



**AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş. FİYAT
TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN
ANALİST RAPORU**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

08 MART 2023



İçindekiler

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA	4
6. GÖRÜŞÜMÜZ	9

AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.

[AKFYE]

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından Halka arz aracılığıyla Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Garanti Yatırım") Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. ("Akfen Enerji" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.

Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu

2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

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 enerjisi alımı ile iştigal eden, EPDK mevzuatı çerçevesinde lisanslı ve lisanssız santralleri işleten özel amaçlı şirketler 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 706MW iken Çiçekli HES'de yaşanan sel felaketinin de etkisi ile Şirket'in Kurtal paylarını devretmesi ile 699-700 MW aralığına gerilemiş olup bu kurulu gücün %32,7'sine denk gelen 228,75 MW'lik kısmını HES'ler, %17,3'üne denk gelen 121,41 MW'lik kısmını GES'ler ve %49,9'una denk gelen 348,9 MW'lik kısmını ise RES'ler oluşturmaktadır. 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. Santrallerin 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, 8 adet lisanslı ve 27 adet lisanssız olmak üzere toplam 35 adet güneş enerjisi santrali ve 6 adet rüzgâr enerjisi santrali bulunmaktadır. Portföydeki toplam 53 adet elektrik enerjisi santralleri

AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş. HALKA ARZ ÖZETİ

Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Halka Arz Öncesi Sermaye	1.016.031.947
Halka Arz Sonrası Sermaye	1.016.031.947
Sermaye Artırımı	-
Ortak Satışı	340.370.703
Toplam	340.370.703
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	9,80 TL
Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)	-
Brüt Halka Arz Geliri (Ortaklar)	3.335.632.889
Halka Arz Büyüklüğü	3.335.632.889
Kotasyon	
Talep Toplama	08-09-10 Mart 2023
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Ve Bedelsiz Sermaye Artırımı Yapmama	12 Ay
Ortak Satışı Yapmama	12 Ay
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Lider Aracı Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım Yöntemi (Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Şirket Çalışanları için)
Halka Arzda Satış Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama

Marmara, Karadeniz, Ege, Akdeniz, Doğu Anadolu, İç Anadolu bölgelerinde yer almaktadır.

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket'in 1.016.031.947 TL olan ödenmiş sermayesi 20.000.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde sabit kalacaktır.

Tamamı ortak satışı kapsamında olan toplam 340.370.703 adet pay halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek payların tamamının ortak satışından kaynaklanıyor olmasından dolayı halka arz sonrası sermaye aynı kalacaktır.

Şirket paylarının halka arzı Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından "Sabit Fiyat İle Talep Toplama" ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyat ile talep toplama süresi 3 iş günü olup, 08-09-10 Mart 2023 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Halka arz edilecek 340.370.703 TL nominal değerli Şirket paylarının halka arzında tahsisat aşağıdaki gibi olacaktır.

- 68.074.141 TL nominal değerli %20 oranındaki kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar'a,
- 68.074.141 TL nominal değerli %20 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar'a,
- 170.185.351 TL nominal değerli %50 oranındaki kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar'a,
- 34.037.070 TL nominal değerli %10 oranındaki kısmı Akfen Grubu Çalışanları'na gerçekleştirilecek satışlar için tahsis edilmiştir.

Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün fiyat istikrarı işlemleri sağlanacaktır.

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ile biten mali yıllara ve 30.09.2022 ile biten ara döneme ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

Özet Finansal Veriler (Bin TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022	31.12.2022
Dönen Varlıklar	406.116	664.306	1.057.746	2.208.152	1.423.637
Duran Varlıklar	3.557.524	7.765.796	13.510.237	16.458.795	16.378.615
TOPLAM VARLIKLAR	3.963.640	8.430.102	14.567.983	18.666.947	17.802.252
Kısa Vadeli Yükümlülükler	771.423	837.131	1.734.409	2.761.180	2.391.242
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.880.569	4.832.379	7.337.487	8.811.303	8.390.586
Özkaynaklar	311.648	2.760.592	5.496.087	7.094.464	7.020.424
TOPLAM KAYNAKLAR	3.963.640	8.430.102	14.567.983	18.666.947	17.802.252

Gelir Tablosu (Bin TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	31.12.2022
Hâsılat	502.228	1.023.255	1.291.036	916.324	1.922.754	2.489.204
Satışların Maliyeti (-)	(232.518)	(418.757)	(606.615)	(423.373)	(716.666)	(1.017.807)
Brüt Kâr	269.710	604.498	684.421	492.951	1.206.088	1.471.397
Genel Yönetim Giderleri (-)	(32.033)	(25.302)	(33.110)	(22.190)	(44.812)	(67.203)
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gel.	9.755	26.689	54.718	26.340	51.761	163.561
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gid. (-)	(17.300)	(80.994)	(11.658)	(6.513)	(17.338)	(9.100)
Esas Faaliyet Kârı	230.132	524.891	694.371	490.588	1.195.699	1.558.655
Yatırım Faaliyetlerinden Gel.	1.272	707	25.475	316	4.342	64.451
Yatırım Faaliyetlerinden Gid. (-)	(1.523)	(64.081)	(91.143)	(91.143)	-	-
Finansman Gel/Gid Öncesi Kâr	229.881	461.517	628.703	399.761	1.200.041	1.623.106
Finansman Gelirleri	4.971	3.809	157.093	61.260	688.951	449.611
Finansman Giderleri (-)	(534.116)	(837.915)	(513.213)	(290.207)	(681.089)	(1.434.916)
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	(299.264)	(372.589)	272.583	170.814	1.207.903	637.801
Vergi Gelir/Gideri	47.574	68.543	132.162	63.898	41.888	63.009
Net Dönem Kârı/Zararı	(251.690)	(304.046)	404.745	234.712	1.249.791	700.810
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(2.159)	(2.437)	(3.325)	(1.781)	3.490	417
Ana Ortaklık Payları	(249.531)	(301.609)	408.070	236.493	1.246.301	700.393

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri dikkate alınmıştır.

- **Maliyet Yaklaşımı**

Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmalarının pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi, kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

- **Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi (%50)**

Şirket santrallerinin elektrik üretim miktarları yıldan yıla göreceli olarak sınırlı bir değişim göstermekte ve bu nedenle Şirket'in toplam yıllık elektrik üretim miktarı öngörülebilmektedir. Ek olarak, Şirket'in santrallerinin çoğu ürettiği elektriği YEKDEM kapsamında satmaktadır. YEKDEM fiyatlarının belirli dönem boyunca kesinleşmiş olması nedeniyle, Şirket santrallerinin elektrik satış fiyatları da göreceli olarak öngörülebilirdir.

Şirket'in 2022 yılı 9 aylık dönem itibarıyla satışların maliyeti giderlerinin amortisman ve itfa payları hariç %80'lik bir kısmı doğrudan sözleşmeye veya tarifeye bağlı giderler olup, gelecek yıllar için tahmin edilebilir giderlerdir. Geriye kalan %20'lik kısmı ise dolaylı olarak öngörülebilir giderlerdir.

Bu kapsamda, Şirket'in 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 değerlendirilmesinin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

- **Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi (İD/FAVÖK) (%50)**

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 arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri uyarınca değerlendirme çalışmasında yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, özellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat duyulduğu hâllerde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin bir varlığın değerlendirilmesi için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanmasına gerek olmadığı belirtilmektedir. Bu doğrultuda mevcut şartlar dikkate alındığında değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen yöntemlerden İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır: İD/FAVÖK çarpanına ek olarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin İD/FVÖK, İD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat bu çarpanlar İD/FAVÖK çarpanı kadar güvenilir bulunmamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş nakit akışları yöntemi kapsamında Şirket'in santrallerinin lisans süreleri de göz önüne alınarak 2070 yılına kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. İhtiyatlı olmak adına lisans süresi biten santrallerin lisanslarının yenilenmeyeceği varsayılmıştır. Şirket'in mali tabloları 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.

Tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gerekli görülmektedir. Bundan dolayı değerlendirme kapsamında işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

AOSM	2022 4Ç	2023	2024	2025	2026	...	2031*
Risksiz Getiri Oranı	%9,24	%9,24	%9,24	%9,24	%9,24	...	%9,24
Hisse Senedi Risk Primi	%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
Kaldıraçlı Beta	1,38	1,41	1,42	1,39	1,39	...	1,37
Şirket Risk Primi	%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	...	%20,0
Sermaye Maliyeti	%16,8	%17,0	%17,0	%16,9	%16,9	...	%16,8
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	%10,24	%10,24	%10,24	%10,24	%10,24	...	%10,24
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	%8,3	%8,7	%8,8	%8,4	%8,4	...	%8,2
AOSM	%12,2	%12,5	%12,6	%12,3	%12,3	...	%12,1

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

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

İNA (Milyon USD)	2022 4Ç	2023	2024	2025	2026	...	2070
Net Satışlar	29,9	157,9	167,6	160,3	159,3	...	9,0
Yıllık Büyüme	%4	%5	%6	(%4)	(%1)	...	%1
FAVÖK	20,4	111,3	120,9	112,1	110,2	...	3,0
FAVÖK Marjı	%68	%70	%72	%70	%69	...	%33
FVÖK	12,3	80,6	90,2	81,4	79,5	...	1,9
FVÖK Marjı	%41	%51	%54	%51	%50	...	%21
Vergi Oranı	%19	%15	%14	%18	%18	...	%20
Net Faaliyet Kârı Eksi Düzeltmiş Vergi	10,0	68,8	77,6	66,9	65,2	...	1,5
Amortisman	8,1	30,6	30,7	30,7	30,7	...	1,1
Yatırım Harcamaları	(0,3)	(4,6)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	...	(0,1)
NIS Değişimi	(6,8)	2,6	3,9	(1,7)	0,0	...	0,0
Serbest Nakit Akımı (SNA)	11,0	97,4	111,1	94,9	94,9	...	2,6
SNA (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	(0,1)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	...	(0,0)
SNA (Ana Ortaklık Payı)	10,9	96,9	110,6	94,4	94,4	...	2,6
İndirgeme Oranı (AOSM)	%12,2	%12,5	%12,6	%12,3	%12,3	...	%12,1
İndirgeme Faktörü	0,99	0,92	0,81	0,72	0,65	...	0,00
İndirgenmiş SNA Değerleri	10,8	88,8	90,0	68,4	61,0	...	0,0

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.

İNA İşletme Değeri (USD)	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

Çarpan Analizi

İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kâr performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 23.01.2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile en güncel finansal tablo tarihleri itibarıyla son 12 ay finansal verileri kullanılmıştır.

Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı	Piyasa Değeri (Milyon USD)	İşletme Değeri (Milyon USD)	FAVÖK (Milyon USD)	İD/FAVÖK
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	798	1.427	171	8,36
Galata Wind Enerji A.Ş.	547	546	63	8,63
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	77	100	7	13,62
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	715	2.367	270	8,77
Ortalama				9,85

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

Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı	Piyasa Değeri (Milyon USD)	İşletme Değeri (Milyon USD)	FAVÖK (Milyon USD)	İD/FAVÖK
NHPC Limited	5.298	8.874	575	10,81
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
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
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	235	7,38
China Datang Corporation Renewable Power Co., Limited	2.261	9.965	766	6,84
Northland Power Inc.	6.873	11.319	839	8,64
TransAlta Renewables Inc.	2.450	2.989	79	14,78
GEPI Energy Development Co., Ltd	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

Akfen Enerji'nin piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Sonuçları (İD/FAVÖK)	(USD)
FAVÖK 30.09.2022 Son 12 Ay	116.899.087
Çarpan (x)	9,85
İşletme Değeri	1.150.972.835
Net Borç	(365.167.282)
İskonto Öncesi Piyasa Değeri	785.805.553

Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Sonuçları (İD/FAVÖK)	(USD)
FAVÖK 30.09.2022 Son 12 Ay	116.899.087
Çarpan (x)	11,24
İşletme Değeri	1.313.987.414
Net Borç	(365.167.282)
İskonto Öncesi Piyasa Değeri	948.820.132

Akfen Enerji Değerlemesi Sonucu

Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK çarpanı analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan analizi yönteminde yurt içi benzer şirketlere %50, yurt dışı benzer şirketlere ise %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem çarpan analizi yöntemi hem de nakit akımları yöntemi nihai işletme değeri hesaplanırken eşit ağırlıklandırılmıştır. Akfen Enerji'nin piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Yurt İçi Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurt İçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	9,85x
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (USD)	116.899.087
İşletme Değeri (USD)	1.150.972.835
Yurt Dışı Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurt Dışı Benzerler Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	11,24x
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (USD)	116.899.087
İşletme Değeri (USD)	1.313.987.414
Ağırlıklı İşletme Değeri – Çarpanlar (Ağırlık %50)	1.232.480.125
İşletme Değeri – İNA (Ağırlık %50)	1.087.479.380
Ağırlıklı Ortalama İşletme Değeri – Çarpan ve İNA	1.159.979.752
Net Borç (USD)	(365.167.282)
Piyasa Değeri (USD)	794.812.470
Pay Adedi	1.016.031.947
Pay Başına Fiyat (USD)	0,78
23.01.2023 Tarihli TCMB Alış Kuru	18,7844
Pay Başına Fiyat (TL)	14,69
Halka Arz Fiyatı (TL)	9,80

İskonto Oranı	%33,31
---------------	--------

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 9,80 TL, hesaplanan pay başına fiyat olan 14,69 TL'ye göre %33,31 iskontoludur.

6. GÖRÜŞÜMÜZ

Garanti BBVA Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olduğu görüşündeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapılmıştır.

Akfen Enerji'nin fiyat tespitinde piyasa çarpanları ile indirgenmiş nakit akımlarına eşit ağırlık verilmiştir. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değer ağırlıklandırılması sonucu toplamları alınmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, Garanti BBVA Yatırım tarafından konu alınan BİST'te işlem gören yenilenebilir enerji üretim faaliyetleri bulunan benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25, yurt dışı benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

6.1 Pazar Yaklaşımı

- Pazar yaklaşımı yönteminin kullanılmasını, sektör dinamiklerini doğru yansıttığını düşündüğümüz için makul olarak değerlendiriyoruz.
- Şirket hisseleri BİST Yıldız Pazar'da işlem görecektir. Bu sebeple, Yıldız Pazar çarpanlarının da değerlemeye dâhil edilmesinin makul olacağı görüşündeyiz.
- Benzer şirketlerin farklı ülkelerde bulunmaları sebebiyle farklı vergilendirme sistemine ve fonlama koşullarına bağlı faaliyet göstermeleri nedeniyle F/K ve PD/DD çarpanlarının kullanılmamasını makul olarak değerlendiriyoruz. Kullanılmaması makul olmakla birlikte, F/K ve PD/DD tablolarının paylaşılmasının yerinde olabileceğini düşünmekteyiz.
- Çarpan Analizinde yurt içi benzer şirketlere daha yüksek ağırlık verilmesinin ihtiyatlılık açısından daha tutarlı bir yaklaşım olacağını düşünmekteyiz.
- Şirketlerin operasyonel kâr performanslarına dayanması ve pazar katılımcıları tarafından en sık kullanılan değerlendirme çarpanlarından biri olması nedeniyle İD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul olarak değerlendiriyoruz.
- Benzer şirketlerin İD/FAVÖK değerlerine ilişkin olarak, uç değerlerde filtrasyon makul olmakla beraber, neden 5-15 aralığının tercih edildiğinin yeterince açıklanamadığı görüşündeyiz.

- Ayen Enerji A.Ş.'nin portföy büyüklüğü ve kompozisyonu olarak Şirket ile benzer olduğundan, çarpan analizine dâhil edilmesinin daha doğru olabileceği görüşünderiz. Ayen Enerji A.Ş.'nin çarpan hesabına dâhil edildiği durumda yurt içi benzer şirketlerden elde edilen ortalama çarpanların daha düşük çıkabileceğini bunun da halka arz fiyatını etkileyebileceğini hatırlatmak isteriz.

6.2 Gelir Yaklaşımı

- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için tahmin edilen elektrik üretim miktarlarının, YEKDEM dönemi biten santrallerin dönemin bitmesinden itibaren piyasa takas fiyatından satışı yapılacağından ötürü bu santraller için tahmin edilen elektrik satış fiyatlarının ve kârlılık marjlarındaki ortaya çıkabilecek olası sapmalar, değerlemeye menfi yönde etki yapabileceğini not etmek isteriz.
- İNA'nın uç değer kullanılmaksızın 2070 yılına kadar satış tahminleri yapılarak detaylı bir şekilde projeksiyonların sunulmasının yatırımcıların bilgilendirilmesi açısından önemli olduğunu düşünüyoruz. Ancak hem ülkemizde enerji piyasasının sıkı düzenlemeye tabi olması hem de enerji fiyatlarındaki dönemsel değişiklikler ile sektörün yapısı gereği yüksek yatırım gereksinimi oldukça teknik konular olduğundan İNA'da sapma payı yüksek olabilir. Nitekim projeksiyonda 2030 ve 2040 yılında FAVÖK marjında kademeli artışlar öngörülmekle birlikte 2053 yılında en yüksek hasılatla ulaşılması ve bu yıldan itibaren kademeli düşüş, 2060 yılından itibaren ise dikkat çekici hasılat azalışı söz konusudur.
- Şirket'in betası hesaplanırken çarpan analizi kısmında seçilmiş olan yurt dışı benzer şirketlerin kaldıraçsız beta hesaplamasına dâhil edilmemesinin daha uygun olacağı görüşünderiz.
- Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin 2031 yılından sonra ABD Doları bazında %12,1 olarak kabul edilmesini makul olarak görmekteyiz. Ancak, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan USD bazında piyasa elektrik satış fiyatı tahminlerinin 2027 yılından itibaren her yıl artış trendinde devam ettiğini hatırlatmak isteriz.

Sonuç olarak,

Garanti BBVA Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla belirlenen %33,31 halka arz iskontosu ile 9,80 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

Bu rapor, Piramit Menkul Kıymetler tarafından sadece raporun ilk kısmında yer verilen amaç doğrultusunda hazırlanmıştır. Hiç bir şekilde bir önerisi veya halka arza katılmasına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Yatırımcılar, yatırım kararlarını, Şirket izahnamesini inceleyerek vermelidirler.