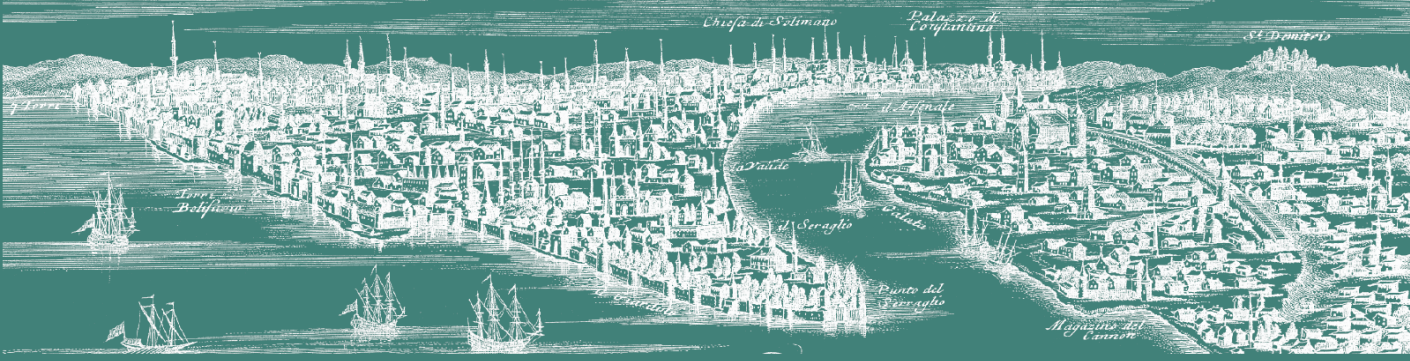


Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.



Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş Dışında Farklı bir Kuruluş Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

7 Mart 2023



osmanlı
YATIRIM

**Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu****Bilgilendirme ve Çekince**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2 fıkrasında yer alan "Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir yetkili kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunu hazırlayacak yetkili kuruluşun ilgili halka arzda konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmaması gerekir. Analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan yetkili kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur." maddesine istinaden Fiyat Tespit Raporu'ndaki şirket verileri kullanılarak Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Yatırımcılar kararını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidir.

Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Borsa Kodu	AKFYE
Talep Toplama	8-9-10 Mart 2023
Halka Arz Yöntemi	340.370.703-TL Nominal Değerli Pay (Ortak Satışı)
Halka Açıklık Oranı (%)	33,50%
Şirket Hedef Piyasa Değeri (USD)	794,8 milyon
Halka Arz İskonto Oranı (%)	33,31%
İskontolu Piyasa Değeri (USD)	530,1 milyon
İskontolu Halka Arz Değeri (TL)	9.956,9 milyon
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	3.335,6 milyon
Halka Arz Pay Değeri (TL)	9,80
Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Şirket Çalışanları ve Yurtiçi Bireysel Yatırımcılara oransal dağıtım uygulanacaktır.
Tahsisat Grupları	Şirket Çalışanları 10%, Yurtiçi Bireysel 20%, Yurtiçi Kurumsal 20%, Yurtdışı Kurumsal 50%
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Halka Arz Eden Pay Sahibi 1 yıl boyunca satmama ve dolaşımdaki pay miktarını artırmama taahhüdü vermektedir. Halka Arz Eden Pay Sahibi 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan satmama taahhüdü vermektedir.
Ek Satış	Yoktur
Fiyat İstikrarı	30 gün süre ile fiyat istikrarı planlanmaktadır.

Kaynak: Şirket İzahnamesi, Bağımsız Denetim Raporu, Fiyat Tespit Raporu

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı 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. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

Şirket Profili

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. («Akfen Enerji» veya «Şirket»), 2 Mart 2023 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığı'nın 2023/13 sayılı Bülteni'nde halka arz işlemi için onaylandığı duyurulmuştur.

Akfen Holding A.Ş. Bağlı ortaklığı konusunda olan Şirket, 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 enerji alımı ile iştigal eden, EPDK mevzuatı çerçevesinde lisanslı ve lisanssız Santraller'i işleten özel amaçlı şirketler niteliğindeki bağlı şirketleri olan Üretim Şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir.

Şirket portföyünde Üretim Şirketleri tarafından işletilen 12 lisanslı hidroelektrik santrali, 8 lisanslı ve 27 lisanssız olmak üzere 35 güneş enerji santrali ve 6 rüzgar enerjisi santrali yer almaktadır. Çiçekli Hidroelektrik Santrali'nde yaşanan sel felaketi ile payları devredilmiştir. Devredilen santral payları neticesinde Şirket portföyünde 699 MW üretim kapasitesi bulunmaktadır. Kurulu gücün 229 MW HES, 121 MW GES ve 348 MW RES tesislerinden oluşmaktadır. Eylül 2022 itibarıyla tesislerin %84'ü YEKDEM kapsamında yer almaya devam etmektedir. Enerji üretim tesislerinin 2019, 2020, 2021 yıl sonu ve 2022 3. çeyrek sonu üretim performansları sırasıyla 1.193, 1.766, 1.706 ve 1.411 GWh'tir.

Ortaklık Yapısı

Ortaklık Bilgisi Ortak Adı/Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutar (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
Akfen Holding A.Ş.	1.016.031.947	100,0%	675.661.244	66,5%
Halka Açık Kısım	0	0,0%	340.370.703	33,5%
Toplam	1.016.031.947	100,0%	1.016.031.947	100,0%

Kaynak: Şirket İzahnamesi, Bağımsız Denetim Raporu, Fiyat Tespit Raporu

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı 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. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

Bilanço

Bilanço (bin TL)	2019	2020	2021	2022/3Ç
Dönen Varlıklar	406.116	664.306	1.057.746	2.205.152
Nakit ve Nakit Benzerleri	288.874	524.196	797.952	1.716.152
Ticari Alacaklar	51.074	100.914	206.696	455.476
Diğer Alacaklar	2.197	2.564	5.546	17.385
Stoklar	1.063	891	831	
Peşin Ödenmiş Giderler	26.938	21.498	36.185	11.620
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.426	2.278	4.513	1.571
Diğer Dönen Varlıklar	34.544	11.965	6.023	2.948
Duran Varlıklar	3.557.524	7.765.796	13.510.237	16.458.795
Ticari Alacaklar	3.648	3.616	2.183	2.358
Diğer Alacaklar	5.032	6.831	8.339	14.426
Finansal Yatırımlar	100	100	100	100
Maddi Duran Varlıklar	2.754.578	6.868.899	12.787.899	15.651.700
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	460.049	494.388	483.294	475.014
Kullanım Hakkı Varlıkları	53.890	69.854	70.889	70.889
Peşin Ödenmiş Giderler	108.482	82.629	75.463	86.385
Türev Finansal Araçlar	0	0	0	88.032
Ertelenmiş Vergi Varlığı	118.421	201.073	37.968	15.147
Diğer Duran Varlıklar	53.324	38.406	44.102	54.744
Toplam Aktifler	3.963.640	8.430.102	14.567.983	18.663.947
Kısa Vadeli Yükümlülükler	771.423	837.131	1.734.409	2.761.180
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	396.017	598.733	1.040.060	1.796.047
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	5.767	6.877	8.216	8.216
Ticari Borçlar	286.367	127.375	178.684	413.829
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.137	657	862	1.652
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Yükümlülükler	2.730	0	0	2.247
Diğer Borçlar	473	7.790	344.553	257.332
Kısa Vadeli Karşılıklar	52.310	61.952	22.281	14.828
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	26.622	33.747	139.753	267.029
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.880.569	4.832.379	7.337.487	8.811.303
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.318.609	3.379.432	5.128.300	6.363.348
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	54.729	82.613	94.002	94.002
Türev Finansal Araçlar	163.172	290.396	324.510	0
Diğer Borçlar	199.581	233.744	146	208
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	49.505	810.279	1.769.158	2.335.414
Uzun Vadeli Karşılıklar	94.973	35.915	21.371	18.331
Özkaynaklar	313.037	2.764.418	5.474.413	7.072.368
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 ve Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş				
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(935)	2.871.293	7.779.662	10.152.324
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Bir. Diğ. Kaps. Gelir veya Gider		(271.593)	(2.953.688)	(5.131.551)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20.995	20.995	21.041	21.119
Geçmiş Yıllar Zararları	(887.831)	(1.137.362)	(1.363.366)	(798.519)
Dönem Net Karı / Zararı (-)	(249.531)	(301.609)	408.070	1.246.301
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	313.037	2.764.418	5.474.413	7.072.368
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(1.389)	(3.826)	21.674	22.096
Toplam Özkaynaklar	311.648	2.760.592	5.496.087	7.094.464
Toplam Pasifler	3.963.640	8.430.102	14.567.983	18.666.947

Kaynak: Şirket İzahnamesi, Bağımsız Denetim Raporu

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı 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. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (bin TL)	2019	2020	2021	2022/3Ç
Hasılat	502.228	1.023.255	1.291.036	1.922.754
Satışların Maliyeti (-)	(232.518)	(418.757)	(606.615)	(716.666)
Brüt Kar / Zarar (-)	269.710	604.498	684.421	1.206.088
Pazarlama Giderleri (-)	0	0	0	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	(32.033)	(25.302)	(33.110)	(44.812)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	9.755	26.689	54.718	51.761
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(17.300)	(80.994)	(11.658)	(17.338)
Esas Faaliyet Karı / Zararı (-)	230.132	524.891	694.371	1.195.699
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.272	707	25.475	4.342
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(1.523)	(64.081)	(91.143)	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı (-)	229.881	461.517	628.703	1.200.041
Finansman Gelirleri	4.971	3.809	157.093	688.951
Finansman Giderleri (-)	(534.116)	(837.915)	(513.213)	(681.089)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı (-)	(299.264)	(372.589)	272.583	1.207.903
Dönem Vergi Gideri (-)	(13.546)	(194)	(1.472)	(3.920)
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri (-)	61.120	68.737	133.634	45.808
Sürdürülen Faaliyetler Net Dönem Karı / Zararı (-)	(251.690)	(304.046)	404.745	1.249.790
Ana Ortaklık Payı	(249.531)	(301.609)	408.070	1.246.301
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(2.159)	(2.437)	(3.325)	3.490
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç / Kayıp (-)	-0,26	-0,30	0,40	1,23

Karlılık Analizi ve Rasyolar

Karlılık Analizi (%)	2019	2020	2021	2022/3Ç
Brüt Kar Marjı (%)	53,7%	59,1%	53,0%	62,7%
Faaliyet Kar Marjı (%)	47,3%	56,6%	50,4%	60,4%
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	45,8%	51,3%	53,8%	62,2%
Net Kar Marjı (%)	-50,1%	-29,7%	31,4%	65,0%
Aktif Karlılığı		-5%	4%	
Özsermaye Karlılığı		-20%	10%	

Rasyolar	2019	2020	2021	2022/3Ç
Cari Oran	0,53	0,79	0,61	0,80
Likidite Oranı	0,37	0,63	0,46	0,62
Özkaynaklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,41	3,30	3,16	2,56
Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Kaynaklar	0,92	0,67	0,62	0,62
Alacak Tahsil Süresi		27	43	47
Borç Ödeme Süresi		180	92	113

Kaynak: Şirket İzahnamesi, Bağımsız Denetim Raporu

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı 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. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

Değerleme / Fiyat Tespiti

Akfen Enerji'nin Garanti BBVA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. («Garanti BBVA Yatırım») tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek payların birim fiyat tespitinde indirgenmiş nakit akışı %50, benzer şirket çarpanları %50 ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Şirket'in özet finansalları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Özet Finansallar (bin TL)	2019	2020	2021	2022/3Ç	Yıllıklandırılmış
Nakit ve Nakit Benzerleri	288.874	524.196	797.952	1.716.152	1.716.152
Finansal Borçlar	2.775.122	4.067.655	6.270.578	8.261.613	8.261.613
Net Borç	2.486.248	3.543.459	5.472.626	6.545.461	6.545.461
Özkaynak	313.037	2.764.418	5.474.413	7.072.368	7.072.368
Ödenmiş Sermaye	959.410	1.016.032	1.016.032	1.016.032	1.016.032
Net Borç / Özkaynaklar	7,94	1,28	1,00	0,93	0,93
Faaliyet Karı	237.677	579.196	651.311	1.161.276	1.341.826
Amortisman	614.102	1.040.089	1.137.861	355.019	1.260.151
FAVÖK	851.779	1.619.285	1.789.172	1.516.295	2.601.977
Net Borç / FAVÖK	2,92	2,19	3,06	4,32	2,52
Satışlar	502.228	1.023.255	1.291.036	1.922.754	2.297.466
Net Kar	(251.690)	(304.046)	404.745	1.249.790	1.419.823

Özkaynak değeri (birim hisse fiyatının belirlenmesinde kullanılan hisse bedeli), indirgenmiş nakit akışı ve çarpan analizleri ile hesaplanan firma değerinden, şirketin net borçları düşülerek hesaplanmaktadır. Net borçlar, Şirketin finansal borçlarından hazır değerleri ve finansal yatırımları düşülerek hesaplanmaktadır. 2019-2022/3Ç arasındaki borçluluk seviyeleri aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Yükümlülükler (TL)	2019	2020	2021	2022/3Ç
Kısa Vadeli Yükümlülükler	771.423	837.131	1.734.409	2.761.180
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.880.569	4.832.379	7.337.487	8.811.303
Toplam Yükümlülükler	3.651.992	5.669.510	9.071.896	11.572.483

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Bağımsız Denetim Raporu

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı 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. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu**İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi**

İndirgenmiş Nakit Akışı analizlerine göre Akfen Enerji'nin firma değeri değerlendirme faktörü akabinde 1.087 milyon USD olarak hesaplanmıştır. Net borcun düşülmesi ile 722 milyon USD olarak özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin hesaplamasında:

- Projeksiyon döneminde Risksiz Faiz Oranı yıllar itibarıyla farklı değerler üzerinden hareketle iskonto oranını değiştirmiştir. Projeksiyon dönemi yıllık periyotlarının her biri için ayrı bir iskonto oranı hesaplanmıştır.
- Hisse Senedi Risk Primi %5,5, Beta ise değişken değerlerde yer almaktadır.
- Vergi oranı 2022 son çeyreği ile 2027 dönemi için değişken, devam eden yıllar için %20 olarak alınmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Şirket'in kaldıraç oranı %54,5 olarak kullanılmıştır.
- YEKDEM süreci içerisinde fiyatlama güncellemeleri de projeksiyon dönemi içerisinde etkisini göstererek 2030 yılı ve sonrası tahmini elektrik satış fiyatlarının mevcut fiyatlardan yüksek olabileceği varsayımı da değerlemeye dahil edilmiştir.
- Projeksiyon dönemine ait özsermaye değeri üzerinden 1,05 katsayı ile «Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü» nihai değer güncellenmiştir.
- Fiyat Tespit Raporu'nda yuvarlamalardan kaynaklı olduğu düşünülebilecek farklılıklar mevcuttur.

İndirgenmiş Nakit Akışları (milyon USD)	
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışları	1.052,9
Net Borç	365,2
Özsermaye Değeri	687,8
Değerleme Faktörü	1,05
Değerleme Faktörü Dahil Edilmiş Özsermaye Değeri	722,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Bağımsız Denetim Raporu

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı 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. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu**Piyasa Çarpanları Analizi**

Piyasa çarpanları analizinde yurtdışı ve yurtiçi emsal şirketlerin FD/FAVÖK çarpanının kullanıldığı değerlendirilmiştir, şirketin gösterge niteliğindeki finansalları USD para birimi cinsinden yıllıklandırılmıştır. Belirtilen tüm çarpanlar için yurtiçi emsal şirketlerin çarpanlarına ait ortalama değerleri üzerinden ulaşılan sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

Emsallere ilişkin:

- Seçilmiş olan emsal şirketlere ait çarpanların uç değerlerinin çıkarıldığı,
- Emsal şirket çarpanları ortalama alınarak hesaplanarak baz çarpan değerine ulaşılmıştır.

Çarpan analizlerine göre Akfen Enerji'nin piyasa değeri halka arz öncesi 868 milyon USD olarak hesaplanmıştır. Fiyat Tespit Raporu'nda yurtiçi ve yurtdışı benzer iş kolunda faaliyet gösteren şirket çarpanlarına ve nihai sonuca aşağıda yer verilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı Özkaynak Değeri (milyon USD)	Emsal	FAVÖK	Net Borç	Şirket Değeri	Ağırlık (%)
Yurtdışı Emsal Şirketler	11,24 x	116,9	365,2	948,8	50%
Yurtiçi Emsal Şirketler	9,85 x	116,9	365,2	785,8	50%
FD/FAVÖK Özkaynak Değeri					867,3

Değerleme Sonucu

Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akışları ve Piyasa Yaklaşımı Benzer Şirket Çarpanları (Borsada Kılavuz İşlemler) çerçevesince hesaplanan değerler eşit ağırlıklandırılarak nihai özkaynak değerine ulaşılmıştır. Akabinde iskonto edilerek halka arza ilişkin pay ihraç değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri (milyon USD)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Değer (milyon USD)
Gelir Yaklaşımı – İNA	722,3	50%	361,2
Piyasa Yaklaşımı – Benzer Şirket Çarpanları	867,3	50%	433,6
Tahmini Özkaynak Değeri (milyon USD)			794,8
Sermaye (milyon TL)			1.016,0
Tahmini Pay Değeri (USD)			0,78
Halka Arz İskonto Oranı (%)			33,31%
İskontolu Piyasa Değeri (milyon USD)			530,1
İskontolu Pay Değeri (USD)			0,52
TCMB Alış Kuru (23.01.2023)			18,7844
İskontolu Piyasa Değeri (milyon TL)			9.956,9
Halka Arz Pay Fiyatı			9,80

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Bağımsız Denetim Raporu

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı 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. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

**Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu****Görüş**

- Fiyat Tespit Raporu'nda şirketle ilgili bilgilerin ve fiyat tespitinde esas alınan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünmekteyiz.
- Değerlemede hem indirgenmiş nakit akışı, hem de benzer şirket çarpanı analizleri yapılmasını ve birlikte kullanılarak analizlerin tamamlanmasını makul görmekteyiz.
- Değerleme işleminin Şirket'in fonksiyonel para birimi olan Amerikan Doları cinsinden yapılmasının, iskonto oranının söz konusu döviz cinsi üzerinden hesaplanmasını ve nihai iskonto oranlarını makul bulmaktayız.
- Değerlemenin döviz cinsinden yapılması:
 - Şirket'in ve portföyünün fonksiyonel para biriminin USD olması,
 - Şirket'in ve portföyünün YEKDEM bünyesinde yer alması, YEKDEM bünyesinde fiyatlamaların birim KWh bazında USD olarak belirlenmesi,
 - Enerji sektörünün kurulum, yönetim, bakım ve faaliyet işlemlerinin USD (ve diğer döviz) cinsinden fiyatlamalar ile yapılıyor olması kaynaklıdır.
- İndirgenmiş nakit akışları yöntemi aracılığı ile hesaplanan şirket özkaynak değerinde santrallerin 2070 yılına kadar lisanslı olması gerekçe gösterilerek terminal value hesaplaması yapılmamış, hesaplanan özkaynak değeri üzerine finansal tablo tarihi ile değerlendirme tarihi arasındaki dönem için 2022 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü ile revize edildiği belirtilmiştir. Söz konusu faktörün hesaplanması ve mevcut değer revize edilmesi konusunda detay verilmesinin uygun olacağı görüşünde bulunmaktayız.
- Yıllar itibarıyla ayrı ayrı iskonto oranı hesaplamasının yerine hesaplanan iskonto oranının projeksiyon dönemindeki tüm yıllar için aynı oranda kullanılmasının uygun olacağı görüşündeyiz.
- Baz çarpan hesaplamasında ortalama alınarak kullanılmasının makul olduğunu belirtmekteyiz.
- Nihai değer Türk Lirası'na çevrilmesi amacıyla ilgili tarihteki TCMB Alış Kuru'nun kullanılmasını makul bulmak ile birlikte efektif alış kurunun da kullanılabilmesi söz konusudur.
- Halka arza yönelik pay ihracında belirlenecek olan pay değerinin hesaplanmasında **%31,31 halka arz iskontosu** yapılmıştır.
- Birim **pay değerinin 9,80 TL** olarak ihraca konu olmasının makul olduğunu düşünmekteyiz.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Osmanlı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Osmanlı 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. Osmanlı Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.