AKYatırım

'Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.

'Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. ("Şirket" ve/veya "Akfen Enerji") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, konsorsiyum lideri Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin Akfen Enerji için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu ve İzahname'den temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket, yasal mevzuat uyarınca, elektrik 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 (special purchase vehicle - SPV) niteliğindeki bağlı şirketleri olan üretim şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir.

Şirket'in portföyünde üretim şirketleri tarafından işletilen 12 adet lisanslı hidroelektrik santrali, 8 adet lisanlı ve 27 adet lisanssız olmak üzere 35 adet güneş enerjisi santrali ve 6 adet rüzgar enerjisi santrali bulunmaktadır.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

30.09.2022 itibarıyla Şirket'in üretim şirketleri tarafından işletilen santrallerinin toplam kurulu gücü 699-700 MW aralığındadır. Kurulu gücün 348,9 MW'lık kısmı RES'lerden, 228,75 MW'lık kısmı HES'lerden ve

121,41 MW'lık kısmı GES'lerden oluşmaktadır. Şirket'in yıllar itibarıyla kurulu gücü aşağıdaki tabloda bulunmaktadır;

(MW)	2019	2020	2021	2022/9
Kurulu Güç	**612,7**	**706,0**	**699,06**	**699,06**

2019, 2020, 2021 ve 2022/9 dönemlerinde üretim şirketleri, üretmiş oldukları elektriğin sırasıyla %70, %99, %100 ve %84'ünü YEKDEM kapsamında satmıştır.

(GWh)	2019	2020	2021	2022/9
Elektrik Üretimi	**1.193,4**	**1.766,5**	**1.705,9**	**1.799,8**

İlgili dönemlerde Şirket sırasıyla 502 milyon TL (89 milyon dolar), 1.023 milyon TL (146 milyon dolar), 1.291 milyon TL (145 milyon dolar) ve 1.923 milyon TL (121 milyon dolar) gelir elde etmiştir.

Özet Finansallar:

2019, 2020, 2021 ve 2022/9 dönemlerine ilişkin özet finansallar aşağıdaki gibidir;

(Milyon ABD Doları)	2019	2020	2021	2022/9
Hasılat	**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*
Net Borç	**408,4**	**470,5**	**413,8**	**348,1**

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

İzahname'den temin edilen bilgilere göre; halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup halka arzdan elde edilecek gelirim kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin tasarrufunda olacaktır, halka arz ile Şirket değerinin belirlenmesi, bilinirlik ve tanınırlığın 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 amaçlanmaktadır.

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi:

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi olmak üzere 2 farklı yöntem kullanılmıştır. İNA yönteminde Şirket'in geçmiş dönemlerdeki finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2022-2070 projeksiyonları kullanılarak ABD Doları bazında bir değerleme yapılmıştır. Çarpan Analizinde ise 23.01.2023 tarihi itibariyle en güncel son 12 aylık döneme ait veriler dikkate alınırken, yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları ve yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. İNA yöntemine %50, yurt içi benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ağırlık verilerek 795 milyon Dolar ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır. Buna göre ağırlıklandırılmış pay değeri 14,69 TL olarak hesaplanmış ve %33,31 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri 9,80 TL olarak belirlenmiştir.

Çarpan Analizi

Akfen Yenilenebilir Enerji'nin sermaye değeri çarpan analizi ile hesaplanırken yurt içi benzer şirketlerin ortalama FD/FAVÖK çarpanı değerine %50 ve yurt dışı benzer şirketlerin ortalama FD/FAVÖK çarpanı değerine %50 ağırlık verilmiştir. Çarpan Analizinde yalnızca 23.01.2023 piyasa kapanışı itibariyle en güncel son 12 aylık finansal verileri kullanılmıştır. Çarpan analizi sonucunda 1.232 milyon ABD Doları şirket değerine ve 867 milyon dolar özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Benzer Şirket Çarpanları (mn $)	**FD/FAVÖK**	
Yurt İçi Benzer Şirketler	9,85x	
Yurt Dışı Benzer Şirketler	11,24x	
	FAVÖK ($)	**Net Borç ($)**
30.09.2022 - Son 12 ay (mn $)	117	365
Şirket Değeri (mn $)	**Ağırlık**	**FD/FAVÖK**
Yurt İçi Benzer Şirketler	50%	1.151
Yurt Dışı Benzer Şirketler	50%	1.314
Çarpan Analizi Şirket Değeri (mn $)		**1.232**
Net Borç (mn $)		365
Çarpan Analizi Özsermaye Değeri (mn $)		**867**

İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminde lisanslı santrallerde lisans tarihinin sonuna kadar, lisanssız santraller için ise 2070 yılına kadar uzanan ABD Doları bazında bir değerleme yapılmıştır. Projeksiyon döneminde elektrik üretim miktarı öngörülürken, Şirket'in 2019, 2020, 2021 ve 2022 yıllarındaki elektrik üretim miktarlarının ortalamaları baz alınmış yıllık %0,2 eskime payı dikkate alınıp azaltılarak sonraki yılların üretim miktarları tahmin edilmiştir.

2023-2040 yılları arasında gerçekleşmesi beklenen elektrik fiyatlarında Pure Energy GMBH tahminleri baz alınmış, 2041-2070 arası için ise beklenen ABD enflasyon oranlarında artış öngörülmüştür.

İNA analizi sonucunda 1.087 milyon Dolar şirket değeri ve 722 milyon Dolar özsermaye değerine ulaşılmıştır.

AOSM	20224Ç	2023	2024	2025	2026	2027	2028 ve sonrası
Risksiz Getiri Oranı	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kaldıraçlı Beta	1,38	1,41	1,42	1,39	1,39	1,39	1,37
Özkaynak Maliyeti	**16,8%**	**17,0%**	**17,0%**	**16,9%**	**16,9%**	**16,8%**	**16,8%**
Borç Maliyeti	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Efektif Vergi Oranı	18,6%	14,7%	14,0%	17,8%	18,0%	18,0%	20,0%
Borç / (Özkaynak + Borç)	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%	54,4%
AOSM	**12,20%**	**12,50%**	**12,60%**	**12,30%**	**12,30%**	**12,10%**	**12,10%**

İndirgenmiş Nakit Akımları (mn $)	
İNA İşletme Değeri ($)	**1.052**
Nakit ve Nakit benzerleri	93
Toplam finansal borç (-)	-446
İlişkili Taraflara Borçlar (-)	-12
Net Finansal Borç Tutarı (-)	**-365**
İNA Özsermaye Değeri	**688**
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,05
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	**722**
Değerleme Tarihi Şirket Değeri	**1.087**

5. Sonuç:

İNA analizi sonucunda 1.087 milyon Dolar, Çarpan Analizi sonucu 1.232 milyon Dolar şirket değerine ulaşılmıştır.

İNA yaklaşımı ve Çarpan analizlerine %50-50 ağırlık verilerek hesaplanan şirket değerinden 365 milyon Dolar net borç düşülerek 795 milyon dolar halka arz öncesi sermaye değerine ve 0,78 ABD Doları iskonto öncesi pay değerine ulaşılmıştır. TCMB 23 Ocak 2023 ABD Doları/Türk Lirası alış kuru ile iskonto öncesi pay değeri, 14,69 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz pay fiyatı, %33,31 halka arz iskontosu sonrası, 9,80 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	İşletme Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları (mn $)	50%	1.087
Çarpan Analizi (mn $)	50%	1.232
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (mn $)	**100%**	**1.160**
Net Borç (mn $)		**-365**
Özsermaye Değeri (mn $)		**795**
Pay Adedi		1.016.031.947

Pay Başına Fiyat ($)	0,78
Pay Başına Fiyat (TL)	**14,69**
İskonto Oranı	33,31%
Halka Arz Fiyatı (TL)	**9,80**

- Akfen Enerji için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerleme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ilee Piyasa Çarpanları Analizinin kullanılmasını ve her iki yönteme de eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- İNA analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini ve hesaplamayı oluşturan bileşenlerin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan Analizinde risk/getiri profilleri açısından yurt içi benzer şirketlere daha yüksek ağırlık verilmesinin daha doğru bir yaklaşım olacağı görüşündeyiz.

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler 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. Ak Yatırım, 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. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2023