

Yenilenebilir Enerji Sektör Görüşü

Genel gözlemlerimiz ve şirketlerin 3Ç24 beklentileri ile uzun vadeli hedefleri

Yenilenebilir enerji firmaları için 3Ç24 döneminde 2Ç24'e göre ciro ve kârlılıkta iyileşme bekliyoruz. Yıllık bazda ise ciro ve kârlılıktaki daralma genel anlamda devam edecektir. 3Ç24 finansal rapor sonuçlarında AYDEM için negatif, AKFYE için hafif negatif ve GWIND için ise nötr bir beklentimiz var.

Çalışmamızda 3 şirket için 2024, 2025 ve 2026 yılı FAVÖK ve FD/FAVÖK tahminlerimizi bulabilirsiniz. Galata Wind'i cazip FD/FAVÖK oranı ve düşük net borcuyla uzun vade için olumlu buluyoruz.

Sektördeki Gelişmeler

Piyasa Takas Fiyatı (PTF)

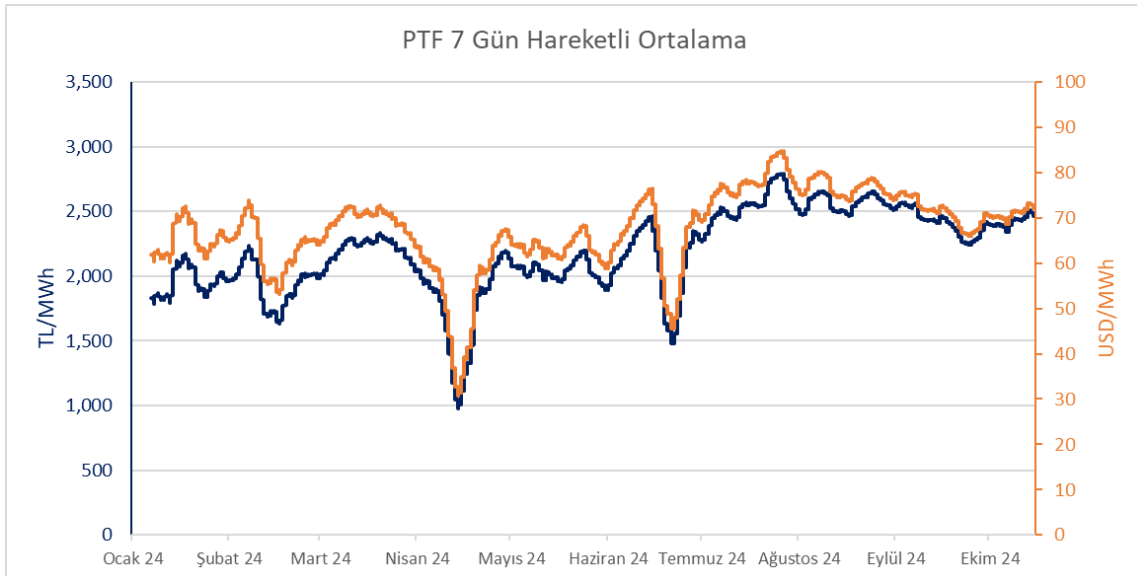
Elektrik piyasa takas fiyatı, elektrik üreticisi firmaların satış yaptığı spot fiyatı göstermektedir. Fiyatlar EPIAŞ platformunda saatlik olarak paylaşılmaktadır.

PTF tavan seviyesi 01.07.2024 tarihinde 2.700 TL/MWh'dan 3.000 TL/MWh'a yükseltildi. Bu artış sonrası ortalama spot fiyatlarda önemli bir artış meydana geldi.

Saatlik verilere baktığımızda Ağustos ayında PTF, toplamda 103 saat tavan fiyatta kaldı. Eylül ayında ise 65 saat tavan fiyat oldu.

Tavan fiyatta önümüzdeki dönemde bir değişiklik olup olmayacağı belirsiz ancak özellikle enerji fiyatları yüksekken üretimini arttıran doğalgaz ve kömür bazlı elektrik üreticileri tavan fiyatın yükselmesi gerektiğine inanıyor.

2024	Ortalama PTF (USD/MWh)
Ocak	64.84
Şubat	63.85
Mart	68.71
Nisan	54.66
Mayıs	63.59
Haziran	64.58
Temmuz	78.82
Ağustos	76.76
Eylül	70.56
Ekim	71.48



Murat İbrahim ŞENCAN
murat.sencan@phillipcapital.com.tr

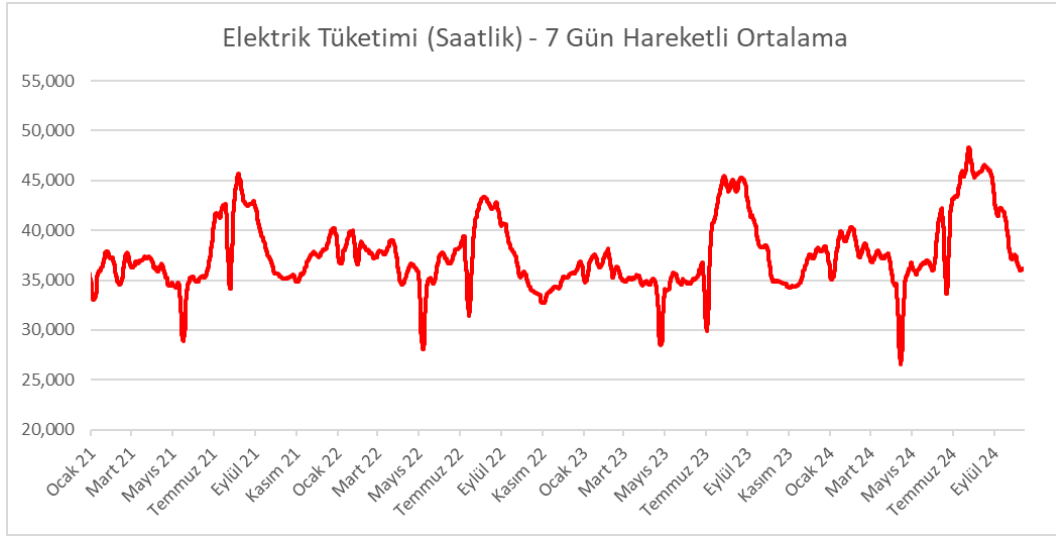
Türkiye Kurulu Gücü ve Elektrik Tüketimi

2023 Eylül ayında 106 GW olan Türkiye'nin toplam elektrik kurulu gücü, 2024 yılının Eylül ayında ise %8 oranında bir artışla 114 GW oldu.

2024 yılının ilk 3 çeyreğinde yaklaşık 258 bin GWh olarak gerçekleşen elektrik tüketimi ise bir önceki yıla göre %5,36 artış gösterdi.

Türkiye günlük ortalama elektrik tüketiminde 9A2024 döneminde bir önceki yıla göre %6 oranında artış oldu. Yılın 3. çeyreğinde ise bir önceki yıla göre %4'lük bir artış gözlemlendi.

Elektrik tüketimi 2024 yazında yeni zirveye çıktı ancak tüketim miktarının bu sene yaz sezonunun bitmesiyle geçmiş yıllara kıyasla daha hızlı düştüğü göze çarpıyor. Ek olarak önceki yıllara göre 2024 tüketim volatilitesi daha yüksek ilerliyor.



Santral Yatırımı Maliyetleri:

Şirketlerden aldığımız bilgilere göre 1MW rüzgar santrali için 1,0 – 1,1 milyon USD tahmini bir maliyet var. Depolu güneş enerjisi santrallerinde maliyetler 800 – 900 bin USD arasında değişiyor. Klasik ve hibrit güneş santralleri için ise 400 – 700 bin USD arası değişiklik gösteren tahmini maliyetler var.

Özellikle güneş santrallerinde artan üretim verimliliği ve teknolojik gelişmeler yatırımları giderek daha avantajlı bir hale getiriyor. Ortalama güneş santralinin maliyeti 2010 yılından bu yana %60 ucuzlarken verimliliği %40 arttı. Zaman geçtikçe maliyetlerin giderek ucuzlaması ve santrallerin daha verimli hale gelmesi, özellikle lisanslama sürecini tamamlamış veyahut lisans alma sürecinde olan şirketler için olumlu bir nokta olarak karşımıza çıkıyor.

PTF'nin Geleceği Belirsizken Şirketlere Nasıl Yaklaşmak Lazım?

Şirketleri değerlendirirken kurulu güç odaklı değil, üretim odaklı bir yaklaşımı daha doğru buluyoruz. Santrallerin kalitesi, yaşı, konumu ve değişen iklim şartları üretimdeki verimlilik seviyesini önemli derece etkilemektedir. Üretim verimliliğini ölçmek için kapasite faktörü kullanılmaktadır.

Sıfırdan kurulan kaliteli ve avantajlı bir konuma sahip rüzgar santrali %45-50 kapasite faktörüyle çalışırken daha düşük kaliteli ve hibrit amaçlı kurulan bir güneş santrali %10-15 kapasite faktörüyle çalışabilir. Başka bir deyişle aynı kurulu güce sahip bir yenilenebilir enerji kaynağı başka bir santrale

göre 4 kat kadar daha fazla üretim yapabilir. Genel anlamda rüzgar santralleri %30-50 kapasite faktörüne sahipken güneş santralleri %10-25 bandında kalmaktadır.

Bu nedenle verimliliği göz önünde bulundurabilmek için var olan santrallerinin geçmiş yıllardaki üretim verisi üzerinden bir kapasite faktörü çıkarmak en doğru sonuçları verecektir. Bu faktör üzerinden gelecek yıl üretimleri tahmin edilebilir. Burada dikkat edilmesi gereken bir konu santrallerin zamanla kapasite faktöründe yaşadıkları azalma. Özellikle güneş ve rüzgar santrallerinde her yıl kapasite faktörü düşmektedir. Bu da aslında her yıl belli oranda gerçekleşen bir yıpranma payı olarak düşünülebilir. Rüzgar ve güneş santrallerinin ömrü 15 – 30 yıl arasında değişirken hidroelektrik santrallerin ömrü 40 – 80 yıl arasındadır.

Halka açık elektrik üreticilerine baktığımızda cari FD/FAVÖK medyanı yaklaşık 12x – 13x seviyesindedir. Bu sayı enflasyon muhasebesi nedeniyle tam doğru sonuç vermediği için 1 ve 2 yıl ileri tahmini FD/FAVÖK oranlarını dolar üzerinden hesaplamak daha doğru sonuçlar vermektedir.

3Ç24 Sonuçları ve Sonrası

Elektrik üretici firmalar 2024 yılının ilk yarısında zayıf finansallar açıkladı. Birçok firmada hem ciro hem de karlılık anlamında belirgin düşüşler gördük. Bu durumun temel sebebi piyasa takas fiyatındaki artışın enflasyona göre zayıf kalması oldu. Rusya – Ukrayna arasındaki kriz sonrası 2022 – 2023 yıllarında ciddi yükseliş gösteren elektrik fiyatlarının bu sene normalleşmesi üretici firmalarının cirosunu yıllık bazda negatif etkiledi.

3Ç24 döneminde ilk yarıya göre ciro ve kârlılıkta artan ortalama PTF nedeniyle iyileşme bekliyoruz. Ancak, yıllık bazda ciro ve kârlılıktaki düşüş genel anlamda devam edecektir.

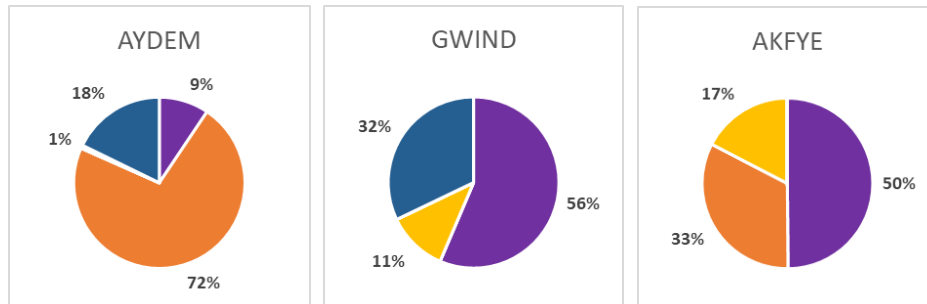
Enerji Şirketlerine Bakış

Kurulu Güç (MW) ve Dağılımları

Bu raporda karşılaştırmak için portföyü yenilenebilir kaynaklardan oluşan Aydem Yenilenebilir (AYDEM), Galata Wind (GWIND) ve Akfen Yenilenebilir (AKFYE) enerji şirketlerini seçtik.

3 şirket de sahip olduğu çeşitli santral türleri sayesinde değişkenlik gösterebilen iklim şartlarına karşılık riski minimize etmektedir. Bu santrallere ek olarak planlanan hibrit güneş santralleri portföy içerisindeki dağılımı arttırarak iklimsel risklerin ileri yıllarda daha da azalmasını sağlayacaktır.

Santral Tipi	AYDEM	GWIND	AKFYE
RES	111	168	349
HES	852	-	229
GES	-	34	122
JES	7	-	-
RES + GES	210	95	-
Toplam (MW)	1,180	297	699



● RES ● GES ● HES ● RES + GES Hibrit

Şirketler İçin Orta Vadeli Öngörülerimiz

Sağ taraftaki tabloda 3 şirketin hedeflediği kurulu güç büyümesi üzerinden oluşturduğumuz tahminleri bulabilirsiniz.

Firma değerinin hesaplamasında cari piyasa değeri ve 2Ç24 sonu itibariyle şirketlerin net borç durumları kullanıldı.

Aydem 18,5 milyar TL, GWIND, 419 milyon TL, AKFYE 8,82 milyar TL net finansal borç tutarındadır.

3 şirketin de oldukça benzer FD/FAVÖK çarpanlarına sahip olduğu gözükmektedir. Ancak, GWIND ve AYDEM 2026 yılı çarpanlarıyla daha cazip durmaktadır. GWIND, düşük net borcu da göz önünde bulundurulunca cazip gözükmektedir.

GWIND'in diğer iki şirkete kıyasla düşük faiz yükü sayesinde önümüzdeki yıllarda daha yüksek bir net kar marjı elde etmesini bekliyoruz.

AYDEM	2023	2024T	2025T	2026T
Kurulu Güç (MW)	1,180	1,216	1,645	1,819
Üretim (GWh)	2,384	2,315	2,694	3,813
Kapasite Faktörü	23%	22%	25%	26%
Ciro (Mn \$)		162	192	281
FAVÖK (Mn \$)		128	152	216
FD/FAVÖK		8.15	6.86	4.83
GWIND	2023	2024T	2025T	2026T
Kurulu Güç (MW)	290	362	576	678
Üretim (GWh)	730	784	1,006	1,396
Kapasite Faktörü	31%	27%	32%	28%
Ciro (Mn \$)		64	80	102
FAVÖK (Mn \$)		48	60	76
FD/FAVÖK		8.01	6.41	5.06
AKFYE	2023	2024T	2025T	2026T
Kurulu Güç (MW)	699	785	892	892
Üretim (GWh)	1,660	1,743	2,008	2,144
Kapasite Faktörü	27%	28%	29%	27%
Ciro (Mn \$)	142	151	168	181
FAVÖK (Mn \$)	99	100	114	125
FD/FAVÖK		7.88	6.92	6.31

3Ç24 Beklentileri

2023'ün 3. çeyreğinde 2.079 TL olan ortalama PTF, 2024'ün 3. çeyreğinde de ise 2.521 TL oldu. Yıllık bazda TL cinsinden %21'lik olan bu artış aynı dönemde gerçekleşen %49,4'lük enflasyonun gerisinde kalıyor.

3 şirket için de ciro ve karlılıkta yıllık bazda gerileme bekliyoruz ancak 2Ç24 dönemine kıyasla iyileşme olacak. Şirketlerin içinden GWIND'in göreceli olarak daha olumlu sonuçlar açıklamasını öngörüyoruz.

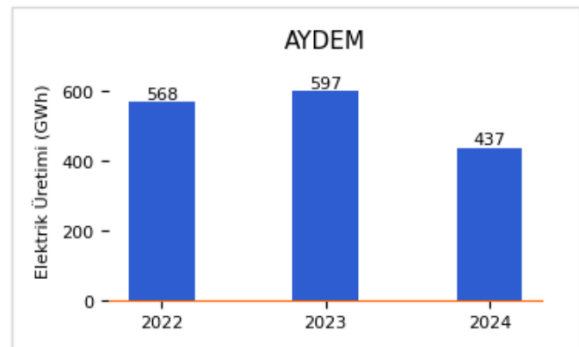
Aşağıda verilen grafikler şirketlerin yıllara göre 3. çeyrek elektrik üretimini vermektedir. Tüm veriler EPIAŞ Şeffaflık platformundan alınmıştır. EPIAŞ verileri şirketlerin faaliyet raporlarında açıklanan üretim verilerinden farklılık gösterebilir.

AYDEM (Negatif)

3Ç24 elektrik üretim miktarı önceki yıla göre %27 düşüş gösterdi.

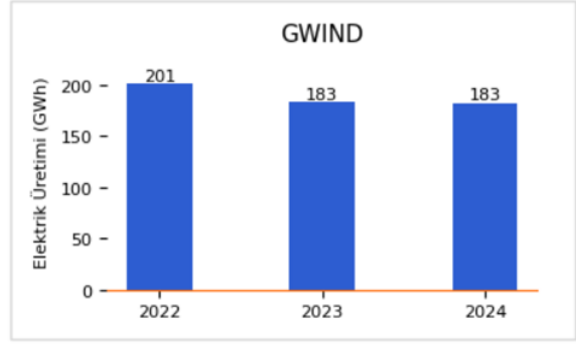
Şirket 2024 yılı için herhangi bir YEKDEM tarifesiyle yararlanmadığı için satış fiyatları tamamen spot fiyat üzerinden gerçekleşmektedir. Bu nedenle enflasyon muhasebesi sonrası MWh başı satış fiyatında %25-30 kadar gerileme olabilir.

3Ç24 döneminde yıllık bazda ciro ve karlılıkta gerileme bekliyoruz. Şirketin ödemekte olduğu sabit tahvil faizleri nedeniyle önceki yıla kıyasla net kar marjında daralma olabilir.



GWIND (Nötr)

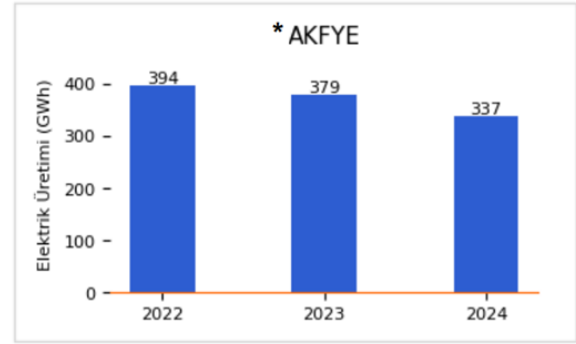
Elektrik üretim miktarının önceki yıla yakın düzeyde gerçekleştiği gözüküyor (Şirketin GES santral verileri EPIAŞ'ta paylaşılmadığı için grafik sadece RES santrallerinin üretimini vermektedir). Ancak, geçmiş çeyreklerde şirketin EPIAŞ verilerinin açıklanan üretimin altında olduğunu fark ettik. Benzer şekilde bu çeyrekte açıklanan üretim daha yüksek bir miktar olabilir.



Şirket, kurulu gücünün %79 kadarlık bölümü ile ürettiği elektriği YEKDEM ile dolar cinsinden sabit fiyatta satmaktadır. Kalan üretim ise PTF üzerinden satılıyor. USD/TRY kur değişiminin enflasyon gerisinde kalması nedeniyle GWIND için de yıllık bazda ciro ve karlılıkta hafif bir gerileme olabilir. Ancak, şirketin önceki yıla göre azalan borcu ile olumlu bir net kar marjı açıklamasını bekliyoruz.

AKFYE (Hafif Negatif)

Elektrik üretimi önceki yıla göre %9 kadar düşük gözüküyor. (Grafikte 3Ç24 IOTA santral verileri eksik, yüzdeler değişimde IOTA'dan gelebilecek 6,5 GWh üretim ekledik).



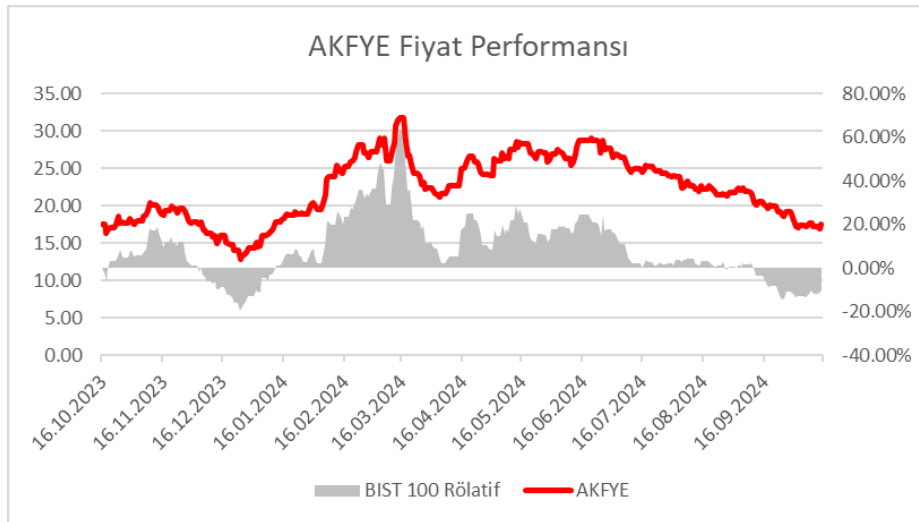
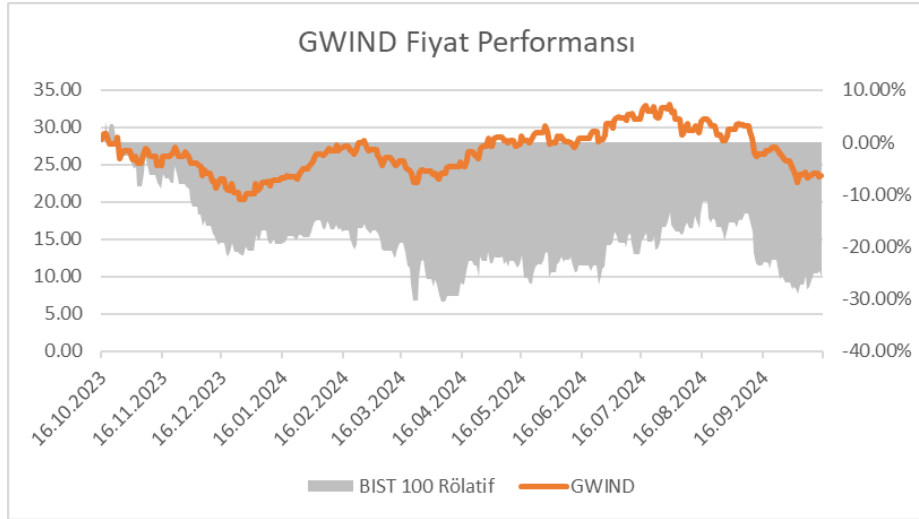
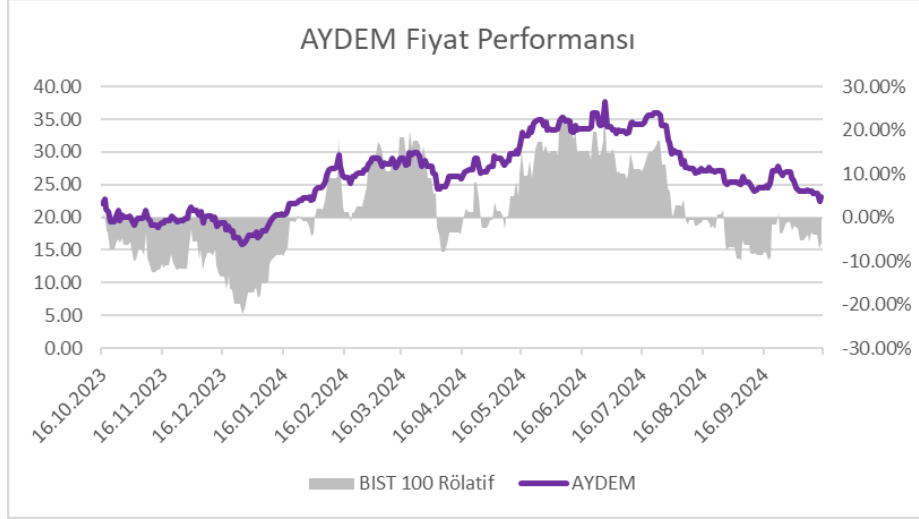
Benzer şekilde bu şirketin de kurulu gücünün %79 kadarı YEKDEM, %21 kadarı ise PTF üzerinden satış yapmaktadır.

Yıllık bazda ciro ve karlılıkta gerileme bekliyoruz. Faiz yükü net kar marjını hafif negatif etkileyeme devam edebilir ancak önceki yıla göre azalan net borç / FAVÖK oranı sayesinde net kar marjında hafif bir büyüme beklenebilir.

Şirketlerin Son 1 Yıl Fiyat Performansı ve BIST 100 Rölatif Grafikleri

Son 1 yılda, BIST 100 endeksinde kıyasla, AYDEM %5,91, GWIND %25,68 ve AKFYE %10,40 kadar endeksin gerisinde kaldı.

Sol taraf hisse fiyatını, sağ taraf ise BIST 100 rölatif yüzdelik değişimini göstermektedir.



Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu 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.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.