

TATLIPINAR ENERJİ ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

08 Ağustos 2023

İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	.....	1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER	.....	1
3 FİNANSAL BİLGİLER	.....	3
4 DEĞERLEME	.....	4
5 DEĞERLEME SONUCU	.....	6
6 GÖRÜŞ	.....	7



1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	TATEN
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	245.400.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	280.500.000 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	Sermaye Artırımı 35.100.000 pay Ortak Satışı 35.100.000 pay Toplam 70.200.000 Pay
Halka Arz Satış Fiyatı	22,50
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ve En İyi Gayret Aracılığı Yöntemi
Talep Toplama Tarihleri	10-11 Ağustos 2023
Halka Arz Büyüklüğü	1.579.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış dahil)	-
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %70
	Yurt İçi Kurumsal: %14,50
	Yurt Dışı Kurumsal: %14,50
	Şirket Çalışanları: %1

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ödenmiş Sermaye (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Ali İbrahimağaoğlu	29.697.840	29.697.840	116.792.466
Hüseyin A. İbrahimağaoğlu	19.980.000	19.980.000	78.575.192
Akdeniz İnşaat ve Eğitim Hizmetleri A.Ş.	12.720.000	12.720.000	50.023.846
Ali Can İbrahimağaoğlu	1.080	1.080	4.248
Hakkı İbrahimağaoğlu	1.080	1.080	4.248
Toplam	62.400.000	62.400.000	245.400.000

Hisse Oranı (%)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Ali İbrahimağaoğlu	%47,59	%47,59	%47,59
Hüseyin A. İbrahimağaoğlu	%32,02	%32,02	%32,02
Akdeniz İnşaat ve Eğitim Hizmetleri A.Ş.	%20,39	%20,39	%20,39
Ali Can İbrahimağaoğlu	%0,00	%0,00	%0,00
Hakkı İbrahimağaoğlu	%0,00	%0,00	%0,00
Toplam	%100,00	%100,00	%100,00

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

Şirket'in esas faaliyetleri; elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, elektrik enerjisi üretimi, elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ile iştigal etmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işleri yapmaktadır.

Şirket, elektrik üretim faaliyetlerini Balıkesir ili, Karesi ilçesinde kurulu Tatlıpınar RES bünyesinde gerçekleştirmektedir, burada 115,5 MW kurulu gücünde bir rüzgar enerji santrali bulunmaktadır. Bu santralde 25 adet rüzgar türbini, bir adet santral binası ve trafo merkezi bulunmaktadır. İşletmede mevcut durumuna ek olarak, yine aynı sahada, 79 MW güneş ve 38,4 MW rüzgar enerjisine dayalı ek kapasite artırımları yapılması planlanmaktadır.

İzahname tarihi itibarıyla Tatlıpınar RES'in lisanslı kurulu gücü, 232,9 MWm/131,8 MWe olup; söz konusu lisanslı kurulu gücün toplamda 153,9 MWm/131,8 MWe bölümü ana kaynak olarak rüzgara ve 79 MWm bölümü yardımcı kaynak olarak güneşe dayalıdır.

İzahname tarihi itibarıyla Tatlıpınar RES'in işletmedeki kurulu gücü, 115,5 MWm olup; güncel durum itibarıyla Tatlıpınar RES bünyesinde yalnızca rüzgardan elektrik üretimi gerçekleştirilmektedir. Planlanan RES kapasite artışı ve hibrit GES yatırımlarının tamamlanması halinde işletmedeki kurulu güç 232,9 MWm/131,8 MWe olacaktır.

Tatlıpınar RES'in 5 türbinden oluşan ilk fazı Kasım 2019'da devreye alınmıştır. ETKB'nin kısmi geçici kabulü ile Tatlıpınar RES 19,5 MWm/19,5 MWe kurulu güç ile faaliyetlerine başlamıştır. Tatlıpınar RES'in 20 türbinden oluşan ikinci fazı ise Aralık 2020-Haziran 2021 tarihleri arasında kademeli olacak şekilde devreye alınmış olup; Tatlıpınar RES için sonuncusu 10.06.2021 tarihinde olmak üzere muhtelif tarihlerde toplamda 115,5 MWm/108 MWe kurulu güç için ETKB kabulü gerçekleşmiştir. Bu çerçevede şirket, Tatlıpınar RES bünyesinde üretilen elektriğin tamamını, 2021 yılı başından itibaren YEKDEM kapsamında satmaya başlamış olup; 31.12.2020 tarihinde sona eren finansal dönemde üretilen elektriği spot piyasada; 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerde üretilen elektriğin tamamını ise YEKDEM kapsamında satmıştır.

Şirket, lisanslı kurulu gücü kapsamındaki toplamda 11,6 MW'lık elektriği, Yenilenebilir Enerji Kanunu'nun 6/C maddesi kapsamında kapasite artışı kapsamında satacağından, söz konusu kurulu gücün satışında YEKDEM'den faydalanamayacaktır. Ancak, Şirket, hibrit mekanizması kapsamında yardımcı kaynak olarak güneş enerjisinden üreteceği elektriği, rüzgardan ürettiği elektrik ile aynı fiyat üzerinden, YEKDEM süresinin sonuna kadar YEKDEM kapsamında satması mümkün olacaktır.

3. Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. Karşılaştırmalı Bilanço – Özet

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız	Bağımsız	Bağımsız	Bağımsız
	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
VARLIKLAR				
Nakit ve Nakit Benzeri	1.812.285	43.438.091	154.281.730	180.995.901
Ticari Alacaklar	3.405.371	19.281.678	-	11.970.750
Diğer Alacaklar	3.949.792	148.542.079	2.150.267	52.595
Stoklar	-	55.649.828	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	38.177.057	2.806.994	3.934.889	164.564.754
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	52.143	444.141	685.474
Toplam Dönen Varlıklar	47.344.505	269.770.813	160.811.027	358.269.474
Ticari Alacaklar	2.357.826	-	-	-
Diğer Alacaklar	286.574	291.932	343.619	565.479
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	-	643.734.003	659.183.982
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.166	400	-	-
Kullanım Hakkı Varlıkları	23.424.760	41.793.786	57.157.038	58.170.509
Maddi Duran Varlıklar	392.813.374	1.376.512.941	1.831.723.613	1.851.351.396
Toplam Duran Varlıklar	418.884.700	1.418.599.059	2.532.958.273	2.569.271.366
TOPLAM VARLIKLAR	466.229.205	1.688.369.872	2.693.769.300	2.927.540.840
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	79.449.487	277.622.623	127.528.146	150.835.434
Ticari Borçlar	9.585.783	15.313.661	19.515.322	106.257.893
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	364.471	745.238	306.259	749.197
Diğer Borçlar	1.006.479	6.947.008	10.625.496	6.817.907
Ertelenmiş Gelirler	-	-	10.073.186	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	791.806	1.317.412	1.156.078	993.343
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	91.198.026	301.945.942	169.204.487	265.653.774
Uzun Vadeli Borçlanmalar	328.316.730	1.020.261.694	1.411.778.960	1.479.285.048
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.176.511	2.128.241	31.006.792	34.311.234
Diğer Borçlar	1.227.762	30.307.251	-	306
Uzun Vadeli Karşılıklar	362.683	409.760	949.556	1.310.941
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	332.083.686	1.053.106.946	1.443.735.308	1.514.907.529
Toplam Yükümlülükler	423.281.712	1.355.052.888	1.612.939.795	1.780.561.303
Ödenmiş Sermaye	62.400.000	62.400.000	245.400.000	245.400.000
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-133.496.911	-165.169.942	25.638.985	386.140.799
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	145.717.435	245.277.999	449.288.706	474.835.316
Net Dönem Kar veya Zararı	-31.673.031	190.808.927	360.501.814	40.603.422
Toplam Özkaynaklar	42.947.493	333.316.984	1.080.829.505	1.146.979.537
TOPLAM KAYNAKLAR	466.229.205	1.688.369.872	2.693.769.300	2.927.540.840

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 4 – Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar				
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	20.566.219	300.239.441	766.479.936	156.418.160	187.358.186
Satışların Maliyeti	-14.600.745	-98.050.046	-390.555.021	-76.342.399	-92.361.538
Brüt Kar	5.965.474	202.189.395	375.924.915	80.075.761	94.996.648
Genel Yönetim Giderleri	-1.317.601	-2.004.189	-4.356.574	-734.193	-483.331
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.483.298	101.931.709	169.862.380	91.929.002	10.094.798
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-5.046.270	-167.706.233	-231.386.411	-78.649.252	-9.449.605
Faaliyet Karı	2.084.901	134.410.682	310.044.310	92.621.318	95.158.510
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	-	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar (Zarar) Paylar	-	-	4.695.592	-	-456.957
Finansman Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	2.084.901	134.410.682	314.739.902	92.621.318	94.701.553
Finansman Gelirleri	680.941	123.878.163	255.324.993	1.305.018	5.769.701
Finansman Giderleri	-34.121.093	-69.284.078	-181.477.298	-26.473.145	-57.268.551
Vergi Öncesi Kar	-31.355.251	189.004.767	388.587.597	67.453.191	43.202.703
Dönem Vergi Gideri	-	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-317.780	1.804.160	-28.085.783	-11.051.398	-2.599.281
Dönem Karı	-31.673.031	190.808.927	360.501.814	56.401.793	40.603.422

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

Vakıf Yatırım, Kayseri Şeker A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini birlikte kullanmıştır. Nihai değer tespiti aşamasında piyasa yaklaşımı çerçevesinde benzer şirket çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre tespit edilen değerler sırasıyla %40 ve %60 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İNA yöntemi kapsamında Şirket için 2023-2032 dönemine ait (Projeksiyon Dönemi) nakit akımları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Şirket'in ürettiği elektriği 2030 yılına kadar (2030 yılı dahil) YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunmakta olup, sonrasında ise piyasa fiyatı üzerinden satacaktır. YEKDEM kapsamından çıkması ile Şirket nakit akımlarının öngörülebilirliğinin azalacağı düşünüldüğünden, projeksiyon dönemi sonrası devam eden değer hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22. maddesinin b bendi uyarınca bozulan bir yapıda kullanılabilen "Pazar yaklaşımı/çıkış değeri" yöntemi kullanılmıştır.

Vakıf Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İNA analizinde uygulanan varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- ✓ Şirket'in ürettiği elektriği 2025 yılına kadar (2025 yılı dahil) 9,4 ABD doları cent/kwh fiyat üzerinden, 2026 yılından 2030 yılına kadar ise 7,3 ABD doları cent/kwh üzerinden YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunmaktadır. Şirket'in, YEKDEM kapsamında olduğu sürece YEKDEM'den yararlanıp yararlanmamayı seçme hakkı bulunmakta olup, bu hakkı kullanıp kullanmayacağı ile ilgili olarak, her yıl için bir önceki yılın Kasım ayında bildirim yapması gerekmektedir. Şirket YEKDEM hakkını kullanmadığı yıllarda ürettiği

elektriği piyasa fiyatından satacaktır. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca YEKDEM'den yararlanma hakkının bulunduğu 2030 yılına kadar YEKDEM hakkını kullanacağı varsayılmıştır.

- ✓ Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten şirketler için azami uzlaştırma fiyatı başlangıç değeri 1.700 TL/MWh'dir. Şirket YEKDEM hakkını kullanmadığında ürettiği elektriği maksimum azami ulaştırma fiyatından satabilecektir. İhtiyatlılık gereği azami uzlaştırma fiyatı uygulamasının İNA modeli kapsamında projeksiyon dönemi boyunca devam edeceği varsayılmıştır. Mevcut durumda 1.700 TL/MWh olan azami uzlaştırma fiyatı başlangıç değerinin yıl içinde değışme ihtimalini göz önünde bulundurarak 2023 yılı için sınırlı bir artışla 1.788 TL/MWh olarak dikkate alırken, sonraki yıllarda ortalama enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılmıştır. 2022 yılında 2.511 TL/MWh olan ortalama piyasa takas fiyatı projeksiyon dönemi boyunca her yıl ortalama TÜFE tahminleri doğrultusunda artırılmıştır. Şirket'in YEKDEM'den çıkış sonrası dönemde ürettiği elektriği PTF ve azami uzlaştırma fiyatından düşük olan fiyattan satacağı varsayılmıştır.
- ✓ Şirket mevcut durumda satışlarını dengelem grubu kapsamında satmakta olup, dengelem grubu kapsamında ekstra 3,75 ABD doları/MWh almaktadır. Şirket yönetimi, dengelem grubundaki satışlarının gelecekte devam edeceğini öngörmekte ve bu doğrultuda modelde sonraki yıllarda da 3,75 AMD doları/MWh seviyesinde yıllık prim alacağı varsayılmıştır.
- ✓ Şirket'in mevcut durumda toplam kurulu gücünün tamamı RES'ten oluşmakta olup 115,5 MW'dir. Şirket söz konusu kapasiteyi yeni eklenecek RES ve GES ile 228,1 MW'ye yükseltecek olup, söz konusu kapasite artırımları için lisans onayları alınmıştır. Yeni eklenecek RES için tribünler alınacak olup, bu tribünlerin 2024 yılında tam kapasite ile devreye alınması beklenmektedir. Aynı şekilde GES'in de 2024 yılı başında tam kapasite devreye alınması planlanmaktadır.
- ✓ Şirket Gold Standart'tan karbon kredisi satışı yapmak üzere sertifika almıştır. Söz konusu anlaşma nedeniyle İNA modelinde projeksiyon dönemi boyunca her yıl için Şirket öngörülerini doğrultusunda yıllık 2 mn ABD doları karbon kredisi satış geliri varsayılmıştır.
- ✓ Elektrik satış giderlerinin net satış gelirlerine oranı 2020-2021 döneminde ortalama %203 seviyesinde gerçekleşirken, yükselen PTF fiyatları nedeniyle 2022 yılında %31,7 seviyesinde oluşmuştur. Modelde elektrik satış giderlerinin hasılatlara oranının projeksiyon dönemi boyunca 2020-2021 dönemi ortalaması olan %20 düzeyinde olacağı tahmin edilmiştir.
- ✓ Projeksiyon dönemi boyunca amortisman giderlerinin net satış gelirlerine oranının ortalama %8 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir. Bakım-onarım ve sigorta giderleri Euro bazlı kontratlar üzerinden ödenmekte olup, projeksiyon dönemi boyunca Euro Bölgesi tahmini enflasyon oranı ile büyüyeceği tahmin edilmektedir.
- ✓ Satışların maliyeti içerisinde yer alan diğer maliyet kalemlerinin (personel giderleri, müşavirlik giderleri vb.) projeksiyon dönemi boyunca ortalama TÜFE tahminleri doğrultusunda artacağı tahmin edilmiştir.

- ✓ Şirket'in faaliyet giderleri sadece genel yönetim giderlerinden oluşmakta olup, projeksiyon dönemi boyunca yıllık ortalama TÜFE tahminleri doğrultusunda artacağı varsayılmıştır. Böylelikle projeksiyon döneminde faaliyet giderlerinin net satış gelirlerine oranının ortalama %0,6 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.
- ✓ Şirket'in projeksiyon döneminde net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranı ihtiyatlılık gereği %0 (sıfır) olarak varsayılmıştır.
- ✓ Şirket'in kapasite artırımı nedeniyle 2023 yılında yatırım harcamalarının Şirket yönetiminin öngörülleri doğrultusunda 1.805.498.358 TL seviyesinde gerçekleşeceği (satışlara oranı %209,2), sonraki yıllarda satış gelirlerine oranının ortalama %0,2 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.
- ✓ Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kapsamında risksiz faiz oranı 2023 yılı için %20, 2024 yılı için %19,5, 2025 yılı için %19, 2026 yılı için %18,5, 2027 yılı ve sonrası için %18 kullanılmıştır. Risk priminin ise %5,5 olacağı varsayılmıştır. Borçlanma maliyeti projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 4,5 puan borç primi ile borçlanacağı varsayımı ile hesaplanmıştır. Özsermaye oranı, 31.03.2023 itibarıyla %39,2 olup, söz konusu oranın projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Kurumlar vergisi ise 2023 yılı için %25, sonraki yıllar için ise %20 olarak dikkate alınmıştır. Beta katsayısı ise projeksiyon dönemi boyunca 1 olarak varsayılmıştır.

YEKDEM kapsamından çıkması ile Şirket nakit akımlarının öngörülebilirliğinin azalacağı düşünüldüğünden, projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesaplanmasında 11,0x FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, 2032 yılında yaratılacağı tahmin edilen FAVÖK tutarı ile bu çarpan çarpılarak 2032 sonrası döneme ait devam eden değer hesaplanmıştır. Söz konusu devam eden değer 2032 yılında indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir. Bu kapsamda şirket için projeksiyon dönemi (2023-2032) indirgenmiş nakit akımlarının toplamı ile devam eden değer bugünkü değeri toplamından oluşan toplam firma değeri 10.186.275.263 TL olarak tahmin edilmektedir. Söz konusu firma değerinden 31.03.2023 itibarıyla 1.449.124.581 TL olan net borç pozisyonu düşülürken, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırım olan Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42'lik payın 24.07.2023 tarihinde Akdeniz İnşaat'a satış bedeli olan 575.000.000 TL eklenmiştir. Böylece İNA modeli kapsamında Şirket'in özsermaye değeri 9.312.150.682 TL olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 5 – Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İNA Analizine Göre Değerleme Sonuçları

İNA Analizi Sonuçları	TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	4.343.341.954
Devam Eden Değer/Çıkış Değeri	5.842.933.309
2032 Yılı Tahmini FAVÖK	2.984.949.325
FD/FAVÖK Çarpanı	11,0x
Firma Değeri Toplamı	10.186.275.263
Net Borç (31.03.2023 sonu itibarıyla)	1.449.124.581
Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42'lik Payın Satış Geliri	575.000.000
Özsermaye Değeri	9.312.150.682

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4.2. Çarpan Analizi

Çarpan analizi yönteminde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin çarpanları ile Şirket'in ilgili verilerinin çarpılması yoluyla değer tespiti yapılmıştır.

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, çarpan analizi kapsamında FD/Satışlar, FD/FAVÖK, PD/DD ve F/K çarpanları incelenmiştir. Gerek operasyonel performansı yansıtmaması gerekse de piyasa katılımcıları tarafından sıkça kullanılması nedeniyle çarpan analizi kapsamında sadece FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir.

Çarpan analizi kapsamında yurt dışında yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik enerjisi üretimi yapan şirketler dikkate alınmıştır. Yurt içinde ise bu alanda faaliyet gösteren şirket sayısının sınırlı olması nedeniyle BİST Elektrik Endeksi (XELKT) şirketleri incelenmiş, söz konusu şirketler içerisinde faaliyet konuları arasında enerji üretimi olan şirketler hesaplama dahil edilmiş, enerji üretimi alanında faaliyet gösteremeyen şirketler hesaplama dahil edilmemiştir. Fd/FAVÖK (Son 12 Aylık) çarpanı itibarıyla 5x'in altı ve 20x'in üstü uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.

Tablo 6 – Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan Analizi	Ağırlık	FD/FAVÖK (Son 12 Aylık)
Yurt İçi	%50	9,7x
Yurt Dışı	%50	12,6x
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK		11,2x
FAVÖK (Son 12 Aylık) - TL		486.547.077
Firma Değeri - TL		5.428.666.094
Net Borç (31.03.2023 itibarıyla) - TL		1.449.124.581
Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42'lik payın satış geliri		575.000.000
Özsermaye Değeri - TL		4.554.541.513

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

5. Değerleme Sonucu

Vakıf Yatırım tarafından yapılan değerleme çalışmasında, İNA ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yöntemle göre değer tespiti yapılmıştır. Şirket'in gelecek dönem nakit akımlarının öngörülebilirliğinin yüksek olduğu düşünüldüğünden ve yeni yatırımının etkisini içerdiğinden İNA analizinden gelen değere %60 ile daha yüksek ağırlık verilmiştir. Buna göre ağırlıklandırılmış Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 7.409.107.014 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %25,47 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 5.522.007.458 TL seviyesinde Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup, 31.03.2023 sonu itibarıyla 245.400.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre **Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı 22,50 TL olarak tespit edilmektedir.**

Tablo 7 – Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu

Tatlıpınar - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları	9.312.150.682	%60
Çarpan Analizi	4.554.541.513	%40
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	7.409.107.014	%100

Tatlıpınar - Değerleme Özeti	
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri (TL)	7.409.107.014
Ödenmiş Sermaye (TL) (31.03.2023 itibarıyla)	245.400.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	30,19
Halka Arz İskonto Oranı	%25,47
Halka Arz İskonotolu Özsermaye Değeri (TL)	5.522.007.458
Halka Arz Fiyatı (TL)	22,50

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, Tatlıpınar Enerji Üretim ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşüdeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanların ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını ve sektör dinamikleri ile değişkenleri dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu görüşüdeyiz.
- ✓ Piyasa çarpanları analizi kapsamında sadece FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul bulmakla birlikte bu çarpanın dışında PD/DD, F/K ve FD/Satışlar çarpanlarından en azından birinin daha değerlendirilmesinde kullanılabileceği görüşüdeyiz.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşüdeyiz. İndirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizinin nihai değer tespitinde sırasıyla %60 ve %40 şeklinde ağırlıklandırılmış olmasını makul buluyoruz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. için 22,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.