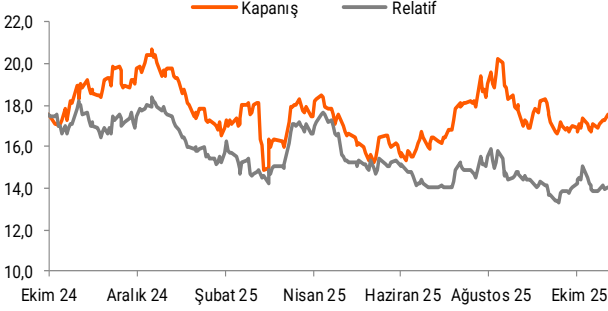


04 Kasım 2025 Salı

Sektör	: Elektrik, Gaz ve Su
Şirket	: Akfen Yenilenebilir Enerji
Hisse Kodu	: AKFYE TI/ AKFYE IS
İşlem Gördüğü Pazar	: Yıldız Pazar
Fiyat (TL)	: 17,50
Mevcut Piyasa Değeri (mn TL)	: 20.947
Hisse Adedi (mn)	: 1.197,0
İşlem Hacmi (mn TL) - Ort. 3 Ay	: 126
Fiili Dolaşım Oranı (%)	: 28,0%

Özet Finansallar (bin USD)	2022	2023	2024	6A25
Net Satışlar	150.280	148.217	144.716	68.359
FAVÖK	115.295	95.570	82.344	36.650
Net Kar	42.285	154.692	4.467	18.738
Özet Rasyolar (%)	2022	2023	2024	6A25
FAVÖK Marjı	76,7%	64,5%	56,9%	53,6%
Net Kar Marjı	28,1%	104,4%	3,1%	27,4%
Çarpanlar	2022	2023	2024	6A25
F/K		3,2	133,1	
PD/DD	1,4	0,7	0,5	0,5
FD/Satışlar	6,5	5,3	5,7	5,8
FD/FAVÖK	8,9	8,2	10,0	11,4

Hisse Performansı



Performans	1Ay	3Ay	12Ay	YBB
Mutlak %	3,1	-3,2	0,3	-10,8
Rölatif %	1,2	-6,0	-19,4	-20,7
En Yüksek (TL)	17,5	20,2	20,7	20,7
En Düşük (TL)	16,7	16,6	14,9	14,9

Şirket Hakkında

Akfen Yenilenebilir Enerji, Türkiye'nin farklı bölgelerinde kurulu hidroelektrik, rüzgar ve güneş enerjisi santralleriyle faaliyet gösteren, yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretimi amacıyla kurulmuş bir enerji şirkettir. Şirket'in ödenmiş sermayesinin %56,45'ine Akfen Holding sahiptir.

İletişim : vykarastirma@vakifyatirim.com.tr

Yenilenebilir enerjinin payının artması bekleniyor- Küresel enerji dinamikleri, artan nüfus kaynaklı istikrarlı talep artışı ve iklim hedefleri doğrultusunda hızlı bir dönüşüm içerisinde. Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) projeksiyonlarına göre, dünya elektrik üretiminin 2035 yılında 42.766 TWh'ye ulaşması ve bu toplamda yenilenebilir kaynakların payının %47'ye yükselmesi (2024: %32,1) beklenmektedir. Türkiye, bu dönüşüme 2023 yılında yayımlanan Ulusal Enerji Planı ile uyum sağlamaktadır. Plana göre, 2035 yılında elektrik kurulu gücünün 189,7 GW'a ulaşması ve yenilenebilir kaynakların toplam kurulu güçteki payının %64,7'ye çıkması hedeflenmektedir. Bu kapasite artışında Güneş (52,9 GW) ve Rüzgar (29,6 GW) enerjisinin önemli rolü olacak. Türkiye enerji sektörü, 3,5 MWh olan kişi başı yıllık elektrik tüketimiyle gelişmiş ekonomilerin gerisinde kalarak önemli bir uzun vadeli büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

Tamamı yenilenebilir enerjiden oluşan genç portföy yapısı ile ön plana çıkıyor- Akfen Yenilenebilir Enerji ticari üretimine 2009'da Sırma HES ile başlamış ve portföy çeşitliliği stratejisiyle 2013'te GES, 2014'te ise RES yatırımlarına yönelmiştir. Şirketin portföyünün temel özelliği, tamamının yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşmasıdır. Coğrafi ve kaynak bazlı çeşitlendirmeye verilen önem sayesinde, rüzgar ve güneşe dayalı geniş portföy dağılımı enerji üretimindeki mevsimsellik riskini minimize etmektedir. Ayrıca, hidroelektrik santrallerin farklı havzalarda konumlanması bölgesel kuraklık riskinin etkin yönetimine katkıda bulunmaktadır. Şirketin santralleri Türkiye genelinde coğrafi olarak yaygındır. Ayrıca 2018-2019 yıllarında devreye alınan GES ve RES santralleri ile Şirket oldukça genç bir portföye sahiptir.

Kurulu gücün 2025 sonunda 887 MW'a ulaşması bekleniyor- Şirket'in 3 Ekim 2025 tarihinde devreye giren yeni kapasiteler ile toplam kurulu gücü 845 MW'a ulaşmıştır. Şirket'in toplamda 35 adet GES, 12 adet HES ve 6 adet RES & 6 adet hibrit GES portföyü bulunmaktadır. Haziran 2025 itibarıyla Şirket'in toplam portföyünün YEKDEM kalan süresi 2,6 yıldır. Son yıllarda devreye alınan RES + Hibrit GES projelerinde ise ortalama kalan süre 3,8 yıl olup, bu portföyün toplam içerisindeki payı %58'dir. Devam eden yatırım programına paralel olarak, kalan RES kapasite optimizasyonu projelerinin de yıl sonuna kadar devreye alınmasıyla, 2025 sonu itibarıyla kurulu gücün yaklaşık 887 MW'a ulaşması hedeflenmektedir.

Yeni enerji yatırımları ve yurt dışı projeler gündemde- Şirket, gelecekteki büyümesini desteklemek amacıyla toplam 310 MW kurulu güce sahip, 95 MW'ı GES ve 215 MW'ı RES olmak üzere depolamalı yenilenebilir enerji yatırımlarını planlamaktadır; bu projelerin 2028 yılı itibarıyla hasılat ve FAVÖK'e tam katkı sağlaması hedeflenmektedir. Bu yurt içi kapasite artışına ek olarak, Şirket coğrafi çeşitliliğini artırmak amacıyla, ilk somut adım olarak Romanya'da bir iştirak kurmuş ve bu yeni yapı altında Avrupa odaklı bir güneş enerjisi projesi geliştirme sürecini başlatmıştır.

Akfen Yenilenebilir Enerji, konsensüs tahminlere göre 2025T'te 7,6x ve 2026T'de 6,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte olup, yurt dışındaki benzer yenilenebilir enerji şirketlerine kıyasla sırasıyla %42,7 ve %40,2 oranında iskontolu görünmektedir. Yurt içi benzer şirketlerin FD/Kurulu Güç çarpanı ile karşılaştırıldığında, şirket hisselerinin 0,9x çarpanla %41,7 oranında iskontolu işlem gördüğü hesaplanmaktadır.

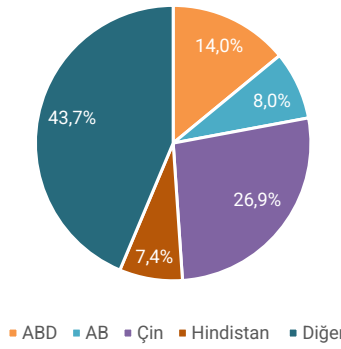
Yatırım teması ve riskler- Şirket, küresel yenilenebilir enerji trendleri ve YEKDEM'in dolar bazlı tarifeleri sayesinde uzun vadeli, öngörülebilir bir gelir akışına sahiptir ve çeşitlendirilmiş portföyü ile operasyonel riskleri yönetmektedir. Buna karşın, elektrik fiyatlarına ve meteorolojik koşullara bağlı üretim dalgalanmalarına karşı hassasiyeti bulunmaktadır. Ayrıca olası mevzuat değişikliklerinin de şirketin faaliyetlerini olumsuz etkileme potansiyeli bulunmaktadır.

Sektör Hakkında

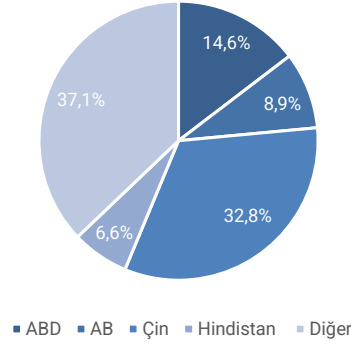
• Dünya'da Enerji Sektörü

Uluslararası Enerji Ajansı verilerine göre, Dünya'da toplam enerji arzı 2024 yılında bir önceki yıla göre %2,2 artarak 648 exajoule (EJ) olarak gerçekleşmiştir. Bölgesel dağılıma bakıldığında, üretimin %26,9'u Çin tarafından sağlanmaktadır (2023: %26,7). Çin'in enerji arzı bu dönemde %2,9 artış göstermiştir. Toplam üretimin %14'ünü sağlayan ABD'de ise büyüme oranı %1,7 oldu. 2024 yılında Avrupa Birliği'nin toplam enerji üretimi yıllık bazda %0,5 artış gösterdi (2023: -%4,5). 2024 yılı itibarıyla petrol %29,8 ağırlık ile toplam enerji arzındaki en yüksek paya sahip kaynaktır. Bunu %27,3 pay ile kömür takip etmektedir.

Şekil 1: Enerji Üretimi'nin Bölgesel Dağılımı



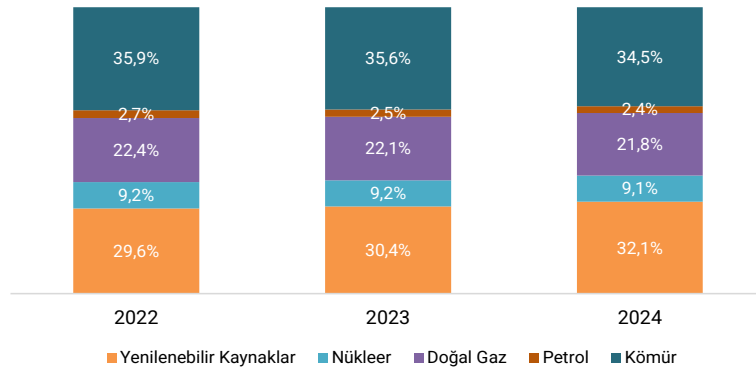
Şekil 2: Elektrik Üretimi'nin Bölgesel Dağılımı



Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı

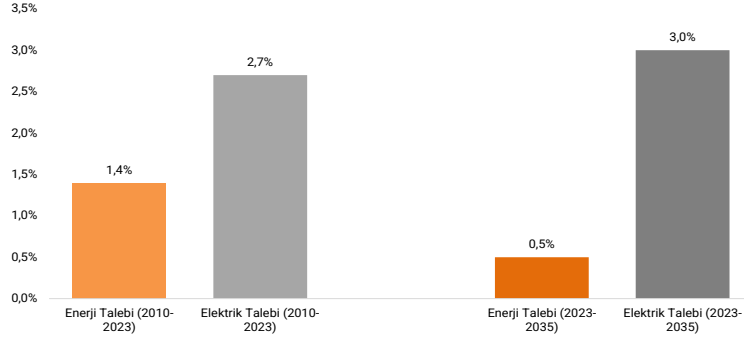
2024 yılında Dünya'nın toplam elektrik üretimi önceki yıla kıyasla %4,2 artarak 31.153 TWh düzeyinde gerçekleşmiştir. Elektrik üretiminin %32,8'ini gerçekleştiren Çin'de artış oranı %6,7 olmuştur. 2024 yılında Dünya'da yenilenebilir kaynaklardan elde edilen elektrik üretimi yıllık bazda %10 artış gösterirken, toplam içerisindeki payı %30,4'ten %32,1'e yükselmiştir. Aynı dönemde kömürden elde edilen elektrik üretiminin payı %34,5 ile en yüksek ağırlığa sahipken, 2022-2024 yıllarında düşüş eğilimi göstermiştir.

Şekil 3: Elektrik Üretimi'nin Kaynaklara Göre Dağılımı



Kaynak: Uluslararası Enerji Ajansı

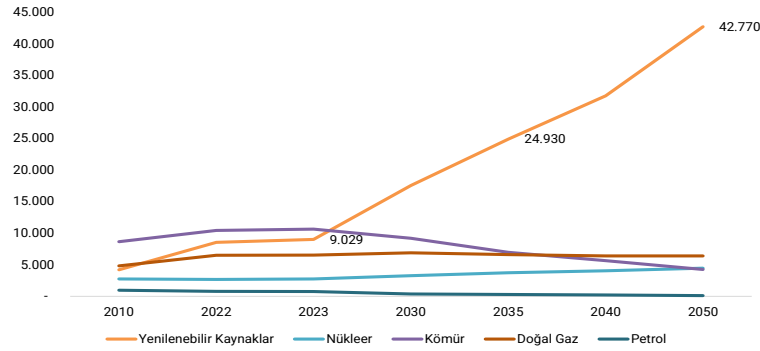
Şekil 4: Elektrik Üretimi'nin Kaynaklara Göre Dağılımı



Kaynak: World Energy Outlook 2024

Dünya nüfусundaki büyüme, enerji tüketiminin de her yıl istikrarlı artış göstermesine neden olmaktadır. Elektrik üretiminde önemli yere sahip fosil yakıtların hızla tükenmesi ve çevreye verdikleri zararlar, yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımını öncelikli bir politika haline getirmiştir. Dünya genelinde de yenilenebilir enerjinin elektrik üretimindeki payındaki artış dikkat çekmektedir.

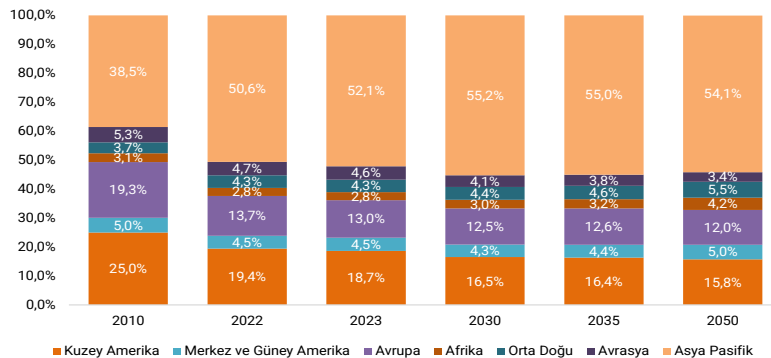
Şekil 5: Dünya Elektrik Üretimi (TWh) 2010-2050



Kaynak: World Energy Outlook 2024

Uluslararası Enerji Ajansı tarafından yapılan projeksiyonlara göre, Dünya elektrik üretiminin 2035 yılında 42.766 TWh düzeyine ulaşacağı tahmin edilmektedir. Toplam kaynak dağılımında ise yenilenebilir kaynaklar lehine gelişim olacağı ve bu kaynakların toplam içerisindeki payının %47'ye (2024: %32,1) yükseleceği beklenirken, kömürün ağırlığının ise %25 (2024: %34,5) seviyelerine gerileyeceği öngörülmektedir. Yenilenebilir kaynak içerisinde ise en yüksek payın güneşten elektrik üretiminin olması beklenmektedir. 2023-2030 döneminde güneşten elektrik üretiminde yıllık bileşik büyümenin %22 olacağı varsayılırken, bu oranın toplam yenilenebilir kaynaklar için %10 olacağı tahmin edilmektedir.

Şekil 6: Dünya Elektrik Talebi (TWh) 2010-2050

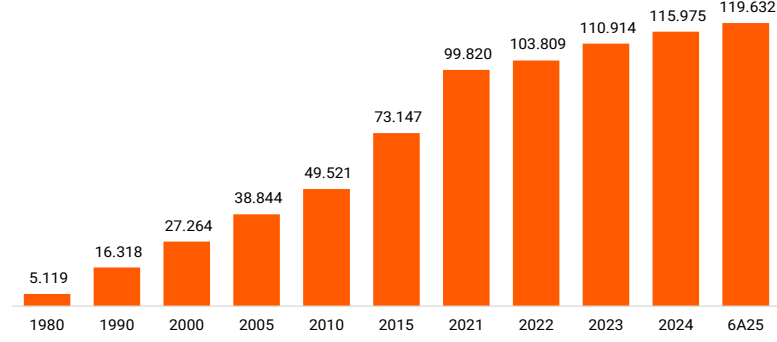


Kaynak: World Energy Outlook 2024

- Türkiye’de Enerji Sektörü

Türkiye’nin 2025 yılı Haziran ayı kurulu gücü bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,5 artış göstererek 119.632 MWe’e ulaşmıştır.

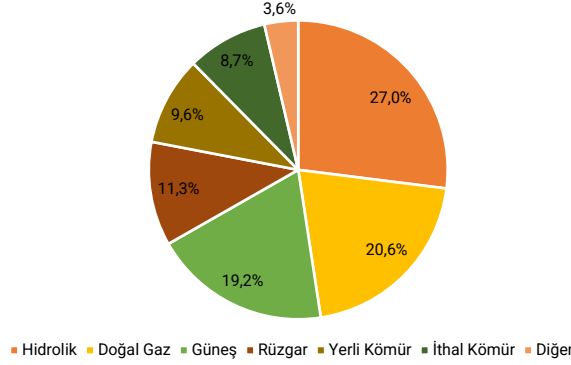
Şekil 7: Türkiye Kurulu Güç Gelişimi (MWe)



Kaynak: TEİAŞ, T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı

2023 yılında Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından yayımlanan Türkiye Ulusal Enerji Planı raporuna göre, Türkiye’de 2035 yılında elektrik kurulu gücünün 189,7 GW’a yükselmesi öngörülmektedir. Ayrıca 2035 yılına kadar yenilenebilir enerji kaynaklarının payının %64,7’ye ulaşması beklenirken, Hidroelektrik santrallerin orta-uzun dönemde 35,1 GW kurulu güç değerine, rüzgar enerjisi kurulu gücünün 29,6 GW’a, güneş enerjisi kurulu gücünün ise 52,9 GW’a yükseleceği tahmin edilmektedir.

Şekil 8: Kaynaklara Göre Kurulu Güç Dağılımı (%), 2025 Haziran



Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı

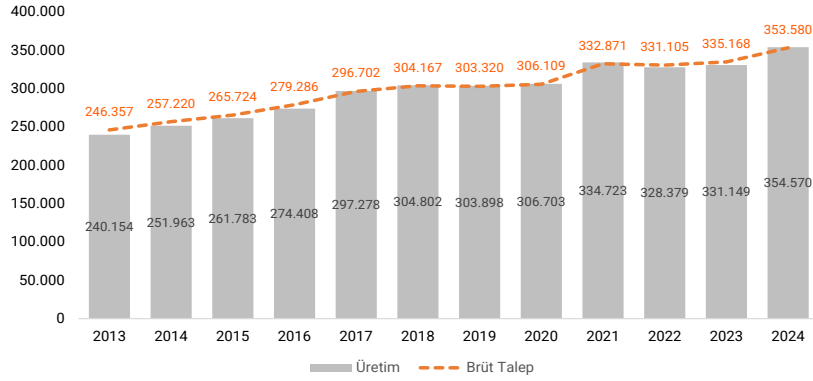
Türkiye’de 2025 yılı Haziran ayı itibarıyla elektrik üretiminde toplam kurulu gücün %27’sini hidrolik oluştururken, bunu %20,6 ile doğal gaz takip etmektedir. Aynı dönemde güneş enerjisinin payı %19,2 olurken, bunu %11,3 ağırlık ile rüzgar enerjisi izledi. Böylece yenilenebilir enerji kaynaklarının (hidrolik dahil) toplam lisanslı kurulu güç içerisindeki payı %61 düzeyinde gerçekleşmiştir (2024: %60). Tarihsel gelişime bakıldığında ise, 2013 yılında hidrolik enerjinin payı %34,8 iken, rüzgâr enerjisinin ise %4,3 idi. Kaynak bazında en hızlı büyümenin güneş ve rüzgâr enerjisinde gerçekleştiği görülmektedir.

Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması (YEKDEM), Türkiye’de yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretimini teşvik etmek amacıyla 2011 yılında devreye alınan bir destek sistemidir. YEKDEM kapsamında elektrik üreten lisanslı santraller, işletmeye girdiği tarihten itibaren 10 yıl boyunca YEKDEM fiyatlarından faydalanma hakkına sahiptir. Mekanizma, hidroelektrik, rüzgâr, güneş, jeotermal ve

biyokütle santrallerinden üretilen elektriğe belirlenen süre boyunca alım garantisi ve sabit fiyat desteği sağlamaktadır. Üreticiler için öngörülebilir gelir yaratmaktadır.

EPDK verilerine göre, 2024 yılında YEK Destekleme Mekanizmasından (YEKDEM) faydalanan santral sayısı 782 (2023: 884) olarak gerçekleşmiş olup, bu katılımcıların işletme gücü 17.476,2 MW'tır. YEKDEM kurulu gücünün kaynak türüne göre dağılımına bakıldığında, 7.316,7 MW ile rüzgâr santralleri en yüksek paya sahip olurken, 6.597,5 MW ile hidrolik santralleri ise ikinci sırada yer almaktadır. Hem destekleme süresi biten santrallerden hem de 2024 yılı içinde serbest piyasada oluşan fiyatların zaman zaman daha yüksek seyir beklentisinden dolayı 2024 yılı için YEKDEM'e katılmayan santrallerden kaynaklı geçen yıla kıyasla rüzgâr ve hidrolik santrallerinin gücünde kısmen düşüş yaşanmıştır.

Şekil 9: Türkiye Elektrik Üretim ve Talebi (GWh)



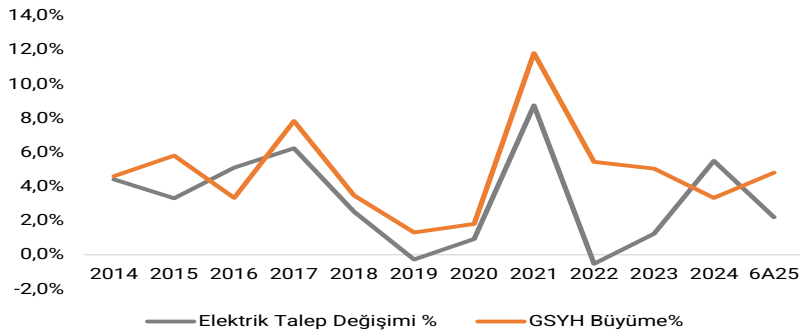
Kaynak: TEİAŞ, T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı

Türkiye elektrik enerjisi talebi 2024 yılında bir önceki yıla göre %5,5 oranında artarak 353,6 TWh, elektrik üretimi ise yıllık bazda %7,1 artarak 354,6 TWh olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de 2013-2024 yılları arasında elektrik talebinin yıllık bileşik büyüme oranının (YBBO) %3,3 olarak gerçekleştiği görülmektedir.

2023 yılında Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından yayımlanan Türkiye Ulusal Enerji Planı raporuna göre, Türkiye'de elektrik tüketiminin 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir.

EPDK verilerine göre, 2024 sonu itibarıyla, kamunun elektrik üretimindeki toplam payı %18,09 (2023: %15,64) olurken, serbest üretimin payı %81,91 (2023: %84,36) seviyesine geriledi.

Şekil 10: Türkiye Elektrik Talebi ve GSYH İlişkisi

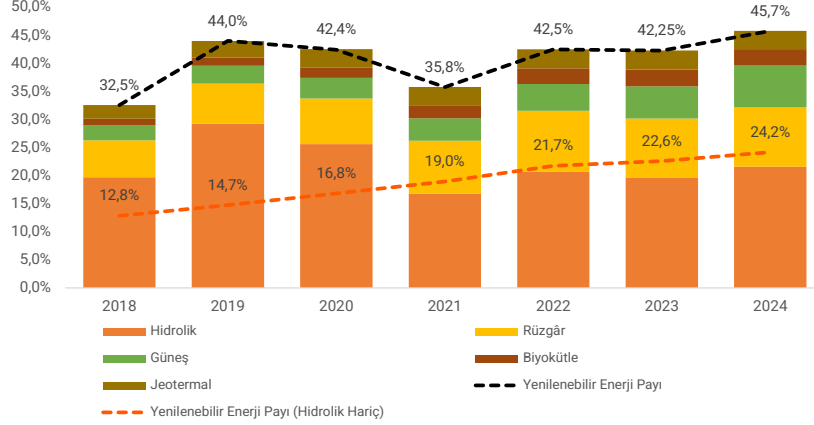


Kaynak: TEİAŞ, T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, TÜİK

Elektrik talebi ile GSYH arasındaki ilişki, ekonomik büyümenin enerji tüketimi üzerindeki etkisini gösteren önemli bir göstergedir. Genel olarak, GSYH'deki artış üretim, hizmet ve tüketim faaliyetlerini hızlandırdığı için elektrik talebini de yükseltir. Sanayileşme sürecindeki ülkelerde bu ilişki daha güçlü iken, gelişmiş

ekonomilerde enerji verimliliği ve teknolojik dönüşüm sayesinde elektrik talebindeki artış görece daha sınırlı olabilir. Şekil 10'da görüldüğü üzere, Türkiye'de elektrik talebi ile GSYH büyümesi arasında genellikle pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. 2025 yılının ilk altı ayında GSYH %4,8 artarken, elektrik talebi ise %2,2 artış gösterdi.

Şekil 11: Kaynaklara Göre Elektrik Üretimi (%), 2018-2024

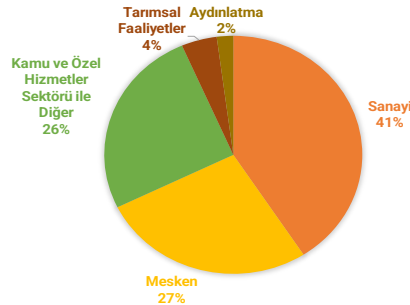


Kaynak: EPDK

Türkiye yenilenebilir enerji dönüşümünde son yıllarda istikrarlı bir ilerleme kaydetmektedir. Hidrolik dışındaki yenilenebilir kaynakların (güneş, rüzgâr, biyokütle ve jeotermal) elektrik üretimindeki payı 2018'de %12,8 iken 2024'te %24,2'ye yükselmiştir.

Türkiye'nin yenilenebilir enerji sektörü, ülkenin Enerji Dönüşümü 2035 Stratejisi hedefleri doğrultusunda hızlı ve yüksek bir büyüme potansiyeli sergilemektedir. Bu stratejik hedef, 2035'e kadar toplam kurulu gücü 117,6 GW seviyesine çıkarmayı öngörmekte ve ağırlıklı olarak Güneş Enerjisi Santralleri (GES) ve Rüzgar Enerjisi Santralleri (RES) kapasitelerine odaklanmaktadır. Özellikle güneş enerjisi yatırımlarında mevcut büyüme hızı, uzun vadeli hedeflere planlanandan daha erken ulaşma potansiyeli taşımaktadır. Ancak, yenilenebilir kaynakların elektrik üretimindeki payının artırılması, şebeke esnekliğinin artırılması, büyük ölçekli enerji depolama yatırımlarının hızlandırılması ve izin süreçlerinin kısaltılması gibi kritik altyapısal reformlara bağlı olacaktır.

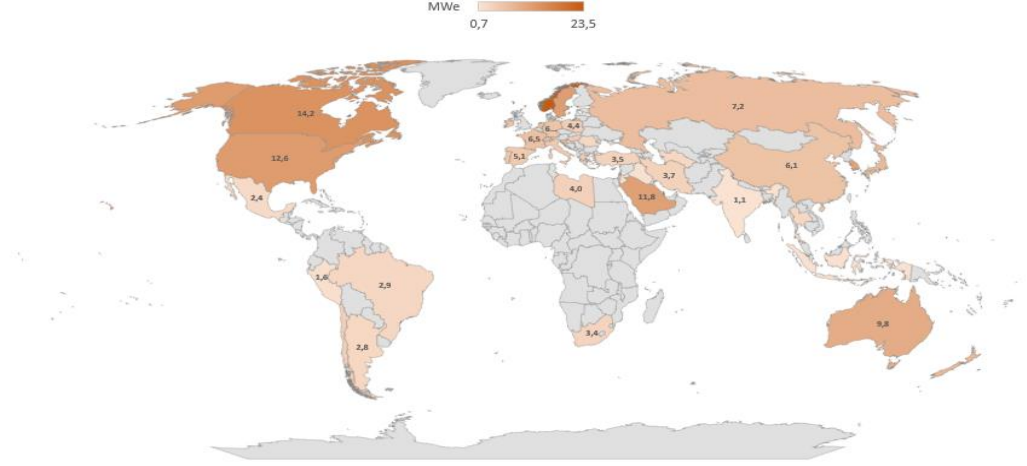
Şekil 12: Faturalanan Tüketimin Tüketici Türüne Göre Dağılımı (2024)



Kaynak: EPDK

EPDK verilerine göre, 2024 yılı itibarıyla faturalanan elektrik tüketimin tüketici türüne göre dağılımında, sanayi tüketimi %40,84 ile en yüksek paya sahiptir. Mesken tüketimi %26,91 ile ikinci sırada, kamu ve özel hizmetler sektörü ile diğer tüketimi ise %25,75 ile üçüncü sırada yer almaktadır.

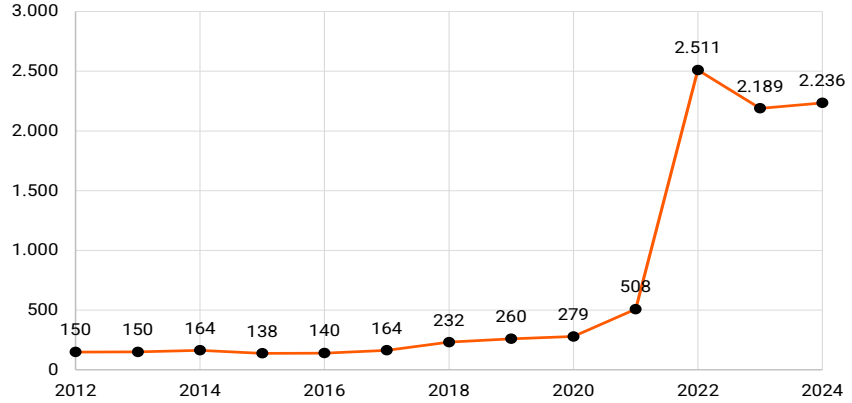
Şekil 13: Dünya'da Kişi Başı Elektrik Tüketimi (2022,2023) (MWe)



Kaynak: Dünya Bankası

Kişi başı yıllık elektrik tüketimi olan 3,5 MWe ile Türkiye, dünya ortalamasına paralel bir seyir izlese de gelişmiş ekonomilerin gerisinde kalmaktadır. ABD (12,6 MWe), Kanada (14,2 MWe), Norveç (23,5 MWe) ve İsveç (12,1 MWe) gibi ülkelerde tüketim çok yüksek. Avro Bölgesi ortalaması 5,9 MWe iken, Almanya (6,0), Fransa (6,5), Hollanda (6,2) bu seviyelerde. Bu durum, elektrik sektörü için önemli bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

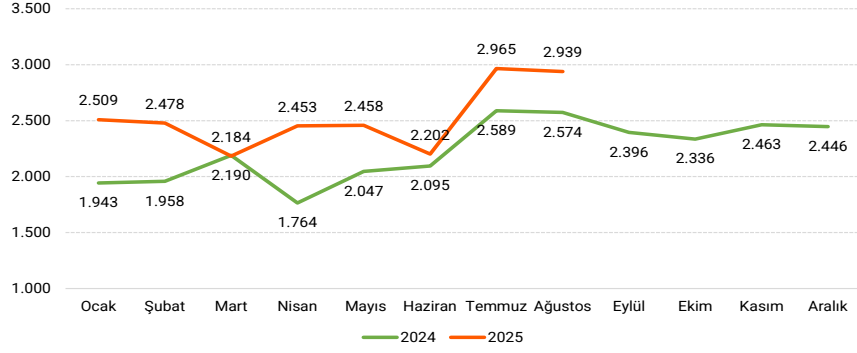
Şekil 14: Yıllık Ortalama Piyasa Takas Fiyatı (PTF) TL/MWh



Kaynak: EPIAŞ

2024 yılı için Piyasa Takas Fiyatı (PTF) aritmetik ortalaması 2023 yılına göre %2,11 artarak 2.235,52 TL/MWh olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde mevsimsel talep farklılıkları ve Rusya – Ukrayna savaşı ile jeopolitik risklerin artması sonucu yükselen emtia fiyatları nedeniyle PTF ortalaması yükselmiştir. Aynı dönemde YEKDEM ortalama fiyatı %37,93'lük artışla 3.222,18 TL/MWh oldu.

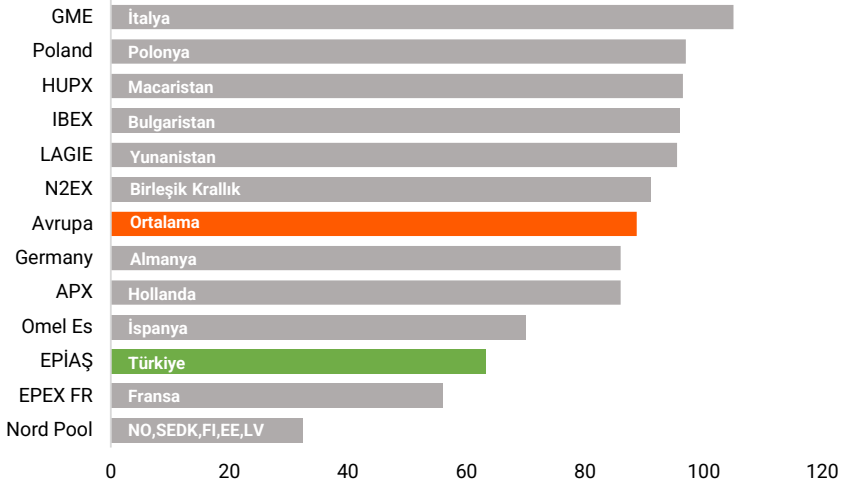
Şekil 15: Aylık Ortalama Piyasa Takas Fiyatı (PTF), TL/MWh, 2024-2025



Kaynak: EPIAŞ

2025 yılında piyasa takas fiyatı seviyelerinin 2024'e kıyasla daha yüksek bir bandta seyrettiği görülmektedir. Özellikle yaz aylarında artan talebin yanında, muhtemelen kuraklık ve arz koşullarının da etkisiyle fiyatların daha da yükseldiği görülmektedir.

Şekil 16: Avrupa Gün Öncesi Piyasa Fiyat Ortalamaları (€/MWh) (Temmuz)



Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı

Temmuz ayı verilerine göre, Avrupa ülkelerinde gün öncesi piyasası (GÖP) fiyat ortalaması 88,7 €/MWh seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bu dönemde, bölgesel piyasalar arasında belirgin bir sapma gözlemlenmektedir. En düşük ortalama fiyat, Nord Pool piyasasında (32,3 €/MWh) kaydedilerek Avrupa ortalamasının oldukça altında kalmıştır.

Karşılaştırmalı olarak, Türkiye elektrik piyasasında (GÖP) ortalama fiyat 63,2 €/MWh olarak gerçekleşmiştir. Bu değer, hem genel Avrupa ortalamasının (%28,8) hem de Nord Pool ve Fransa dışındaki büyük Avrupa piyasalarının fiyat seviyelerinin altında konumlanmıştır.

Şirket Hakkında

1976 yılında kurulan ve inşaat, enerji, liman yönetimi, deniz taşımacılığı, gayrimenkul, turizm, madencilik ve atık yönetimi gibi alanlarda faaliyet gösteren Akfen Holding'in iştiraki olan Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.'nin temelleri 2007 yılında atılmıştır. Şirket 2009 yılında Sırma Hidroelektrik Santrali'ni (HES) devreye alarak enerji üretimi faaliyetlerine başlamış olup portföy çeşitliliği stratejisi doğrultusunda 2013 yılında güneş enerjisi santrali (GES) projeleri ve 2014 yılında rüzgar enerjisi santrali (RES) yatırımları için fizibilite çalışmalarına başlamıştır.

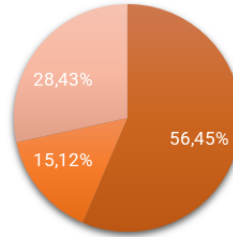
2015 yılı, Akfen Yenilenebilir Enerji için dönüm noktası olmuş ve Akfen Holding çatısı altında gerçekleştirilen yeniden yapılanma ile şirketin yenilenebilir enerji alanındaki tüm iştirakleri (Akfenhes, Akfenres, Akfen Toptan ve Karine GES) tek bir çatı altında birleştirilerek Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. kurulmuştur. Bu konsolidasyon süreci 2016 yılının başında tamamlanmıştır.

Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) ve Uluslararası Finans Kurumu (IFC), 22 Haziran 2016 tarihli sözleşme kapsamında, her biri 100 mn \$ karşılığında şirketin %16,6667'lik hissesini satın almıştır. Ocak 2023'te Akfen Holding EBRD ve IFC'nin Akfen Yenilenebilir Enerji'deki hisselerini satın alarak şirketin %100 sahibi olmuştur. Akfen Yenilenebilir Enerji'nin Mart 2023'te toplam sermayesinin %33,5'i halka arz edilirken, Şirket hisseleri 16.03.2023 tarihinden bu yana Borsa İstanbul'da AKFYE kodu ile işlem görmektedir.

Akfen Yenilenebilir Enerji portföyünün en önemli özelliği, tamamının yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşmasıdır. Şirket, coğrafi ve kaynak bazlı çeşitlendirmeye büyük önem vermektedir. Rüzgar ve güneşe dayalı geniş portföy dağılımı, enerji üretimindeki mevsimsellik riskini minimize etmektedir. Ayrıca, hidroelektrik santrallerin farklı havzalarda konumlandırılması sayesinde bölgesel kuraklık riski etkin bir şekilde yönetilmektedir. Şirketin santralleri, Türkiye genelinde coğrafi olarak yayılmış durumdadır.

Ortaklık Yapısı

Şekil 17: Ortaklık Yapısı (2025/Haziran)



■ Akfen Holding ■ Akfen International Holding BV ■ Diğer Halka Açık

Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

Akfen Yenilenebilir Enerji'nin 2025 haziran sonu itibariyle ödenmiş sermayesinin %56,45'ine Akfen Holding sahiptir. Şirket'in aynı tarih itibariyle halka açıklık oranı %28,43 seviyesindedir.

Şirket 25 Mart 2025 yılında toplam büyüklüğü 200 mn TL (azami pay sayısı 10 mn adet olmak üzere) olan geri alım programı başlattı. 2025 yılı ağustos ayında şirket bu tutarı 200 mn TL'den 280 mn TL'ye (azami pay sayısı 14 mn adet olmak üzere) yükseltmiştir. 31 Ekim 2025 itibariyle şirket program kapsamında 13.257.787 adet pay alımı gerçekleştirmiş olup, bu payların sermayeye oranı ise yaklaşık %1,11 seviyesindedir.

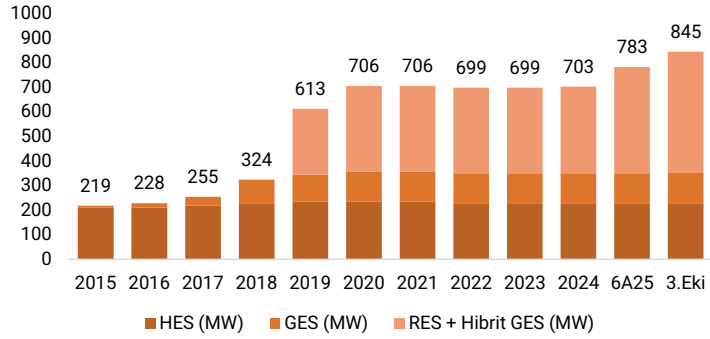
• Tarihçe

- **2005-2011:** Akfen, 2005 yılında hidroelektrik santral lisanslarını alarak enerji sektöründeki varlığını başlattı. Bu strateji doğrultusunda, 2009'da ilk santrali Sırma HES'i devreye aldı. 2010 yılında Karabük'teki Pirinçlik HES'i işleten şirketin hisseleri elden çıkarılırken, 2011 yılında şirketin portföyü ciddi şekilde genişledi. Bu dönemde, Laleli Barajı ve HES projesi için lisans alındı ve dokuz yeni HES projesi ticari enerji üretimine başlandı. Aynı yıl içinde kurulan Akfen Toptan Satış şirketiyle enerji ticaretine de giriş yapıldı.
- **2012-2013:** Akfen Holding, 2012'de H.H.K. Enerji ve Kurtal Elektrik şirketlerinin hisselerini HES III'e devretmek üzere anlaştı ve Demirciler ile Yağmur HES'leri devreye aldı. Ayrıca Holding, 2012-2013 yılları arasında İdeal Enerji'deki tüm hisseleri Aquila'ya sattı. Bu dönemde ayrıca Kavakçalı ve Gelinkaya HES projeleri üretime başladı.
- **2014-2015:** Akfen'in büyüme stratejisi, 2014'te 60,8 MW'lık yeni HES ve 0,62 MW'lık Yaysun GES'in devreye alınmasıyla devam etti. Bu dönemde portföy, 2015 yılında 7,42 MW Denizli GES ve 1,12 MW Sekiyaka II HES 2'nin eklenmesiyle daha da genişledi. Şirket için en önemli gelişme, EBRD ile yapılan 100 milyon dolarlık ortaklık anlaşması oldu. Bu anlaşma ile yenilenebilir enerji şirketleri Akfen Yenilenebilir Enerji çatısı altında toplandı ve EBRD %20 pay ile stratejik ortak haline geldi. Ayrıca, Akfen Termik Enerji'nin %29,75'i ve Karine Enerji'nin %100'ü satın alınarak ve Adana İpekyolu'ndaki ek %40 pay alınarak portföy çeşitliliği artırıldı. Ayrıca, Eylül ayında 1,12 MW kurulu güce sahip Sekiyaka II HES 2 işletmeye alındı.
- **2016-2018:** 2016 yılında Akfen Yenilenebilir Enerji, Akfenhes ve Akfenres'in birleşimiyle kuruldu. Bu dönemde, EBRD ve IFC'nin toplam 200 milyon dolarlık yatırımıyla şirkete %16,67 oranında ortak olması, en önemli finansal gelişme oldu. Operasyonel olarak, 2016 yılında Türkiye'nin ilk lisanslı GES'i olan Solentegre (9,06 MW) faaliyete geçti. Bunu takiben, 2017'de 4 yeni proje ve 2018'de 6 yeni proje devreye alınarak portföy genişlemesi hız kazandı. Bu projeler arasında Çalıkobası HES ve çeşitli GES projeleri yer aldı.
- **2019-2020:** Akfen Yenilenebilir Enerji, 2019 yılında çeşitli rüzgâr ve hidroelektrik santrallerini kademeli olarak devreye aldı. Bu dönemde, toplamda 74,8 MW'lık Denizli RES ve 51 MW'lık Hasanoba RES'in yanı sıra, 6,99 MW'lık Çiçekli HES ve 112,2 MW'lık Üçpınar RES gibi projeler faaliyete geçti. 2020 yılı Ağustos ayında 12,97 MW'lık IOTA M. Fırıncı GES portföye eklenirken, en önemli gelişme sermaye artışı oldu. Bu işlem sonucunda şirket sermayesi 1,02 milyar TL'ye yükseldi ve Akfen Holding'in payı %66,91, EBRD'nin %17,10 ve IFC'nin %15,99 oldu. Ayrıca bağlı ortaklık İmbat Enerji, 80,3 MW kurulu güce sahip Sarıtepe ve Demirciler RES'lerini satın alarak portföy büyümesini sürdürdü.
- **2021-2022:** 2021'de Artvin'deki sel felaketi nedeniyle Çiçekli HES operasyonları dururken, şirket 92,48 MWe'lik ek rüzgar enerjisi lisansı alarak portföyünü genişletti. 2022 yılı ise iki önemli gelişmeyle öne çıktı: EPDK, yedi lokasyonda toplam 320 MWe / 660 MWh enerji depolama kapasitesi tahsis ederek şirkete yeni bir büyüme alanı açtı. Aynı yılın sonunda, EBRD ve IFC hisselerinin tamamını Akfen Holding'e devrederek şirketteki ortaklıkları sonlandırdı ve ardından Çiçekli HES'i işleten şirketin tüm payları üçüncü bir tarafa devredildi.
- **2023:** 18 Ocak 2023'te, EBRD ve IFC, şirketteki tüm hisselerini Akfen Holding'e devrederek ortaklıktan ayrıldı. Bu devir işlemiyle birlikte Akfen Holding, şirketin tek pay sahibi oldu. Bu gelişmenin ardından, Mart 2023'te Akfen Yenilenebilir Enerji'nin sermayesinin %33,5'i halka arz edildi. 340.370.703 TL nominal değerli bu hisseler, 16 Mart 2023 tarihinden itibaren Borsa İstanbul'da "AKFYE" koduyla işlem görmeye başladı.
- **2024:** 2024 yılı içerisinde şirketin ilk yurt dışı iştiraki olan Sunway Energy Romanya kuruldu. Ayrıca, bankalarla refinansman ve kredi sözleşmeleri imzalanırken, Akfen International Holding'e tahsisli sermaye artırımı gerçekleştirildi. Toplam 188 MW kurulu güce sahip hibrit GES ve RES kapasite artış projelerine ilişkin sözleşmeler imzalanarak inşaat çalışmalarına başlandı.

Faaliyetleri Hakkında Bilgi

Haziran 2025 itibarıyla Akfen Yenilenebilir Enerji'nin toplam kurulu gücü 783 MW seviyesinde olup, genç ve çeşitlendirilmiş portföy yapısı dikkat çekmektedir. Son 5 yıl içerisinde 379 MW kapasite devreye alınmış olup, bu da toplam portföyün %48'ine denk gelmektedir. Kaynak bazında kapasite dağılımının tarihsel dağılımına bakıldığında, Şirket'in HES (hidroelektrik) kapasitesi 229 MW civarında sabit seyrederken, GES (güneş) kapasitesi 2015'te 8 MW seviyedeyken yeni projelerin devreye girmesiyle 2018'de 96 MW, 2019'da 108 MW, 2020'den itibaren ise 121 MW seviyesine ulaştı. RES + Hibrit GES kapasitesi 2019'da 269 MW iken, 2020'de 349 MW'a çıkarken, 2025'in ilk yarısı itibarıyla hibrit GES'lerin ilk defa devreye alınması sonucunda 433 MW düzeyine ulaşmıştır. 2025 yılı üçüncü çeyreği ve son olarak 3 Ekim 2025 tarihinde yeni RES ve Hibrit GES kapasitelerinin devreye girmesi ile birlikte Şirket'in toplam kurulu gücü 845 MW'a ulaşmıştır.

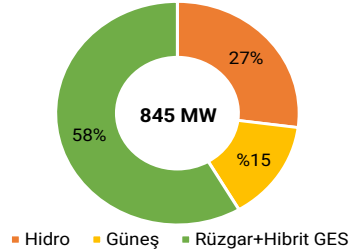
Şekil 18: Kurulu Güç MW (2015-2025)



Kaynak: Şirket Sunumu

Şirket'in 3 Ekim 2025 itibarıyla toplam portföyünün %58'ini RES + Hibrit GES projeleri oluştururken, bunu %27 pay ile HES kapasitesi oluşturmaktadır. Kalan %15'lik payı ise güneş enerjisi projeleri oluşturmaktadır.

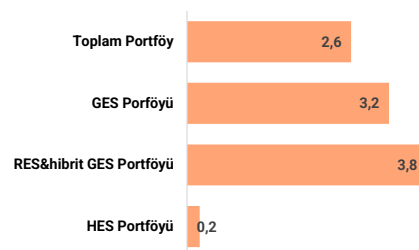
Şekil 19: Kaynak Bazında Kurulu Güç Dağılımı



Kaynak: Şirket Sunumu

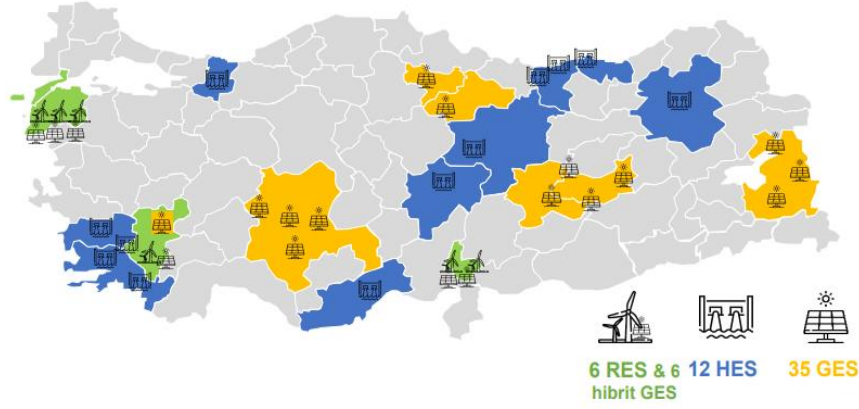
Haziran 2025 itibarıyla Şirket'in toplam portföyünün YEKDEM kalan süresi 2,6 yıldır. Son yıllarda devreye alınan RES + Hibrit GES projelerinde ise ortalama kalan süre 3,8 yıldır.

Şekil 20: Kalan YEKDEM Süreleri (Yıl)



Kaynak: Şirket Sunumu

Şekil 21: Kurulu Güç Coğrafi Dağılımı (Haziran 2025)



Kaynak: Şirket

Akfen Yenilenebilir Enerji'nin toplam kurulu gücünün coğrafi dağılımına bakıldığında, en yüksek ağırlık %36 ile Marmara Bölgesi'nde yer almaktadır. Akdeniz Bölgesi'nin ağırlığı ise %20 seviyesinde olup, bunu %15 pay ile Ege Bölgesi takip etmektedir. Geriye kalan %12 ve %9'luk paylar ise sırasıyla İç Anadolu, Doğu Anadolu ve Karadeniz'dir.

a) Hidroelektrik Santrali (HES) Faaliyetleri

Şekil 22: HES Portföyü (2025 Haziran)

Şirket	Santral	Kurulu Güç (MW)	Devreye Giriş Tarihi	Satışa Esas Üretim (GWs)		YEKDEM Bitiş Tarihi
				2024	2023	
Elen	Sırma	6,66	23.05.2009	5,8	6,1	31.12.2019
	Otluca	48,77	7.04.2011	145,8	103,3	31.12.2021
	Sekiyaka	3,53	17.01.2014	12,4	11,6	31.12.2025
	Çamlıca III	28,48	1.04.2011	25,9	24,9	31.12.2021
	Saraçbendi	26,28	6.05.2011	49,5	57,0	31.12.2021
	Demirciler	8,7	3.08.2012	13,6	15,7	31.12.2022
	Kavakçalı	11,45	29.03.2013	20,6	22,6	31.12.2023
	Gelinkaya	7,08	14.06.2013	9,0	12,6	31.12.2023
	Doğançay	31,61	29.08.2014	77,6	103,1	31.12.2024
BT Bordo	Yağmur	9,19	27.11.2012	20,4	19,3	31.12.2023
Yeni Doruk	Doruk	28,89	19.09.2014	50,7	81,2	31.12.2024
H.H.K. Enerji	Çalıkobası	18,11	2.06.2017	13,2	32,3	31.12.2027
Toplam		228,7		444,5	489,7	

Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

- Akfen Yenilenebilir Enerji, lisans sahibi olarak Türkiye genelinde faaliyet gösteren 12 adet hidroelektrik santralini (HES) işletmektedir. Bu tesisler, toplam 228,7 MW kurulu güce ve yıllık 895 GWs üretim kapasitesine sahiptir.
- HES portföyü, şirketin toplam kurulu gücünün %29'unu teşkil etmektedir.
- Tesislerin Sakarya, Kızılırmak ve Çoruh nehirleri ile bunların kolları üzerinde coğrafi olarak çeşitlenmiş dağılımı, mevsimsel hidrolik volatilitenin dengelenmesine olanak tanımaktadır.
- Şirket portföyünde en yüksek üretim volatilitesi HES projelerinde gözlemlenmektedir. Yönetim, yatırım aşamasındaki rüzgâr ve güneş enerjisi projelerinin devreye girmesiyle HES'in toplam kurulu güçteki payını kademeli olarak öncelikle %25'e, ardından %20 seviyelerine düşürmeyi hedeflemektedir.

- Şirket'in HES portföyünün ortalama YEKDEM kalan süresi 0,2 yıldır. HES portföyünde yer alan Sekiyaka HES, 2025 yıl sonuna kadar ve Çalıkobası HES ise 2027 yıl sonuna kadar USD bazlı YEKDEM desteği almaya devam edecektir.
- 2025 yılının ilk yarısında yağış miktarındaki azalmaya bağlı olarak HES portföyünün toplam enerji üretimi, bir önceki yıla göre %22,5 düşüşle 264,1 GWh seviyesine gerilemiştir.

b) Güneş Elektrik Santrali (GES) Faaliyetleri
Şekil 23: GES Portföyü (2025 Haziran)

Santral	Lisans Durumu	Kurulu Güç (MW)	Devreye Giriş Tarihi	Satışa Esas Üretim (GWh)		YEKDEM Bitiş Tarihi
				2024	2023	
Yaysun	Lisanssız	0,6	17.02.2014	0,6	0,6	16.02.2024
Denizli Projeleri	Lisanssız	7,4	25.05.2015	12,2	11,6	24.05.2025
Solentegre	Lisanslı	9,1	14.10.2016	13,7	13,7	31.12.2026
Solentegre	Lisanssız	0,6	15.02.2017	0,9	0,8	14.02.2027
Amasya Projeleri	Lisanssız	11,2	12.08.2017	17,0	16,3	11.08.2027
Karine	Lisanssız	0,6	26.08.2017	0,9	0,9	25.08.2027
Tokat Projeleri	Lisanssız	5,6	19.10.2017	8,3	8,3	18.10.2027
Omicron Engil	Lisanslı	12,1	20.09.2018	21,0	20,8	31.12.2028
Omicron Ercis	Lisanslı	12,1	21.09.2018	21,0	20,8	31.12.2028
Yaysun	Lisanslı	12,1	27.09.2018	19,8	19,5	31.12.2028
Me-Se	Lisanslı	12,1	27.09.2018	18,4	19,0	31.12.2028
MT Doğal	Lisanslı	12,1	27.09.2018	20,2	20,0	31.12.2028
PSİ	Lisanslı	13,0	25.07.2019	22,7	22,9	31.12.2029
IOTA	Lisanslı	13,0	13.08.2020	20,1	20,2	31.12.2030
Toplam		121,4		196,8	195,5	

Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

- Akfen Yenilenebilir Enerji'nin portföyünde toplam 121,4 MW kurulu güce sahip Güneş Enerjisi Santralleri (GES) bulunmaktadır. Bu kapasite, 26 MW lisanssız (27 santral) ve 95,4 MW lisanslı (8 santral) tesislerden oluşmaktadır.
- GES projeleri, Türkiye'nin yüksek güneşlenme potansiyeline sahip bölgelerinde konumlandırılmış olup, en son teknoloji ve tam otomasyon sistemleri ile yüksek verimlilikte işletilmektedir.
- Şirket portföyündeki Elazığ'da bulunan Solentegre GES, Türkiye'nin ilk lisanslı güneş enerji santrali olma özelliğini taşımaktadır.
- Lisanslı ve lisanssız GES projeleri için USD bazlı YEKDEM desteği, 2026 ile 2030 yıl sonları arasında değişen sürelerde devam edecektir. Şirket'in GES portföyünün ortalama YEKDEM kalan süresi 3,2 yıldır.
- Şirketin güneş enerjisi portföyü, 2025 yılının ilk yarısında yıllık bazda %1,7 artışla 98,8 GWh toplam enerji üretimine ulaşmıştır.

c) Rüzgar Elektrik Santrali (RES) ve Hibrit GES Faaliyetleri

Şekil 24: RES ve Hibrit GES Portföyü (2025 Haziran)

Şirket	Santral	Kurulu Güç (MW)	Devreye Giriş Tarihi	Satışa Esas Üretim (GWs)		YEKDEM Bitiş Tarihi
				2024	2023	
RES						
İsder Enerji	Kocalar	30,6	14.03.2019	110,7	112,3	31.12.2029
Derbent Enerji	Üçpınar	112,2	10.05.2019	333,5	339,3	31.12.2029
Kovancı Enerji	Hasanoba	51	2.08.2019	132,5	128,6	31.12.2029
Korda Enerji	Denizli	74,8	13.09.2019	183,1	195,3	31.12.2029
İmbat Enerji	Demirciler	23,3	22.07.2016	52,2	52,8	31.12.2026
İmbat Enerji	Sarıtepe	57	17.06.2016	147	145,9	31.12.2026
RES Toplam		348,9		958,9	974,4	
Hibrit GES						
İmbat Enerji	Sarıtepe Hibrit GES	12,96	26.12.2024/31.01.2025			31.12.2026
Korda Enerji	Denizli Hibrit GES	4,52	23.01.2025			31.12.2029
Kovancı Enerji	Hasanoba Hibrit GES	8,41	14.02.2025			31.12.2029
İsder Enerji	Kocalar Hibrit GES	4,95	14.02.2025			31.12.2029
Derbent Enerji	Üçpınar Hibrit GES	39,94	14.02/14.03.2025			31.12.2029
İmbat Enerji	Demirciler Hibrit GES	13,26	27.02.2025			31.12.2026
Hibrit GES Toplam		84,0				
RES+Hibrit GES Toplam		432,9				

Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

- Akfen Yenilenebilir Enerji'nin Rüzgar Enerjisi Santralleri (RES) portföyü, Çanakkale, Denizli ve Osmaniye gibi yüksek rüzgar potansiyeline sahip stratejik bölgelerde konumlanmıştır. Toplam 348,9 MWm kurulu güce sahip olan bu projeler, şirketin toplam portföyünün %44,5'ini teşkil etmektedir. Söz konusu RES santralleri, 2026 ile 2029 yıl sonları arasında değişen dönemlerle USD bazlı YEKDEM desteği kapsamındadır. Şirket'in RES ve Hibrit GES portföyünün ortalama YEKDEM kalan süresi 3,8 yıldır.
- Şirket, altı lisanslı rüzgar projesi (Üçpınar, Hasanoba, Denizli, Kocalar, Sarıtepe ve Demirciler RES) ve Doğançay HES projesi için yardımcı kaynak olarak güneş enerjisi santrali (Hibrit GES) başvurularında bulundu. Toplam 94,81 MW hibrit kapasite müracaatı, TEİAŞ ve EPDK tarafından onaylanarak mevcut lisanslara işlenmiştir.
- RES ve hibrit GES portföyü, yılın ilk yarısında toplam 511,5 GWh enerji üreterek, bir önceki yılın aynı dönemine göre %8,6 oranında artış kaydetmiştir. Bu üretimin 50,8 GWh'lik kısmı, yeni devreye alınan hibrit GES projelerinden sağlanmıştır.
- 22 Ağustos 2025'te toplam 24 MW kurulu güç kapasitesine sahip Denizli RES kapasite artış projesinin 19,2 MW'lık ilk kısmı ticari enerji üretimine başladı. 4 Eylül tarihinde ise bu projenin kalan 4,8 MW'lık kısmının yanı sıra Denizli hibrit GES projesinin kalan 1,24 MW'lık kısmı devreye alındı.
- 19 Eylül 2025 tarihinde, Üçpınar RES (9,6 MW) ve Sarıtepe RES (9,6 MW) kapasite artış projeleri (toplam 19,2 MW) ticari işletmeye alındı. Son olarak, Ekim 2025'te Hasanoba RES'in 17,7 MW'lık ilk fazının ticari işletmeye alınması ile birlikte Şirket'in toplam kurulu gücü 845 MW'a ulaştı. Bununla birlikte 1. Faz RES kapasite optimizasyon programında ticari işletmeye alınan kümülatif kapasite 61 MW'a yükselmiştir. Şirket toplam 102 MW kurulu güce sahip 5 RES ek kapasite artış projesinin, 2025 yılının ikinci yarısında tamamlanarak ticari işletmeye alınması planlamaktadır.
- Devam eden yatırım programına paralel olarak, kalan RES kapasite optimizasyonu projelerinin de yıl sonuna kadar devreye alınmasıyla, 2025 sonu itibarıyla kurulu gücün yaklaşık 887 MW'a ulaşması hedeflenmektedir.
- Tamamlanan yatırımların FAVÖK ve hasılat katkısının bu yıl için %50 etkinlikle ve tam etkisinin ise 2026 yılında yansımaları öngörülmektedir. Bu kapsamda, şirket 2026 yılı için 171 mn \$ hasılat ve 105 mn \$ FAVÖK hedeflemektedir.

d) Elektrik Depolama Yatırımları

Şirket'in Depolamalı Üretim Tesisi (EDT) yatırımları bulunmaktadır. Şirket 6 farklı bölgede 285 MW kapasiteli hibrit depolama (RES/GES entegre) tesisleri ve 3 farklı bölgede olmak üzere 90 MW kapasiteli müstakil depolama sistemleri için gerekli önlisansları aldı. Detaylar aşağıda yer almaktadır:

- Çanakkale Üçpınar depolamalı üretim tesisi; Depolama (50 MW) + Üretim RES (50 MW)
- Erzurum depolamalı üretim tesisi; Depolama (30 MW) + Üretim GES (30 MW)
- Amasya depolamalı üretim tesisi; Depolama (30 MW) + Üretim RES (30 MW)
- Aydın depolamalı üretim tesisi; Depolama (30 MW) + Üretim RES (30 MW)
- Osmaniye Sarıtepe depolamalı üretim tesisi; Depolama (95 MW) + Üretim RES (95 MW)
- Van depolamalı üretim tesisi; Depolama (50 MW) + Üretim GES (50 MW)

Şirket, söz konusu önlisanslara dayanarak 95 MW kurulu güce sahip 2 depolamalı GES ve 215 MW kurulu güce sahip 4 depolamalı RES olmak üzere toplam 310 MW düzeyinde yeni yatırım planlamaktadır. Bu yatırımların 2027 yıl sonuna kadar tamamlanarak 2028 yılında hasılat ve FAVÖK'e tam yıl katkısının verilmesi hedeflenmektedir.

Elektrik depolama yatırımlarının avantajları şu şekilde sıralanabilir:

- Hibrit depolama, RES/GES portföyünün kesintili üretim riskini minimize ederek kapasite faktörünü ve şebekeye sunulan gücün öngörülebilirliğini önemli ölçüde artırabilir.
- Müstakil depolama sistemleri yatırımı, Şirket'e piyasa arbitrajı ve dengeleme güç piyasasında (DGP) hizmet sunma yeteneği kazandırabilir.

e) Diğer Yatırımlar

2025 yılı Temmuz ayında, Akfen Yenilenebilir Enerji'nin %100 bağlı ortaklığı Gökada Elektrik, EPDK'dan 20 yıl süreyle geçerli toplayıcılık lisansı aldı. Toplayıcılık; farklı üretim ve/veya tüketim faaliyetlerinin bir araya getirilerek elektrik piyasasında daha etkin yönetilmesini sağlıyor. Şirket, bu faaliyetle dengesizlik maliyetlerini azaltmayı ve piyasada yeni fırsatlardan yararlanmayı hedefliyor.

Şirketin yurt dışındaki proje geliştirme faaliyetleri de devam ediyor. Bu kapsamda ilk somut adım Romanya'da atıldı. Burada %85'i şirkete, %15'i ise yerel ortaklara ait olacak şekilde yeni bir şirket kuruldu. Yeni yapı altında bir güneş enerjisi projesi geliştiriliyor. Proje için uygun arazi tespit edilirken; arazi satın alma ve kiralama süreçlerinin tamamlanmasının ardından izin başvurularına geçilmesi, sonrasında ise yatırım aşamasına geçilmesi planlanmaktadır. Şirket, yurt dışı yatırımlarını özellikle Avrupa odaklı olarak değerlendirmeyi sürdürmektedir. Bu girişim, Şirket'in uzun vadeli büyüme ve gelir akışının coğrafi çeşitliliği açısından pozitif bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

• Yatırım Teması

- Dünya ve AB’de yenilenebilir enerji yatırımlarına artan öncelik ve teşvikler sağlanmaktadır; bu durum, sektörde uzun vadeli büyüme ve gelir öngörülebilirliğini destekleyen güçlü bir makro trend yaratmaktadır.
- Şirket, büyüme stratejisi doğrultusunda farklı coğrafi bölgelerde rüzgâr, güneş, jeotermal ve hidroelektrik gibi yenilenebilir enerji kaynaklarına yatırım yapmaya devam etmeyi hedeflemektedir. Bu yaklaşım, portföy riskinin dağıtılmasını sağlarken uzun vadeli sürdürülebilir büyümeyi destekliyor.
- Türkiye’deki en genç portföylere sahip olan şirket, YEKDEM kapsamında uygulanan dolar bazlı tarifeler sayesinde gelir projeksiyonlarını öngörülebilir kılmakta ve TL’deki değer kaybına karşı koruma sağlamakta.
- RES ve hibrit GES portföyleri ortalama 3,8 yıl, GES portföyü ise 3,2 yıl ile portföyün en uzun vadeli YEKDEM varlıklarını oluşturuyor ve toplam üretimin yaklaşık %70’ini karşılıyor. Bu portföyler, yüksek kapasite kullanım oranları sayesinde güçlü operasyonel performans sergilemektedir.
- Şirket, yatırım kararlarında fosil yakıt kullanan santrallere yönelmemektedir ve çevresel ile sosyal yönetim kriterlerine uygun projeleri tercih etmektedir.
- Yenilenebilir enerji tesislerinde operasyonel verimlilik yüksek olup, birçok tesiste %99’un üzerinde emreamelilik oranı sağlanmaktadır. Bu performans, sadece işletme ve bakım firmalarıyla sınırlı kalmayıp, şirketin kendi teknik ekipleri tarafından da düzenli olarak izlenip iyileştirilmekte, böylece sürdürülebilir operasyonel kalite garanti edilmektedir.
- Şirket ürettiği karbon kredilerinden sürdürülebilir ek gelir oluşturmayı hedeflemektedir. Şirket 2023 yılında rüzgar santrallerinden Hasanoba RES, Kocalar RES, Üçpınar RES ve Denizli RES’in 2021-2026 yıllarına ait yaklaşık 8,6 mn \$ tutarında karbon emisyon azaltım kredileri için satış sözleşmesi imzaladığını duyurmuştu. Şirket’in 2024 sonu itibarıyla karbon emisyon kredisi satışları toplamı 7 mn \$’a ulaştı. Elde edilen bu gelir, Şirket’in yenilenebilir enerji faaliyetlerini büyütmek için kaynak olarak kullanılmaktadır.

• Riskler

- Elektrik fiyatlarındaki olası aşağı yönlü seyir, şirketin satış gelirlerinde baskı yaratarak kârlılık üzerinde olumsuz etkiye bulunabilecek bir risk faktörü olarak öne çıkmaktadır.
- Yenilenebilir enerji üretimi faaliyetleri doğal koşullara bağlı olarak yürütülmektedir. Kuraklık, düşük yağış miktarları ve benzeri meteorolojik değişkenler, enerji üretim kapasitesini sınırlandırabilmekte; bu da şirketin operasyonel verimliliğini ve gelirlerini etkileyebilmektedir.
- Mevzuat değişiklikleri ile yasal düzenlemelerdeki belirsizlikler, şirketin operasyonel faaliyetlerini ve stratejik planlamasını olumsuz yönde etkileyebilecek risk unsurları arasında yer almaktadır.

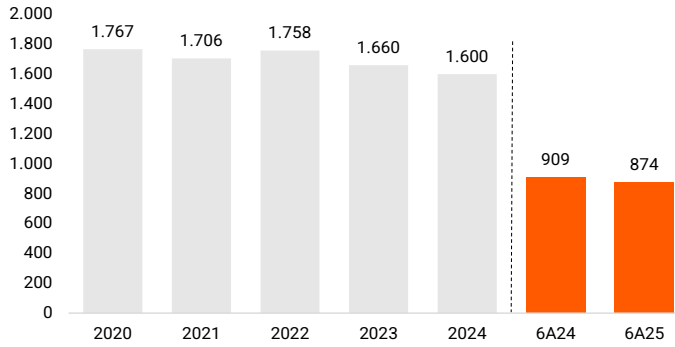
Finansal Analiz

Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi, büyük ölçüde uygun meteorolojik koşullara bağlıdır. Şirketin portföyünde yer alan Hidroelektrik Santraller (HES), Güneş Enerjisi Santralleri (GES) ve Rüzgar Enerjisi Santralleri (RES) tarafından üretilen elektrik miktarı, şirketin doğrudan kontrolü dışındaki faktörlerden etkilenmektedir. Bu faktörler, hidroloji (su debisi), güneş ışınımı ve rüzgar hızı/şiddeti gibi değişken koşulları içermekte olup, üretim hacminde volatiliteye neden olmaktadır. Şirket'in 2020-2024 döneminde elektrik üretiminin 1.600 GWs -1.767 GWs aralığında dalgalandığı görülmektedir.

2025 yılının ilk yarısında ise Akfen Yenilenebilir Enerji'nin toplam elektrik üretimi, HES üretimindeki düşüş kaynaklı, yıllık bazda %3,8 azalarak 874,4 GWs olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde Şirket'in HES üretimi %22,5 düşüş ile 264,1 GWs'ye geriledi. Aynı zamanda, GES üretimi %1,7, RES & Hibrit GES üretimi ise %8,6 büyümeye gösterdi. Rüzgar santrallerindeki bu artışa, 2025 yılı içerisinde devreye alınan hibrit GES projelerinin yaklaşık 50,8 GWs katkı sağladığı görülmektedir.

Meteoroloji Yağış Raporu'na göre, 1 Ekim 2024 - 30 Haziran 2025 dönemini kapsayan 2025 su yılı boyunca Türkiye genelinde kaydedilen yağış miktarı, hem normal seviyelere hem de bir önceki yılın aynı dönemine göre %26 oranında azalma göstermiştir. Bu düşüş sonucunda, Türkiye geneli dokuz aylık su yılı yağışları, son 52 yılın en düşük seviyesine gerilemiştir.

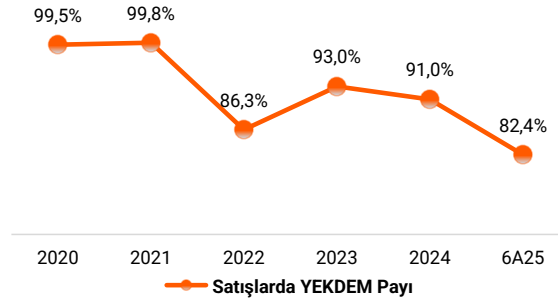
Şekil 25: Elektrik üretimi (GWs)



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

2025 yılının ilk yarısında üretilen toplam 874,4 GWh elektriğin %82,4'ü YEKDEM kapsamında satılırken, geriye kalan %17,6'sının (ağırlıklı HES üretimi) ise spot piyasada satışı gerçekleştirildi.

Şekil 26: Satışlarda YEKDEM Payı



Kaynak: Şirket Faaliyet Raporu

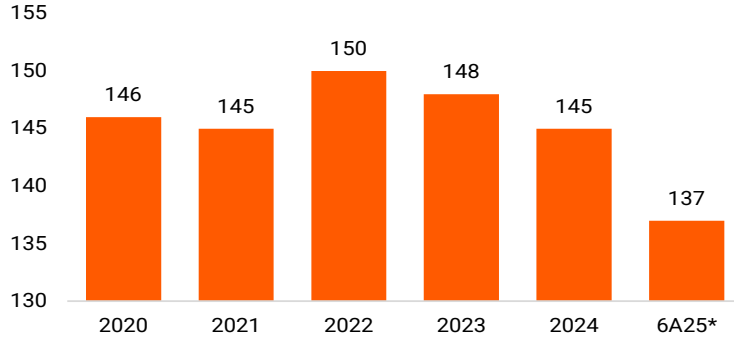
Şirketin satış gelirlerinde 2020-2024 arası dönemde genel olarak hafif dalgalanmalara rağmen istikrarlı bir seyir izlenmiştir. 2024 yılında yaşanan kuraklık nedeniyle HES santrallerinin üretiminde görülen azalış

04 Kasım 2025 Salı

sonucu bir önceki yıla göre %3,6 azalışla 1.600 GWs elektrik üretimi gerçekleşmiştir. Bu dönemde üretilen elektriğin %91'i YEKDEM kapsamında satılmış ve geri kalan %9'luk kısmın satışı ise spot piyasada gerçekleşmiştir. 2024 yılında şirketin satış gelirleri 145 mn \$ (2023: 148 mn \$) seviyesine gerilemiştir.

2025 yılının ilk yarısında Şirket 68 mn \$ satış geliri (6A24: 76,2 mn \$) elde etmiştir. Gelirdeki düşüşün ana kaynağı, yağış miktarındaki belirgin azalışa bağlı olarak HES üretimlerindeki düşüştür. Ayrıca YEKDEM süresi dolan HES'ler de gelirlerini olumsuz etkilemiştir. RES portföyünde yer alan Demirciler ve Sarıtepe RES dışındaki 4 santralin, 6,0 ABD\$/MWh tutarındaki yerli katkı ilavesi alma süresinin 2024 yıl sonunda sona ermesi de cirodaki düşüşte etkili bir faktör olmuştur.

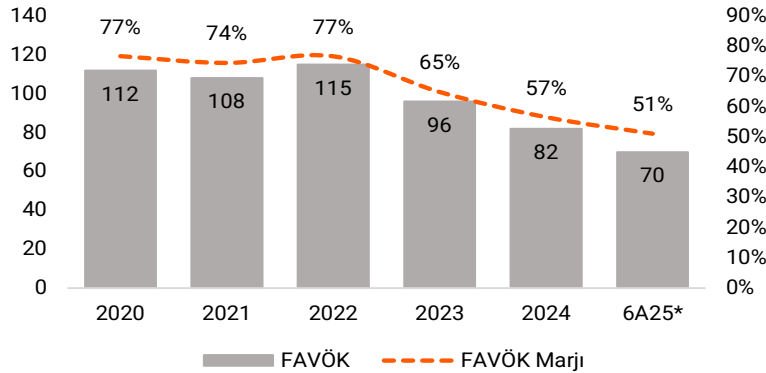
Şekil 27: Satış Gelirleri (mn \$)



*Yıllıklandırılmış
Kaynak: Finansal Tablolar

2020-2024 döneminde ortalama 103 mn \$ seviyesinde gerçekleşen FAVÖK, 2024 yılında hidroelektrik santrallerdeki üretim ve satış gelirlerindeki azalma sonucunda yıllık %29 azalışla 82 mn \$'a gerilemiştir. Aynı dönemde FAVÖK marjı da %65'ten %57'ye düşmüştür.

Şekil 28: FAVÖK (mn \$) ve FAVÖK Marjı

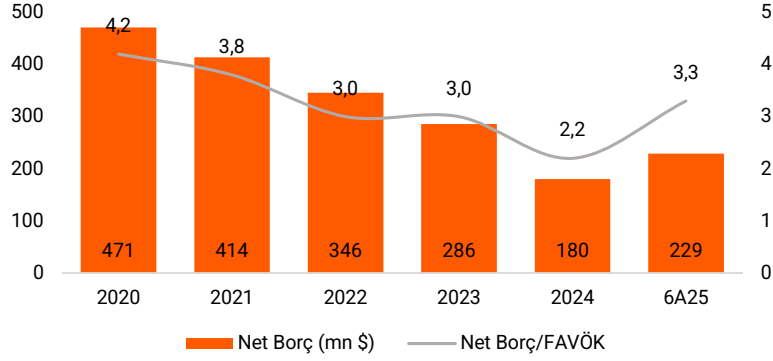


*Yıllıklandırılmış
Kaynak: Finansal Tablolar

2025 yılı ilk altı aylık dönemde şirketin FAVÖK'ü 37 mn \$ (6A24: 48,7 mn \$) olarak gerçekleşmiş, FAVÖK marjı ise %54,0 (6A24: %64,0) olmuştur. Cirodaki düşüşün bu gerilemede ana sebep olmasıyla birlikte, şirketin gelirlerinin ağırlıklı olarak USD bazlı (YEKDEM kapsamındaki satışlar) olmasına rağmen, maliyet ve gider yapısının büyük ölçüde enflasyona endeksli TL bazlı olması da faaliyet karlılığını olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde TL bazlı gelirler USD/TL kurundaki değişimlere bağlı olarak etkilenirken, FAVÖK rakamı hem gelir tarafındaki bu dalgalanmalardan hem de yüksek enflasyonun baskısından etkilenmiştir. Devreye alınan yeni yatırımların yaratacağı katkı ile birlikte şirketin FAVÖK'ünün 2026 ve 2027 yılları için

105 mn \$ ve 2. safha yatırımların tamamlanmasıyla 2028 yılında 141 mn \$ seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Şekil 29: Net Borç (mn \$) ve Net Borç/FAVÖK



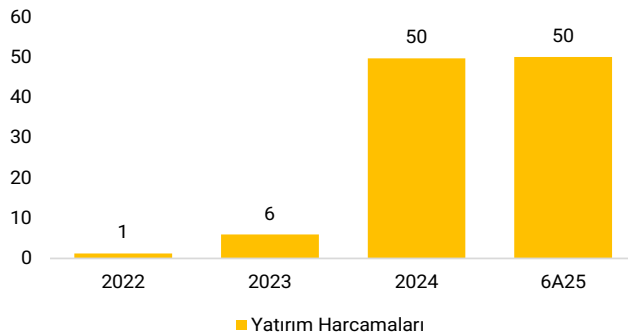
Kaynak: Finansal Tablolar

Şirketin net borç/FAVÖK oranında son yıllarda tutarlı bir düşüş eğilimi dikkat çekmektedir. 2020 yılında 4,2x olan net borç/FAVÖK oranı 2024 sonunda 2,2x seviyesine kadar gerilemiştir. 6A25 dönemi sonunda ise bu oran hem yeni kullanılan yatırım kredileri nedeniyle artan borç hem de zayıflayan operasyonel karlılığın etkisi ile 3,3x seviyesine yükseldi.

Yatırımların finansmanı kapsamında, Kasım 2024'te tahsisli sermaye artırımları yoluyla şirkete 3,15 mİr TL tutarında fon girişı sağlandı. Söz konusu kaynak, devam eden Güneş Enerjisi Santrali (GES) ve Rüzgar Enerjisi Santrali (RES) ek kapasite yatırımlarının finansmanında kullanılmak üzere tahsis edildi.

Aynı dönemde, Şirket toplam 215 mn \$ tutarında nakdi kredi sözleşmesi imzaladı. Bu fon, hem mevcut banka kredilerinin refinansmanı hem de yatırım projelerinde özkaynaklara ek kaynak sağlamak amacıyla temin edildi. Bu adımlara paralel olarak, 4 Aralık 2024 tarihinde RES portföyü için kullanılan ECA (İhracat Kredi Ajansı) kredisi hariç olmak üzere, tüm mevcut krediler kapatılarak yeni kredi yapısına geçiş süreci tamamlandı.

Şekil 30: Yatırım Harcamaları (mn \$)



Kaynak: Finansal Tablolar

2025 yılının ilk yarısında şirketin yatırım harcamaları 50 mn \$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki yatırımlar ağırlıklı olarak rüzgar enerjisi santrallerine (RES) entegre edilen hibrit güneş enerjisi santrali (GES) projeleri ile RES'lerdeki ek kapasite artışlarına yönelik yatırımlardan oluşmaktadır.

04 Kasım 2025 Salı

Benzer Şirketler Analizi

a) Yurt İçi Benzer Şirketler

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	Firma Değeri (mn \$)	Kurulu Güç (MW)	FD/Kurulu Güç	Net Borç/FAVÖK	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD Son 12Ay	FD/Satışlar
Akfen Yenilenebilir Enerji	498	729	845	0,9	3,6	11,4		0,5	5,8
Aydem Yenilenebilir Enerji	321	861	1.198	0,7	5,8	9,3		0,4	4,1
Ayen Enerji	186	365	412	0,9	3,2	6,9	19,3	0,5	2,0
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları	272	385	114	3,4	11,4	39,1		2,8	5,8
IC Enterra Yenilenebilir Enerji	509	761	536	1,4	3,9	11,9		0,8	8,9
Galata Wind Enerji	332	361	354	1,0	0,7	8,5	17,0	1,1	5,8
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim	94	157	103	1,5	3,6	10,9	6,4	0,8	6,2
Margün Enerji Üretim	2.018	2.121	130	16,3	11,4	235,8		6,2	63,3
Mogan Enerji Yatırım Holding	570	1.564	1.058	1,5	4,6	8,1		0,4	4,3
Tatlipinar Enerji Üretim	533	721	321	2,2	3,8	18,8	31,7	4,7	12,3
Zorlu Enerji	422	1.637	881	1,9	6,4	8,6		0,3	1,9
Yurt İçi Benzer Şirketler - Medyan				1,5	4,3	9,3	18,1	0,8	5,8

Kaynak: Rasyonet, S&P Capital IQ, Şirket, VKY Araştırma (3 Kasım 2025 itibarıyla)

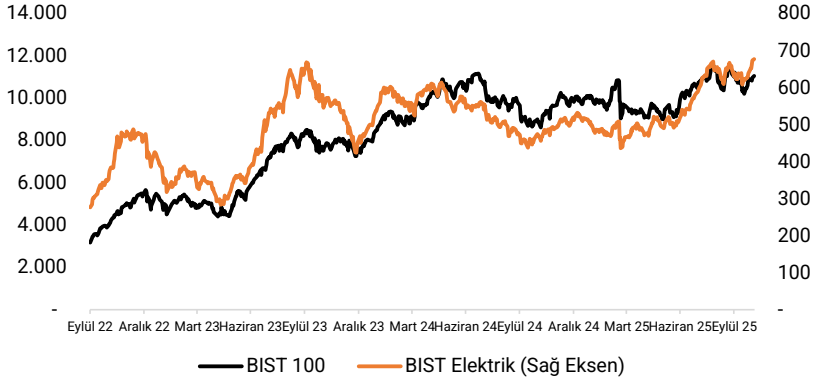
Borsa İstanbul'da yenilenebilir enerji üreticisi şirketlerin kurulu güç kapasiteleri 103-1.198 MW arasında değişmektedir. Akfen Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri/Kurulu Güç çarpanı 0,9x olup, sektör ortalamasına göre %41,7 iskontoya işaret etmektedir. Diğer yandan, şirketlerin faaliyet gösterdiği bölgelere göre farklılaşabilecek üretim dalgalanmaları ve enflasyon muhasebesi uygulaması nedeniyle yurt içinde tek dönem için bilanço ve gelir tablosuna dayalı değerlendirme çarpanlarının kıyaslanmasını anlamlı bulmamakla birlikte, bu şirketlere yönelik konsensüs oluşturabilecek sayıda analist tahmini de bulunmamaktadır.

Şirket	Fiyat Performansı- Relatif %			
	1Ay	3Ay	6Ay	12Ay
Akfen Yenilenebilir Enerji	1,2	-6,0	-18,4	-19,4
Aydem Yenilenebilir Enerji	6,2	2,4	0,0	-36,7
Ayen Enerji	0,8	5,9	-5,6	-10,6
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları	-12,5	-4,8	5,5	-2,0
IC Enterra Yenilenebilir Enerji	7,3	-2,9	-5,4	17,7
Galata Wind Enerji	7,8	-6,3	-10,0	-17,2
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim	7,4	-11,8	-4,2	3,1
Margün Enerji Üretim	28,3	67,9	119,7	188,8
Mogan Enerji Yatırım Holding	1,2	-2,3	-1,6	-23,5
Tatlipinar Enerji Üretim	-4,3	49,9	66,2	105,8
Zorlu Enerji	1,3	3,0	-9,5	-31,6

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma

Borsa İstanbul'da elektrik endeksi son üç ayda BIST 100 endeksine göre %10,0 daha iyi performans göstermiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji üreticisi şirketlerin hisse performanslarında son üç ayda karışık bir seyir görülmektedir. Akfen Yenilenebilir Enerji payları ise gösterge endekse göre son bir ayda %1,2 pozitif, son üç ayda ise %6,0 negatif ayrışma göstermiştir.

Şekil 31: BIST Elektrik Endeks Performansı



b) Yurt Dışı Benzer Şirketler

Akfen Yenilenebilir Enerji, konsensüs tahminlere göre 2025T 7,6x ve 2026T 6,8x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Akfen Yenilenebilir Enerji, yurt dışında yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlere göre, 2025T/2026T FD/FAVÖK bazında konsensüs tahminlere göre sırasıyla %42,7 ve %40,2 iskontolu işlem görmektedir.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mn \$)	Firma Değeri (mn \$)	FD/FAVÖK		
				Son 12A	2025T	2026T
Ecoener, S.A.	İspanya	318	1.006	21,5	15,9	11,2
Cloudberry Clean Energy ASA	Norveç	411	555	36,0	22,0	17,7
ABO Energy GmbH & Co.	Almanya	372	690	9,1	7,6	6,5
Alerion Clean Power S.p.A.	İtalya	1.242	2.049	10,5	14,1	11,5
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	İspanya	2.117	3.570	13,7	12,5	12,7
Zephyrus Wing Energies Ltd	İsrail	420	658	14,4		
Absolute Clean Energy	Tayland	387	611		5,8	5,8
ACME Solar Holdings	Hindistan	1.867	2.950		19,8	13,3
Boralex Inc.	Kanada	2.043	5.342	14,1	11,1	9,8
RENOVA, Inc.	Japonya	492	2.746	18,0	16,8	14,1
Daemyoung Energy Co.	Güney Kore	287	350	16,0	26,3	34,0
Concord New Energy Group	Singapur	382	2.997	10,0	14,1	12,1
Mega First Corporation Berhad	Malezya	848	1.077		5,9	6,0
Enlight Renewable Energy	İsrail	4.734	8.702	26,0	21,3	15,8
NYOCOR Co.	Çin	1.547	4.994	12,0	9,3	8,1
Cox Energy, S.A.B. de C.V.	Meksika	333	651	3,6	6,5	4,8
Jiangsu New Energy Development	Çin	1.606	2.727	13,6	11,8	11,1
Yurt Dışı Benzer Şirketler - Medyan				13,9	13,3	11,3
Akfen Yenilenebilir Enerji*				11,4	7,6	6,8
Prim / İskonto %				-17,7%	-42,7%	-40,2%

Kaynak: S&P Capital IQ, VKY Araştırma (3 Kasım 2025 itibarıyla)

* 2025 ve 2026 verileri konsensüs FAVÖK tahminlere göre hesaplanmıştır.

04 Kasım 2025 Salı

Bilanço (bin USD)	2022	2023	2024	6A25
Varlıklar				
Dönen Varlıklar	76.144	57.904	69.495	106.500
Nakit ve nakit benzerleri	48.309	38.765	32.899	46.518
Ticari alacaklar	24.131	15.886	13.587	21.105
Diğer alacaklar	163	7	2	1.294
Peşin ödenmiş giderler	0,0	2.931	20.067	36.192
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	0,0	32	648	146
Stoklar	0,0	38	46	53
Diğer dönen varlıklar	3.541	245	2.246	1.192
Duran Varlıklar	876.021	1.116.758	1.339.185	1.417.025
Ticari alacaklar	171	91	0,0	0,0
Diğer alacaklar	813	602	889	1.487
Finansal yatırımlar	5	22	37	75
Peşin ödenmiş giderler	0,0	7.921	9.958	13.712
Türev finansal araçlar	0,0	3.705	0,0	0,0
Maddi duran varlıklar	829.996	997.256	1.198.401	1.271.714
Maddi olmayan duran varlıklar	25.185	88.121	103.462	105.542
Kullanım hakkı varlıkları	7.303	16.799	24.037	24.370
Ertelenmiş vergi varlığı	1.229	401	0,0	0,0
Diğer duran varlıklar	11.319	1.840	2.401	125
Toplam Varlıklar	952.165	1.174.662	1.408.680	1.523.525

Yükümlülükler				
Kısa vadeli yükümlülükler	127.897	106.746	82.211	93.845
Kısa vadeli borçlanmalar	84.030	81.582	46.118	63.448
Ticari borçlar	27.701	13.929	27.458	22.777
Diğer borçlar	1.468	1.713	1.851	1.530
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında	0,0	152	237	295
Cari dönem vergisi ile ilgili yükümlülükler	0,0	69	0,0	187
Kısa vadeli karşılıklar	691	275	310	465
Müşteri sözleşmelerinden doğan	13.884	9.026	6.237	5.143
Uzun vadeli yükümlülükler	448.776	373.836	295.367	327.064
Uzun vadeli borçlanmalar	323.393	252.704	183.415	226.925
Diğer	125.377	121.132	111.952	100.137

Özkaynaklar	375.492	694.080	1.031.102	1.102.616
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	374.392	692.181	1.028.279	1.099.739
Toplam kaynaklar	952.165	1.174.662	1.408.680	1.523.525

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Gelir Tablosu	2022	2023	2024	6A25	6A24
Hasılat	150.280	148.217	144.716	68.359	76.217
Satışların Maliyeti (-)	(61.448)	(73.476)	(88.111)	(46.372)	(40.481)
Brüt Kar	88.832	74.741	56.605	21.987	35.736
Brüt Kar Marjı	59%	50%	39%	32%	47%
Genel Yönetim Giderleri (-)	(4.057)	(4.744)	(7.207)	(4.956)	(3.559)
FVÖK	84.775	69.997	49.398	17.031	32.177
FVÖK Marjı	56%	47%	34%	25%	42%
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	9.875	69.940	27.564	49	221
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(549)	(4.124)	(66.334)	(301)	(100)
Esas Faaliyet Karı	94.100	135.813	10.628	16.780	32.298
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.891	1.524	-	171	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	(2.356)	-	(2.006)
Finansman Geliri/ Gideri Öncesi Faaliyet	97.991	137.337	8.272	16.951	30.292
Finansman Gelirleri	27.144	3.036	6.257	4.082	15.662
Finansman Giderleri (-)	(86.630)	(70.007)	(65.990)	(23.055)	(43.926)
Parasal kayıp kazanç		45.017	21.416	5.321	9.411
Vergi Öncesi Kar	38.506	115.383	(30.045)	3.299	11.439
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri	3.804	39.192	34.860	15.397	23.752
- Dönem Vergi Gideri	(281)	(357)	(281)	(305)	(198)
- Ertelenmiş Vergi Geliri	4.085	39.549	35.141	15.702	23.950
Net Dönem Karı	42.310	154.575	4.815	18.696	35.191
Net Kar Marjı	28%	104%	3%	27%	46%
Ana ortaklık payları	42.285	154.692	4.467	18.738	35.076
FAVÖK	115.295	95.570	82.344	36.650	48.692
FAVÖK Marjı	77%	64%	57%	54%	64%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu



VakıfBank Grubu İştirakidir.

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

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tuğba AKCA	Direktör
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist
Mevlüt Can KARABAYIR	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 şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.