Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

07 Mart 2023

İÇİNDEKİLER

1. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ 2

2. HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER 3

3. ÖZET FİNANSALLAR 4

4. DEĞERLEME 5

5. GÖRÜŞ 10

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. ("Şirket" ve/veya "AKFYE") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 23 Ocak 2023 tarihli Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Garanti Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir.

1. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

2009 yılında ilk HES tesisini devreye alarak elektrik üretimine başlayan Akfen Yenilenebilir Enerji, son 10 yılda OECD ülkeleri arasında en yüksek enerji talebi artışının gerçekleştiği Türkiye'de faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket, Akfen Holding, Akfen Holding'in bağlı ortaklıkları ve Akfen Holding'in iştiraklerinden oluşan Akfen Holding Grubu içerisinde yer almaktadır. Ocak 2023'te Akfen Holding EBRD ve IFC'nin Akfen Yenilenebilir Enerji'deki hisselerini satın almak suretiyle şirketin %100 sahibi oldu.

Şirket elektrik üretim tesisi kurulması, her türlü kaynaktan enerji üretilmesi, kurulan ve 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 niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir. Akfen Yenilenebilir Enerji, yerli ve yenilenebilir enerji kaynaklarından 1000 MW'lık enerji üretim santrali portföyüne ulaşmak için yatırımlarına devam etmekte olup, 30.09.2022 itibariyle şirketin üretim şirketleri tarafından işletilen santrallerinin toplam kurulu gücü 706 MW ilken Çiçekli HES'de yaşanan sel felaketinin de etkisiyle şirketin Kurtal paylarını devretmesiyle 699-700 MW aralığına gerilemiş olup, bu kurulu gücün %32,7'sine denk gelen 228,75 MW'lık kısmını HES'ler %17,3'üne denk gelen 121.41 MW'lık kısmını GES'ler ve %49,9'una denk gelen 348,9 MW'lık kısmı ise RES'ler oluşturmaktadır. Şirket'in portföyünde Üretim Şirketleri tarafından işletilen 12 adet lisanslı hidroelektrik santrali, 8 adet lisanslı ve 27 adet lisanssız olmak üzere toplam 35 adet güneş enerjisi santrali ve 6 adet rüzgar enerjisi santrali bulunmaktadır. Şirketin mevcutta devam etmekte olan önemli yatırımlarına bakıldığında ise yenilenebilir enerji kaynaklarında kapasite artışları bulunmaktadır. Akfen Yenilenebilir Enerji tarafından lisanslı santrallerde elektriksel ve mekaniksel kapasite artışına 5 adet RES projesinde toplamda 19 adet türbin noktası ve 93,6 / 92,4 MWe olarak başvurulmuştur.

Akfen Yenilenebilir Enerjinin sektördeki konumuna bakıldığında sadece yenilenebilir enerji portföyüne sahip gruplar arasında en büyük 8. gruptur. Şirket portföyünün en büyük kısmını oluşturan rüzgar enerjisi santrallerinde ise 2021 yıl sonu itibariyle 315 MWe kurulu güç ile %100 yenilenebilir şirketler arasında Türkiye'nin en büyük 8. rüzgar enerjisi portföyüne sahiptir. Akfen Yenilenebilir Enerji aryrıca 77,6 MWe kurulu kapasite ile Türkiye'deki en büyük 2. Lisanslı güneş enerjisi portföyüne sahiptir. 2010 yılında kurulu güç bazında kamunun payı %49 iken, 12 yıllık süreçte özel sektör oyuncularına verilen teşvikler (YEKDEM) ve özelleştirmeler sayesinde Türkiye enerji piyasası liberalleşerek 2022 yılı sonu itibariyle, Türkiye'deki elektrik üretiminin kurulu güç bakımından %77'si özel sektör tarafından sağlanmaktadır.

2. HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER

2.1. Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	Pay Grubu	Hallka Arzdan Önce TL	%	Hallka Arzdan Sonra TL	%
Akfen Holding A.Ş.	A	203.206.390	20	203.206.390	20
	B	812.825.557	80	472.454.854	46,5
Halka Açık Kısım	B	-	-	340.370.703	33,5
Toplam Çıkarılmış Sermaye		**1.016.031.947**	**100**	**1.016.031.947**	**100**

Kaynak: İzahname

2.2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER	
BİST İşlem Kodu	AKFYE.HE
BİST Kod Açıklaması	Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Halka Arz Fiyatı	9,80
İskonto Oranı	33,31%
Talep Toplama	8 - 9 - 10 Mart 2023
Dağıtım Yöntemi	Oransal
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtılacak Lot	340.370.703
Halka Arz Büyüklüğü	3.335.632.889
Halka Arz Oranı	33,50%
Dağıtım Oranları	* Bireysel Yatırımcı %20 (68.074.141 lot) * Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı %20 (68.074.141 lot) * Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı %50 (170.185.351 lot) * Şirket Çalışanlarına %10 (34.037.070 lot)
Taahhütler	* Ortak satışı yoluyla halka arz edilecek payların tamamının satılıp satılmamasına bakılmaksızın elde edilecek brüt halka ar gelirinin %50'sine kadar olan kısmın fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılması planlanmaktadır. * Şirket ve ortak paylarının 12 ay boyunca dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa ve halka arza konu edilmeyeceği, sermaye artırımı yapılmayacağı taahhüdünde bulunulmuştur.
Halka Arz Geliri Kullanım Yeri	* Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3. ÖZET FİNANSALLAR

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 30.09.2022 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları aşağıdaki gibidir;

3.1. Bilanço

Bilanço	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	30 Eylül 2022
Dönen Varlıklar	**406.116**	**664.306**	**1.057.746**	**2.208.152**
Nakit ve nakit benzerleri	288.874	524.196	797.952	1.719.152
Ticari alacaklar	51.074	100.914	206.696	455.476
Diğer alacaklar	2.197	2.564	5.546	17.385
Peşin ödenmiş giderler	26.938	21.498	36.185	11.620
Cari dönem vergisi ile 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
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
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
Toplam Varlıklar	**3.963.640**	**8.430.102**	**14.567.983**	**18.666.947**
Kısa vadeli yükümlülükler	**771.423**	**837.131**	**1.734.409**	**2.761.180**
Kısa vadeli borçlanmalar	401.784	605.610	1.048.276	1.804.263
Ticari borçlar	286.367	127.375	178.684	413.829
Diğer borçlar	473	7.790	344.553	257.332
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	1.137	657	862	1.652
Cari dönem vergisi ile ilgili yükümlülükler	2.730 -		-	2.247
Kısa vadeli karşılıklar	52.310	61.952	22.281	14.828
Müşteri sözleşmelerinden doğan 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	2.373.338	3.462.045	5.222.302	6.457.350
Türev finansal araçlar	163.172	290.396	324.510	-
Diğer borçlar	199.581	233.744	146	208
Uzun vadeli karşılıklar	94.973	35.915	21.371	18.331
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	49.505	810.279	1.769.158	2.335.414
Özkaynaklar	**311.648**	**2.760.592**	**5.496.087**	**7.094.464**
Ana ortaklığa ait 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 ilişkin primler	447.478	543.211	543.211	543.211
Pay sahiplerinin ilave sermaye katkıları	23.451	23.451	23.451	23.451
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-935	2.871.293	7.779.662	10.152.324
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-	-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
Net dönem karı	-249.531	-301.609	408.070	1.246.301
Kontrol gücü olmayan paylar	**-1.389**	**-3.826**	**21.674**	**22.096**
Toplam kaynaklar	**3.963.640**	**8.430.102**	**14.567.983**	**18.666.947**

3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	30 Eylül 2021	30 Eylül 2022
Faaliyetler kar veya zarar kısmı					
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
Brüt kar	**269.710**	**604.498**	**684.421**	**492.951**	**1.206.088**
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
Esas faaliyet karı	**230.132**	**524.891**	**694.371**	**490.588**	**1.195.699**
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	1.272	707	25475	316	4.342
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-1.523	-64.081	-91.143	-91.143	-
Finansman geliri/ gideri öncesi faaliyet karı	**229.881**	**461.517**	**628.703**	**399.761**	**1.200.041**
Finansman gelirleri	4.971	3.809	157.093	61.260	688.951
Finansman giderleri (-)	-534.116	-837.915	-513.213	-290.207	-681.089
Vergi öncesi kar	**-299.264**	**-372.589**	**272.583**	**170.814**	**1.207.903**
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri	47.574	68.543	132.162	63.898	41.888
Dönem vergi gideri	-13.546	-194	-1472	-1.474	-3.920
Ertelenmiş vergi geliri	61.120	68.737	133.634	65.372	45.808
Net dönem karı	**-251.690**	**-304.046**	**404.745**	**234.712**	**1.249.791**
Dönem karının dağılımı					
Ana ortaklık payları	-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
Pay başına kazanç					
Adi pay başına kazanç	-0,27	-0,3	0,4	0,23	1,23
Sulandırılmış pay başına kazanç	-0,27	-0,3	0,4	0,23	1,23
Diğer kapsamlı gelir/(gider) kısmı Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar	**-254**	**2.600.636**	**2.330.751**	**-730.160**	**348.586**
Tanımlanmış fayda planları ve yeniden ölçüm kayıpları, vergi sonrası	-254	-912	-1822	-632	-4.283
Maddi duran varlık yeniden değerleme artışları, vergi sonrası	-	2.873.141	5.022.472	-	2.539.537
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacaklar					
- Nakit akış riskinden korunma kayıpları, vergi sonrası	-	-271.593	-2.689.899	-729.528	-2.186.668
Toplam kapsamlı gelir	**-251.944**	**2.296.590**	**2.735.496**	**-495.448**	**1.598.377**
Toplam kapsamlı gelirin dağılımı					
Ana ortaklık payları	-249.785	2.299.027	2.738.821	-493.667	1.594.887
Kontrol gücü olmayan paylar	-2.159	-2.437	-3.325	-1.782	3.490

4. DEĞERLEME

4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Şirketin piyasa çarpanları analizine göre işletme değeri Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK (%50) ve Yurt Dışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK (%50) analizleri sonucu işletme değeri hesaplanmıştır.

4.1.1. Yurtiçi Benzer İD/FAVÖK Çarpan Yöntemi

Şirketin Yurtiçi çarpan değeri belirlenirken medyan yerine ortalama değer alınmasının sebebi, benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olmasıdır. Çarpanları 5'ten aşağı ve 15'den yukarı olan şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve ortalamaya alınmamıştır. Ortalama çarpan 9,85 bulunmuş olup İD/FAVÖK çarpanına göre Yurtiçi Benzer Şirket Değeri **1.150.972.835 $** olarak hesaplanmıştır.

Seçilen Yurtiçi Benzer Şirketlerin İD/FAVÖK Çarpanı	
Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	~~465,49~~
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	8,36
Ayen Enerji A.Ş.	~~4,36~~
Galata Wind Enerji A.Ş.	8,63
Margus Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	~~25,22~~
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	~~23,41~~
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	13,62
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	57,80
Biotrend Çevre Ve Enerji Yatırımları A.Ş.	~~25,76~~
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	8,77
Ortalama	**9,85**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Seçilen Yurtiçi Benzer Şirketlerin İD/FAVÖK Çarpan Sonuçları ($)	
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**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2. Yurt Dışı Benzer İD/FAVÖK Çarpan Yöntemi

Şirketin Yurt Dışı çarpan değeri belirlenirken medyan yerine ortalama değer alınmasının sebebi, benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olmasıdır. Çarpanları 5'ten aşağı ve 15'den yukarı olan şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve ortalamaya alınmamıştır. Ortalama çarpan 9,85 bulunmuş olup İD/FAVÖK çarpanına göre Yurtiçi Benzer Şirket Değeri **1.313.987.414 $** olarak hesaplanmıştır.

Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirketlerin İD/FAVÖK Çarpanı	
NHPC Limited	10,81
Meridian Energy Limited	~~16,41~~
Innergex Renewable Energy Inc.	14,39
Boralex Inc.	14,78
Auren Energia S.A.	13,29
Seatee ASA	~~15,93~~
Brookfield Renewable Partners L.P.	~~16,59~~
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technial Company	14,36
AES Brasil Energia S.A.	11,22
RENOVA, Inc.	~~19,80~~
CK Power Public Company Limited	~~17,54~~
BCPG Public Company Limited	8,88
Grupo Ecoener S.A.	11,97
Omega Energia S.A.	7,38
Genex Power Limited	~~41,73~~
China Datang Corporation Renewable Power Co., Limited	6,84
Northland Power Inc.	8,64
TransAlta Renewables Inc.	14,78
GEPIC Energy Development Co., Ltd.	11,61
Gia Lai Electricity Joint Stock Company	8,82
Pt Kencana Eergi Lestari Tbk	10,86
Ortalama	**11,24**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Seçilen Yurtdışı Benzer Şirketlerin İD/FAVÖK Çarpan Sonuçları ($)	
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**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.3. Piyasa Çarpanları Analizi Sonuç

Yurtiçi ve Yurt Dışı benzer şirketlere göre hesaplanan İD/FAVÖK çarpanında eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu şirketin İşletme değeri **1.232.480.125 $** olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi Özet			
Değerleme Yöntemi ($)	Hesaplanan İşletme Değeri	Ağırlık	İşletme Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketlerin İD/FAVÖK Çarpan Sonuç	1.150.972.835	50%	575.486.418
Yurtdışı Benzer Şirketlerin İD/FAVÖK Çarpan Sonuç	1.313.987.414	50%	656.993.707
İşletme Değeri			**1.232.480.125**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2. İNA

4.2.1. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

- AOSM, 2031 yılından projeksiyon döneminin sonuna kadar %12,1 olarak sabit kalmaktadır.
- Risksiz getiri oranı olarak 20.09.2033 itfa tarihli Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un 23 Ocak 2023 tarihi itibariyle faiz getirisi olan %9,24 dikkate alınmış olup, projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Benzer şirketlerin 5 yıllık kaldıraçsız betası incelenip 0,3 – 1,3 arasında olan benzer şirketlerin betalarının ortalaması olacağı varsayılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur.

- Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranı olan %9,24'e %1 prim eklenmesi yoluyla %10,24 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Vergi oranının 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 olacağı varsayılmıştır. Ek olarak halka arz sonrası halka açıklık oranı %20 üzerinde olacağından, halka arz döneminden başlayarak beş hesap dönemi boyunca kurumlar vergisi oranından %2 indirimden faydalanacaktır.

AOSM Hesaplaması										
	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%
AOSM	**12,2%**	**12,5%**	**12,6%**	**12,3%**	**12,3%**	**12,3%**	**12,1%**	**12,1%**	**12,1%**	**12,1%**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Projeksiyon

İNA yöntemi şirketin öngörüleri baz alınarak, birçok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt içermemektedir. Projeksiyon ve varsayımların değişmesi halinde özsermaye ve pay başına değer değişkenlik gösterebilir. Projeksiyonlar santrallerin lisans sürelerini kapsaması adına 2070 yılına kadar yapılmıştır.

- İNA yöntemi uygulanırken şirketin nakit akımlarının yıl ortalarında oluştuğu varsayılmıştır. Kontrol gücü olmayan paylara ait olan serbest nakit akımları ana ortaklığa ait serbest nakit akımlarına ulaşırken çıkarılmıştır.
- 30.09.2022 tarihi itibariyle ileriki dönemlerde kurumlar vergisinden indirebileceği geçmiş yıl zararları bulunmaktadır. Bu tutarlar projeksiyon süresince dikkate alınmıştır.
- 30.09.2022 tarihi itibariyle bilançoda kısa vadeli yükümlülükler altında raporladığı ortaklarına olan borçları 21.12.2022 tarihinde ödenmiş ve Grup'un ortaklarına herhangi bir borcu kalmamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu										
(Mn $)	2022 4.Ç	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Net Satışlar	29,9	157,9	167,6	160,3	159,3	163,3	167,4	168,2	206,1	219,9
Yıllık Büyüme	**4%**	**5%**	**6%**	**-4%**	**-1%**	**3%**	**3%**	**0%**	**23%**	**7%**
FAVÖK	20,4	111,3	120,9	112,1	110,2	113,3	116,6	116,5	153,4	166,2
FAVÖK Marjı	**68%**	**70%**	**72%**	**70%**	**69%**	**69%**	**70%**	**69%**	**74%**	**76%**
FVÖK	12,3	80,6	90,2	81,4	79,5	82,6	85,7	85,6	122,5	135,2
FVÖK Marjı	**41%**	**51%**	**54%**	**51%**	**50%**	**51%**	**51%**	**51%**	**59%**	**61%**
Vergi Oranı	19%	15%	14%	18%	18%	18%	20%	20%	20%	20%
Net Faaliyet Kârı Eksi Düzeltilmiş Vergi	10,0	68,8	77,6	66,9	65,2	67,7	68,6	68,5	98,0	108,2
Amortistman	8,1	30,6	30,7	30,7	30,7	30,8	30,8	30,9	30,9	30,9
Yatırım Harcamaları	-0,3	-4,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
NIS Değişim	-6,8	2,6	3,9	-1,7	0,0	0,0	0,8	1,0	-2,3	0,3
Serbest Nakit Akım (SNA)	**11,0**	**97,4**	**111,1**	**94,9**	**94,9**	**97,4**	**99,1**	**99,2**	**125,5**	**138,2**
SNA (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	-0,1	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
SNA (Ana Ortaklık Payı)	**10,9**	**96,9**	**110,6**	**94,4**	**94,4**	**96,9**	**98,7**	**98,8**	**125,1**	**137,8**
İndirgeme Oranı (AOSM)	12,2%	12,5%	12,6%	12,3%	12,3%	12,3%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgeme Faktörü	0,99	0,92	0,81	0,72	0,65	0,58	0,51	0,46	0,41	0,36
İndirgenmiş SNA Değerleri	**10,8**	**88,8**	**90,0**	**68,4**	**61,0**	**55,7**	**50,6**	**45,2**	**51,1**	**50,2**

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu										
(Mn $)	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Net Satışlar	232,5	242,4	251,8	264,7	270,5	274,6	277,6	281,8	284,6	289,8
Yıllık Büyüme	**6%**	**4%**	**4%**	**5%**	**2%**	**2%**	**1%**	**2%**	**1%**	**2%**
FAVÖK	177,7	186,6	194,9	206,7	211,3	214,3	216,1	219,1	234,3	238,6
FAVÖK Marjı	**76%**	**77%**	**77%**	**78%**	**78%**	**78%**	**78%**	**78%**	**82%**	**82%**
FVÖK	146,7	167,7	194,3	206,1	210,6	213,6	215,4	218,4	233,5	233,9
FVÖK Marjı	**63%**	**69%**	**77%**	**78%**	**78%**	**78%**	**78%**	**77%**	**82%**	**81%**
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Net Faaliyet Kârı Eksi Düzeltilmiş Vergi	117,4	134,2	155,4	164,9	168,5	170,8	172,3	174,7	186,8	187,1
Amortistman	31,0	18,9	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	4,7
Yatırım Harcamaları	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	-74,7
NIS Değişim	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-2,9	0,2
Serbest Nakit Akım (SNA)	**147,4**	**152,1**	**155,0**	**164,4**	**168,1**	**170,5**	**172,0**	**174,4**	**183,3**	**117,3**
SNA (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
SNA (Ana Ortaklık Payı)	**147,0**	**151,6**	**154,5**	**163,9**	**167,6**	**170,0**	**171,4**	**173,8**	**182,8**	**116,8**
İndirgeme Oranı (AOSM)	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgeme Faktörü	0,32	0,29	0,26	0,23	0,21	0,18	0,16	0,15	0,13	0,12
İndirgenmiş SNA Değerleri	**47,7**	**43,9**	**39,9**	**37,8**	**34,5**	**31,2**	**28,1**	**25,4**	**23,8**	**13,6**

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu										
(Mn $)	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051
Net Satışlar	295,2	300,6	306,2	311,8	316,7	320,8	326,7	332,8	338,9	345,2
Yıllık Büyüme	**2%**	**2%**	**2%**	**2%**	**2%**	**1%**	**2%**	**2%**	**2%**	**2%**
FAVÖK	242,9	247,3	251,8	256,4	260,3	263,3	268,1	273,0	278,0	283,0
FAVÖK Marjı	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**
FVÖK	237,8	241,3	230,4	234,8	238,6	241,6	246,3	251,1	256,1	261,0
FVÖK Marjı	**81%**	**80%**	**75%**	**75%**	**75%**	**75%**	**75%**	**75%**	**76%**	**76%**
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Net Faaliyet Kârı Eksi Düzeltilmiş Vergi	190,2	193,0	184,3	187,8	190,9	193,3	197,1	200,9	204,8	208,8
Amortistman	5,2	6,1	21,4	21,6	21,7	21,8	21,8	21,9	21,9	22,0
Yatırım Harcamaları	-11,2	-21,6	-247,5	-5,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7
NIS Değişim	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Serbest Nakit Akım (SNA)	**184,4**	**177,7**	**-41,5**	**204,2**	**211,2**	**213,7**	**217,5**	**221,4**	**225,3**	**229,4**
SNA (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
SNA (Ana Ortaklık Payı)	**183,8**	**177,2**	**-42,1**	**203,6**	**210,6**	**213,0**	**216,9**	**220,7**	**224,7**	**228,7**
İndirgeme Oranı (AOSM)	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgeme Faktörü	0,10	0,09	0,08	0,07	0,07	0,06	0,05	0,05	0,04	0,04
İndirgenmiş SNA Değerleri	**19,1**	**16,4**	**-3,5**	**15,0**	**13,8**	**12,5**	**11,3**	**10,3**	**9,3**	**8,5**

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu										
(Mn $)	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061
Net Satışlar	351,5	357,9	356,4	353,7	303,0	291,1	272,9	248,9	189,0	51,5
Yıllık Büyüme	**2%**	**2%**	**0%**	**-1%**	**-14%**	**-4%**	**-6%**	**-9%**	**-24%**	**-73%**
FAVÖK	288,2	293,4	291,9	289,8	247,4	237,5	222,2	201,7	151,6	37,1
FAVÖK Marjı	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**82%**	**81%**	**81%**	**80%**	**72%**
FVÖK	266,1	271,4	269,9	267,8	225,3	215,4	200,1	179,6	148,6	34,0
FVÖK Marjı	**76%**	**76%**	**76%**	**76%**	**74%**	**74%**	**73%**	**72%**	**79%**	**66%**
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Net Faaliyet Kârı Eksi Düzeltilmiş Vergi	212,9	217,1	215,9	214,2	180,3	172,3	160,1	143,7	118,8	27,2
Amortistman	22,1	22,0	22,0	22,0	22,0	22,1	22,1	22,1	3,1	3,1
Yatırım Harcamaları	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,0	-0,3
NIS Değişim	0,3	0,3	0,0	-0,1	-1,9	-0,5	-0,7	-0,8	-2,3	-5,4
Serbest Nakit Akım (SNA)	**233,5**	**237,6**	**236,1**	**234,3**	**198,8**	**192,4**	**180,1**	**163,7**	**118,7**	**24,6**
SNA (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7
SNA (Ana Ortaklık Payı)	**232,8**	**236,9**	**235,4**	**233,6**	**198,1**	**191,7**	**179,4**	**162,9**	**117,9**	**24,0**
İndirgeme Oranı (AOSM)	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgeme Faktörü	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
İndirgenmiş SNA Değerleri	**7,7**	**7,0**	**6,2**	**5,5**	**4,2**	**3,6**	**3,0**	**2,4**	**1,6**	**0,3**

İndirgenmiş Nakit Akım Tablosu									
(Mn $)	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068	2069	2070
Net Satışlar	44,5	45,3	45,5	43,5	38,2	21,7	14,1	8,9	9,0
Yıllık Büyüme	**-13%**	**2%**	**0%**	**-4%**	**-12%**	**-43%**	**-35%**	**-37%**	**1%**
FAVÖK	31,8	32,4	32,4	30,7	26,3	13,1	7,1	3,0	3,0
FAVÖK Marjı	**71%**	**71%**	**71%**	**71%**	**69%**	**60%**	**50%**	**34%**	**33%**
FVÖK	28,8	29,4	29,5	27,8	23,4	11,9	5,8	1,9	1,9
FVÖK Marjı	**65%**	**65%**	**65%**	**64%**	**61%**	**55%**	**42%**	**21%**	**21%**
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Net Faaliyet Kârı Eksi Düzeltilmiş Vergi	23,0	23,5	23,6	22,2	18,7	9,5	4,7	1,5	1,5
Amortistman	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	1,3	1,2	1,2	1,2
Yatırım Harcamaları	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
NIS Değişim	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,8	-0,4	-0,3	0,0
Serbest Nakit Akım (SNA)	**25,4**	**26,3**	**26,3**	**24,8**	**21,2**	**9,9**	**5,4**	**2,3**	**2,6**
SNA (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0
SNA (Ana Ortaklık Payı)	**24,7**	**25,6**	**25,6**	**24,3**	**20,6**	**9,7**	**5,4**	**2,3**	**2,6**
İndirgeme Oranı (AOSM)	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgeme Faktörü	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
İndirgenmiş SNA Değerleri	**0,3**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,1**	**0,1**	**0,0**	**0,0**	**0,0**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akım Özet Tablo	
İNA İşletme 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**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3. Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme çalışmasında İNA ve Piyasa Çarpan Analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak nihai işletme değeri tespit edilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurtiçi Benzer Şirketlere %50, Yurt Dışı Benzer Şirketlere %50 ağırlık verilmiştir. Nihai İşletme Değerine ulaşırken Çarpan Analizi Yöntemi ve İNA yöntemi eşit ağırlıklandırılmıştır.

İNA ve Piyasa Çarpan Analizi sonucunda özkaynak değeri aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Yurtiçi 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 Ortalama İşletme Değeri - Çarpan ve İNA	
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%**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5. GÖRÜŞ

Kamuya açıklanan ilgili raporlarda şirketin faaliyetleri, sektör ve değerleme yöntemlerine ilişkin bilgilerin detaylı ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Bu bilgiler dâhinde;

- Çarpan analizinde İD/FAVÖK çarpanı üzerinden gidilerek yeterli gözlem sayısına ulaşılamadığı için medyan yerine ortalama kullanılmasının ve yerli %50 yabancı %50 ağırlık verilmesini olumlu değerlendiriyoruz.

- İNA yönteminde ise projeksiyonun santrallerin lisans sürelerini kapsaması adına 2070 yılına kadar yapılması, AOSM 2031 sonrası sabit olacağı varsayılması ve betanın benzer şirketlerin 5 yıllık kaldıraçsız beta ortalaması olacağını makul değerlendiriyoruz.

- Şirket değerinin hesaplanmasında her iki değerleme yöntemine %50 ağırlık verilip, bulunan değere %33,31 oranında halka arz iskontosu uygulanarak bulunan 9,80 TL pay başına fiyatın makul olduğu kanaatindeyiz.