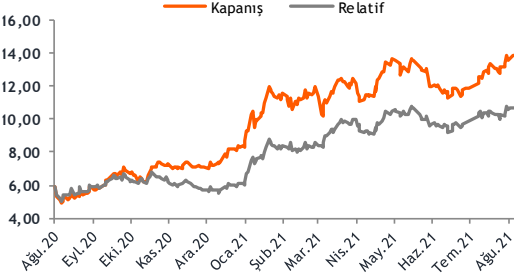


25 Ağustos 2021 Çarşamba

Sektör	: Elektrik
Şirket	: Aksa Enerji
Hisse Kodu	: AKSEN, AKSEN TI, AKSEN IS
Fiyat (TL)	: 13,87
Hedef Fiyatı (TL)	: 20,69
Yükselme Potansiyeli	: 49,2%
Öneri / Kısa Vade	: Endeksin Üzerinde Getiri
Öneri / Uzun Vade	: AL
Hisse Adedi (mn)	: 613
Fiili Dolayım Oranı (%)	: 20,58%
HAO (%)	: 21,00%

1997 yılında kurulan ve 2010 yılından itibaren Borsa İstanbul'da AKSEN koduyla işlem görmeye başlayan Aksa Enerji, Türkiye'nin en büyük halka açık serbest elektrik üreticisidir. Şirketin hisse senetleri, BIST50, Yıldız Pazar, BIST Elektrik, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksleri kapsamında işlem görmektedir olup, Aksa Enerji aynı zamanda 2021 ilk yarıyı değerlendirme döneminde MSCI Türkiye Endeksi kapsamına alınmıştır.

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay
Mutlak %	16,85	3,43	171,43
Relatif %	7,74	2,46	105,24
En Yüksek (TL)	13,91	13,91	13,91
En Düşük (TL)	11,87	11,27	4,88

Analist : Selahattin AYDIN
İletişim : 0212 352 35 77
: kyarastirma@vakifyatirim.com.tr

Güçlü finansal görünüm fiyatlanmaya devam edecek

Global enerji şirketi olma sürecinde yatırımlarını sürdüren Aksa Enerji, Afrika'daki santral projelerinin ardından 2021 yılı sonundan itibaren kademeli olarak Özbekistan'da toplam 740 MW kurulu güce sahip üç adet santral yatırımını devreye alacak. Şirket ayrıca, Ukrayna ve Libya santral projeleri için sözleşme görüşmelerini sürdürüyor. Mevcut durumda 1,946 MW kurulu gücü bulunan ve 2022 yılı itibarıyla 2.741 MW kurulu güce ulaşmasını beklediğimiz şirketin, yurt içinde artış eğilimindeki elektrik fiyatları ve yurt dışı döviz bazlı gelirlerinin desteğinde, operasyonel karlılığındaki artışın devam edeceğini öngörüyoruz. 2021 ve 2022 yıllarına yönelik tahminlerimize göre sırasıyla 5,3x ve 4,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem gören Aksa Enerji, global benzerlerine göre tahmini %42 ve %47 prim potansiyeli taşımaktadır. Aksa Enerji için 12 aylık hisse başı fiyat hedefimizi 20,69 TL olarak belirlerken, şirket için kısa vadeli tavsiyemizi "Endeksin Üzerinde Getiri", uzun vadeli tavsiyemizi "AL" olarak başlatıyoruz.

TRY	Ciro (mnTL)	FAVÖK (mnTL)	Net Kar (mnTL)	HBK (TL)	F/K	FD/FAVÖK
2019	5.579	1.404	329	0,54	25,8 x	8,1 x
2020	7.231	1.536	470	0,77	18,1 x	7,4 x
2021T	9.450	2.145	892	1,45	9,5 x	5,3 x
2022T	11.848	2.737	1.258	2,05	6,8 x	4,2 x
2023T	13.090	3.043	1.491	2,43	5,7 x	3,7 x

■ **Dönüşüm süreci finansallara pozitif yansımaya devam edecek** - 2015 yılında 17 santralinde 2.211 MW kurulu güce sahip olan Aksa Enerji, Türkiye'de sektör dinamiklerinde yaşanan değişim ile birlikte santrallerini, düşük kurulum maliyetleriyle, enerji açığı bulunan potansiyeli yüksek Afrika kıtasına taşımıştır. 2015 yılında Gana ile başlayan Afrika açılımı, 2016 yılında Mali ve Madagaskar ile devam etmiş, toplamda Afrika'daki kurulu güç 2018 yılında 476 MW'a ulaşmış ve bunun sonucunda, 2020 yılı sonu itibarıyla toplam kapasite 1.946 MW seviyesinde yeniden şekillenmiştir. Dönüşüm sürecinin devamı olarak 2022 yılında kurulu gücünü yurt içinde 1.505 MW, yurt dışında 1.236 MW olmak üzere toplam 2.741 MW seviyesine yükseltecek olan Aksa Enerji'nin, yurt içinde elektrik fiyatlarındaki yükseliş eğilimi ve yurt dışı santrallerinden döviz bazlı gelirlerinin desteğiyle, hem operasyonel hem de net karlılık performansındaki yükselişin devam etmesini bekliyoruz.

■ **Özbekistan yatırımının devreye alınması ile birlikte 2022 yılında daha güçlü sonuçlar görmeyi bekliyoruz** - Özbekistan'da toplam 740 MW kurulu güce sahip olacak üç adet doğal gaz santrali, Aralık 2021, Ocak 2022 ve Şubat 2022 tarihlerinde kademeli olarak devreye alınacak. 2022 yılında şirketin döviz bazlı gelirlerini ve operasyonel karlılığını yükseltmesini beklediğimiz bu projeye ek olarak, 2021 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde kademeli olarak Mali'de 20 MW kurulu güce sahip bir santral daha devreye alınırken, Kongo'da 2021 yılının üçüncü çeyreğinde 50 MW kurulu güce sahip doğal gaz santralinin işletme hakkı devralınmıştır. Tüm bu gelişmelerin, 2022 yılında şirketin finansallarına pozitif yansıtacağını öngörüyoruz.

■ **Yeni pazar arayışları sürüyor** - Şirket, yurt dışında faaliyet gösterdiği ülkelerdeki santralleri için kapasite artışı olanaklarını izlerken, yeni coğrafyalara giriş için de fırsatları takip etmektedir. Yeni pazar arayışı kapsamında Ukrayna'da Odessa ve Izmail şehrinde kurulması planlanan kombine çevrim elektrik santral projelerine ilişkin işbirliği anlaşmaları imzalayan şirket, Nisan 2021'de Libya'da Tripoli şehrinde kurulacak 1.320 MW kurulu güce sahip olması planlanan elektrik üretim santralının mühendislik, tedarik ve inşaat hizmetlerini üstlenmek üzere bir ön protokol imzaladı.

■ **Riskler** - Faaliyet gösterilen coğrafyalardaki politik gerginlikler, yeni santral projelerine ilişkin olası yüksek yatırım harcamaları ve şirket hisselerinin pozitif finansal gelişmeleri kısmen yansıtır ölçüde yılbaşından bu yana en azından %88 pozitif ayrışması, başlıca risk unsurlarıdır.

25 Ağustos 2021 Çarşamba

Gelir Tablosu (TL mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Satış Gelirleri (net)	4.669	5.579	7.231	9.450	11.848	13.090
FVÖK	666	918	1.071	1.635	2.133	2.369
Amortisman Giderleri	394	485	466	510	604	674
FAVÖK	1.060	1.404	1.536	2.145	2.737	3.043
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	-16	58	-28	-27	-28	-31
Finansal Gelir/Gider (Net)	-462	-430	-325	-300	-287	-256
VÖK	180	551	707	1.293	1.802	2.068
Vergiler	-29	-96	-149	-279	-373	-374
Azınlık Payları	124	126	88	122	172	203
Net Dönem Karı	26	329	470	892	1.258	1.491
HBK	0,04	0,54	0,77	1,45	2,05	2,43

Bilanço (TL mn)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Nakit ve Benzerleri	53	122	314	355	431	531
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.516	1.933	2.706	3.185	3.993	4.411
Stoklar	351	284	138	274	342	377
Duran Varlıklar	4.007	5.817	6.039	7.110	7.164	7.211
Diğer Duran Varlıklar	217	202	229	463	580	641
Toplam Aktifler	6.438	8.501	9.503	12.470	14.215	15.687
Finansal Borçlar	3.485	3.175	2.935	4.290	4.105	3.652
Kısa Vadeli	1.898	2.007	2.025	2.574	2.381	2.118
Uzun Vadeli	1.587	1.168	910	1.716	1.724	1.534
Ticari Borçlar	552	600	780	886	1.104	1.219
Özkaynaklar	1.636	3.490	4.219	5.414	6.786	8.371
Net Borç	3.432	3.054	2.621	3.936	3.675	3.121

Nakit Akım Tablosu (mn TL)	2019	2020	2021T	2022T	2023T
VÖK	551	707	1.293	1.802	2.068
Amortisman	485	466	510	604	674
Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı	302	447	509	658	340
Vergi	-96	-149	-279	-373	-374
Yatırım Harcaması	-123	-274	-1.575	-591	-636
Temettü Ödemesi	0	0	0	0	0
Bedelli Sermaye Artırımı	0	0	0	0	0
Δ Borçlanma Değişimi	-310	-240	1.355	-185	-453
Diğer Nakit Giriş/Çıkış	-741	-763	-1.772	-1.840	-1.519
Yıl boyunca yaratılan nakit	810	956	1.813	1.916	1.619
Dönemsonu Nakit	122	314	355	431	531

Büyüme	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Satış	19%	30%	31%	25%	10%
FAVÖK	32%	9%	40%	28%	11%
Net Kar	1162%	43%	90%	41%	18%

Çarpanlar	2019	2020	2021T	2022T	2023T
FD/Satışlar	2,0	1,6	1,2	1,0	0,9
FD/FAVÖK	8,1	7,4	5,3	4,2	3,7
F/K	25,8	18,1	9,5	6,8	5,7
PD/DD	2,4	2,0	1,6	1,3	1,0

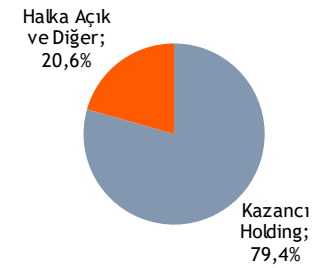
Finansal Rasyolar	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Öz Sermaye Karlılığı	12,8%	12,2%	18,5%	20,6%	19,7%
FAVÖK Marjı	25,2%	21,2%	22,7%	23,1%	23,3%
Net Kar Marjı	5,9%	6,5%	9,4%	10,6%	11,4%
Net Borç/Özsermaye	0,87	0,62	0,73	0,54	0,37
Net Borç/FAVÖK	2,18	1,71	1,83	1,34	1,03
KV Borç/ UV Borç	171,8%	222,7%	150,0%	138,1%	138,1%
Öz Sermaye/Aktif Toplamı	41,1%	44,4%	43,4%	47,7%	53,4%
Borç/Öz Kaynak	0,9	1,0	1,0	0,8	0,6
Faiz Karşılama Gücü	2,1	3,3	5,4	7,4	9,3
Nakit Temettü	0	0	0	0	0

Şirket	Aksa Enerji
Hisse Kodu	AKSEN, AKSEN TI, AKSEN IS
Kısa Vadeli Oneri	Endeksin Üzerinde Getiri
Uzun Vadeli Oneri	AL
Kapanış (TL)	13,87
Hedef Fiyat (TL)	20,69
Cari Piyasa Değeri (mn TL)	8.505
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	12.688

Aksa Enerji Hakkında

1997 yılında kurulan ve 2010 yılından itibaren Borsa İstanbul'da AKSEN koduyla işlem görmeye başlayan Aksa Enerji, Türkiye'nin en büyük halka açık serbest elektrik üreticisidir. Şirketin hisse senetleri, BIST50, Yıldız Pazar, BIST Elektrik, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksleri kapsamında işlem görmektedir. Aksa Enerji aynı zamanda 2021 ilk yarıyı değerlendirme döneminde MSCI Türkiye Endeksi kapsamına alınmıştır.

Ortaklık Yapısı



SWOT Analiz

Güçlü Yönler

- Regüle edilmiş sektörün getirdiği şeffaflık
- Coğrafi olarak çeşitlendirilmiş portföy
- Ana ortağın ve şirketin sektördeki deneyimi
- Döviz bazlı gelirler sayesinde kur riskinden bağımsız finansal yapı

Zayıf Yönler

- Yurt içi marjların spot elektrik ve doğal gaz maliyetlerine kısmi duyarlılığı

Fırsatlar

- Türkiye'nin dinamik bir ekonomiye sahip olması
- Farklı coğrafyalara uyum ve know how

Tehditler

- Yurt dışı kontratlarda olası tahsilat problemleri

Değerleme ve öneri

- Aksa Enerji için 12 aylık hisse başı fiyat hedefimizi 20,69 TL olarak belirliyoruz. Hedef fiyatımıza göre %49 yükselme potansiyeli taşıyan Aksa Enerji için kısa vadeli “Endeksin Üzerinde Getiri”, uzun vadeli “AL” tavsiyesinde bulunuyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi ile değerlediğimiz Aksa Enerji’nin piyasa değerini 12,7 mlr TL olarak hesaplıyoruz. Şirket 2021 ve 2022 yıllarına ilişkin öngörülerimize göre sırasıyla 5,3x ve 4,2x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görürken, uluslararası benzerlerine göre sırasıyla %42 ve %47 prim potansiyeli taşımaktadır.
- İNA varsayımlarımız ve finansal tahminler;
 - ✓ İNA analizimizde risksiz faiz oranını, 10 yıllık gösterge tahvil faizinin son altı aylık ortalaması olan %17,30 seviyesinden yıllar itibarıyla kademeli olarak azaltarak terminal yıl için %11,60 olarak kullanıyoruz. Hisse senedi risk primini ise %6,0 olarak belirliyoruz. Beta olarak şirketin son iki yıl üzerinden hesapladığımız 1,03 kullanırken, terminal yıl için 1,0 olarak kullanıyoruz. Terminal yıl büyüme oranını %4 olarak öngördük.
 - ✓ 5 yıllık projeksiyon dönemi için Aksa Enerji’nin net satış gelirlerinin yıllık ortalama bileşik %16 büyüyeceğini, FAVÖK büyümesinin projeksiyon döneminde yıllık ortalama bileşik %19 olacağını, aynı dönemde FAVÖK marjının ise döviz bazlı gelirlerinin desteğinde, kademeli artarak %23,4 seviyelerine ulaşacağını öngörüyoruz.
 - ✓ Şirket, normal dönemde kurulu kapasitesine yönelik olarak yıllık yaklaşık 25-30 mn \$ seviyesindeki yatırım harcaması gerçekleştirirse de, 2021 yılında büyük çoğunluğu Özbekistan santralleri yatırımı kaynaklı yaklaşık 200 mn \$ yatırım öngörmüştür. Özbekistan yatırımının tamamlanması ve 2022 yılı içinde yapılmasını beklediğimiz MW başına 500 bin \$ seviyesindeki güneş enerjisi santrali (35 MW) yatırımı için 2022 yılı yatırım harcaması öngörümüz 55-60 mn \$ aralığında olup, yıllar itibarıyla de yatırım harcamalarının bu seviyelere yakın seyredeceği varsayılmıştır.
- İNA varsayımlarımız ile ilgili riskler;
 - ✓ Mevcut talep koşullarında beklememekle birlikte, spot elektrik fiyatlarındaki zayıflama veya doğal gaz maliyetlerindeki artışlar gelecekteki nakit akışlarına olumsuz yansiyabilir.
 - ✓ Şirketin mevcut durumda sözleşme görüşmeleri yürüttüğü Ukrayna ve Libya santral projelerine ilişkin detaylar netleşmediği için yatırım harcaması öngörülerimizde yer almamaktadır.
 - ✓ Özbekistan projesi kapsamında yapılan üç santralin Aralık 2021, Ocak, 2022 ve Şubat 2022 itibarıyla kademeli olarak devreye alınacağı varsayılmıştır. Devreye almada yaşanacak gecikmeler, gelir ve operasyonel karlılık üzerinden İNA öngörülerimizde sapmayı da beraberinde getirecektir.

25 Ağustos 2021 Çarşamba

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026TD
Risksiz Faiz Oranı	17,30%	15,60%	14,60%	13,60%	12,60%	11,60%
Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	23,4%	21,7%	20,7%	19,7%	18,7%	17,6%
Borçlanma Maliyeti	21,3%	19,6%	18,6%	17,6%	16,6%	15,6%
Kurumlar Vergisi Oranı	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	16,0%	15,1%	14,9%	14,1%	13,3%	12,5%
Özsermaye Oranı	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%	43,6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	19,2%	18,0%	17,4%	16,5%	15,7%	14,7%

Aksa Enerji (AKSEN) - İNA (mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026TD
Satış Gelirleri (net)	9.450	11.848	13.090	14.400	15.488	16.573
<i>Büyüme</i>	30,7%	25,4%	10,5%	10,0%	7,6%	7,0%
FVÖK	1.635	2.133	2.369	2.606	2.803	3.000
<i>Operasyonel Kâr Marjı</i>	17,3%	18,0%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Efektif Vergi	-409	-491	-474	-521	-561	-600
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	1.226	1.642	1.895	2.085	2.243	2.400
+ Amortisman	510	604	674	756	821	878
FAVÖK	2.145	2.737	3.043	3.363	3.624	3.878
<i>FAVÖK Marjı</i>	22,7%	23,1%	23,3%	23,4%	23,4%	23,4%
Yatırım Harcamaları/Amortisman	-309%	-98%	-94%	-90%	-87%	-85%
+/- Çalışma sermayesindeki değişim	509	658	340	357	297	296
Satışlardaki değişim	2.219	2.398	1.242	1.311	1.087	1.085
<i>Çalışma sermayesindeki değ./Satışlardaki değ.</i>	23%	27%	27%	27%	27%	27%
- Yatırım Harcamaları	-1.575	-591	-636	-678	-713	-751
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	-347	998	1.594	1.806	2.054	2.232

Sonsuz Büyüme Oranı						4,00%
Sonsuza Giden Değer						21.668
İskonto Faktörü	0,92	0,78	0,66	0,57	0,49	0,43
İskonto Edilmiş Nakit Akımları - Haziran 30 2021	-318	775	1.054	1.025	1.008	9.266
Firma Değeri - Haziran 30 2021	12.809					
Net Borç	2.886					
Özsermaye Değeri - Haziran 30 2021	9.923					
Özsermaye Maliyeti	23,4%					
12A Hedef Özsermaye Değeri	12.684					
12A Hedef Fiyat (TL)	20,69					
Yükseliş Potansiyeli	49,2%					

25 Ağustos 2021 Çarşamba

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

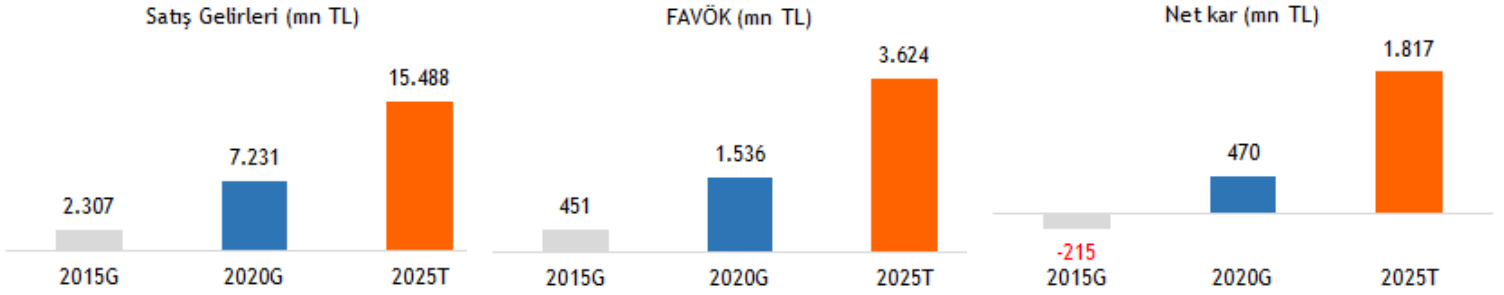
Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	FD/FAVÖK (x)		F/K (x)	
			2021T	2022T	2021T	2022T
Ortalama			7,5	6,1	14,1	10,4
Medyan			7,8	5,0	16,4	11,5
ALUPAR INV-UNIT	Brezilya	1.361	10,2	8,4	17,3	11,5
LIGHT SA	Brezilya	1.027	6,4	4,8	16,4	11,8
TORRENT POWER LT	Hindistan	2.936	8,4	7,7	17,7	14,9
TAURONPE	Polonya	1.545	4,8	5,0	4,3	5,2
ENEL RUSSIA	Rusya	396	7,8	4,7	14,6	8,6
AKSEN		1.008	5,3	4,2	9,5	6,8
<i>Prim Potansiyeli</i>			42%	47%	48%	54%

Kaynak: Bloomberg

25 Ağustos 2021 Çarşamba

Yatırım Teması

Dönüşüm süreci finansallara pozitif yansımaya devam edecek - 2015 yılında 17 santralinde 2.211 MW kurulu güce sahip olan Aksa Enerji, Türkiye’de sektör dinamiklerinde yaşanan değişim ile birlikte santrallerini, düşük kurulum maliyetleriyle, enerji açığı bulunan potansiyeli yüksek Afrika kıtasına taşımıştır. Bu yatırımlarıyla santrallerini tekrar yüksek karlılıkla çalıştırmayı hedefleyen şirket, aynı zamanda da döviz bazlı gelirlerini ve karlılığını artırmayı amaçlamıştır. Bu dönüşüm sürecinde santrallerin sökümü, projelendirilmesi, inşaatı, montajı ve bakımının kendi bünyesinde gerçekleştirilmesi ise şirkete maliyet avantajı sağlamıştır. 2015 yılında Gana ile başlayan Afrika açılımı, 2016 yılında Mali ve Madagaskar ile devam etmiş, toplamda Afrika’daki kurulu güç 2018 yılında 476 MW’a ulaşmıştır. Bu süreçte, portföyünde yer alan hidroelektrik ve rüzgar santrallerinin satışını tamamlayan ve elde edilen gelirleri globalleşme hedefi doğrultusunda yatırıma yönlendiren şirketin, 2020 yılı sonunda toplam kapasitesi 1.946 MW seviyesinde yeniden şekillenmiştir.



2015 yılında 2,31 mlr TL satış geliri bulunan şirketin, Afrika santralleri kaynaklı döviz bazlı gelirlerinin desteğinde, 2020 yılı sonunda satış gelirleri 7,23 mlr TL’ye çıkarken, 2015 yılında 451 mın TL seviyesindeki FAVÖK’ü ise 1,54 mlr TL seviyesine yükselmiştir. Şirketin 2020 yılındaki toplam satış gelirlerinin içinde yurt dışı gelirlerinin oranı %20 seviyelerinde seyrederken, FAVÖK içinde yurt dışı katkı %66 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2015 yılını 215 mın TL net zarar ile tamamlayan Aksa Enerji, 2020 yılında salgın sürecinde Dünya ve Türkiye enerji talebinde yaşanan dalgalanmaya karşılık, yılı 470 mın TL net kar ile kapatmıştır. Tüm bu dönüşüm süreci içinde yatırımlarını da sürdüren şirket, döviz bazlı gelirleri ve artan operasyonel karlılığı sonucunda 2015 yılında 860 mın \$ seviyesinde olan net finansal borcunu 2020 yılı sonunda 359 mın \$ seviyesine indirmiştir. Devreye girmiş ve girecek yeni santral projeleri ve yatırımları ile birlikte 2022 yılında kurulu gücünü yurt içinde 1.505 MW, yurt dışında 1.236 MW olmak üzere toplam 2.741 MW seviyesine yükseltecek olan Aksa Enerji’nin, yurt içinde elektrik fiyatlarındaki yükseliş eğilimi, yurt dışındaki santrallerinin döviz bazlı gelirlerinin desteği ve azalan borçluluk seviyelerine bağlı olarak, hem operasyonel hem de net karlılık performansındaki yükselişin devam etmesini bekliyoruz.

Özbekistan yatırımının etkisiyle 2022 yılında daha güçlü sonuçlar görmeyi bekliyoruz - 2020 yılı mayıs ayı içinde şirketin adımlarını attığı, 2021 yılı başında da tadil edilen sözleşme ile birlikte Özbekistan’da toplam 740 MW kurulu güce sahip olacak üç adet doğal gaz santrali, Aralık 2021, Ocak 2022 ve Şubat 2022 tarihlerinde kademeli kademeli olarak devreye alınacak. 2022 yılında şirketin döviz bazlı gelirlerini ve operasyonel karlılığını yükseltmesini beklediğimiz bu projeye ek olarak, 2021 yılının ikinci ve üçüncü çeyreğinde Mali’de kademeli olarak 20 MW kurulu güce sahip bir santral daha devreye alınırken, Kongo’da 2021 yılının üçüncü çeyreğinde 50 MW kurulu güce sahip doğal gaz santralinin işletme hakkı devralındı. Tüm bu gelişmelerin, 2022 yılında şirketin finansallarına pozitif yansıtacağını öngörüyoruz.

25 Ağustos 2021 Çarşamba

Yeni pazar arayışları sürüyor - Şirket, yurt dışında faaliyet gösterdiği ülkelerdeki santralleri için kapasite artışı olanaklarını izlerken, yeni coğrafyalara giriş için de fırsatları takip etmektedir. Yeni pazar arayışı kapsamında Ukrayna'da Odessa ve Izmail şehrinde kurulması planlanan kombine çevrim elektrik santral projelerine ilişkin işbirliği anlaşmaları imzalayan şirket, Nisan 2021'de ise Libya'da Tripoli şehrinde kurulacak 1.320 MW kurulu güce sahip olması planlanan elektrik üretim santralinin mühendislik, tedarik ve inşaat hizmetlerini üstlenmek üzere bir ön protokol imzalamıştır.

Riskler - Faaliyet gösterilen coğrafyalardaki politik gerginlikler, yeni santral projelerine ilişkin olası yüksek yatırım harcamaları ve şirket hisselerinin pozitif finansal gelişmeleri kısmen yansıtır ölçüde yılbaşından bu yana endeksten %88 pozitif ayrışması, başlıca risk unsurlarıdır.

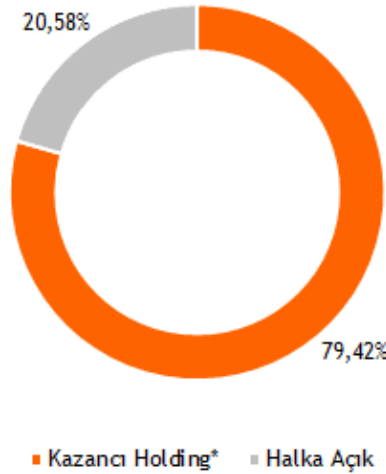
Aksa Enerji Hakkında

- 1997 yılında kurulan ve 2010 yılından itibaren Borsa İstanbul'da AKSEN koduyla işlem görmeye başlayan Aksa Enerji, Türkiye'nin en büyük halka açık serbest elektrik üreticisidir. Şirketin hisse senetleri, BIST50, Yıldız Pazar, BIST Elektrik, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksleri kapsamında işlem görmekte olup, Aksa Enerji aynı zamanda 2021 ilk yarıyıl değerlendirme döneminde MSCI Türkiye Endeksi kapsamına alınmıştır.
- Şirketin mevcut durumda yurt içinde kurulu gücü 1.470 MW seviyesindedir. Antalya ve Şanlıurfa'da toplam 1.047 MW kapasiteli iki adet doğal gaz santrali bulunan şirketin, KKTC'de 153 MW kapasiteli bir adet akaryakıt santrali ve Bolu'da 270 MW kapasiteli bir adet termik santrali bulunmaktadır. Şirket ayrıca, %100 oranındaki bağlı ortaklığı Aksa Aksen Enerji Ticareti vasıtasıyla Gürcistan ve Irak ile elektrik ticareti faaliyetinde bulunmaktadır.
- Şirketin yurt dışında toplam kurulu gücü rapor tarihi itibarıyla 496 MW seviyesinde olan dört adet akaryakıt santrali bulunmaktadır. Gana'da 370 MW, Madagaskar'da 66 MW ve Mali'de 60 MW kurulu güce sahip akaryakıt santrali bulunan şirket, Madagaskar'da 24 MW kurulu güce sahip santrali işletmektedir.

Ortaklık Yapısı

- Şirketin %79,42'lik payına sahip ana ortağı konumundaki Kazancı Holding, enerji sektörünün önemli oyun kurucularından olup, grubun bünyesinde, Aksa Elektrik, Aksa Enerji, Aksa Jeneratör ve Aksa Doğalgaz yer almaktadır. Entegre bir enerji şirketi olarak yapılan şirket ayrıca, Aksa Servis-Kiralama, Aksa Tarım ve Aksa Turizm şirketlerinin de ana ortağı konumundadır.
- Enerji sektöründe 50 yılın üzerinde geçmişi ve deneyimi bulunan Kazancı Holding, 2020 sonu itibarıyla, enerji üretimi, elektrik dağıtımı ve satışı, doğal gaz dağıtımı, jeneratör üretimi ve satışı, tarım ve turizm alanlarında, 4 kıtada üretim, 22 ülkede faaliyet ve 173 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir. Grubun 2020 yılı satış gelirleri 22,5 mlr TL seviyesinde bulunurken, FAVÖK'ü 4 mlr TL seviyesinde yer almaktadır.

Grafik 1: Ortaklık Yapısı



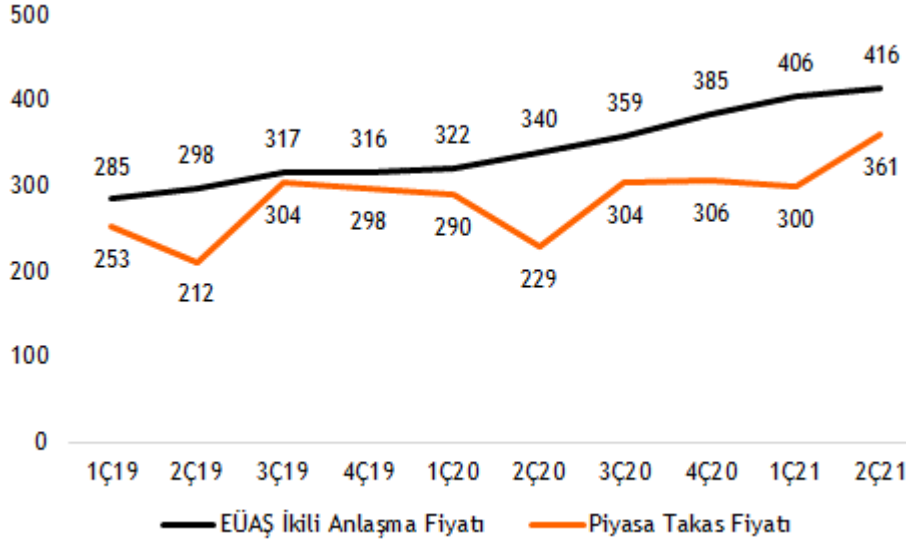
Kaynak: Şirket

*Kazancı Holding, Borsa İstanbul'da yaptığı alımlarla 4.958.962 adet Aksa Enerji hisse senedi edinmiştir.

Yurt içi Operasyonlar

- Aksa Enerji'nin 2021 yılı yurt içi mevcut kurulu gücü 1.470 MW seviyesindedir. Şirketin yurt içinde 1.047 MW kapasiteli iki adet doğal gaz santrali, 153 MW kapasiteli bir adet akaryakıt santrali ve 270 MW kapasiteli bir adet termik santrali bulunmaktadır. Şirket, yurt içindeki doğal gaz santrallerini, spot enerji fiyatlarının yüksek olduğu gün ve saatlerde, karlılık odaklı olarak çalıştırmaktadır.
 - **Bolu Göynük Santrali:** Yerli kömürle üretim yapan termik santralin kurulu gücü 270 MW seviyesinde olup, 390 mn \$ yatırım ardından faaliyete başlamıştır. Elektrik üretimi amacıyla yılda 1,8 mn ton yerli kömür kullanan santralin olduğu sahada 30 mn ton linyit rezervi bulunmaktadır. 2020 yılında satışlarının %75'ini dolar kuruna ve enflasyon oranına göre çeyrekse olarak belirlenen fiyatlarla EÜAŞ'a yapan santral, kalanını spot piyasaya satmıştır. 2021 yılının ilk yarısında ise santralin satışlarının %70'i EÜAŞ'a yapılmıştır. 2020 yılında kapasite kullanımını %87 olan santralin, 2021 yılının ilk yarısında kapasite kullanımını %90 olmuştur. EÜAŞ'ın, elektrik piyasasında arz güvenliğinin sağlanması adına yedek kapasite de dahil olmak üzere yeterli kurulu güç kapasitesinin oluşturulması ve korunmasına yönelik yıllık olarak belirlenen bütçe dahilinde, belirli kriterleri sağlayan santrallere yaptığı kapasite ödemesinden, 2021 yılının ilk yarısında Bolu Göynük Santrali 36 mn TL kapasite ödemesi almıştır. Santral için 3Ç21'de EÜAŞ'ın alım fiyatı 461 TL/MWsa olarak belirlenmiştir.

Grafik 2: EÜAŞ ve Spot Elektrik Fiyatları (TL/MWsa)



Kaynak: Şirket

- **Ali Metin Kazancı Antalya Santrali:** Doğal gaz ile üretim yapan santralin kurulu gücü 900 MW seviyesindedir. Santralde kullanılan gazın %75'i BOTAŞ, kalanı ise özel sektörden sağlanarak optimizasyon sağlanmaktadır. 2020 yılında kapasite kullanımını %42 olan santralin, 2021 yılının ilk yarısında ise kapasite kullanımını %73 olmuş, santral satışlarının %88'ini spot piyasaya kalanının ise ikili anlaşmalar ile satmıştır. 2020 yılında 76 mn TL kapasite ödemesi alan santral, 2021 yılının ilk yarısında ise 46 mn TL kapasite ödemesi almıştır.

- **Şanlıurfa Santrali:** Doğal gaz ile üretim yapan santralin kurulu gücü 147 MW seviyesindedir. Ağustos 2020 itibarıyla santralin üretimi, rekabet gücünün azalması ve yüksel elektrik iletim bedelleri nedeniyle durdurulmuştur. 2020 yılında santralin kapasite kullanımı %9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Santral faaliyetlerine 1 Ağustos 2021 tarihi ile yeniden başlamıştır.
- **KKTC Kalecik Santrali:** Fuel oil ile çalışan santralin kapasitesi 153 MW seviyesindedir. KKTC'nin enerji ihtiyacının yaklaşık yarısını karşılayan santralin kurulu gücünün 120 MW'lık bölümü dolar bazlı garantili kapasite bedeli kapsamındadır. Sözleşmesi, Kıbrıs Türk Elektrik Kurumu (KIBTEK) ile 2009 yılında 15+3 yıl olarak 2027 yılına kadar uzatılmıştır. 2020 yılı kapasite kullanımı %53 seviyesinde olan santralin, 2021 yılının ilk yarısında kapasite kullanımı %54 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- **YEKA GES santralleri:** Şirket, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından güneş enerjisine dayalı yenilenebilir enerji kaynak alanları ve bağlantı kapasitelerinin tahsisine ilişkin, Bingöl-1 (10 MW), Kırşehir-2 (10 MW) ve Yozgat-2 (15 MW) ihalelerini kazanmıştır. MW başına 500 bin \$ yatırım bedeli ile santrallerin 2022 yıl sonunda devreye gireceğini öngörüyoruz.

Tablo 1: Kurulu Kapasite ve Öngörüler (MW)

		Kurulu Kapasite Projeksiyonu (MWe)				
Enerji Santrali	Tip	2019	2020	2021T	2022T	2023T
Yurt içi		1.470	1.470	1.470	1.505	1.505
Antalya	Doğalgaz	900	900	900	900	900
Şanlıurfa	Doğalgaz	147	147	147	147	147
Bolu	Termik	270	270	270	270	270
KKTC	Fuel Oil	153	153	153	153	153
YEKA GES	Güneş	-	-	-	35	35
Yurt dışı		476	476	736	1.236	1.236
Gana	Fuel Oil	370	370	370	370	370
Madagaskar	Fuel Oil	66	66	66	66	66
Mali	Fuel Oil	40	40	60	60	60
Özbekistan	Doğalgaz	-	-	240	740	740
Toplam		1.946	1.946	2.206	2.741	2.741

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Yurt dışı Operasyonlar

- Şirketin yurt dışında hali hazırda Gana, Madagaskar ve Mali'de mevcut durumda 476 MW kurulu güce sahip fuel oil santralleri bulunmaktadır. 2021 yılı içinde Özbekistan'da 240 MW kurulu güce sahip doğal gaz santralini ve Mali'de ek 20 MW santralin devreye alınması ile birlikte şirketin yurt dışı operasyonlarının kurulu gücünün 736 MW seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. 2022 yılında Özbekistan yatırımının tam kapasite devreye alınmasıyla şirketin yurt dışı operasyonlarının kurulu gücünün 1.236 MW seviyesine yükselmesini bekliyoruz.

- Şirket bu kurulu kapasitelerin yanında, 2021 yılı üçüncü çeyreğinde Kongo Cumhuriyeti'nde 50 MW kurulu güçteki santralin işletme hakkını devraldı. Şirket ayrıca, 2018 yılından bu yana, Madagaskar santralının yanında yer alan ve kurulu gücü 2019 yılında 24 MW'a yükseltilen (Madagaskar CTA-2) santrali işleterek, dolar cinsinden belirlenen satış tarifesiyle alım garantili satış anlaşması çerçevesinde elektrik satışı gerçekleştirmektedir.
 - **Gana Santrali:** Fuel oil ile üretim yapan santralin kurulu gücü 370 MW seviyesinde olup, kurulu gücün 332 MW'lık bölümü dolar cinsinden garantili kapasite bedeli kapsamında yer almaktadır. Afrika kıtasında şirketin en büyük kurulu gücüne sahip olan santral, aynı zamanda spot piyasaya da satış gerçekleştirmektedir.
 - **Mali Santrali:** Fuel oil ile üretim yapan ve 2017 yılında 40 MW kurulu güç ile hizmet vermeye başlayan santralde, kurulu gücün 30 MW'lık bölümü avro cinsinden garantili kapasite kapsamındadır. Şirket bu santrale ek olarak bu yılın ikinci ve üçüncü çeyreğinde kademeli olarak devreye aldığı ek 20 MW'lık kapasitenin de avro cinsinden satışını gerçekleştirecektir.
 - **Madagaskar Santrali:** Fuel oil ile üretim yapan ve 66 MW kurulu güce sahip santralin, Eylül 2017'de imzalanan 20 yıl süreli enerji satış anlaşmasına göre, kurulu gücünün 60 MW'lık bölümü dolar cinsinden garantili kapasite kapsamında yer almaktadır. Bu santralin yanındaki 24 MW kurulu güce sahip Madagaskar CTA-2 santrali de şirket tarafından işletilmekte olup, dolar cinsinden garantili alım kapsamında satılmaktadır.
 - **Özbekistan Santrali:** Toplam kurulu gücü 740 MW olacak santralin ilk fazının 240 MW ile Aralık 2021'de, ardından 230 MW'lık kurulu gücün Ocak 2022'de ve 270 MW'lık kurulu gücün de Şubat 2022'de devreye alınacağını öngörüyoruz. Anlaşma uyarınca, santrallerde üretilen elektrik, 25 yıl boyunca dolar cinsinden garantili kapasite bedeli karşılığı satılacaktır. Özbekistan santrallerinin, Aksa Enerji'nin toplam gelirlerine, santral başına yaklaşık 40-45 mn \$ seviyesinde katkı yapmasını, FAVÖK'e ise santral başına yaklaşık 20-25 mn \$ katkı vereceğini öngörüyoruz.

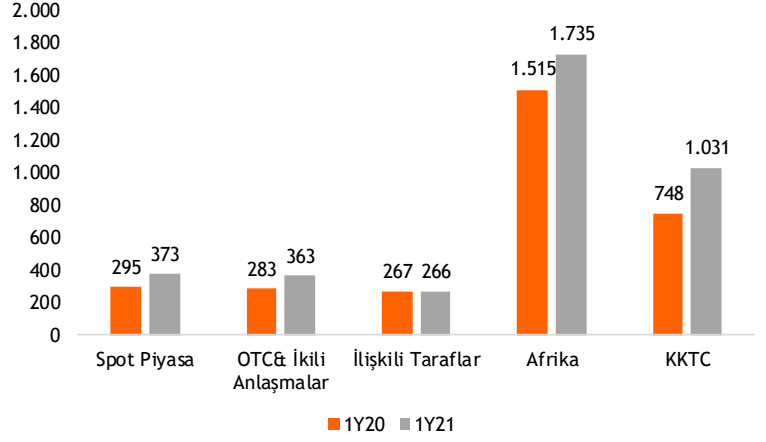
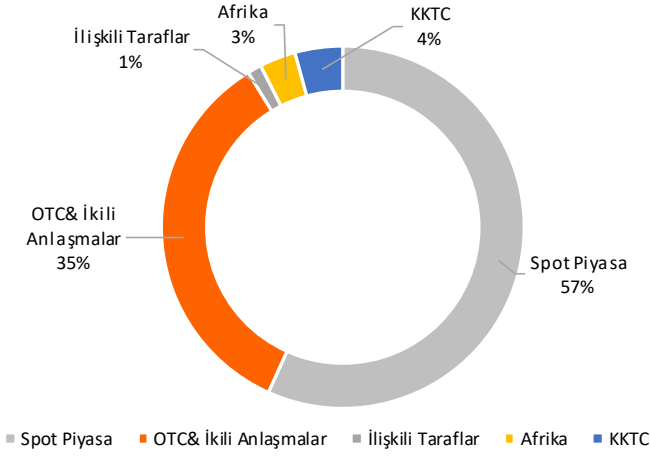
Finansal Görünüm ve Projeksiyonlar

- **Aksa Enerji'nin 2021 sonunda yıllık %31 artışla 9,45 mlr TL satış gelirin e ulaşacağını öngörüyoruz** - 2021 yılının ilk yarısında Aksa Enerji'nin satış gelirleri, 2020 yılının ilk yarısına göre %37 artarak 4,76 mlr TL seviyesine yükseldi. Salgın dönemi ardından elektrik fiyatlarında gözlenen toparlanma ve Afrika santrallerinin döviz bazlı satış gerçekleştirmesi, TL'deki değer kaybıyla birlikte satış gelirlerindeki artışı destekledi. Şirket, yılın ilk yarısında yurt içinde 10.514 GWsa ve yurt dışında 467 GWsa olmak üzere toplamda 10.980 GWsa elektrik satışı gerçekleştirdi. Yılın ilk yarısında kanal bazında satışların dağılımına baktığımızda, bu dönemde satışların %57'si (2020: %55), elektriğin üreticiler için satış, dağıtım şirketleri için alış fiyatlarının her gün saatlik belirlendiği spot piyasaya gerçekleştirilirken, %35'lik (2020: %30) bölümü ise OTC (satışların açık artırımla yapıldığı) ve ikili anlaşmalar (elektrik enerjisi ya da kapasitenin alınıp satılmasına ilişkin ticari sözleşmeler) kanalıyla satılmıştır. 2021 yılının ilk yarısında Afrika santralleri aracılığıyla satılan elektrik, toplam hacmin %3'ünü (2020: %4) oluşturmuştur. Şirketin bu dönemde toplam satış gelirlerinin %83'ü yurt içi kaynaklı olurken, yurt dışındaki döviz bazlı Afrika satışları, gelirler içinde %17 paya sahiptir.

25 Ağustos 2021 Çarşamba

Grafik 3: Satış kanalına göre dağılım (1Y21)

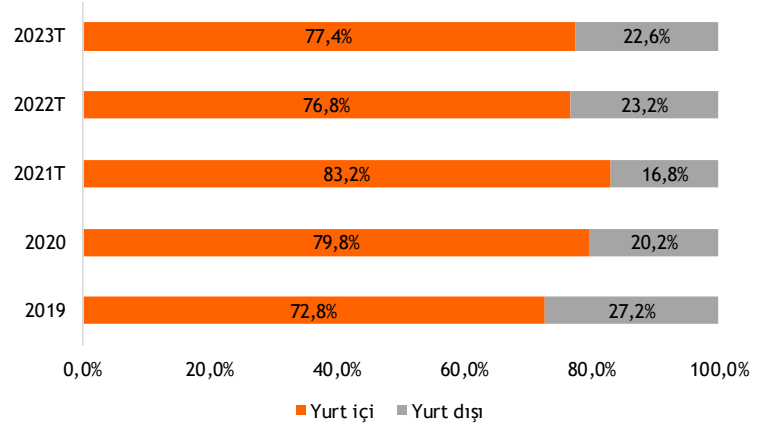
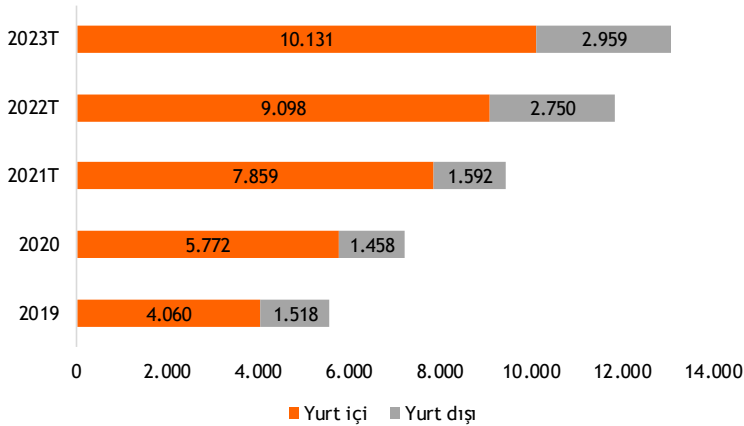
Grafik 4: Satış kanalına göre fiyatlar (TL/MWsa)



Kaynak: Şirket

- Yılın ikinci yarısında Şanlıurfa santralının yeniden devreye alınması, santrallerdeki kapasite kullanımının artması, elektrik fiyatlarındaki artış eğilimi, Kongo'da devralınan ve Mali'de işletilmeye başlayan santral ile birlikte Afrika'daki diğer santrallerinin döviz bazlı satışlarının desteğiyle, şirketin satış gelirlerinin, 2020 yılına göre yıllık %31 yükselişle 9,45 mlr TL seviyesine ulaşmasını bekliyoruz. Mevcut santrallerinin katkısı ile birlikte Özbekistan'da toplam 740 MW kurulu gücü bulunan üç santralının, 2021 yılı aralık ayından itibaren 2022 Ocak ve Şubat aylarında kademeli olarak devreye alınmasıyla birlikte, 2022 yılında satış gelirlerinin yıllık %25 yükselerek 11,8 mlr TL seviyelerine ulaşacağını öngörüyoruz. Özbekistan'ın devreye girmesi ile birlikte 2021 yılında toplam gelirlerin yaklaşık %17'sini oluşturan yurt dışı santraller kaynaklı satışların, 2022 yılında toplam satışlar içindeki payının %23 seviyesine ulaşacağını öngörüyoruz.

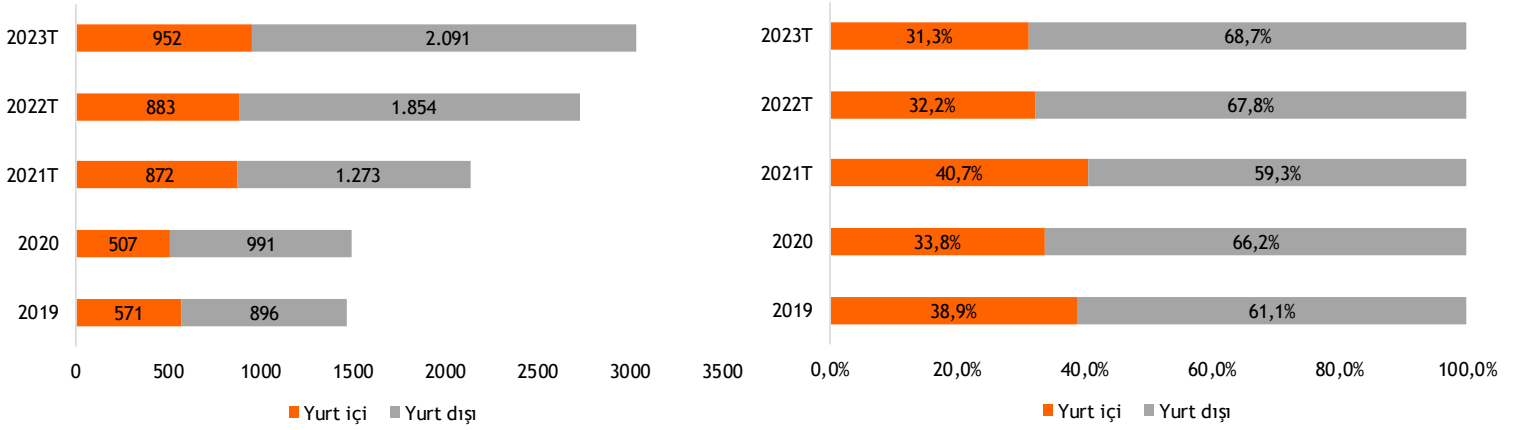
Grafik 5: Satış geliri (milyon TL) ve dağılımı öngörülerimiz



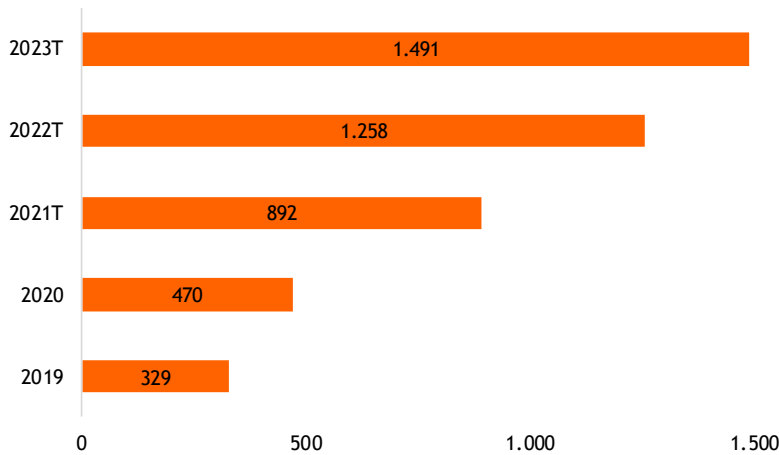
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

25 Ağustos 2021 Çarşamba

- **FAVÖK'ün 2021 sonunda %40 yükselerek 2,15 mlr TL'ye ulaşmasını bekliyoruz** - Yılın ilk yarısında TL'deki değer kaybının ve elektrik fiyatlarındaki toparlanmanın desteğinde şirketin FAVÖK'ü yıllık %51 artışla 1,1 mlr TL seviyesine yükselirken, FAVÖK marjı ise 2020 yılının aynı dönemine göre 2,1 puan artarak %23,4 oldu. Yılın devamında elektrik fiyatlarındaki artış eğiliminin devamı ve yeni devreye alınan, döviz bazlı satışı gerçekleşen kapasitelerin etkisiyle FAVÖK'ün 2,15 mlr TL seviyesine yükseleceğini öngörüyoruz. Doğal gaz santrallerini karlılık odaklı çalıştırma stratejisinin de şirketin FAVÖK'ünü desteklemeye devam etmesini bekliyoruz. Yurt dışı operasyonların FAVÖK içindeki payının, 2021 yılında %59'un üzerinde gerçekleşeceğini, Özbekistan santralleri ve Afrika santrallerinin katkısıyla, yurt dışı operasyonların FAVÖK içindeki payının %68 seviyelerine yaklaşacağını öngörüyoruz.

Grafik 6: FAVÖK ve dağılımı öngörülerimiz (milyon TL)**Kaynak:** Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

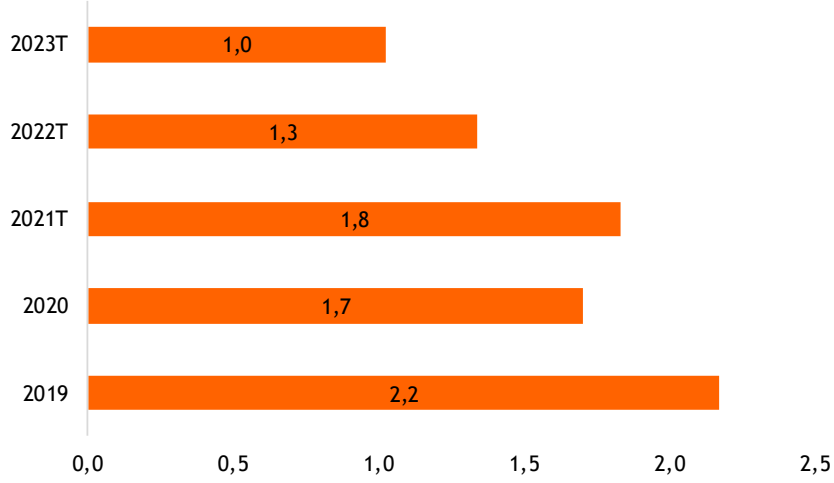
- **Aksa Enerji'nin yılı 892 milyon TL net kar ile tamamlamasını bekliyoruz** - Artan operasyonel karlılık ve gerileyen finansman giderlerinin etkisiyle Aksa Enerji, yılın ilk yarısını yıllık %120 yükselişle 488 milyon TL net kar ile tamamladı. 2020 yılını 470 milyon TL net kar ile tamamlayan Aksa Enerji'nin, 2021 yılını ise %90 net kar artışıyla 892 milyon TL net kar ile tamamlayacağını öngörüyoruz.

Grafik 7: Net karlılık öngörülerimiz (milyon TL)**Kaynak:** Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

25 Ağustos 2021 Çarşamba

- **Devreye giren yatırımların etkisiyle borçlulukta gerileme bekliyoruz** - Şirketin Haziran 2021 sonu itibariyle net borcu 2,87 mlr TL seviyesinde olup, yatırımların devreye alınmasıyla birlikte önümüzdeki yıllarda net borçlulukta azalma bekliyoruz. 2021 sonunda 1,8x seviyesinde şekillenmesini beklediğimiz Net Borç/FAVÖK rasyosunun, izleyen yıllarda 1,0x ve altına gerileyeceğini öngörüyoruz.

Grafik 8: Net Borç/FAVÖK öngörülerimiz

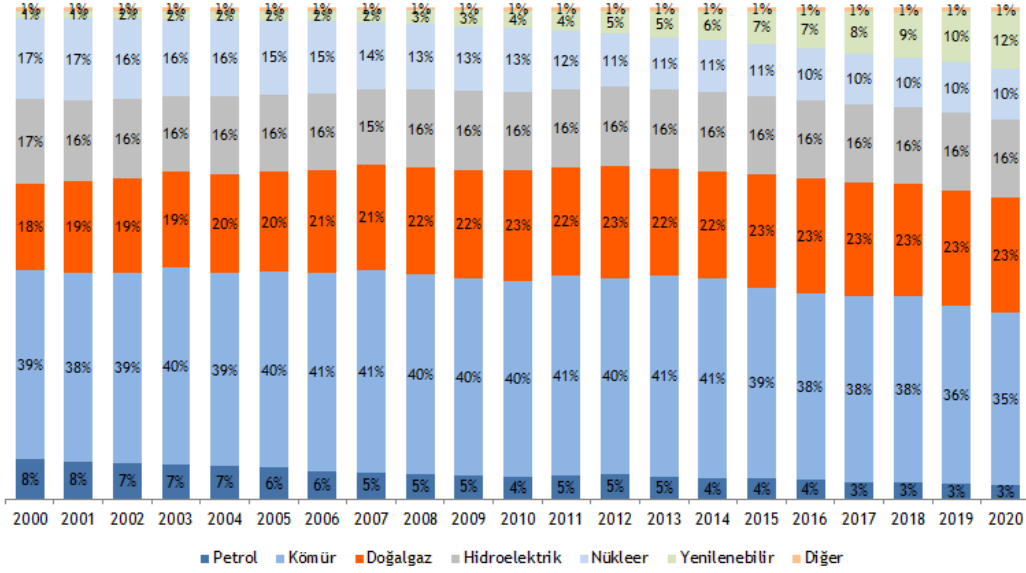


Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

25 Ağustos 2021 Çarşamba

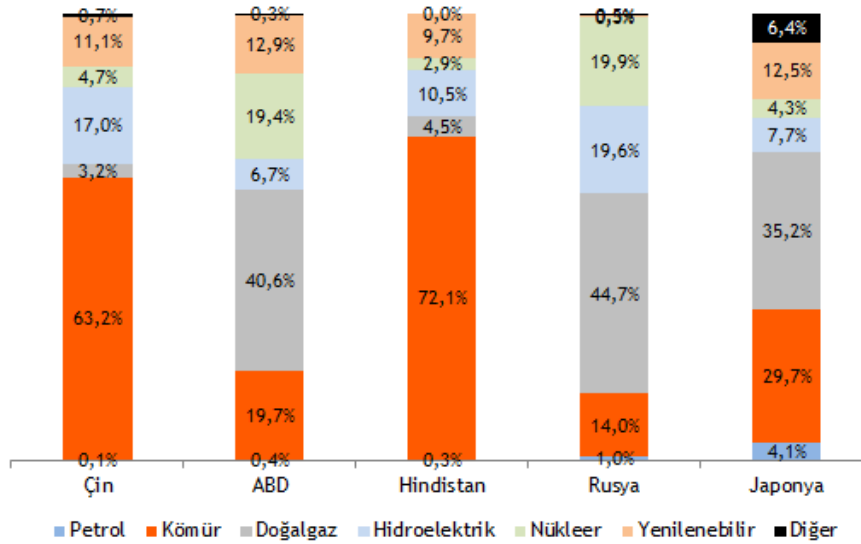
Sektörel Görünüm

- ✓ Yenilenebilir kaynakların küresel elektrik üretimindeki payı büyümeye devam ediyor



Kaynak: bp Statistical Review of World Energy 2021

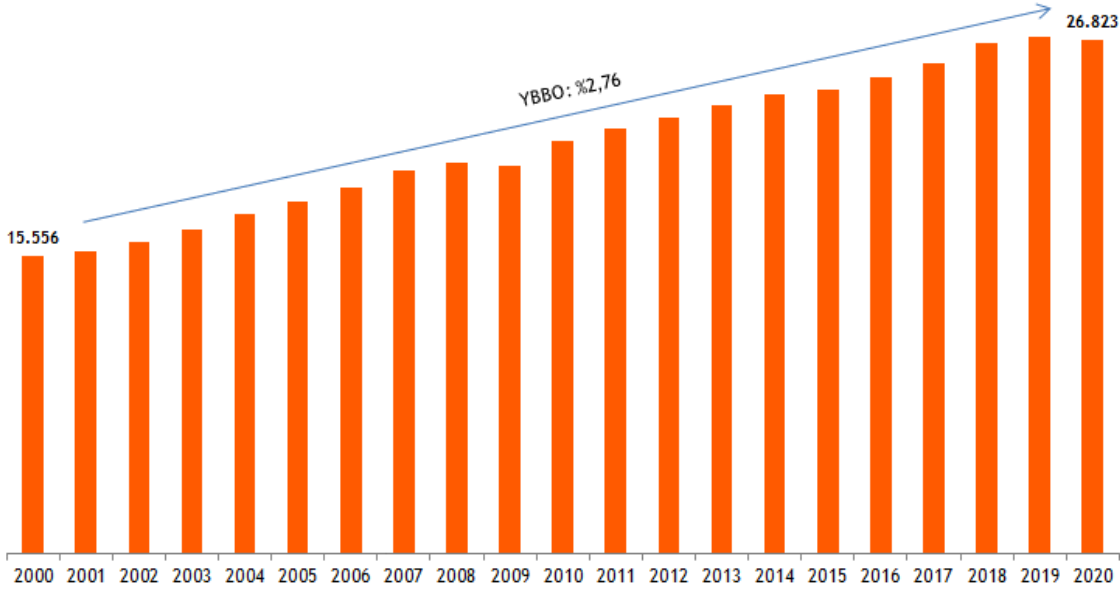
- ✓ 2020 üretim hacmine göre ilk beş ülke arasında Çin'de kömür, ABD'de doğal gaz ön planda



Kaynak: bp Statistical Review of World Energy 2021

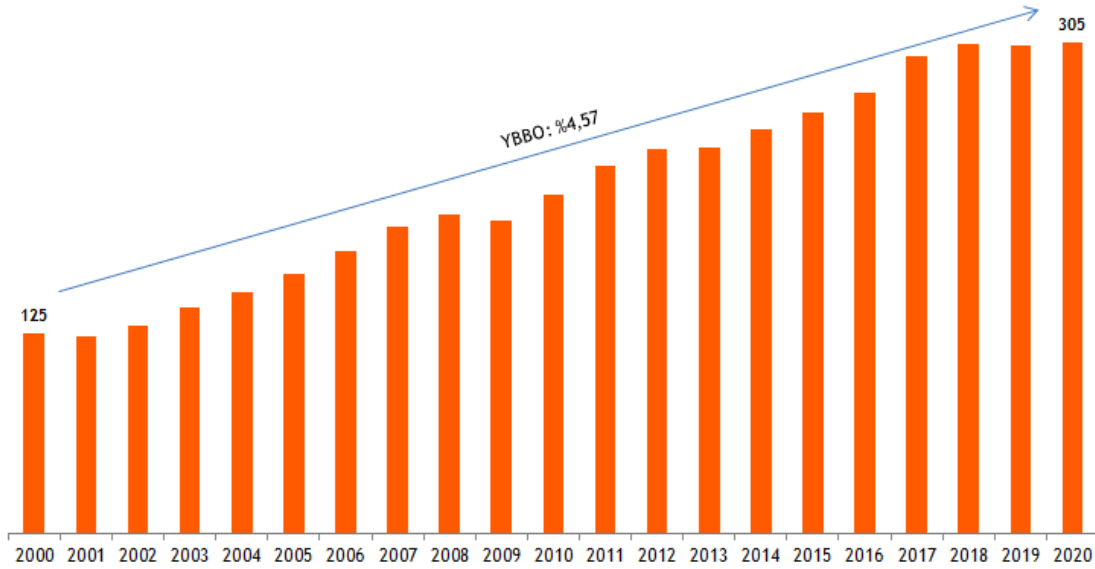
25 Ağustos 2021 Çarşamba

- ✓ 2020 yılında salgın etkisiyle küresel elektrik üretimi, 2009'un ardından bir kez daha geriledi



Kaynak: bp Statistical Review of World Energy 2021

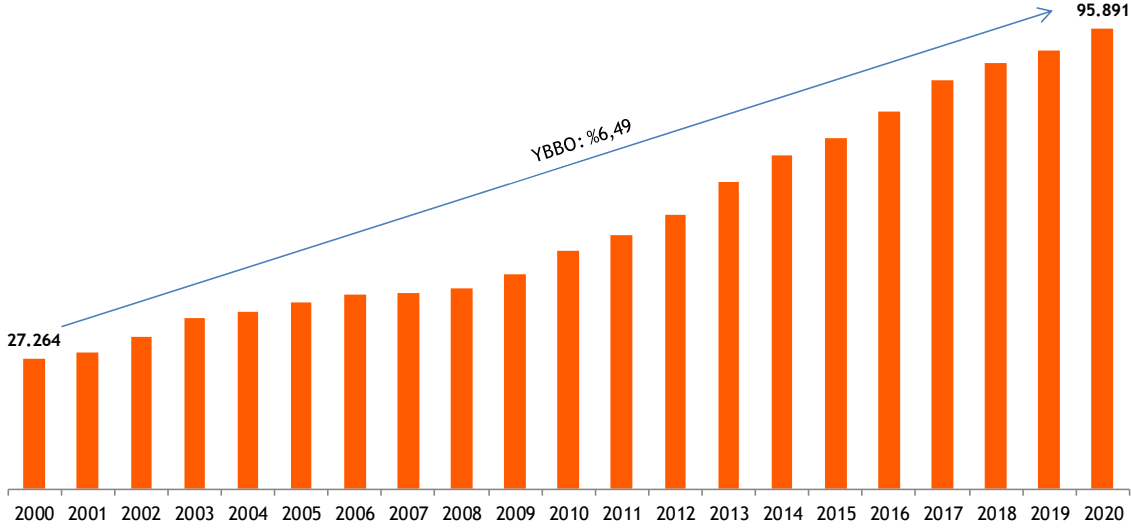
- ✓ Salgın etkilerine karşılık Türkiye'nin elektrik üretimi 2020 yılında sınırlı da olsa artış kaydetti



Kaynak: bp Statistical Review of World Energy 2021

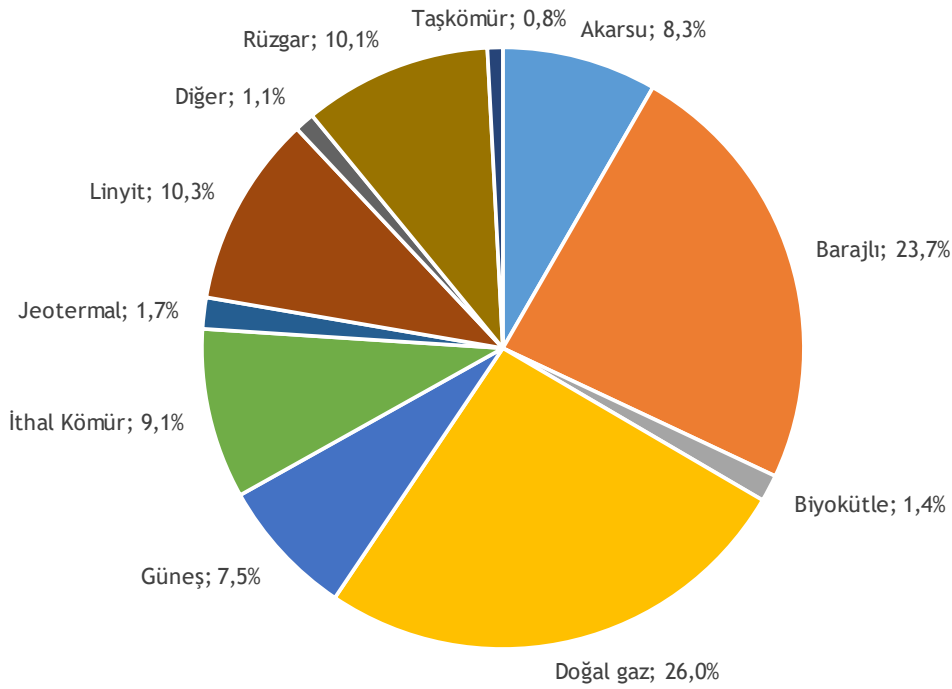
25 Ağustos 2021 Çarşamba

- ✓ Türkiye’de kurulu güç son 20 yılda yıllık ortalama bileşik %6,49 artarak 95.891 MW’a yükseldi



Kaynak: TEİAŞ

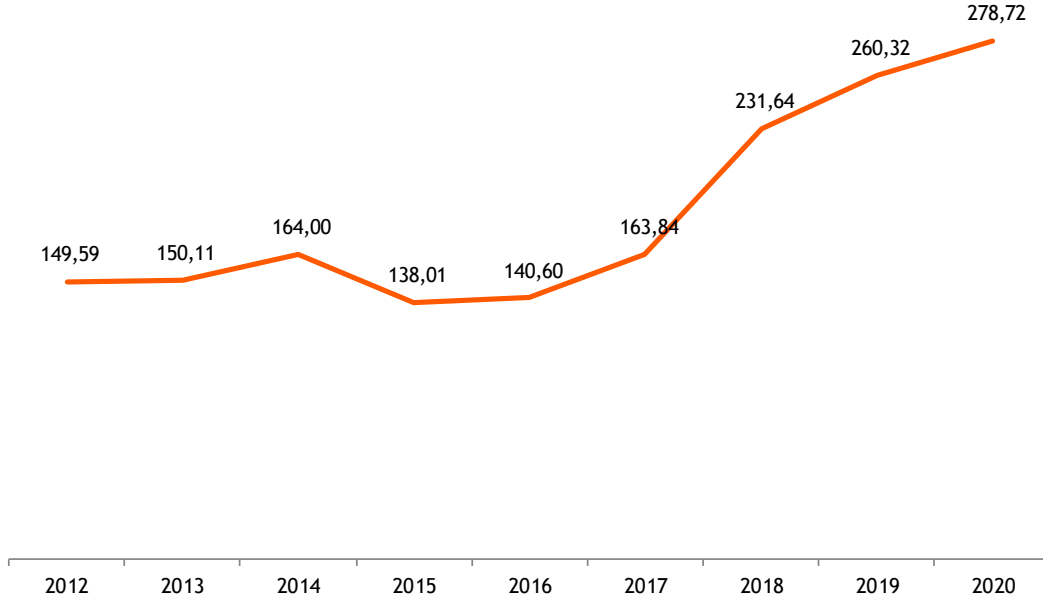
- ✓ Temmuz 2021 itibariyle kurulu güç 98.264 MW’a ulaşırken, doğal gazın payı kurulu güç içinde %26, üretimde ise %36 seviyesinde



Kaynak: TEİAŞ

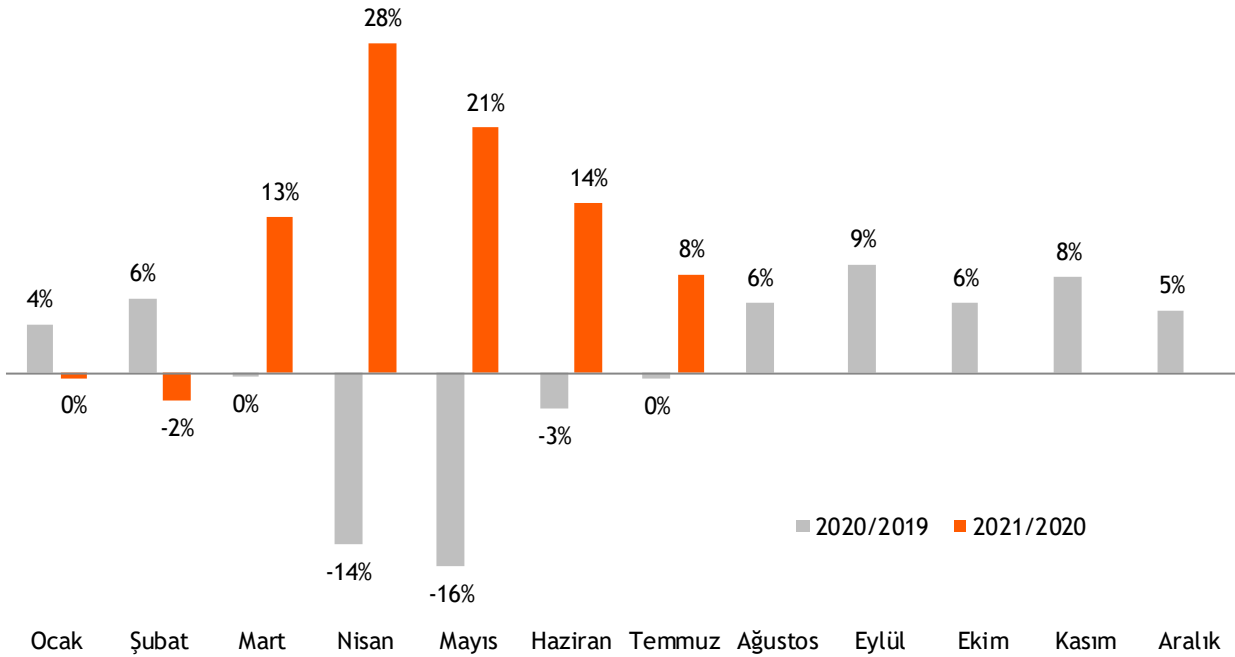
25 Ağustos 2021 Çarşamba

- ✓ Yıllık Ortalama Piyasa Takas Fiyatı, 2020 yılında %7,1 artarak 278,72 TL/MWsa olarak gerçekleşti



Kaynak: TEİAŞ

- ✓ Elektrik tüketimi, düşük baz etkisinin yardımıyla 2Ç21'de güçlü toparlanma gösterdi



Kaynak: TEİAŞ



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Selahattin AYDIN	Direktör
Tuğba SAYGIN AKCA	Müdür
Ekin Cem EKE	Analist
Hakan ŞAHİNDAL	Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.