

AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

Şirket, yasal mevzuat uyarınca; elektrik üretim tesisi kurulması, her türlü kaynaktan enerji üretilmesi, kurulan veya devralından tesislerin işletmeye alınması, işletilmesi, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ve dilediği yerden elektrik enerjisi alımıyla iştigal eden, lisanslı ve lisanssız santralleri işleten özel amaçlı şirketler niteliğindeki bağlı şirketleri olan Üretim Şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretimi portföyünü yönetmektedir. Şirket ürettiği elektriği YEKDEM (Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması) kapsamında ya da spot elektrik piyasasında satmaktadır.

Şirket Santralleri'nin toplam kurulu gücü 2022/09 itibarıyla 700 MW olup, bu kurulu gücün %32,7'sine denk gelen 228,75 MW kısmını HES'ler, %17,3'üne denk gelen 121,41 MW kısmını GES'ler ve %49,4'üne denk gelen 348,9 MW kısmını ise RES'ler oluşturmaktadır.

Şirket, 2019, 2020, 2021 ve 2022/09 dönemlerinde üretmiş olduğu elektriğin sırasıyla %70, %99, %100 ve %84'ünü YEKDEM kapsamında satmıştır. Santraller'in kurulu güçlerine göre ağırlıklandırılmış ortalama kalan YEKDEM süresi 2022/09 itibarıyla 4,7 yıldır. Şirket, 2019, 2020, 2021 ve 2022/09 dönemlerinde sırasıyla 502,2mn TL, 1,023mlr TL, 1,291mlr TL ve 1,922mlr TL satış geliri elde etmiştir.

Şirketin Faaliyetleri:

Şirket'in portföyünde Üretim Şirketleri tarafından işletilen 12 lisanslı hidroelektrik santrali, 8 lisanslı ve 27 lisanssız olmak üzere toplam 35 güneş enerjisi santrali ve 6 rüzgar enerjisi santrali bulunmaktadır. Şirketin portföyünde bulunan toplam 53 elektrik enerjisi üretim santralleri Marmara, Karadeniz, Ege, Akdeniz, Doğu Anadolu, İç Anadolu bölgelerinde yer almaktadır.

HES Portföyü: 2022/09 itibarıyla Şirket'in HES'leri Şirket toplam kurulu gücünün %32,7'sini oluşturmaktadır. 2019, 2020, 2021 ve 2022/09 dönemlerinde sırasıyla toplam üretim 679 GWh, 606 GWh, 453 GWh ve 489 GWh olarak gerçekleşmiştir. Şirket, hidroelektrik santrallerinin coğrafi olarak farklı bölgelerde bulunuyor olmasından faydalanmakta ve bu sayede daha istikrarlı yıllık ortalama su akışı elde edebilmektedir. Şirketin HES portföyü, Elen Enerji (9), BT Bordo, Yeni Doruk ve HHK Enerji Üretim Şirketleri tarafından işletilmektedir.

GES Portföyü: 2022/09 itibarıyla Şirket'in GES'leri Şirket toplam kurulu gücünün %17,3'ünü oluşturmaktadır. 2019, 2020, 2021 ve 2022/09 dönemlerinde sırasıyla toplam üretim 166 GWh, 185 GWh, 203 GWh ve 156 GWh olarak gerçekleşmiştir. Lisanssız GES'lerin toplam GES kurulu güç içerisinde oranı %21, lisanslı GES'ler ise %79'unu oluşturmaktadır.

RES Portföyü: 2022/09 itibarıyla Şirket'in RES'leri Şirket toplam kurulu gücünün %49,9'unu oluşturmaktadır. 2019, 2020, 2021 ve 2022/09 dönemlerinde sırasıyla toplam üretim 349 GWh, 976 GWh, 1.050 GWh ve 765 GWh olarak gerçekleşmiştir.

Şirket satış gelirlerinin faaliyet alanlarına göre dağılımına ilişkin bilgilere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

Satış Gelirleri (bin, TL)	2019	2020	2021	2022/09
Rüzgar Enerjisi	95.177	553.366	763.397	980.472
Hidro Enerjisi	282.800	297.335	286.938	591.561
Güneş Enerjisi	122.544	171.695	240.700	350.721
Toptan	1.037	0	0	0
Diğer	670	859	0	0
Satış Gelirleri Toplam	502.228	1.023.255	1.291.036	1.922.754

Şirket net elektrik üretiminin faaliyet alanlarına göre dağılımına ilişkin bilgilere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

Net Elektrik Üretimi (GWh)	2019	2020	2021	2022/09
Rüzgar Enerjisi	348,9	976,0	1.049,5	764,9
Hidro Enerjisi	678,7	605,7	453,0	489,3
Güneş Enerjisi	165,8	184,8	203,4	156,4
TOPLAM	1.193,4	1.766,5	1.705,9	1.410,6

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Pay halka arzında mevcut ortaklardan Akfen Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 340.370.703 TL nominal değerli B grubu payların satışı gerçekleştirilecektir. Bu payların satılması halinde halka açıklık oranı %33,50 seviyesinde olacaktır.

Şirket'in ortaklık yapısına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Akfen Holding A.Ş.	A	203.206.390	20,00%	203.206.390	20,00%
	B	812.825.557	80,00%	472.454.854	46,50%
Halka Açık Kısım	B	-	-	340.370.703	33,50%
Toplam		1.016.031.947	100,0%	1.016.031.947	100,0%

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Pay halka arzı "Ortak Satış" şeklinde ve "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemiyle gerçekleştirilecektir. Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 (otuz) gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılması planlanmaktadır.

Söz konusu pay halka arzında pay başına halka arz fiyatı 9,80 TL olarak belirlenmiş olup, toplam halka arz büyüklüğü 3.335.632.889 TL seviyesinde olacaktır.

Pay Halka Arzı Hakkında Bilgiler	
Halka Arz Edilen Şirket	Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
BİST İşlem Kodu	AKFYE
Halka Arz Fiyatı	9,80 TL
Halka Arz Şekli	Ortak Satış
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış - (Mükerrer Talep Kontrolü)
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	1.016.031.947

Halka Arz Sonrası Ulaşılabilecek Sermaye (TL)	1.016.031.947
Halka Arz Edilen Paylar	Ortak Satışı: 340.370.703 TL Nominal Değerli Paylar
Halka Açıklık Oranı	33,50%
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	3.335.632.889
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL)	9.957.113.081
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar - %20 Akfen Grubu Çalışanları - %10 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar - %20 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar - %50
Tahsisat Grupları Açıklaması	Yurt içi kurumsal yatırımcılar ve yurt dışı kurumsal yatırımcılar tanımında bulunmayan yatırımcıların, yurt içi bireysel yatırımcılar ve Akfen Grubu Çalışanları tahsisat gruplarından sadece birine dâhil olacak şekilde başvurması esastır. Yurt içi bireysel yatırımcılar ve Akfen Grubu Çalışanları tahsisat gruplarında dağıtım yapılırken mükerrer talep kontrolü işlemi yapılacak ve dağıtım birden fazla talepte bulunan yatırımcılara yatırımcı başına olmak üzere başlayacaktır.
Dağıtım	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Akfen Grubu Çalışanları: Oransal Dağıtım Yurt İçi ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: Şirket Tarafından Karar Verilecek
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 (otuz) gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin yapılması planlanmaktadır. Fiyat istikrarı işlemlerinin kesin olarak yerine getirilebileceğine dair taahhüt bulunmamaktadır. İşlemlere hiç başlanmayabileceği gibi, süre dolmadan da sona erdirilebilir. Ortak satışı yoluyla halka arz edilecek payların tamamının satılmış olup olmamasından bağımsız olarak toplam brüt halka arz gelirinin %50'sine kadar bir fonun kullanılması planlanmaktadır. Pay fiyatı, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler sonucunda yükselmiş olsa bile, bu sürenin bitiminden sonra tekrar düşebilir.
Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri	Pay halka arzı ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin tasarrufunda olacaktır.
Talep Toplama Tarihleri	08 - 09 - 10 Mart 2023 (Çarşamba - Perşembe - Cuma)

Değerlendirme

Garanti BBVA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin KAP'ta Yayınlamış Olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

Garanti BBVA Yatırım tarafından Akfen Yenilenebilir Enerji pay halka arz fiyatının tespiti için hazırlanan fiyat tespit raporunda değerlendirme çalışması yapılırken; Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır. Bu kapsamda; Gelir Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi ve Pazar Yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak Çarpan Analizi kullanılmıştır. Maliyet yaklaşımı ise, Şirket'in bir yatırım ortaklığı, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, kuruluş döneminde olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olması nedeniyle değerlemede kullanılmamıştır.

Şirket'in pay halka arzı öncesi piyasa değeri; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine ve Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine eşit ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Gelecekteki nakit tutarlarının bugünkü değere indirgenmesine dayanan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi yöntemi işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır. Değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumunda gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

2022/09 dönemi itibarıyla satışların maliyeti giderleri amortisman ve itfa payları hariç %80'lik bir kısmı doğrudan sözleşmeye veya tarifeyle bağlı giderler olup, gelecek yıllar için tahmin edilebilir giderlerdir. Geriye kalan %20'lik kısmı ise dolaylı olarak öngörülebilir giderlerdir. Bu kapsamda şirketin gelecekte elde edeceği gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla gelir yaklaşımının değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülmüş ve değerlendirilmiştir.

İNA analizi yöntemi kapsamında Şirket santrallerinin lisans süreleri de göz önüne alınarak 2070 yılına kadar nakit akımlarının projeksiyonu yapılmıştır. İhtiyatlı olmak adına lisans süresi biten santrallerin lisanslarının yenilenmeyeceği varsayılmıştır.

Şirket satışlarının çoğunluğunun USD para birimine endeksli olması nedeniyle Şirket'in mali tablolarının TL cinsinden tutulmasına rağmen, İNA değerlendirmesinde kullanılan USD para birimi kullanılmıştır. Türkiye, ABD ve Euro enflasyon verileri IMF datamapper internet sitesinden alınmıştır. USD/TL ve EUR/TL yılsonu kurları ise USD enflasyon, EUR enflasyon ve TL enflasyon öngörülleri doğrultusunda projekte edilmiştir. Raporun tamamındaki tutarların TL'den USD'ye dönüştürmek için kullanılan döviz kurları ve diğer Makro ekonomik veriler yıllar bazında aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Makroekonomik Veriler	4Ç 2022/ T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
TL Enflasyon	13,6%	51,2%	24,2%	17,2%	15,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
USD Enflasyon	1,2%	3,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EUR Enflasyon	1,1%	5,7%	2,7%	2,2%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
USD/TL Ortalama Döviz Kuru	18,60	21,86	27,39	31,81	36,06	40,66	45,83	51,67	58,25	65,68
USD/TL Yılsonu Döviz Kuru	18,70	25,02	29,75	33,87	38,25	43,08	48,57	54,76	61,74	69,61
EUR/TL Ortalama Döviz Kuru	18,97	23,03	28,54	33,10	37,54	42,40	47,88	54,09	61,10	69,02
EUR/TL Yılsonu Döviz Kuru	19,93	26,12	30,96	35,24	39,84	44,96	50,79	57,38	64,82	73,22

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında 2023 yılı risksiz getiri oranı olarak 21/09/2023 itfa tarihli Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123DD96), 23 Ocak 2023 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %9,24 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.

Şirketin güncel borç/özkaynaklar oranı olan %119,5'in projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Çarpan analizi için seçilen yurt içi benzer ve yurt dışı benzer şirketlerin beş yıllık kaldıraçsız Beta'ları incelenmiş ve kaldıraçsız Beta'sı 0,3 - 1,3 arasında olan benzer şirketlerin ortalamasının kaldıraçsız Beta'sının olacağı varsayılmıştır.

Vergi öncesi borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı olan %9,24'e %1 prim eklenmesi yoluyla %10,24 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca hisse senedi risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Tablosu (AOSM)	4Ç 2022/ T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031T*
Risksiz Getiri Oranı	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Borç / (Borç + Özkaynaklar)	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%
Kaldıraçlı Beta	1,38	1,41	1,42	1,39	1,39	1,39	1,37	1,37	1,37	1,37
Şirket Risk Primi	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Efektif Vergi Oranı	18,6%	14,7%	14,0%	17,8%	18,0%	18,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Sermaye Maliyeti	16,8%	17,0%	17,0%	16,9%	16,9%	16,9%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)	8,3%	8,7%	8,8%	8,4%	8,4%	8,4%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
AOSM	12,2%	12,5%	12,6%	12,3%	12,3%	12,3%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%

*AOSM 2031 yılından projeksiyon döneminin sonuna kadar %12,1 olarak sabit kalmaktadır.

İNA analizi yöntemi Şirket'in öngörleri baz alınarak, birçok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyon ve varsayımların farklılaşması halinde özsermaye değeri ve pay başına değer değişebilir.

Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir. Projeksiyonlar Santraller'in lisans sürelerini kapsamı adına 2070 yılına kadar yapılmıştır. Bu sebeple nihai değer hesaplaması yapılmamıştır.

İNA Projeksiyonu (mn, USD)	4Ç 2022/ T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2070 T
Net Satışlar	29,9	157,9	167,6	160,3	159,3	163,3	167,4	168,2	206,1	219,9	9,0
Yıllık Büyüme	4%	5%	6%	-4%	-1%	3%	3%	0%	23%	7%	1%
FAVÖK	20,4	111,3	120,9	112,1	110,2	113,3	116,6	116,5	153,4	166,2	3,0
FAVÖK Marjı	68%	70%	72%	70%	69%	69%	70%	69%	74%	76%	33%
FVÖK	12,3	80,6	90,2	81,4	79,5	82,6	85,7	85,6	122,5	135,2	1,9
FVÖK Marjı	41%	51%	54%	51%	50%	51%	51%	51%	59%	61%	21%
Vergi Oranı	19%	15%	14%	18%	18%	18%	20%	20%	20%	20%	20%
Net Faaliyet Kârı - Düzeltilmiş Vergi	10,0	68,8	77,6	66,9	65,2	67,7	68,6	68,5	98,0	108,2	1,5
Amortisman	8,1	30,6	30,7	30,7	30,7	30,8	30,8	30,9	30,9	30,9	1,1
Yatırım Harcamaları	-0,3	-4,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-0,1
NİS Değişimi	-6,8	2,6	3,9	-1,7	0,0	0,0	0,8	1,0	-2,3	0,3	0,0
Serbest Nakit Akımı (SNA)	11,0	97,4	111,1	94,9	94,9	97,4	99,1	99,2	125,5	138,2	2,6
SNA (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,0
SNA (Ana Ortaklık Payları)	10,9	96,9	110,6	94,4	94,4	96,9	98,7	98,8	125,1	137,8	2,6
İndirgeme Oranı (AOSM)	12,2%	12,5%	12,6%	12,3%	12,3%	12,3%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgeme Faktörü	0,99	0,92	0,81	0,72	0,65	0,58	0,51	0,46	0,41	0,36	0,00
İndirgenmiş SNA Değeri	10,8	88,8	90,0	68,4	61,0	55,7	50,6	45,2	51,1	50,2	0,0

İNA Özet Tablo (USD)	
İNA İşletme Değeri	1.052.929.603
Nakit ve Nakit Benzerleri	92.908.051
Toplam Finansal Borç	-446.481.956
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-11.593.377
Net Finansal Borç Tutarı	-365.167.282
İNA Özsermaye Değeri	687.762.321
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,05
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	722.312.098
Değerleme Tarihi İşletme Değeri	1.087.479.380

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2022 itibariyle işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkarılarak firmanın öz sermaye değeri 687.762.321 USD olarak hesaplanmıştır. Özsermaye değerinin, değerleme tarihinde (23.01.2023) 2022 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. 23/01/2023 tarihinde şirketin özsermaye değeri 722.312.098 USD ve işletme değeri 1.087.479.380 USD'dir.

Çarpan Analizi

Varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği Pazar Yaklaşımı'nın, değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Pazar yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzından sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerleme kapsamında kullanılmıştır.

Bu doğrultuda Pazar Yaklaşımı kapsamında mevcut şartlar dikkate alındığında bu değerleme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen İşletme Değeri / FAVÖK (İD / FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD / FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları tarafından) en fazla kullanılan değerleme çarpanlarından birisi olduğu için bu yöntemin doğruluğunu ve güvenilir güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilerek Pazar Yaklaşımı kapsamında tek yöntem olarak kullanılmıştır.

Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 23/01/2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile en güncel finansal tablo tarihleri itibariyle son 12 ay finansal verileri kullanılmıştır.

Benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olması ve ortalamaya uç değer olarak kabul edilen şirketlerin dahil edilmemesinden dolayı çarpan değeri belirlenirken, medyan yerine ortalama değer alınmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurtiçi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji üretim faaliyetleri bulunan şirketler incelenmiştir.

Benzer yurt içi çarpanlar arasında İD / FAVÖK değeri 5,0x'ten küçük ve 15,0x'ten büyük olan benzer şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve ortalamaya alınmamıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn, USD)	İşletme Değeri (mn, USD)	FAVÖK (mn, USD)	İD / FAVÖK
Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	480	478	1	478,00
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	798	1.427	171	8,36
Ayen Enerji A.Ş.	484	632	145	4,36
Galata Wind Enerji A.Ş.	547	546	63	8,63
Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	695	719	29	25,22
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	314	386	16	23,41
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	77	100	7	13,62
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	76	80	1	57,80
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	455	538	24	25,76
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	715	2.367	270	8,77
Ortalama				9,85

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurt dışı benzer şirketler Capital IQ veri tabanı ve kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler üzerinden yapılan incelemeler sonucunda yurt dışında Şirket'le benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketler incelenmiştir.

Yurt içi seçilen benzer şirketlere ilişkin yukarıda verilen analiz yurt dışı seçilen şirketler için de yapılmıştır.

Benzer yurt dışı çarpanlar arasında İD / FAVÖK değeri 5,0x'ten küçük ve 15,0x'ten büyük olan benzer şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve ortalamaya alınmamıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn, USD)	İşletme Değeri (mn, USD)	FAVÖK (mn, USD)	İD / FAVÖK
NHPC Limited	5.298	8.874	575	10,81
Meridian Energy Limited	8.740	9.265	383	16,41
Innergex Renewable Energy Inc.	2.464	6.755	221	14,38
Boralex Inc.	2.999	5.329	142	14,78
Auren Energia S.A.	2.844	3.371	127	13,29
Scatec A.S.A	1.373	3.216	115	15,93
Brookfield Renewable Partners L.P.	13.174	49.707	1440	16,59
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	2.542	3.196	157	14,36
AES Brasil Energia S.A.	1.160	2.235	108	11,22
RENOVA, Inc.	1.462	2.690	61	19,80
CK Power Public Company Limited	1.142	2.054	58	17,54
BCPG Public Company Limited	897	1.041	77	8,88
Grupo Ecoener, S.A.	313	464	27	11,97
Omega Energia S.A.	1.093	2.349	234	7,38
Genex Power Limited	144	367	2	41,73
China Datang Corp. Renewable Power Co., Limited	226	9.965	766	6,84
Northland Power Inc.	6.873	11.319	839	8,64
TransAlta Renewable Inc.	2.450	2.989	79	14,78
GEPIK Energy Development Co., Limited	1.054	2.565	105	11,61
Gia Lai Electricity Joint Stock Company	215	566	37	8,82
PT Kencana Energi Lestari Tbk	147	254	23	10,86
Ortalama				11,24

Şirketin 30/09/2022, 30/09/2021 ve 30/12/2021 tarihlerinde sona eren yıla ait bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları kullanılarak FAVÖK rakamı hesaplanmaktadır. TL bazlı FAVÖK, daha sonrasında TCMB tarafından açıklanan ilgili dönemlerin ortalama USD / TL kurları kullanılarak USD'ye çevrilmiştir. Çarpan hesaplamalarında kullanılan USD bazlı FAVÖK hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

FAVÖK Hesaplaması		30.09.2021	31.12.2021	30.09.2022
Brüt Kâr	TL	492.950.905	684.420.593	1.206.088.396
	USD	60.997.463	77.027.596	76.061.822
Genel Yönetim Giderleri	TL	22.190.329	33.110.483	44.811.950
	USD	2.745.818	3.726.392	2.826.060
Amortisman	TL	232.729.000	311.187.000	355.019.000
	USD	28.797.748	35.022.284	22.389.231
FAVÖK	TL	703.489.576	962.497.110	1.516.295.446
	USD	87.049.393	108.323.488	95.624.993
Son 12 Ay FAVÖK (30/09/2022) (USD)		116.899.087		

* TL bazlı FAVÖK tutarı ortalama TCMB kurları kullanılarak USD'ye çevrilmiştir.

Benzer Şirket Çarpanları Değerlemesi (USD)	
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları (%50 Ağırlıklandırılmış)	
İD/FAVÖK Çarpanı	9,85
Son 12 Ay FAVÖK (30/09/2022)	116.899.087
İşletme Değeri	1.150.972.835
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları (%50 Ağırlıklandırılmış)	
İD/FAVÖK Çarpanı	11,24
Son 12 Ay FAVÖK (30/09/2022)	116.899.087
İşletme Değeri	1.313.987.414
Benzer Şirket Çarpanları Ağırlıklı İşletme Değeri	1.232.480.125

Değerleme Sonucu

Pazar Yaklaşımı kapsamında çarpan analizi yönteminde yurt içi benzer şirketlere ve yurt dışı benzer şirketlere eşit ağırlık verilmiştir. Ayrıca, nihai işletme değeri hesaplanırken hem Pazar Yaklaşımı yöntemi hem de İNA analizi yöntemi eşit ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Değeri ve Pay Başına Birim Değer (USD)	
Benzer Şirket Çarpanları Ağırlıklı İşletme Değeri (%50 Ağırlıklandırılmış)	1.232.480.125
İNA İşletme Değeri (USD) (%50 Ağırlıklandırılmış)	1.087.479.380
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	1.159.979.752
Net Borç	365.167.282
Piyasa Değeri	794.812.470
Pay Adedi	1.016.031.947
Pay Başına Birim Değer	0,78
TCMB USD Alış Kuru (23/03/2023)	18,7844
Pay Başına Birim Değer (TL)	14,69
Halka Arz İskontosu	33,31%
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)	9,80

Pay başına birim değere %33,31 oranında halka arz iskontosu uygulanarak pay başına halka arz fiyatı 9,80 TL olarak hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Pay halka arzı fiyatının tespiti için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda; Şirket'e ve faaliyet gösterdiği sektöre ilişkin önemli bilgilere ayrıntılı bir şekilde yer verilmiştir.
- Şirket'in gelecekte elde edebileceği gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminlerin bulunması ve buna dayalı olarak katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması nedeniyle gelir yaklaşımı uygulamasına anlamlı bir ağırlık verilerek İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yönteminin kullanılmasını şirket değerinin makul olarak belirlenmesine olanak sağladığı görüşündeyiz. Şirket satışlarının ağırlıklı olarak USD para birimine endeksli olması nedeniyle İNA analizi projeksiyonlarının ABD doları olarak hazırlanmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde, bu değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen İD / FAVÖK çarpanının kullanılmasını, benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olması ve ortalamaya çarpan değeri 5,0x'ten küçük ve 15,0x'ten büyük şirketlerin uç değer olarak kabul edilerek dâhil edilmemesinden dolayı çarpan değeri belirlenirken, medyan yerine ortalama değer alınmasını olumlu değerlendiriyoruz.

Sonuç: Akfen Yenilenebilir Enerji değerlendirme çalışmasında; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine %50 oranında ve Çarpan Analizine %50 oranında eşit ağırlık verilerek hesaplanan halka arz öncesi şirket değerini mâkul buluyoruz. Hesaplanan pay başına birim değer üzerinden %33,31 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra ulaşılan pay başına **9,80 TL** halka arz fiyatının mâkul olduğunu düşünüyoruz.

Özet Finansallar

BİLANÇO (bin, TL)	2019	2020	2021	2022
Dönen Varlıklar	406.116	664.306	1.057.746	1.423.637
Nakit ve Nakit Benzerleri	288.874	524.196	797.952	903.207
Ticari Alacaklar	51.074	100.914	206.696	451.176
Diğer Alacaklar	2.197	2.564	5.546	3.048
Peşin Ödenmiş Giderler	26.938	21.498	36.185	60.135
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.426	2.278	4.513	2.159
Stoklar	1.063	891	831	0
Diğer Dönen Varlıklar	34.544	11.965	6.023	3.912
Duran Varlıklar	3.557.524	7.765.796	13.510.237	16.378.615
Ticari Alacaklar	3.648	3.616	2.183	3.206
Diğer Alacaklar	5.032	6.831	8.339	15.200
Finansal Yatırımlar	100	100	100	100
Peşin Ödenmiş Giderler	108.482	82.629	75.463	68.653
Türev Finansal Araçlar	0	0	0	104.187
Maddi Duran Varlıklar	2.754.578	6.868.899	12.787.899	15.518.099
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	460.049	494.388	483.294	470.865
Kullanım Hakkı Varlıkları	53.890	69.854	70.889	136.538
Ertelenmiş Vergi Varlığı	118.421	201.073	37.968	22.982
Diğer Duran Varlıklar	53.324	38.406	44.102	38.785
TOPLAM VARLIKLAR	3.963.640	8.430.102	14.567.983	17.802.252
Kısa Vadeli Yükümlülükler	771.423	837.131	1.734.409	2.391.242
Kısa Vadeli Borçlanmalar	401.784	605.610	1.048.276	1.571.080
Ticari Borçlar	286.367	127.375	178.684	517.912
Diğer Borçlar	473	7.790	344.553	27.450
Çalış. Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.137	657	862	1.625
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Yükümlülükler	2.730	0	0	684
Kısa Vadeli Karşılıklar	52.310	61.952	22.281	12.915
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	26.622	33.747	139.753	259.576
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.880.569	4.832.379	7.337.487	8.390.586
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.373.338	3.462.045	5.222.302	6.046.353
Türev Finansal Borçlar	163.172	290.396	324.510	0
Diğer Borçlar	199.581	233.744	146	107
Uzun Vadeli Karşılıklar	94.973	35.915	21.371	22.161
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	49.505	810.279	1.769.158	2.321.965
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	3.651.992	5.669.510	9.071.896	10.781.828
Özkaynaklar	311.648	2.760.592	5.496.087	7.020.424
Ödenmiş Sermaye	959.410	1.016.032	1.016.032	1.016.032
Paylara İlişkin Primler	447.478	543.211	543.211	543.211
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkıları	23.451	23.451	23.451	23.451
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gel/Gid.	-935	2.871.293	7.779.662	10.079.295
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gel/Gid.	0	-271.593	-2.953.688	-4.654.639
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20.995	20.995	21.041	20.980
Geçmiş Yıl Karları /Zararları	-887.831	-1.137.362	-1.363.366	-728.864
Net Kar/Zarar	-249.531	-301.609	408.070	700.393
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-1.389	-3.826	21.674	20.565
TOPLAM KAYNAKLAR	3.963.640	8.430.102	14.567.983	17.802.252

GELİR TABLOSU (bin, TL)	2019	2020	2021	2022
Hasılat	502.228	1.023.255	1.291.036	2.489.204
Satışların Maliyeti	-232.518	-418.757	-606.615	-1.017.807
Brüt Kar	269.710	604.498	684.421	1.471.397
Genel Yönetim Giderleri	-32.033	-25.302	-33.110	-67.203
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	9.755	26.689	54.718	163.561
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-17.300	-80.994	-11.658	-9.100
Esas Faaliyet Karı	230.132	524.891	694.371	1.558.655
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.272	707	25.475	64.451
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1.523	-64.081	-91.143	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	229.881	461.517	628.703	1.623.106
Finansman Gelirleri	4.971	3.809	157.093	449.611
Finansman Giderleri	-534.116	-837.915	-513.213	-1.434.916
Vergi Öncesi Kar	-299.264	-372.589	272.583	637.801
Vergi Gelir/Gideri	47.574	68.543	132.162	63.009
Net Kar	-251.690	-304.046	404.745	700.810

Çekince:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan izahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.