

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analist Raporu

1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. ("Akfen", "Akfen Yenilenebilir Enerji" veya "Şirket") için Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Garanti Yatırım") tarafından hazırlanarak 03.03.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Akfen Yenilenebilir Enerji'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye : 1.016.031.947 TL
	- Halka Arz Şekli : Ortak Satışı
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : 340.370.703 TL
	- Halka Arz Miktarı - Toplam : 340.370.703 TL
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : 33,50%
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı : 9,80 TL
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : 9,96 Milyar TL
	- Halka Arz Büyüklüğü : 3.335,6 Milyon TL
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : 9,96 Milyar TL
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar	- Yatırımcı Grubu Satış Payı Satış Miktarı
	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar 20% : 68.074.141
	- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar 20% : 68.074.141
	- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar 50% : 170.185.351
	- Akfen Grubu Çalışanları 10% : 34.037.070
Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	- Oransal Dağıtım
Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı
Konsorsiyum Lideri	- Garanti Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 38 üyeli konsorsiyum
Fiyat İstikrarı	- Halka arz gelirin %50'si ile 30 gün süreyle fiyat istikrarı işlemi yapılması planlanmaktadır.
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	- Şirket tarafından 1 yıl bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları yapılmayacağı, Şirket ortağı tarafından ise 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir.
BİST İşlem Kodu	- AKFYE
Talep Toplama Tarihleri	- 8 - 9 - 10 Mart 2023

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Şirket, yasal mevzuat uyarınca; elektrik üretim tesisi kurulması, her türlü kaynaktan enerji üretilmesi, kurulan veya devralınan tesislerin işletmeye alınması, işletilmesi, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ve dilediği yerden elektrik enerjisi alımı ile iştigal eden. EPDK mevzuatı çerçevesinde lisanslı ve lisanssız Santraller'i işleten özel amaçlı şirketler (special purpose vehicle - SPV) niteliğindeki bağlı şirketleri olan Üretim Şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir.

30.09.2022 itibarıyla Şirket'in Üretim Şirketleri tarafından işletilen Santrallerinin toplam kurulu gücü 706 MW iken Çiçekli HES'de yaşanan sel felaketinin de etkisi ile Şirket' in Kurtal paylanın devretmesi ile 699-700 MW aralığına gerilemiş olup, bu kurulu gücün %32,7'sine denk gelen 228,75 MW'lık kısmını HES'ler, %17,3'üne denk gelen 121,41 MW'lık kısmını GES'ler ve %49,9'una denk gelen 348,9 MW'lık kısmını ise RES'ler oluşturmaktadır.

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.

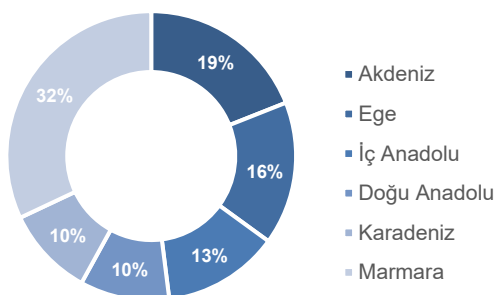
RES Portföyü: 2022/09 itibarıyla Şirket'in RES'leri Şirket toplam kurulu gücünün %49,9'unu oluşturmaktadır. 2019, 2020, 2021 ve 2022/09 dönemlerinde sırasıyla toplam üretim 349 GWh, 976 GWh, 1.050 GWh ve 765 GWh olarak gerçekleşmiştir.

31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 dönemlerinde Üretim Şirketleri, üretmiş oldukları elektriğin sırasıyla %70, %99, %100 ve %84'ünü YEKDEM kapsamında satmıştır. Santraller'in kurulu güçlerine göre ağırlıklandırılmış ortalama kalan YEKDEM süresi 30.09.2022 tarihi itibarıyla 4,7 yıldır.

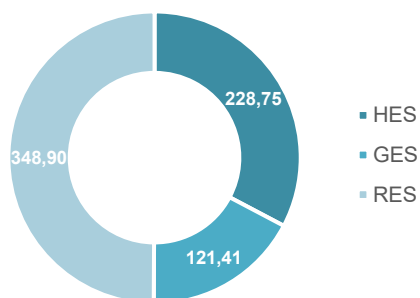
Şirket'in portföyünde Üretim Şirketleri tarafından işletilen 12 adet lisanslı hidroelektrik santrali, 8 adet lisanslı ve 27 adet lisanssız olmak üzere toplam 35 adet güneş enerjisi santrali ve 6 adet rüzgâr enerjisi santrali bulunmaktadır. Şirket'in portföyünde bulunan toplam 53 adet elektrik enerjisi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

Şirket'in santrallerinin kurulu güçlerinin coğrafi bölgelere göre kırılımı ve santral portföyüne göre kırılımı aşağıdaki gibidir:

Santrallerin Kurulu Güçlerinin Coğrafi Dağılımı



Santrallerin Kurulu Güçlerinin Dağılımı



Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASİ ORTAKLIK YAPISI					
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Akfen Holding AŞ	A	203.206.390	20,0%	203.206.390	20,0%
	B	812.825.557	80,0%	472.454.854	46,5%
Halka Açık Kısım	B	-	-	340.370.703	33,5%
Toplam		1.016.031.947	100%	1.016.031.947	100%

Kaynak: İzahname

4- Finansal Tablolar

Bilanço ('000 TL)	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022	31.12.2022
Dönen varlıklar	664.306	1.057.746	2.208.152	1.423.637
Nakit ve nakit benzerleri	524.196	797.952	1.719.152	903.207
Ticari alacaklar	100.914	206.696	455.476	451.176
Diğer alacaklar	2.564	5.546	17.385	3.048
Peşin ödenmiş giderler	21.498	36.185	11.620	60.135
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	2.278	4.513	1.571	2.159
Stoklar	891	831	-	-
Diğer dönen varlıklar	11.965	6.023	2.948	3.912
Duran Varlıklar	7.765.796	13.510.237	16.458.795	16.378.615
Ticari alacaklar	3.616	2.183	2.358	3.206
Diğer alacaklar	6.831	8.339	14.426	15.200
Finansal yatırımlar	100	100	100	100
Peşin ödenmiş giderler	82.629	75.463	86.385	68.653
Türev finansal araçlar	-	-	88.032	104.187
Maddi duran varlıklar	6.868.899	12.787.899	15.651.700	15.518.099
Maddi olmayan duran varlıklar	494.388	483.294	475.014	470.865
Kullanım hakkı varlıkları	69.854	70.889	70.889	136.538
Ertelenmiş vergi varlığı	201.073	37.968	15.147	22.982
Diğer duran varlıklar	38.406	44.102	54.744	38.785
TOPLAM VARLIKLAR	8.430.102	14.567.983	18.666.947	17.802.252
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	837.131	1.734.409	2.761.180	2.391.242
Kısa vadeli borçlanmalar	605.610	1.048.276	1.804.263	1.571.080
Ticari borçlar	127.375	178.684	413.829	517.912
Diğer borçlar	7.790	344.553	257.332	27.450
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	657	862	1.652	1.625
Cari dönem vergisi ile ilgili yükümlülükler	-	-	2.247	684
Kısa vadeli karşılıklar	61.952	22.281	14.828	12.915
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	33.747	139.753	267.029	259.576
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.832.379	7.337.487	8.811.303	8.390.586

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Uzun vadeli borçlanmalar	3.462.045	5.222.302	6.457.350	6.046.353
Türev finansal araçlar	290.396	324.510	-	-
Diğer borçlar	233.744	146	208	107
Uzun vadeli karşılıklar	35.915	21.371	18.331	22.161
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	810.279	1.769.158	2.335.414	2.321.965
ÖZKAYNAKLAR	2.760.592	5.496.087	7.094.464	7.020.424
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2.764.418	5.474.413	7.072.368	6.999.859
Ödenmiş sermaye	1.016.032	1.016.032	1.016.032	1.016.032
Paylara İlişkin Primler	543.211	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 gelirler/(giderler)	2.871.293	7.779.662	10.152.324	10.079.295
- Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları	2.873.141	7.783.332	10.160.277	10.090.760
- Tanımlanmış fayda planları ve yeniden ölçüm kayıpları	-1.848	-3.670	-7.953	-11.465
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-271.593	-2.953.688	-5.131.551	-4.654.639
- Riskten korunma kayıpları	-271.593	-2.953.688	-5.131.551	-4.654.639
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	20.995	21.041	21.119	20.980
Geçmiş yıllar zararları	-1.137.362	-1.363.366	-798.519	-728.864
Net dönem zararı	-301.609	408.070	1.246.301	700.393
Kontrol gücü olmayan paylar	-3.826	21.674	22.096	20.565
TOPLAM KAYNAKLAR	8.430.102	14.567.983	18.666.947	17.802.252

Gelir Tablosu ('000 TL)	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	31.12.2022
Hasılat	1.023.255	1.291.036	916.324	1.922.754	2.489.204
<i>Değişim</i>		26,17%		109,83%	92,81%
Satışların Maliyeti	-418.757	-606.615	-423.373	-716.666	-1.017.807
Brüt Kâr	604.498	684.421	492.951	1.206.088	1.471.397
<i>Değişim</i>		13,22%		144,67%	114,98%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	59,08%	53,01%	53,80%	62,73%	59,11%
Genel Yönetim Giderleri	-25.302	-33.110	-22.190	-44.812	-67.203
Faaliyet Karı	579.196	651.311	470.761	1.161.276	1.404.194
<i>Değişim</i>		12,45%		146,68%	115,60%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	56,60%	50,45%	51,37%	60,40%	56,41%
Amortisman					
FAVÖK	579.196	651.311	470.761	1.161.276	1.404.194
<i>Değişim</i>		12,45%		146,68%	115,60%
<i>FAVÖK Marjı</i>	56,60%	50,45%	51,37%	60,40%	56,41%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	26.689	54.718	26.340	51.761	163.561
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-80.994	-11.658	-6.513	-17.338	-9.100
Esas Faaliyet Kârı	524.891	694.371	490.588	1.195.699	1.558.655
<i>Değişim</i>		32,29%		143,73%	124,47%
<i>E. Faaliyet Kar Marjı</i>	51,30%	53,78%	53,54%	62,19%	62,62%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	707	25.475	316	4.342	64.451

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-64.081	-91.143	-91.143	0	0
Finansman Gid. Öncesi Faal. Kârı	461.517	628.703	399.761	1.200.041	1.623.106
Finansman Gelirleri	3.809	157.093	61.260	688.951	449.611
Finansman Giderleri	-837.915	-513.212	-290.207	-681.089	-1.434.916
Vergi Öncesi Kar	-372.589	272.584	170.814	1.207.903	637.801
Vergi Gelir/(Gideri)	68.543	132.162	63.898	41.888	63.009
Dönemin Vergi Gideri	-194	-1.472	-1.474	-3.920	-4.661
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	68.737	133.634	65.372	45.808	67.670
Dönem Net Kân/(Zararı)	-304.046	404.746	234.712	1.249.791	700.810
Değişim		-233,12%		432,48%	73,15%
Net Kar Marjı	-29,71%	31,35%	25,61%	65,00%	28,15%
Ana ortaklık payları	-301.609	408.070	236.493	1.246.301	700.393
Kontrol gücü olmayan paylar	-2.437	-3.324	-1.781	3.490	417

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Fiyat Tespit Raporu

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı halka arz eden pay sahibinin tasarrufunda olacaktır.

6- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 23.01.2023 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirket'in pazar değerinin belirlenmesinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı) yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İNA'ya eşit ağırlık verilmiş olup tarafımızca makuldür.

a. Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

Garanti Yatırım, Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla Firma Değeri/FAVÖK çarpanını kullanmıştır. FD/FAVÖK çarpanı, şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (Borsa da işlem gören şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerleme çarpanlarından birisi olduğu dikkate değer bulunmuş ve FD/FAVÖK'ün kullanılmış olmasını makul buluyoruz.

Değerlemede Kullanılan Finansallar ('000 USD)	30.09.2022
FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	116.899
Net Borç	365.167

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim	465,49
Aydem Yenilenebilir Enerji	8,36
Ayen Enerji	4,36
Galata Wind Enerji	8,63
Margun Enerji Üretim	25,22
Hun Yenilenebilir Enerji	23,41
Kartal Yenilenebilir Enerji	13,62
Aksu Enerji	57,8
Biotrend Çevre ve Enerji	25,76
Zorlu Enerji	8,77
Ortalama	9,85

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları	USD
FAVÖK (2022/09 Son 4Ç)	116.899.087
Çarpan	9,85
İşletme Değeri	1.150.972.835
Net Borç	365.167.282
İskonto Öncesi Piyasa Değeri	785.805.553

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
NHPC Limited	10,81
Meridian Energy Limited	16,44
Innergex Renewable Energy Inc.	14,39
Boralex Inc.	14,78
Auren Energia S.A.	13,29
Seatec ASA	15,93
Brookfield Renewable Partners L.P.	16,59
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technial Company	14,36
AES Brasil Energia S.A.	11,22
RENOVA, Inc.	19,8
CK Power Public Company Limited	17,54
BCPG Public Company Limited	8,88
Grupo Ecoener S.A.	11,97
Omega Energia S.A.	7,38
Genex Power Limited	41,73
China Datang Corporation Renewable Power Co., Limited	6,84
Northland Power Inc.	8,64
TransAlta Renewables Inc.	14,78
GEPIC Energy Development Co., Ltd.	11,61
Gia Lai Electricity Joint Stock Company	8,82
Pt Kencana Eergi Lestari Tbk	10,86
Ortalama	11,24

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları	USD
FAVÖK (2022/09 Son 4Ç)	116.899.087
Çarpan	11,24
İşletme Değeri	1.313.987.414
Net Borç	365.167.282
İskonto Öncesi Piyasa Değeri	948.820.132

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Metod	Değer (USD)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer (USD)
Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları	1.150.972.835	50%	575.486.418
Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları	1.313.987.414	50%	656.993.707
Piyasa Çarpanlarından Hesaplanan İşletme Değeri			1.232.480.125

Şirket'in çarpan değerleri belirlenirken benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olması ve uç değerleri elimine edip anlamlı bölgede kalabilmek adına çarpanları 5'ten aşağı ve 15'den yukarı olan şirketler uç değer olarak kabul edilip ortalamaya dahil edilmemiş olması nedeniyle medyan yerine ortalama değer alınmasını makul karşılıyoruz. Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerden hesaplanan değere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analizi metodundan 1.232.480.125 USD değer hesaplanmıştır.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

İndirgenmiş Nakit Akımı

İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022 son çeyrek ve 2022/4Ç – 2070 yılları için projekte edilmiştir. Projeksiyon döneminde santrallerin lisans süreleri dikkate alınarak 2070 yılına kadar nakit akışı projeksiyonu kullanılmasını makul karşılıyoruz.

- Şirket'in mali tabloları SPK Finansal Raporların Standartlarına göre TL cinsinden sunulsa da Şirket'in İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi USD'dir. Bunun ana sebebi özellikle Şirket'in satışlarının çoğunluğunun USD para birimine endeksli olmasıdır.
- Elektrik üretim miktarları tahmin edilirken GES ve RES santralleri için operasyonda oldukları yılları kapsayacak şekilde 2019, 2020, 2021 ve 2022 yılları elektrik üretim miktarlarının ortalaması baz olarak alınmış olup bu miktarlar degradasyon oranı da hesaba katılarak yıl bazında %0,2 azaltılmıştır. HES santralleri için ise ülkemizde bazı yıllarda görülen dönemsel kuraklığa bağlı olarak üretim miktarlarında düşüşler gözlemlenebileceği için ihtiyatlı olmak adına sadece tam yıl operasyonda oldukları yıllar dahil edilerek 2015 yılından 2022 yılı sonuna kadarlık bir dönemde gerçekleşen üretimlerinin ortalaması alınmış olup gelecek yıllar bu ortalamalar kullanılarak öngörülmüştür. Elektrik üretim miktarları her bir lisanslı santral için lisans tarihin sonuna kadar, lisansız santraller için ise 2070 yılına kadar öngörülmüş olup bu maddede bahsedilen yaklaşımlar tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- 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. Risksiz getiri oranı için kesin bir kaide bulunmamakla birlikte burada raporu yazan analistin gelecek dönem beklentileri belirleyici olmakta ve Uluslararası Değerleme Standardı bu konuda analiste bir alan bırakılmaktadır. Kapanış verisi yerine son 1 yıllık ortalama eurobond faizinin de kullanılması bir seçenek olabilirdi.
- 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 varsayılmış olup tarafımızca makuldür. Kaldıraçlı betanın 1x'in üzerinde olmasını ihtiyatlı yaklaşım nedeniyle makul bulmaktayız.
- 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. Bu varsayımlar ışığında 2023 yılı için %12,5 olan AOSM'nin 2031 yılına kadar %12,1'e gerileyeceği ve projeksiyon dönemi boyunca bu oranda devam edeceği varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- İNA yöntemi uygulanırken Şirket'in nakit akımlarının yıl ortalarında olduğu varsayılmıştır.
- Şirket'in bağlı ortaklıklarından Me-Se Enerji Elektrik Üretim Sanayi ve Tic. A.Ş.'deki payı %80 ve Solentegre Enerji Yatırımları Tic. A.Ş.'deki payı %90'dır. Kontrol gücü olmayan paylara ait olan serbest nakit akımları (Me-Se Enerji için %20 ve Solentengre Enerji için %10'luk kısım) ana ortaklığa ait serbest nakit akımlarına ulaşırlarken çıkartılmış olup tarafımızca makuldür.
- Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2022 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 30.09.2022 tarihindeki özsermaye değeri 687.762.321 USD olarak hesaplanmıştır. 30.09.2022 tarihli özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 23.01.2023 tarihindeki karşılığı, 2022 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. 23.01.2023 tarihindeki Şirket özsermaye değeri 722.312.098 USD ve işletme değeri 1.087.479.380 USD'dir.

b. Sonuç

Akfen Yenilenebilir Enerji için Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken Piyasa Çarpanları Analizine %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %50 ağırlık verilerek 794,8 milyon USD piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu değere %33,31 halka arz iskontosu **pay başına 9,80 TL değer** hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti	
Yurt İçi Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurt İçi Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	9,85x
FAVÖK (2022/09 Son 4Ç), \$	116.899.087
Firma Değeri, \$	1.150.972.835
Yurt Dışı Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurt Dışı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	11,24x
FAVÖK (2022/09 Son 4Ç), \$	116.899.087
Firma Değeri, \$	1.313.987.414
Piyasa Çarpanlarından Hesaplanan İşletme Değeri	1.232.480.125
İNA'dan Hesaplanan Firma Değeri	1.087.479.380
Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri, \$	1.159.979.752
Net Borç, \$	365.167.282
Piyasa Değeri, \$	794.812.470
Pay Adedi	1.016.031.947
Pay Başına Fiyat, \$	0,78
23.01.2023 tarihli TCMB Alış Kuru	18,7844
Pay Başına Fiyat, TL	14,69
Halka Arz İskontosu	33,31%
Halka Arz Fiyatı, TL	9,80

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8 Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İNA'ya eşit ağırlık verilmiş olup tarafımızca makuldür.
- Garanti Yatırım, Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla Firma Değeri/FAVÖK çarpanını kullanmıştır. FD/FAVÖK çarpanı, şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (Borsa da işlem gören şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerleme çarpanlarından birisi olduğu dikkate alındığında FD/FAVÖK'ün kullanılmış olmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in çarpan değerleri belirlenirken benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olması ve uç değerleri elimine edip anlamlı bölgede kalabilmek adına çarpanları 5'ten aşağı ve 15'den yukarı olan şirketler uç değer olarak kabul edilip ortalamaya dahil edilmemiş olması nedeniyle medyan yerine ortalama değer alınmasını makul karşılıyoruz. Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerden hesaplanan değere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analizi metodundan 1.232.480.125 USD değer hesaplanmıştır.
- Şirket'in mali tabloları SPK Finansal Raporların Standartlarına göre TL cinsinden sunulsa da Şirket'in İNA değerlemesinde kullanılan değerleme para birimi USD'dir. Bunun ana sebebi özellikle Şirket'in satışlarının çoğunluğunun USD para birimine endeksli olmasıdır.
- Elektrik üretim miktarları tahmin edilirken GES ve RES santralleri için operasyonda oldukları yılları kapsayacak şekilde 2019, 2020, 2021 ve 2022 yılları elektrik üretim miktarlarının ortalaması baz olarak

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

alınmış olup bu miktarlar degradasyon oranı da hesaba katılarak yıl bazında %0,2 azaltılmıştır. HES santralleri için ise ülkemizde bazı yıllarda görülen dönemsel kuraklığa bağlı olarak üretim miktarlarında düşüşler gözlemlenebileceği için ihtiyatlı olmak adına sadece tam yıl operasyonda oldukları yıllar dahil edilerek 2015 yılından 2022 yılı sonuna kadarlık bir dönemde gerçekleşen üretimlerinin ortalaması alınmış olup gelecek yıllar bu ortalamalar kullanılarak öngörülmüştür. Elektrik üretim miktarları her bir lisanslı santral için lisans tarihin sonuna kadar, lisansız santraller için ise 2070 yılına kadar öngörülmüş olup bu maddede bahsedilen yaklaşımlar tarafımızca makul karşılanmaktadır.

- 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. Risksiz getiri oranı için kesin bir kaide bulunmamakla birlikte burada raporu yazan analistin gelecek dönem beklentileri belirleyici olmakta ve Uluslararası Değerleme Standardı bu konuda analiste bir alan bırakmaktadır. Kapanış verisi yerine son 1 yıllık ortalama verinin kullanılması da bir alternatif olarak görülmekle birlikte analistin yaklaşımı makul bulunmuştur.
- Şirket'in 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 varsayılmış olup tarafımızca makuldür. Beta'nın projeksiyon boyunca 1x'in üzerinde hesaplanması ihtiyatlı bir yaklaşım olarak görülmüştür.
- 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. Bu varsayımlar ışığında 2023 yılı için %12,5 olan AOSM'nin 2031 yılına kadar %12,1'e gerileyeceği ve projeksiyon dönemi boyunca bu oranda devam edeceği varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- İNA yöntemi uygulanırken Şirket'in nakit akımlarının yıl ortalarında olduğu varsayılmış olup bu durum makul bulunmuştur.
- Şirket'in bağlı ortaklıklarından Me-Se Enerji Elektrik Üretim Sanayi ve Tic. A.Ş.'deki payı %80 ve Solentegre Enerji Yatırımları Tic. A.Ş.'deki payı %90'dır. Kontrol gücü olmayan paylara ait olan serbest nakit akımları (Me-Se Enerji için %20 ve Solentengre Enerji için %10'luk kısım) ana ortaklığa ait serbest nakit akımlarına ulaşılırken çıkartılmış olup tarafımızca makuldür.
- Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2022 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 30.09.2022 tarihindeki özsermaye değeri 687.762.321 USD olarak hesaplanmıştır. 30.09.2022 tarihli özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 23.01.2023 tarihindeki karşılığı, 2022 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. 23.01.2023 tarihindeki Şirket özsermaye değeri 722.312.098 USD ve işletme değeri 1.087.479.380 USD'dir. Cari değeri bulmak açısından ilgili yaklaşım makul bulunmuştur.
- Şirket değerine %33,31 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 9,80 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.