



Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



08/08/2023

1. Halka Arza İlişkin Bilgiler:

Halka Arz Bilgileri	
Borsa Kodu	TATEN
Halka Arz Fiyatı	22,50 TRY
Halka Arz iskontosu	%25,47
Halka Arz Tarihleri	10-11 Ağustos 2023
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Dağıtım	%70 Yurt İçi Bireysel (Eşit Dağıtım) %14,5 Yurt İçi Kurumsal %14,5 Yurt Dışı Kurumsal %1 Şirket Çalışanları
Halka Açıklık Oranı	25,03 %
Halka Arz Büyüklüğü	1.579.500.000 TRY

Kaynak: Tatlıpınar Enerji İzahname

2. Şirketin Faaliyetleri:

Şirket 27 Aralık 2011 tarihinde kurulmuştur. Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı ile iştigal etmektedir.

Şirket'in bünyesinde; Balıkesir Karesi ilçesinde 115,5 MW kurulu gücünde bir rüzgar enerjisi santrali olan Tatlıpınar RES bulunmaktadır. Santral bünyesinde 25 adet rüzgar türbini bulunmaktadır. RES lisansı bitiş tarihi 14.02.2061'dir. Ek olarak yine aynı sahada, 79 MW güneş ve 38,4 MW rüzgar enerjisine dayalı ek kapasite artırımları yapılması planlanmaktadır.

3. Ortaklık Yapısı:

Sermaye artırımı ve ortak satışı şeklinde halka arz edilecek olan 70.200.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile halka açıklık oranının %25,03 olması planlanmaktadır.

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Akdeniz İnşaat	B	50.023.846	20,38	43.003.846	15,33
Ali İbrahimağaoğlu	A	73.620.000	30	73.620.000	26,25
	B	43.172.466	17,59	36.152.466	12,89
Hüseyin Avni İbrahimağaoğlu	B	78.575.192	32,02	57.515.192	20,50
Ali Can İbrahimağaoğlu	B	4.248	0,00	4.248	0,00
Hakkı İbrahimağaoğlu	B	4.248	0,00	4.248	0,00
Halka Açık Kısım	B	-	-	70.200.000	25,03
Toplam		245.400.000	100,00	280.500.000	100,00

Kaynak: Tatlıpınar Enerji İzahname

4. Finansallar

Bilanço Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2023 1.Ç.
Dönen Varlıklar	47.345	269.771	160.811	358.269
Duran Varlıklar	418.885	1.418.599	2.532.958	2.569.271
Toplam Varlıklar	466.229	1.688.370	2.693.769	2.927.541
Kısa Vadeli Yükümlülükler	91.198	301.946	169.204	265.654
Uzun Vadeli Yükümlülükler	332.084	1.053.107	1.443.735	1.514.908
Özkaynaklar	42.947	333.317	1.080.830	1.146.980

Kaynak: Tatlıpınar Enerji İzahname

Gelir Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2022 1.Ç.	2023 1.Ç.
Satışlar	20.566	300.239	766.480	156.418	187.358
Satışların Maliyeti (-)	14.601	98.050	390.555	76.342	92.362
Brüt Kar	5.965	202.189	375.925	80.076	94.997
Favök Karı	12.229	236.201	465.205	99.313	120.655
Favök Marjı (%)	59,5	78,7	60,7	63,5	64,4
Net Kar	31.673	190.809	360.502	56.402	40.603

Kaynak: Tatlıpınar Enerji İzahname

6. Değerleme:

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

A- Çarpan Analizi:

Şirket ile benzer sektörde faaliyet gösteren yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Buna göre yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıda gösterilmiştir.

FD/FAVÖK Çarpanına göre Değerleme

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

B- İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA):

- Projeksiyonlar 2023-2032 yılları için ve TL bazında yapılmıştır.
- Hisse senedi riski primi %5,5 olarak alınmıştır.
- Risksiz getiri 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 olarak varsayılmıştır.
- Borçlanma maliyetinin projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranınının 4,5 puan üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Beta değeri 1 olarak alınmıştır.

Buna göre *Tatlıpınar Enerji* için İNA yöntemi ile **9.312.150.682 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

NIHAİ DEĞERLEME

Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	9.312.150.682	%60
Piyasa Çarpanları Analizi	4.554.541.513	%40
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	7.409.107.014	
Ödenmiş Sermaye	245.400.000	
Pay Başına Fiyat	30,19	
Halka Arz İskontosu	25,47 %	
Halka Arz Fiyatı	22,50	

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fiyat Tespit Raporu

7. Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.
- Çarpan analizinde FD/Favök çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz. Ayrıca Şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılan F/K, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları da değerlemede incelenebilirdi.
- Çarpanların ortalaması yerine medyanı alınabilirdi.
- Çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpanları kullanılmasını ve bunlara %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in halka arz sonrasında Yıldız Pazar'da işlem göreceği dikkate alındığında, Yıldız Pazar çarpanları da değerleye dahil edilebilirdi.
- İNA'da risksiz faiz oranının %20'den kademeli olarak %18'e gerilemesini makul buluyoruz.
- Borçlanma maliyetinin, risksiz faiz oranınının 4,5 puan üstünde alınmasını makul buluyoruz.
- Beta değerinin halka arzlarında sıklıkla kullanıldığı şekilde 1 olarak alınmasını makul buluyoruz.
- %5,5 olan alınan piyasa risk primini makul buluyoruz.

- Nihai değerlemede nisbeten düşük sonuç veren Çarpan Analizine %40, yüksek sonuç veren İna Analizine %60 ağırlık verilmiştir. Bunun yerine %50-50 eşit ağırlık verilebilirdi.

Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %25,47 halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 22,50 TL halka arz fiyatının yukarıdaki tespitlerimiz çerçevesinde makul olduğu görüşündeyiz.

ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler TFG İstanbul 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, TFG İstanbul 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 TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.