023'de yürürlükten kaldırılmıştır. AUF uygulamasının kaldırılması ile birlikte fiyatlamaların doğal seyrine yerleşerek 2030 yılında 100 MWh/USD seviyesine yükselmesini beklemekteyiz. (2024-2030 PTF tahminimiz ortalama 89 MWh/USD) (Grafik 6).

Grafik 5.
Çeşitli Santral Türleri için Gün Öncesi Piyasası Tavan ve Azami Uzlaşma Fiyatları, (4A22-6A23, TL/MWhs)


Kaynak: PWC

Grafik 6.
Ortalama PTF
(USD/Mwh)


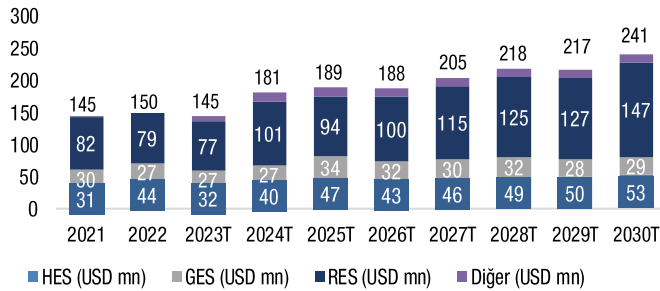
Kaynak: EPDK, Enerji Bakanlığı, Integral Araştırma Tahminleri

2023T-2030T döneminde satışların USD bazlı %6 YBBO ile büyümesini beklemekteyiz. Kapasite artışları ve PTF fiyatlarının 20230 yılında 100 MWh/USD seviyesine artacağı beklentimiz doğrultusunda satışların 2022 yılındaki 150 milyon USD seviyesinden yıllık %6 YBBO büyüme ile 2030 yılında 241 milyon USD seviyesine ulaşmasını beklemekteyiz. Şirket yüksek YEKDEM gelirleri (MWh başına 73 USD HES-RES, 133USD RES) ve yüksek ortalama kalan yararlanma süresi ile oluşabilecek fiyat dalgalanmalarına karşı korunaklı konumda bulunmaktadır. (Grafik 7,11,12).

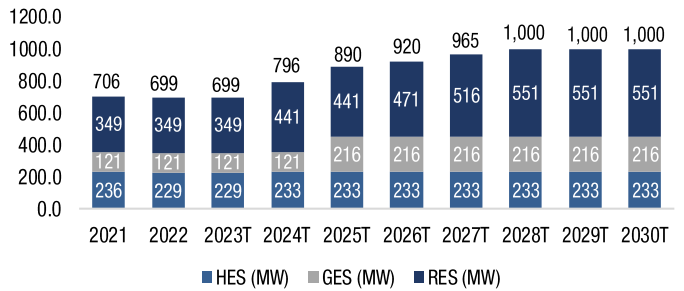
Son 5 yılda AKFYE'nin kurulu gücü %74 artarak 699MW seviyesine ulaşmıştır. Başlangıç döneminde %100 hidroelektrik santrallerinden oluşan portföy, 2023 yılı itibarıyla 228,7 MW Hidroelektrik (Portföyün %32,7'si), 348,9 MW Rüzgar (Portföyün %49,9'u) ve 121,4 MW güneş enerjisinden (Portföyün %17,3'ü) ile çeşitlendirilmiş ve iklim/mevsim değişikliklerine karşı daha korunaklı hale gelmiştir. (Grafik 8).

Hedef 1,000 MW kurulu güç. AKFYE geçtiğimiz sene içerisinde yapmış olduğu başvurular doğrultusunda, RES portföyünü 92.4 MWe kapasite artışı sürecinde olup bu kapasite artışlarının 2024 yılı ikinci yarısı itibarıyla faaliyete geçmesini beklemekteyiz. Böylelikle 2024 sonunda 441.3 MW RES kapasitesine ulaşılması planlanmaktadır. RES kapasite artışlarına ek olarak, 2025 yılında şirketin başvuruda bulunduğu 95MW hibrit-GES kurulu güç artışının devreye alınmasıyla toplamda 890MW kurulu güce ulaşılmasını beklemekteyiz. Şirketin uzun dönem hedefi ise 2030 yılına kadar kademeli olarak 1,000 MW kurulu güce ulaşmak olup, ek RES kapasiteler ile bunun sağlanacağı şekilde modelimize dahil ettik. (Grafik 8).

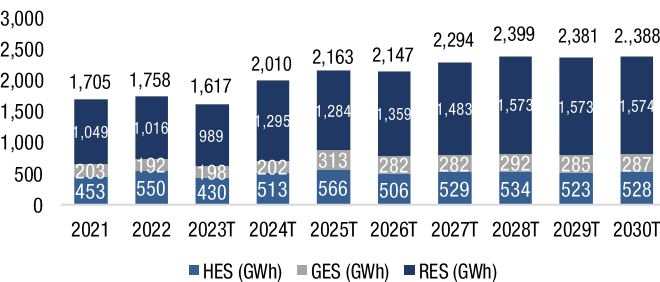
2030'a kadar %36 üretim artışı beklentisi. Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi büyük ölçüde uygun meteorolojik koşullara dayanmaktadır. HES'ler, GES'ler ve RES'lerde üretilen elektrik miktarı, Şirket'in kontrolü dışında değişkenlik gösterebilen hidroloji, ışınım ve rüzgar koşullarından etkilenmektedir. 2023 yılı kış mevsimi yağışları normal seviyesinin ve bir önceki yıl yağışlarının altında gerçekleşmiştir. Kış mevsimi normali (1991-2020 döneminde) 205.3 mm, geçen yıl kış mevsimi yağışı 233.2 mm olmuş, 2023 yılı kış mevsimi yağışı ise 114.8 mm olmuştur. Mevsim yağışlarında normaline göre %44, bir önceki yıl kış mevsimi yağışlarına göre %51 azalma kaydedilmiştir. Ülke genelinde son 63 yılın en düşük ikinci kış mevsimi yağışı kaydedilmiştir. Bölge bazında tüm bölgelerimiz normalleri altında yağış almış, en fazla azalma %55 ile İç Anadolu Bölgesi'nde meydana gelmiştir. Doğu Anadolu Bölgesi'nde son 63, Akdeniz ve İç Anadolu bölgelerinde son 50 yılın en az yağışlı kış mevsimi gerçekleşmiştir. Ortalama mevsimsel etkilerin devam edeceği beklentimiz ve kapasite artışlarının etkisi ile, 2022 yılında 1,758 MWh olan elektrik satış hacminin 2030 yılında 2,388 Mwh seviyesine yükselmesini beklemekteyiz. (Grafik 9).

Grafik 7.
AKFYE Konsolide Net Satışlar
(USD mn)


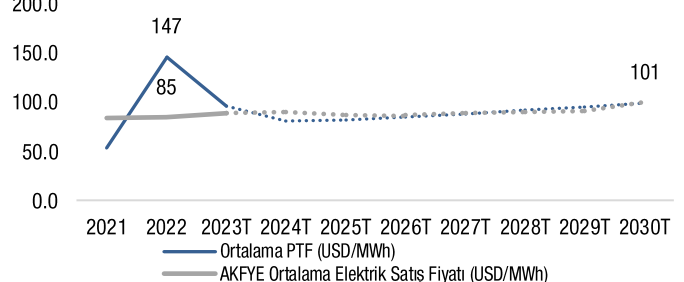
Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma Tahminleri

Grafik 8.
AKFYE Kurulu Güç
(MW)


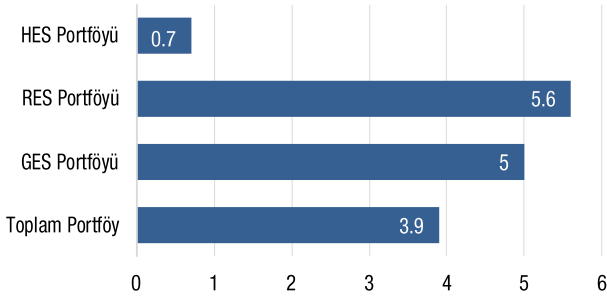
Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma Tahminleri

Grafik 9.
AKFYE Elektrik Üretimi
(GWh)


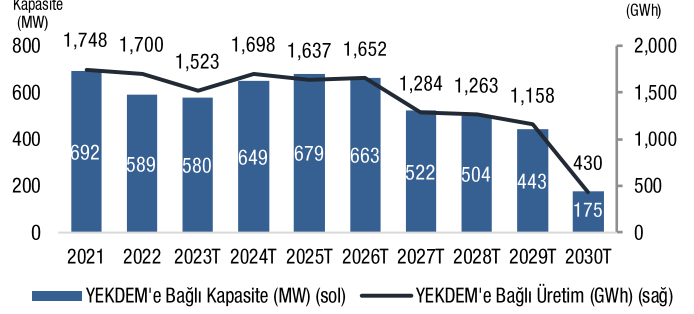
Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma Tahminleri

Grafik 10.
AKFYE Ortalama Satış Fiyatı vs PTF
(MWh/USD)


Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma Tahminleri

Grafik 11.
AKFYE YEKDEM Ortalama Kalan Yıl Sayısı


Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma tahminleri

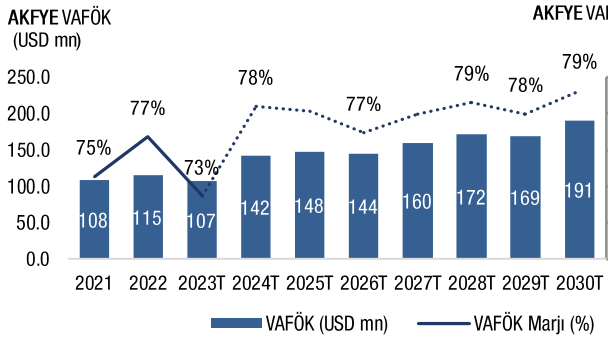
Grafik 12.
AKFYE YEKDEM Gelişimi


Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma tahminleri

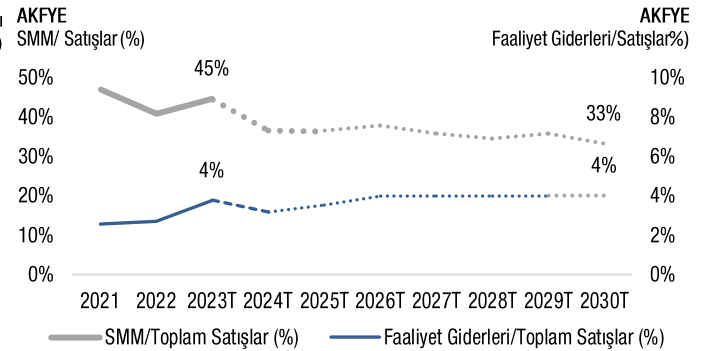
2023T-2030T döneminde VAFÖK'ün USD bazlı %6.5 YBBO ile büyümesini beklemekteyiz. Devreye alınması beklenen kapasite artışları ve ortalama PTF fiyatının yukarı yönlü seyretmesi öngörümüz doğrultusunda VAFÖK beklentimiz 2023 için yaklaşık 107 milyon USD 2024 yılı için ise 142 milyon USD seviyesindedir. 2030 yılına kadar söz konusu artışlar ile VAFÖK'ün %6.5 YBBO büyüme ile 191 milyon USD seviyesine yükselmesini bekliyoruz. 2024-20230 aralığında ise USD bazlı %5 YBBO beklemekteyiz. (Grafik 13)

VAFÖK marjının ortalama %77 seviyelerinde seyretmesini bekliyoruz. Şirketin giderlerinin genellikle TL bazlı sabit giderler olması kapasite artışlarında marj artışlarının gözlemlenmesini sağlamaktadır. 2023 yılı özelinde meydana gelen enflasyon üzeri (sistem kullanım bedeli vb) giderler ve mevsimsellik sebebiyle verim azalışları etkileri ile düşüş gösteren VAFÖK marjının 2024 yılı itibariyle devreye alınacak verimli santraller ve azalan enflasyon artış hızı doğrultusunda marjında toparlanma olmasını ve %78 seviyesine tekrar çıkmasını beklemekteyiz. Marj konusundaki beklentimiz 2030 yılına kadar %77-79 seviyelerinde seyretmesi yönündedir.

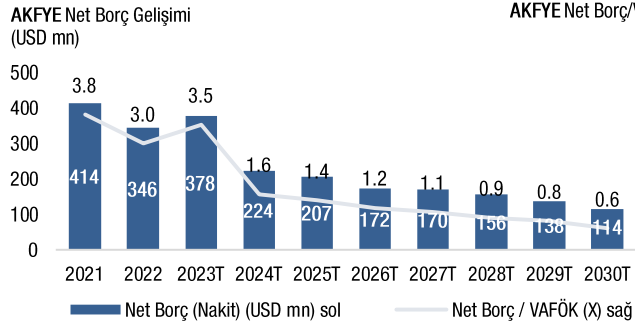
Şirketin tarihsel olarak %4-5 seviyelerinde olan faaliyet giderlerinin toplam satışlara oranının yine benzer oranda korunmasını beklemekteyiz. (Grafik 14) AKFYE'nin son 5 yılda hızla kurulu kapasite ve satış gelirlerini artırması ölçek ekonomisinden faydalanmasına yol açmış ve verimlilik de buna paralel hızla artış göstermiştir.

Grafik 13.


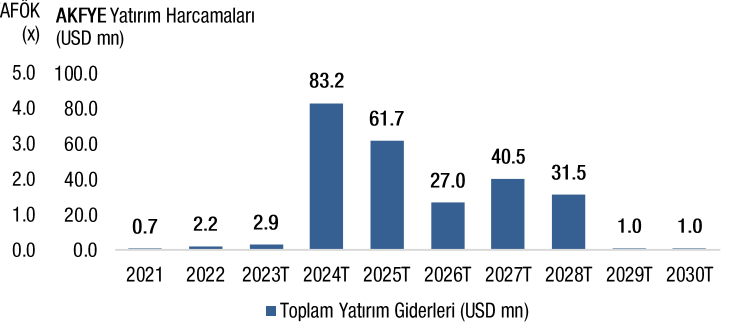
Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma tahminleri

Grafik 14.


Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma tahminleri

Grafik 15.


Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma tahminleri

Grafik 16.


Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma tahminleri

2030 yılına kadar yaklaşık 250 milyon USD yatırım. Şirketin 2024-2030 yılları arasında gerçekleştirmesini beklediğimiz yaklaşık 300 MWh kapasite artışının 250 milyon USD seviyelerinde yatırım gereksinimi yaratacağını düşünüyoruz. %80 kredi, %20 sermaye ile finanse edilmesini beklediğimiz yatırımlar için EBRD vb kuruluşlardan sürdürülebilirlik, yeşil enerji kapsamında uygun finansman sağlayabilecek mali yapıdadır. Şirketin halihazırda taşıdığı borçların %32'si 5 sene ve sonrası için itfa tarihli olup ortalama faiz oranı %5-%7 aralığındadır. Net Borç / VAFÖK oranının 2023T'de 3.5x, 2024T'de ise 1.6x'e düşmesini bekliyoruz. Şirketin mevcut mali ve operasyonel yapısı gereği borç ödemede güçlük çekmesini beklemiyoruz. (Tablo 8)

Tablo 8. AKFYE Finansal Borç Kırılımı

Finansal Borçlar (TL mn)	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam Borçlar	6,168	7,368	10,109	8,019	7,829	7,304	7,797	7,606	7,180	6,542
KV Borçlar	1,040	1,553	2,289	1,995	1,761	1,458	1,555	768	950	998
TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YP	1,040	1,553	2,289	1,995	1,761	1,458	1,555	768	950	998
YP (USD cinsinden)	78	83	97	60	51	38	38	17.9	21.1	21.1
UV Borçlar	5,128	5,814	7,819	6,023	6,068	5,845	6,243	6,839	6,230	5,544
TL	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YP	5,128	5,489	7,819	6,023	6,068	5,845	6,243	6,839	6,230	5,544
YP (USD cinsinden)	396	294	331	182	175	152	153	159	138	117
Toplam Borçlar (USD cinsinden)	474	394	428	242	226	191	191	177	159	138
Net Borç (Nakit) (USD mn)	414	346	378	224	207	172	170	156	138	114
Net Borç/VAFÖK (x)	3.8	3.0	3.5	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6
Toplam Borç/(Özsermaye + Borç) (%)	54%	51%	49%	31%	27%	22%	20%	17%	15%	12%
Toplam Yatırım Giderleri (USD mn)	0.7	2.2	2.9	83.2	61.7	27.0	40.5	31.5	1.0	1.0
Toplam Yatırım Giderleri (TL mn)	6	37	69	2,755	2,135	1,035	1,654	1,351	45	47

Kaynak: Şirket verileri, İntegral Araştırma tahminleri

Uyarı 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 bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır.

Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır.

Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.