



**KALKINMA YATIRIM**  
BANKASI

## **AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ ANONİM ŞİRKETİ**

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu  
7 Mart 2023

**Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.**

Saray Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi  
No:10 34768 Ümraniye / İstanbul  
Tel: 0216 636 88 11



## 1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Akfen Yenilenebilir Enerji Anonim Şirketi ("Şirket", "Akfen Enerji") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 23 Ocak 2023 tarihli Garanti Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Garanti Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, Şirket'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. ("Kalkınma Yatırım Bankası", "Kurum") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Garanti Yatırım tarafından hazırlanmış olan "Fiyat Tespit Raporu" hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

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 kapasitesinin müşterilere satışı ve dilediği yerden elektrik enerjisi alımı ile iştigal eden, EPDK 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.

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 paylarını devretmesi ile 699-700 MW aralığına gerilemiş olup, bu kurulu gücün %32,7'sine denk gelen 228,75 MW'lık kısmını HES'ler, %17,3üne denk gelen 121,41 MW'lık kısmını GES'ler ve %49,9'una denk gelen 348,9 MW'lık 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 Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında satmıştır. Santraller'in kurulu güçlerine göre ağırlıklandırılmış ortalama kalan YEKDEM süresi 30.09.2022 tarihi itibarıyla 4,7 yıldır.

Şirket 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 tarihlerinde sona eren yıllarda ve 30.09.2022 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde sırasıyla 502.288 bin TL, 1.023.255 bin TL, 1.291.036 bin TL ve 1.922.754 bin TL gelir elde etmiştir.

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

- **HES Portföyü:** 30.09.2022 itibarıyla Şirket'in HES'leri Şirket'in toplam kurulu gücünün %32,7'sini oluşturmaktadır. 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve



30.09.2022 tarihlerinde sona eren dönemlerde sırasıyla toplam üretim 679 GWh, 606 GWh, 453 GWh ve 489 GWh olarak gerçekleşmiştir.

- **RES Portföyü:** 30.09.2022 itibarıyla Şirket'in RES'leri Şirket'in toplam kurulu gücünün %49,9'unu oluşturmaktadır. 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihlerinde sona eren dönemlerde sırasıyla toplam üretim 349 GWh, 976 GWh, 1.050 GWh ve 765 GWh olarak gerçekleşmiştir.
- **GES Portföyü:** 30.09.2022 itibarıyla Şirket'in GES'leri Şirket'in toplam kurulu gücünün %17,3'ünü oluşturmaktadır. 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihlerinde sona eren dönemlerde sırasıyla toplam üretim 166 GWh, 185 GWh, 203 GWh ve 156 GWh olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in Üretim Şirketleri aracılığıyla faaliyet gösterdiği sektör "Enerji" sektörü kapsamında "Yenilenebilir Kaynaklardan Enerji Üretimi" olarak sınıflandırılmakla birlikte, Şirket'in elektrik üretim portföyü rüzgar, güneş ve hidroelektrik enerji santrallerinden oluşmaktadır.

### 3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortak Unvanı / Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (nominal, TL)	(%)	Sermaye (nominal, TL)	(%)
Akfen Holding A.Ş.	A	203.206.390	20,00%	203.206.390	20,00%
	B	812.825.557	80,00%	572.454.854	46,50%
Halka Açık Kısım	B	0	0,00%	340.370.703	33,50%
<b>TOPLAM</b>		<b>1.016.031.947</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.016.031.947</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak: Akfen Enerji İzahname

### 4. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Talep Toplama Tarihleri	8-9-10 Mart 2023
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Ortak Satışı: 340.370.703 TL nominal değerli paylar
Halka Arz Fiyatı (TL)	9,80
Tahmini Halka Arz Büyüklüğü	3.335.632.889 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%33,50
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren halka arz gelirinin %50'si ile 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.
Satmama Taahhüdü	Şirket ve ortakları tarafından 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir.
Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım
Tahsisat Grupları	Bireysel Yatırımcı: 68.074.141 Lot (%20) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 68.074.141 Lot (%20) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: 170.185.351 Lot (%50) Şirket Çalışanları: 34.037.070 Lot (%20)

Kaynak: Akfen Enerji İzahname, Akfen Enerji Fiyat Tespit Raporu

### 5- Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı



Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahibi (Akfen Holding A.Ş.)'nin tasarrufunda olacaktır.

Şirket'in halka arzı ile Şirket değerinin belirlenmesi, bilinirlik ve tanınırlığının artması, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in, gelecekteki büyümesini finanse etmek için sermaye piyasası araçları ihracıyla banka dışı finansman imkanlarının daha etkin kullanılmasına zemin hazırlanması ile Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

## 6. Şirket'in Finansal Verileri Hakkında Özet Bilgi

### 6.1. Gelir Tablosu

Akfen Enerji'nin 2019-2020-2021 yılları ile 2021/9 ve 2022/9 dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş konsolide gelir tabloları aşağıda yer almaktadır.

Gelir Tablosu (bin TL)	2019	2020	2021	2021/9	2022/9
Hasılat	502.228	1.023.255	1.291.036	916.324	1.922.754
Satışların Maliyeti	(232.518)	(418.757)	(606.615)	(423.373)	(716.666)
<b>Brüt Kar</b>	<b>269.710</b>	<b>604.498</b>	<b>684.421</b>	<b>492.951</b>	<b>1.206.088</b>
Genel Yönetim giderleri	(32.033)	(25.302)	(33.110)	(22.190)	(44.812)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	9.755	26.689	54.718	26.340	51.761
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(17.300)	(80.994)	(11.658)	(6.513)	(17.338)
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>230.132</b>	<b>524.891</b>	<b>694.371</b>	<b>490.588</b>	<b>1.195.699</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	1.272	707	24.475	316	4.342
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(1.523)	(64.081)	(91.143)	(91.143)	-
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>229.881</b>	<b>461.517</b>	<b>628.703</b>	<b>399.761</b>	<b>1.200.041</b>
Finansman Gelirleri	4.971	3.809	157.093	61.260	688.951
Finansman Giderleri	(534.116)	(837.915)	(513.213)	(290.207)	681.089
<b>Vergi Öncesi Zarar</b>	<b>(299.264)</b>	<b>(372.589)</b>	<b>272.583</b>	<b>170.814</b>	<b>1.207.903</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri</b>	<b>47.574</b>	<b>68.543</b>	<b>132.162</b>	<b>63.898</b>	<b>41.888</b>
Dönem Vergi Gelir/Gideri	(13.546)	(194)	(1.472)	(1.474)	(3.920)
Ertelenmiş Vergi Geliri	61.120	68.737	133.634	65.372	45.808
<b>Net Dönem Zararı</b>	<b>(251.690)</b>	<b>(304.046)</b>	<b>404.745</b>	<b>234.712</b>	<b>1.249.791</b>
Ana ortaklık payı	(249.531)	(301.609)	408.070	236.493	1.246.301
Kontrol gücü olmayan paylar	(2.159)	(2.437)	(3.325)	(1.781)	3.490
<b>Sürdürülen faaliyetlerden pay başına (kayıp)/kazanc</b>	<b>(0,27)</b>	<b>(0,30)</b>	<b>0,40</b>	<b>0,23</b>	<b>1,23</b>

Kaynak: Akfen Enerji Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in brüt kâr marjı 2019, 2020, 2021 yılları ile 2021 ve 2022'nin ilk 9 ayında sırasıyla %53,70, %59,08, %53,01, %53,80 ve %62,73'dır. Gelirler, 30.09.2022 tarihinde sona eren dönem için, 30.09.2021 tarihinde sona eren döneme kıyasla yaklaşık 1 milyar TL tutarında ve %110 oranında artış göstererek, 916,3 milyon TL'den 1.922,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artışın nedeni, genel olarak ABD Dolar kurunun 2022'nin ilk dokuz ayında bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %109 yükselerek 18,5 TL'ye ulaşması sonucu Şirket'in TL bazında YEKDEM gelirlerinin artmış olmasıdır.

### 6.2. Bilanço

Şirket'in 2019, 2020, 2021 yılları ile 2022 yılının ilk 9 aylık dönemlerine ait bağımsız denetimden geçmiş bilançoları aşağıda yer almaktadır.



<b>Bilanço (Bin TL)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022/9</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	288.874	524.196	797.952	1.719.152
Ticari Alacaklar	51.074	100.914	206.696	455.476
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>51.074</i>	<i>100.914</i>	<i>206.696</i>	<i>455.476</i>
Diğer Alacaklar	2.197	2.564	5.546	17.385
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>2.197</i>	<i>2.564</i>	<i>5.546</i>	<i>17.385</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	26.938	21.498	36.185	11.620
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	1.426	2.278	4.513	1.571
Stoklar	1.063	891	831	-
Diğer Dönen Varlıklar	34.544	11.965	6.023	2.948
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>406.116</b>	<b>664.306</b>	<b>1.057.746</b>	<b>2.208.152</b>
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
Peşin Ödenmiş Giderler	108.482	82.629	75.463	86.385
Türev Finansal Araçlar	-	-	-	88.032
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
Ertelenmiş Vergi Varlığı	118.421	201.073	37.968	15.147
Diğer Duran Varlıklar	53.324	38.406	44.102	54.744
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>3.557.524</b>	<b>7.765.796</b>	<b>13.510.237</b>	<b>16.458.795</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>3.963.640</b>	<b>8.430.102</b>	<b>14.567.983</b>	<b>18.666.947</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	401.784	605.610	1.048.276	1.804.263
Ticari Borçlar	286.367	127.375	178.684	413.829
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>5.635</i>	<i>10.744</i>	<i>4.267</i>	<i>3.289</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>280.732</i>	<i>116.631</i>	<i>174.417</i>	<i>410.540</i>
Diğer Borçlar	473	7.790	344.553	257.332
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>328.998</i>	<i>214.522</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>473</i>	<i>7.790</i>	<i>15.555</i>	<i>42.810</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.137	657	862	1.652
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Yükümlülükler	2.730	-	-	2.247
Kısa vadeli Karşılıklar	52.310	61.952	22.281	14.828
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	26.662	33.747	139.753	267.029
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>771.423</b>	<b>817.131</b>	<b>1.734.409</b>	<b>2.761.180</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.373.338	3.462.045	5.222.302	6.457.350
Türev Finansal Araçlar	163.172	290.369	324.510	-
Diğer Borçlar	199.581	233.396	146	280
Uzun Vadeli Karşılıklar	94.973	35.913	21.371	18.331
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	49.505	810.279	1.769.158	2.335.414
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>2.880.569</b>	<b>4.832.379</b>	<b>7.337.487</b>	<b>8.811.303</b>
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 Gelir (Gider)	(935)	2.871.293	7.779.662	10.152.325
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Gelir (Gider)	-	(271.593)	(2.953.688)	(5.131.551)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20.995	20.995	21.041	21.119
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	(887.831)	(1.137.362)	(1.363.366)	(798.519)
Net Dönem Karı / (Zararı)	(249.531)	(301.609)	408.070	1.246.301
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>313.037</b>	<b>2.764.418</b>	<b>5.474.413</b>	<b>7.072.368</b>
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>(1.389)</b>	<b>(3.826)</b>	<b>21.674</b>	<b>22.095</b>
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>311.648</b>	<b>2.760.592</b>	<b>5.496.087</b>	<b>7.094.464</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>3.963.640</b>	<b>8.430.102</b>	<b>14.567.983</b>	<b>18.666.947</b>

Kaynak: Akfen Enerji Bağımsız Denetim Raporu, Akfen Enerji Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in fon kaynakları içinde en büyük kalemini uzun vadeli finansal borçlar oluşturmaktadır. Bu kaynaklar rüzgâr ve güneş projelerinin finansmanı için kullanılmış yatırım kredileri olup, yıllara göre kullanılan yatırım kredi tutarları ise 2019 yılında 772.621 bin TL ve 2020 yılında 959.304 bin TL'dir. 01.01.2021 ile 30.09.2022 tarihleri arasında kredi kullanımı olmamıştır.



## 7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan 23 Ocak 2023 tarihli fiyat tespit raporuna göre, Akfen Enerji paylarının halka arz fiyatı belirlenirken değerlendirme yaklaşımlarından gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi ve pazar yaklaşımı kapsamında piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır.

### 7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

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 keskinleşmiş olması nedeniyle, Şirket santrallerinin elektrik satış fiyatları da göreceli olarak öngörülebilmektedir.

Şirketin 2022 yılı 9 aylık dönem itibarıyla satışlarının maliyeti giderlerinin amortisman ve itfa payları hariç %80'lik bir kısmı doğrudan sözleşmeye veya tarifeye bağlı giderler olup, gelecek yıllar için tahmin edilebilir giderlerdir.

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda; indirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket'in santrallerinin süreleri de göz önüne alınarak 2070 yılına kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. İhtiyatlı olmak adına lisans süresi biten santrallerin lisanslarının yenilenmeyeceği varsayılmıştır. Şirket'in İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para cinsi birimi USD'dir. Bunun ana sebebi özellikle Şirket'in satışlarının çoğunluğunun USD para birimine endekli olmasıdır. Raporun tamamındaki tutarların TL'den USD'ye dönüştürmek için kullanılan döviz kurları ve diğer makroekonomik veriler yıllar bazında aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Türkiye, ABD ve EUR enflasyon verileri IMF Datamapper internet sitesinden alınmıştır. USD/TL ile EUR/TL yıl sonu kurları ise USD enflasyon, EUR enflasyon ve TL enflasyon öngörülerini doğrultusunda projekte edilmiştir.

Makro Ekonomik Veriler	2022 4.Ç	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
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 Kur	18,60	21,86	27,39	31,81	36,06	40,66	45,83	51,67	58,25	65,68
USD/TL Yıl Sonu Kur	18,70	25,02	29,75	33,87	38,25	43,08	48,57	54,76	61,74	69,61
EUR/TL Ortalama Kur	18,97	23,03	28,54	33,10	37,54	42,40	47,88	54,09	61,10	69,02
EUR/TL Yıl Sonu Kur	19,93	26,12	30,96	35,24	39,84	44,96	50,79	57,38	64,82	73,22

Kaynak: Akfen Enerji Fiyat Tespit Raporu

Garanti Yatırım tarafından yazılan fiyat tespit raporunda 2031 yılından sonra projeksiyon dönemi boyunca TL enflasyonunun %15, USD enflasyonunun %2 ve EUR enflasyonunun %1,8 olarak sabit kalacağı varsayılmış ve USD/TL ve EUR/TL yıl sonu kurları da bu doğrultuda tahmin edilmiştir.



Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihli finansal tablolarına göre satışlar ve kar marjları USD cinsinden aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

(mn USD)	2019	2020	2021	2022-3.Ç
Net Satışlar	89	146	145	121
Brüt Kar	48	86	77	76
Brüt Kar Marjı	%54	59%	53%	63%
Faaliyet Karı	42	83	73	73
Faaliyet Kar Marjı	47%	57%	50%	60%
FAVÖK	64	112	108	96
FAVÖK Marjı	72%	77%	75%	79%

Kaynak: Akfen Enerji Fiyat Tespit Raporu

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in gelirleri temel olarak elektrik üretiminden kaynaklanmakta olup her santralin yıllık tahmini üretim miktarları ile o santralin ilgili yıllardaki elektrik satış fiyatlarının çarpılması ile bulunmuştur.

Şirket'in faaliyet giderleri, personel, danışmanlık, destek hizmetleri, reklam/toplantı ve amortisman giderleri gibi genel yönetim giderleri oluşturmakta olup 2022 yılının ilk dokuz ayı hasılatının yaklaşık %2'si oranındadır. Amortisman harici giderler öngörülürken 2022 yılının ilk 9 ayında yapılan giderler ile son 3 aydaki gerçeklemelerin toplamı dikkate alınmış ve sonraki yıllar için ise TL enflasyon beklentileri ile büyütülmüştür. 2054 yılından sonra santrallerin lisans sürelerinin bitmeye başlamasıyla beraber üretim miktarlarındaki azalışlar oranında giderler de azaltılmaya başlanmıştır. Bu tutarlar da ilgili yıldaki TL/USD ortalama kur beklentileri ile USD'ye çevrilmiştir.

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in net işletme sermayesinin 2029 yılına kadar net satışların -%5 ile -%9'u, 2030 ile 2060 yılları arası net satışlarının -%6 ile -%4'ü ve projeksiyon döneminin son 10 yılında ise Satışların -%7 ile -%16'i kadar olacağı varsayılmıştır.

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda nakit akışlarını indirgemek için işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. Bu kapsam Garanti Yatırım tarafından hazırlanan AOSM varsayımları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	2022 4.Ç	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Getiri Oranı	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Hisse Senedi 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%
Borç Maliyeti (Vergi öncesi)	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Borç Maliyeti (Vergi sonrası)	8,3%	8,7%	8,8%	8,4%	8,4%	8,4%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
<b>AOSM</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,1%</b>	<b>12,1%</b>

Fiyat tespit raporunda, İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda özetlenmiştir:





- Şirket'in indirgenmiş nakit akımı analizi kapsamında firmaya serbest nakit akımları projekte edilmiştir.
- Projeksiyonlar Şirket'in santrallerinin lisans sürelerini kapsamı adına 2070 yılına kadar yapılmıştır. Bu nedenle nihai değer hesaplaması yapılmamıştır.
- Risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 20.09.2033 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un 23 Ocak 2023 tarihli faiz getirisi olan %9,24 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in güncel Borç/Özkaynaklar oranı olan %119,5'nin projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Beta katsayısı olarak çarpan analizi için seçilen yurt içi ve yurt dışı şirketlerin 5 yıllık kaldıraçsız betaları incelenmiş ve kaldıraçsız betası 0,3-1,3 arasında olan benzer şirketlerin betalarının ortalaması olacağı varsayılmıştır.
- Risk primi olarak projeksiyon dönemi boyunca pay senedi risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- Borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı olan %9,24'e %1prim eklenmesi yoluyla %10,24 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Vergi oranı 2022 yılı için %23, kalan yıllar için ise %20 olacağı varsayılmıştır. Ayrıca şirket halka arz döneminden başlayarak beş hesap dönemi boyunca %2 puan indirimden faydalanacaktır.
- AOSM, 2031 yılından projeksiyon döneminin sonuna kadar %12,1 olarak sabit olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in finansal tablolarında da belirtildiği gibi 30.09.2022 tarihi itibarıyla ileriki dönemlerde kurumlar vergisinden indirebileceği geçmiş yıl zararları bulunmaktadır. Bunun etkisi de vergi oranı hesaplanmasında dikkate alınmıştır.
- Kontrol gücü olmayan paylara ait olan serbest nakit akımları ana ortaklığa ait serbest nakit akımlarına ulaşılırken çıkartılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2022 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve net finansal borç tutarı çıkartılarak özsermaye değeri \$687.762.321 olarak hesaplanmıştır. 30.09.2022 tarihindeki özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu tarihi olan 23.01.2023 tarihindeki karşılığı \$722.312.098 ve işletme değeri \$1.087.479.380'dir

## **7.2. Çarpan Analizi**

Garanti Yatırım, Akfen Enerji'nin halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Yurtiçi benzer şirketlerin seçilmesinde Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji üretim faaliyetleri gösteren şirketler incelenmiştir. Yurt dışı benzer şirketler ise Capital IQ veri tabanı ve kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler üzerinden yapılan incelemeler sonucunda Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerden seçilmiştir.

İD/FAVÖK oranı hesaplaması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için Şirket'in ve benzer olarak seçilen şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki veriler dikkate





alınmıştır. 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.

Şirket'in çarpan hesaplamalarında kullanılan USD bazlı FAVÖK hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

(USD)	Türk Lirası			Amerikan Doları		
	30.09.2022	30.09.2021	31.12.2021	30.09.2022 (A)	30.09.2021 (B)	31.12.2021 (C)
Brüt Kar	1.206.088.396	492.950.905	684.420.593	76.061.822	60.997.463	77.027.596
Genel Yönetim Giderleri (-)	(44.811.950)	(22.190.329)	(33.110.483)	(2.826.060)	(2.745.818)	(3.726.392)
Amortisman (+)	355.019.000	232.729.000	311.187.000	22.389.231	28.797.748	35.022.284
<b>FAVÖK</b>	<b>1.516.295.446</b>	<b>703.489.576</b>	<b>962.497.110</b>	<b>95.624.993</b>	<b>87.049.393</b>	<b>108.323.488</b>
FAVÖK Yıllıklandırılmış (A-B+C)	116.899.087					

Kaynak: Akfen Enerji Fiyat Tespit Raporu

Çarpan değeri belirlenirken benzer şirketlerin medyan yerine ortalama değeri alınmıştır. Bunun nedeni ise benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olması ve ortalamaya uç değer olarak kabul edilen şirketlerin dahil edilmemesidir. Benzer çarpanlar arasında İD/FAVÖK değeri 5'ten aşağı ve 15'den yukarı benzer şirketler uç değer olarak kabul edilmiştir.

İD/FAVÖK Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	USD
FAVÖK 30.09.2022 Son 12 Ay	116.899.087
Çarpan (x)	9,85
<b>İşletme Değeri</b>	<b>1.150.972.835</b>
Net Borç	(365.167.282)
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>785.805.553</b>

Kaynak: Akfen Enerji Fiyat Tespit Raporu

İD/FAVÖK Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	USD
FAVÖK 30.09.2022 Son 12 Ay	116.899.087
Çarpan (x)	11,24
<b>İşletme Değeri</b>	<b>1.313.987.414</b>
Net Borç	(365.167.282)
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>948.820.132</b>

Kaynak: Akfen Enerji Fiyat Tespit Raporu

## 8. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurt içi Benzer Şirket'lere %50, Yurt dışı Benzer Şirket'lere %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca nihai özsermaye değeri hesaplanırken hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi eşit ağırlıklandırılmıştır.

Pay başı değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Değerleme Sonucu	
<b>Yurt İçi Çarpanlar (Ağırlık %50)</b>	
Yurt içi 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



<b>Yurt Dışı Çarpanlar (Ağırlık %50)</b>	
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	11,24x
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (USD)	116.899.087
İşletme Değeri (USD)	1.313.987.414
<b>Ağırlıklı İşletme Değeri-Çarpanlar (Ağırlık %50)</b>	<b>1.232.480.125</b>
<b>İşletme Değeri-İNA (Ağırlık %50)</b>	<b>1.087.479.380</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama İşletme Değeri- Çarpan ve İNA</b>	<b>1.159.979.752</b>
Net Borç (USD)	(365.167.282)
<b>Piyasa Değeri (USD)</b>	<b>794.812.470</b>
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
<b>Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>	<b>9,80</b>
<b>İskonto Oranı</b>	<b>33,31%</b>

Kaynak: Akfen Enerji Fiyat Tespit Raporu

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet göstermekte olduğu sektöre dair yeterli bilginin yatırımcıya sunulmuş olduğu kanaatindeyiz. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz ise aşağıda özetlenmektedir:

- İndirgenmiş nakit analizi ve çarpan analizinin birlikte kullanılması ve halka arz pay birim fiyatına giderken eşit ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin ABD Doları bazında %12,1 olarak kabul edilmesini makul bulmaktayız.
- Fiyat tespit raporunda yer alan USD bazında piyasa elektrik satış fiyatı tahminlerinin 2027 yılından itibaren her yıl artış trendinde devam ettiği görülmektedir.
- 2022 yıl sonu gerçekleşen hasılat rakamı ile fiyat tespit raporunda 2022 yıl sonu tahmin edilen hasılat rakamı arasında yaklaşık 900 bin USD, 2022 yıl sonu gerçekleşen FAVÖK rakamı ile fiyat tespit raporunda 2022 yıl sonu tahmin edilen FAVÖK rakamı arasında ise yaklaşık 700 bin USD fark olduğu hesaplanmaktadır.
- Çarpan analizinde yerli ve yabancı benzer şirketlerin eşit ağırlık verilmesini makul bulmaktayız.
- Çarpan analizinde uç değerlerin ayrıştırılmasını ve az sayıda örneklem olması sebebiyle medyan yerine ortalama değerlerin tercih edilmesini makul bulmaktayız. Ancak çarpan analizinde genel kabul görmüş F/K, İD/Satışlar ve PD/DD çarpanları da fikir vermesi açısından raporda gösterilebilirdi.
- Yakın tarihli olarak gerçekleşen pay halka arzları göz önüne alınarak, uygulanan %33,31'lik halka arz iskontosunu makul bulmaktayız.
- Kalkınma Yatırım Bankası olarak Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Sonuç olarak, indirgenmiş nakit akımları analizi ve çarpan analizi yöntemlerine göre hesaplanan Şirket özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 9,80 TL olan halka arz birim fiyatını yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla makul karşılamaktayız.



**Uyarı Metni**

Bu raporda yer alan bilgi, yorum ve değerlendirmeler 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 değerlendirmeler ise genel nitelikte olup; söz konusu değerlendirmeler herhangi bir tavsiye veya teklif niteliği taşımamaktadır. Bu raporda yer alan değerlendirmeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

Bu rapor, Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan dolayı Türkiye Kalkınma Yatırım Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.