



AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU**

**SERMAYE PİYASASI KURULU’NUN VII-128.1 SAYILI PAY TEBLİĞİ’NİN 29/5
MADDESİ UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.**

4 Eylül 2023

I. Genel Bilgiler

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. (“Akfen Yenilenebilir Enerji” veya “Şirket”) iletişim bilgileri ile gerekli sicil kayıtlarına yönelik ayrıntılar aşağıdaki gibidir.

Unvanı	:	Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Vergi Dairesi	:	Ankara Kurumlar
Vergi Numarası	:	023 030 1966
Ticaret Sicili Numarası	:	231793
Sanayi Sicil numarası	:	10273
Merkez Adresi	:	İlkbahar Mah. Galip Erdem Cad. No:3 Çankaya/Ankara
Telefon Numarası	:	0 312 408 14 00
Faks Numarası	:	0 312 491 11 57
E-Mail	:	info@akfenren.com.tr
Web	:	www.akfenren.com.tr

Faaliyet Alanı

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, Elektrik Piyasası Düzenleme Kurumu mevzuatı çerçevesinde lisanslı ve lisanssız santralleri işleten özel amaçlı şirketler (*special purchase vehicle* - SPV) niteliğindeki bağlı şirketleri olan üretim şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir.

II. Raporun Konusu ve Gerekçe

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.’nin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

III. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (“Garanti Yatırım”) tarafından 23.01.2023 tarihinde hazırlanan ve 03.03.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu’nda şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki varsayımlar ile tespit edilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu’nda halka arz edilecek pay başına değerin tespitinde Uluslararası Değerleme Standartları’na uygun olarak, Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nden Pazar Yaklaşımı/Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları/İNA) yöntemi kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı: Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi (Çarpan Analizi)

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri (“İD”) bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket’e benzer

alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu doğrultuda Pazar Yaklaşımı kapsamında mevcut şartlar dikkate alındığında bu değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır.

Akfen Yenilenebilir Enerji'nin piyasa değerinin tespit edilebilmesi için benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Sonuçları

İD/FAVÖK Çarpanı	(\$)
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 Çarpanı	(\$)
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

Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi)

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında Şirket'in santrallerinin lisans süreleri de göz önüne alınarak 2070 yılına kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır.

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler dikkate alınmıştır. Genel olarak:

- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı,
- Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği

varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti ("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 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 ve işletme değeri \$1.087.479.380'dir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Özet Tablosu

İNA Şirket 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

Değerleme Sonucu

Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurtiçi Benzer Şirket'lere %50, Yurtdışı Benzer Şirket'lere ise %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai İşletme Değeri hesaplanırken eşit ağırlıklandırılmıştır. Akfen Yenilenebilir Enerji'nin piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)

Yurt İçi Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	9,85x
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (\$)	116.899.087
İşletme Değeri (\$)	1.150.972.835
Yurtdışı Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	11,24x
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (\$)	116.899.087
İşletme Değeri (\$)	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 (\$)	(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 Fiyatı (TL)	9,80
İskonto Oranı	33,31%

23 Ocak 2023 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na göre, yapılan değerleme çalışmaları sonrasında, halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 9,80 TL, hesaplanan pay başına fiyat olan 14,69 TL'ye göre %33,31 iskontoludur.

IV. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Üretim, Gelir ve FAVÖK

Fiyat Tespit Raporu'nda 2023 yılının ilk yarısına ilişkin tahmin bulunmadığından; raporda yer alan yıllık tahminlerin mevsimsellik özelliği gözardı edilerek 1/2'si alınıp, 2023 yılı 1. yarısı tahmini ve gerçekleşen verileri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

	2023 Yılı Tahmini	1Y 2023 Tahmini	1Y 2023 Fiili	Gerçekleşme (%)
Toplam Elektrik üretimi (GWs)	1.796	898	883	98%
HES	584	292	338	116%
GES	198	99	95	96%
RES	1.014	507	450	89%
Toplam Gelirler (USDmn)	157,9	79	75	95%
FAVÖK (USDmn)	111,3	56	52	93%

V. Sonuç

Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi büyük ölçüde uygun meteorolojik koşullara dayanmaktadır. HES'ler, GES'ler ve RES'lerde üretilen elektrik miktarı, Şirket'in kontrolü dışında değişkenlik gösterebilen hidroloji, ısıtım ve rüzgar koşullarından etkilenmektedir. Bu faktörlerden herhangi biri, üretim seviyelerinde değişkenliğe neden olabilir ve santrallerin üretkenliğini azaltıp, karlılığında dalgalanmaya yol açabilmektedir.

2023 yılının ilk yarısında olumsuz ısıtım ve rüzgar koşulları sonucunda, Şirketin toplam elektrik üretimi fiyat tespit raporundaki projeksiyonların %98'i seviyesinde gerçekleşmiştir. Esasen, bunun sonucunda da Şirketin 1Y 2023 gelirleri ve FAVÖK'ü rapordaki projeksiyonların sırasıyla yaklaşık %5 ve %7 altında gerçekleşmiştir.

Faaliyet karlılığının rapordaki projeksiyonlar altında gerçekleşmesinde bir başka sebep ise Şirket'in USD bazlı gelir yapısına (1Y23'de üretilen toplam elektriğin %85'i USD bazlı YEKDEM kapsamında satılmıştır) karşın gider ve maliyet yapısının ağırlıklı olarak TL bazlı olmasıdır. Şirket'in TL raporlanan gelirleri USD/TL kurundaki değişimden önemli ölçüde etkilenmektedir ve 1Y22 ile karşılaştırıldığında 1Y23 ortalama USD/TL kuru %34 artış göstermişken Şirket'in ağırlıklı olarak TL bazlı sabit ve değişken gider ve maliyetleri ise enflasyonun da etkisiyle TL bazında daha yüksek seviyede bir artış göstermiştir (örneğin Şirket'in TL bazlı ana gider kalemlerinden olan sistem kullanım bedeli birim fiyatları bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 1Y23'de %186 seviyesinde artmıştır).

Yukarıda açıklanan veriler kapsamında Şirketimiz 1Y23 döneminde enerji santral portföyünün dengeli ve çeşitlendirilmiş üretim yapısı ve yüksek emre amadelik oranları sayesinde faaliyetlerinden nakit yaratarak 2023 yılının ilk yarısında HES, GES ve RES portföylerinde gerçekleştirdiği toplamda yaklaşık 42 milyon USD kredi ana para ve faiz ödemesini ilgili vade tarihlerinde gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2023 yılının ikinci yarısında faaliyetlerden nakit yaratma kapasitesini sürdürmesi ve kredilerine ilişkin finansal ödemelerini mevcut ve yaratılacak iç kaynaklarıyla karşılayacağı öngörülmektedir.

Saygılarımızla,

Denetimden Sorumlu Komite

Hasan Köktaş
Başkan

Yusuf Tülek
Üye