

Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Alnus Yatırım") Kurumsal Finansman Birimi tarafından, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. ("Akfen", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı 27 Kasım 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
Halka Arz Tarihleri	15-16-17 Ocak 2025
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı – Ortak Satışı
Mevcut Ödenmiş Sermaye	569.742.750 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	66.841.328 TL nominal (Sermaye Artışı) 28.646.284 TL nominal (Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	636.584.078 TL
Halka Arz Büyüklüğü	3.695.370.584,40 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (38.195.045 TL) (%40) Yüksek Talepte Bulunacak Yatırımcılar (9.548.761 TL) (%10) Akfen Grubu Çalışanları (477.438 TL) (%0,50) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (28.168.846 TL) (%29,50) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (19.097.522 TL) (%20)
Halka Arz Fiyatı	38,70 TL
Halka Açıklık Oranı	%15,00
Borsa Kodu	AKFIS
Taahhütler	Şirket halka arzdan sonraki 1 yıl süreyle, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları da dahil olmak üzere) yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar almayacağına ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunmayacağını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacağını beyan ve taahhüt etmiştir. Ortaklar 1 yıl boyunca sermayede sahip olduğu payların halka arz fiyatının altında bir fiyattan borsada satılmayacağını ve bu payların halka arz fiyatının altında Borsa İstanbul'da satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	Yoktur.

Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Şirket'in faaliyetlerinin önemli bölümü Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) modeli kapsamında yapılan ve işletilen şehir hastanelerinden oluşmaktadır. Bu kapsamda Sağlık Bakanlığı tarafından ilgili Proje Şirketi'ne Ağustos 2015'te yer teslimi yapılması akabinde ilk şehir hastanesi inşaatı temeli atılmıştır. Halihazırda Türkiye'de KÖİ modeli kapsamında faaliyette olan 18 adet şehir hastanesinin 3 tanesi Şirket'in bağlı ortaklıklarının işletmesi altındadır. Güncel durumda en son 2020 yılında Tekirdağ Şehir Hastanesi'nin inşaatını tamamlayarak işletmeye alan Şirket, Isparta, Eskişehir ve Tekirdağ illerinde olmak üzere 3 adet şehir hastanesi yapımını ve işletmesini üstlenmiştir. Hastanelerde bulunan toplam yatak adetleri 05.12.2024 tarihi itibarıyla Isparta için 845, Eskişehir için 1150 ve Tekirdağ için 605'tir.

- Isparta Şehir Hastanesi 2017 yılında KÖİ modeli ile faaliyete geçmiş olup, sözleşmenin süresi 2039 yılında sona erecektir.
- Eskişehir Şehir Hastanesi 2018 yılında KÖİ modeli ile faaliyete geçmiş olup, sözleşmenin süresi 2044 yılında sona erecektir.
- Tekirdağ Şehir Hastanesi 2020 yılında KÖİ modeli ile faaliyete geçmiş olup, sözleşmenin süresi 2043 yılında sona erecektir.

Şirket KÖİ modelindeki yukarıdaki şehir hastanelerinde ayrıca hizmet sağlayıcı sıfatı ile hizmet vermektedir.

Şirket'in ayrıca Hacette Yurt ve Konukevi adında öğrenci yurdu bulunmakta olup, Ankara'da İncek Loft ve İncek Villa ile Romanya'da Romanya Villa adında gayrimenkul portföyleri bulunmaktadır. Bununla birlikte Yalıkavak Loft (Bodrum), The Sisters of Mercy Hastanesi (Zagreb), Kıyıkışlacık (Loft Iasos) projesi (Muğla), İskenderun Devlet Hastanesi (Hatay), Amasya Devlet Hastanesi ve Acil Durum Hastaneleri (Hatay) olmak üzere 6 adet devam eden taahhüt projeleri bulunmaktadır.

Bunlara ilaveten, Şirket, kuruluşundan itibaren yurt içinde ihalelere katılmak ve ortaklıklar kurmak yoluyla, yurt dışında ise çeşitli iş ortaklıklarına dahil olarak yol, köprü, baraj, liman gibi bayındırlık tesisleri, sanayi ve turistik tesislerin taahhüt işlerini de yapmaktadır. Şirket bazı projelerinde alanında deneyimli taahhüt şirketleri ile işbirliği ve ortaklıklar yapmaktadır.

Şirket ayrıca çeşitli ortaklıklara, iş ortaklıklarına ve konsorsiyumlara girerek yurt dışında da faaliyet göstermektedir. Şirket'in Hırvatistan'ın Zagreb kentinde bulunan The Sisters of Mercy Hastanesi'nin Renovasyon ve Yeniden Yapım ihalesi de bu çeşit projelerdendir.

Şirket, kuruluşundan itibaren geçen 37 yılda çeşitli sektör ve konumlarda inşaatlar tamamlamıştır. Şirket, bu projelerini ağırlıklı altyapı projeleri, otel, havalimanı terminalleri ve pistleri, endüstriyel tesisler ve hidroelektrik santralleri alanlarında gerçekleştirmiştir.

Şirket, ayrıca Akfen Yenilenebilir enerji tarafından da işletilenler dahil olmak üzere 19 adet HES inşaatını tamamlamış olup; Şirket'in tamamlamış olduğu HES'lerin toplam kurulu kapasitesi 268 MW'tır.

Şirket, Akfen GYO'nun işverenliğinde Türkiye ve KKTC'de bulunan 16 şehir otelinin inşaatını da tamamlamış olup, Şirket'in tamamlamış olduğu projeler arasında Loft konsepti ile Bodrum'da yer alan 36 adet villadan oluşan tatil köyü de bulunmaktadır.

Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla 198 adet çalışanı bulunmaktadır.

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arzdan Sonra	
		TL	%	TL	%
Akfen Holding A.Ş.	A	113.948.550	20,00	113.948.550	17,90
	B	455.794.200	80,00	427.147.916	67,10
Halka Açık Kısım	B	-	-	95.487.612	15,00
Toplam Çıkarılmış Sermaye		569.742.750	100,00	636.584.078	100,00

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket'in, sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden ilgili masraflar ve maliyetler düşüldükten sonra fonun aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarda kullanılması planlanmaktadır.

Şirket, halka arzdan elde edilecek fonun;

- %35-%45'ine karşılık gelen tutarın finansal borçluluk seviyesinin azaltılmasında,
- %55-%65'ine karşılık yatırım finansmanında ve
- %0-%10'una karşılık gelen tutarın işletme sermayesi amacıyla kullanılmasına karar verilmiştir.

3. FİNANSAL TABLOLAR

3.1. Bilanço

Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Varlıklar				
Dönen Varlıklar	7.323.301	6.005.194	6.553.051	7.123.580
Nakit ve nakit benzerleri	1.111.753	746.118	613.488	582.234
Ticari alacaklar	358.609	444.449	583.788	962.074
İlişkili taraflardan ticari alacaklar	65.005	27.224	157.961	184.404
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	293.604	417.225	425.827	777.670
Stoklar	103.132	141.939	289.490	350.243
Diğer alacaklar	310.199	128.649	205.813	394.413
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	-	-	-	87.932
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	310.199	128.649	205.813	306.481
İmtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklar	5.031.866	4.073.275	4.065.649	3.426.264
Türev araçlar	-	344.979	382.350	204.787
Müşteri sözleşmelerinden doğan varlıklar	-	-	45.748	52.308
Peşin ödenmiş giderler	149.183	75.008	231.582	1.070.448
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	4.068	575	10.896	4.093
Diğer dönen varlıklar	254.491	50.202	124.247	76.716
Duran varlıklar	48.483.148	39.620.046	39.637.380	35.884.015
Finansal yatırımlar	4	22.812	-	422.869
Ticari alacaklar	33.321	36.386	-	-
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	33.321	36.386	-	-
Diğer alacaklar	171.143	44.876	45.751	29.687
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	126.173	11.506	1.152	2.623
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	44.970	33.370	44.599	27.064
Müşteri sözleşmelerinden doğan varlıklar	217.446	301.177	345.069	394.874
İmtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklar	40.733.971	30.857.848	32.871.471	31.656.503
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	4.375.536	3.139.704	3.033.585	2.418.269
Kullanım hakkı varlıkları	39.393	38.720	-	-
Maddi duran varlıklar	363.891	429.383	286.017	173.706

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

Maddi olmayan duran varlıklar	627.934	598.348	328.216	319.111
Türev araçlar	-	824.839	233.358	87.681
Peşin ödenmiş giderler	4.001	-	250	96.677
Ertelenmiş vergi varlığı	1.908.467	3.184.384	2.465.857	92.282
Diğer duran varlıklar	8.041	141.569	27.806	192.356
Toplam varlıklar	55.806.449	45.625.240	46.190.431	43.007.595
Kısa vadeli yükümlülükler	7.006.483	5.389.843	6.465.663	7.370.021
Kısa vadeli borçlanmalar	1.294.680	341.884	220.838	1.633.306
Uzun vadeli borçlanmaları kısa vadeli kısımları	4.796.582	4.385.288	4.503.004	4.067.425
Ticari borçlar	508.524	536.548	942.664	1.261.826
İlişkili taraflara ticari borçlar	24.142	151.649	379.151	271.082
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	484.382	384.899	563.513	990.744
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	1.993	1.672	3.296	17.490
Diğer borçlar	115.758	72.259	140.863	71.228
İlişkili taraflara diğer borçlar	-	-	43.474	-
İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	115.758	72.259	97.389	71.228
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	-	-	85.737	128.147
Ertelenmiş gelirler	3.555	40.755	534.297	175.369
İlişkili taraflardan ertelenmiş gelirler	-	38.757	91.365	-
İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	3.555	1.998	442.932	175.369
Türev araçlar	271.131	-	-	-
Dönem karı vergi yükümlülüğü	459	281	23.553	-
Kısa vadeli karşılıklar	13.801	11.156	11.411	15.230
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	13.801	11.156	11.411	15.230
Uzun vadeli yükümlülükler	33.046.692	23.621.085	20.428.454	16.261.192
Uzun vadeli borçlanmalar	31.266.289	22.605.462	19.485.795	15.307.761
Diğer borçlar	188.064	143.515	55.877	38
İlişkili taraflara diğer borçlar	155.828	123.891	55.862	13
İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	32.236	19.624	15	25
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	530.907	634.941	673.098	720.508
Türev araçlar	760.584	-	-	-
Uzun vadeli karşılıklar	12.495	11.984	11.696	12.571
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	12.495	11.984	11.696	12.571
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	288.353	225.183	201.988	220.314
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	15.664.447	16.548.803	19.288.590	19.368.521
Ödenmiş sermaye	569.743	569.743	569.743	569.743
Sermaye düzeltme farkları	5.873.942	5.873.942	5.873.942	5.873.942
Paylara ilişkin primler	1.859.304	1.514.615	1.514.615	1.514.615
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	291.176	291.176	291.176	306.523
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	-	59.210	26.154	-
Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları	-	37.411	26.154	-
Diğer yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları	-	21.799	-	-
Geçmiş yıl karları	4.768.663	6.095.415	8.240.799	11.023.767
Dönem net karı	2.301.619	2.144.702	2.772.161	79.931
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	88.827	65.509	7.724	7.861
Toplam kaynaklar	55.806.449	45.625.240	46.190.431	43.007.595

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Bağımsız Denetim Raporu

Oran Analizleri

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite ve mali yapı oranları aşağıda yer alan tablolarda gösterilmiştir.

Oranlar	2021	2022	2023	2024/09
Likidite Oranları				
Cari Oran (Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,05	1,11	1,01	0,97
Asit-Test Oranı (Dönen Varlıklar-Stoklar) / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,03	1,09	0,97	0,92

Finansal Yapı Oranları	2021	2022	2023	2024/09
------------------------	------	------	------	---------

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
Mersis No : 0615002521200015

Toplam Borç / Toplam Varlıklar	0,72	0,64	0,58	0,55
Toplam Borç / Özsermaye	2,54	1,75	1,39	1,22
Özsermaye / Toplam Varlıklar	0,28	0,36	0,42	0,45
Özsermaye Çarpanı	3,54	2,75	2,39	2,22

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Bağımsız Denetim Raporu

3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	2.434.418	2.127.722	3.186.220	2.281.579	5.266.544
Satışların Maliyeti (-)	(2.216.729)	(2.178.469)	(3.257.860)	(2.302.307)	(4.782.193)
Brüt kar	217.689	-50.747	-71.640	-20.728	484.351
Genel yönetim giderleri (-)	(254.992)	(243.481)	(306.585)	(223.559)	(276.996)
Pazarlama giderleri (-)	(25.987)	(23.519)	(27.781)	(22.230)	(16.544)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	26.616.162	13.849.615	24.688.848	18.938.254	11.874.626
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(81.799)	(153.783)	(466.554)	(205.981)	(285.372)
Esas faaliyet karı/(zararı)	26.471.073	13.378.085	23.816.288	18.465.756	11.780.065
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	-	-	-	-	13.925
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(165.741)	-	-	-	-
Finansman gelirleri gideri öncesi faaliyet karı/(zararı)	26.305.332	13.378.085	23.816.288	18.465.756	11.793.990
Finansman gelirleri	4.049.178	5.003.664	1.995.431	2.203.736	326.939
Finansman giderleri (-)	(23.284.715)	(13.055.104)	(16.583.023)	(13.234.408)	(5.350.862)
Parasal kazanç (kayıp)	(2.336.294)	(4.532.097)	(5.723.765)	(4.481.445)	(4.298.098)
Sürdürülen faaliyetlerden vergi öncesi karı	4.733.501	794.548	3.504.931	2.953.639	2.471.969
Sürdürülen faaliyetler vergi (gideri) geliri	(2.455.816)	1.341.694	(739.726)	(1.860.350)	(2.391.901)
Dönem vergi gideri / geliri	(39.583)	(8.713)	(43.732)	(57.370)	-
Ertelenmiş vergi geliri / gideri	(2.416.233)	1.350.407	(695.994)	(1.802.980)	(2.391.901)
DÖNEM KARI	2.277.685	2.136.242	2.765.205	1.093.289	80.068
Dönem Karının Dağılımı					
Kontrol gücü olmayan paylar	-23.934	-8.460	-6.956	-24.247	137
Ana ortaklık payları	2.301.619	2.144.702	2.772.161	1.117.536	79.931

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Oranlar	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Brüt Kar Marjı	%67,7	%67,6	%56,0
FVÖK Marjı	%63,7	%63,6	%51,4
FAVÖK Marjı	%64,7	%64,8	%52,5

4. DEĞERLEME

Şirket'in pay başına değeri hesaplanırken; Net Aktif Değer Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi eşit olarak ağırlıklandırılmış ve böylelikle; 27,6 milyar TL özsermaye değeri bulunmuştur. Elde edilen bu değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz pay fiyatı 38,70 TL olarak hesaplanmıştır.

4.1. Net Aktif Değer Yöntemi

Şirket'e ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti		
Risksiz Faiz Oranı	%7,18	USD bazlı İNA modeli kapsamında risksiz faiz oranı olarak Türkiye 10 yıllık ABD Doları cinsi tahvilin son 1 aylık getirisi olan %7,18 dikkate alınmıştır.
Risk Primi	%5,50	Projeksiyon Dönemi boyunca risk primi %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır. Bu oran Aswath Damodaran'ın paylaştığı 2023 yılı

		tarihsel gelişmiş piyasa risk primi olan %5,23 yerine ihtiyatlılık gereği %5,5 alınmıştır.
Beta	1,0	Projeksiyon Dönemi boyunca Beta katsayısı 1,0 olarak dikkate alınmıştır.
Özsermaye Maliyeti	%12,68	
Borçlanma Maliyeti	%7,56	Akfen İnşaat uzun dönem ABD Doları cinsinden ağırlıklandırılmış ortalama borçlanma maliyeti ortalama %7,56 olarak hesaplanmış ve söz konusu oran kullanılmıştır.
Kurumlar Vergisi Oranı	%30	Kurumlar vergisi oranı Projeksiyon Dönemi boyunca %30 olarak dikkate alınmıştır.
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%5,29	
Özsermaye Oranı	%37,80	Akfen İnşaat'ın özkaynaklarının toplam kaynaklara oranı 2021, 2022, 2023 yılsonları ve 30.09.2024 itibarıyla incelenmiş olup bu oran söz konusu yıllarda sırasıyla %28,1, %36,3, %41,8 ve %45,0 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Tek bir yılın özsermaye oranını kullanmak yerine son 4 finansal tablo döneminin ortalamasını kullanmanın daha güvenilir sonuç vereceği değerlendirilmiştir. Şehir Hastaneleri'nin modelinde hedef özsermaye oranı olarak son 4 dönemin ortalaması %37,8 kullanılmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%8,08	

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Şehir Hastaneleri

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Özet Tablo	ABD Doları
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değerlerinin Toplamı	965.322.475
Net Borç (30.09.2024 itibarıyla)	540.334.540
Piyasa Değeri (30.09.2024 itibarıyla)	424.987.934
Piyasa Değerinin Bugünkü Değeri	430.341.635

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Taahhüt + Akfen Solo

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Özet Tablo	ABD Doları
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değerlerinin Toplamı	112.129.939
Devam eden değer büyüme oranı	2%
Devam eden değer bugünkü değeri	34.255.053
Net Borç (30.09.2024 itibarıyla)	34.299.258
Piyasa Değeri (30.09.2024 itibarıyla)	112.085.734
Piyasa Değerinin Bugünkü Değeri	113.811.524

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Gayrimenkul

Gayrimenkul Yatırımları	Nitelik	Rapor Tarihi / Numarası	Piyasa Değeri (USD)
İncek Konut	Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Hacılar Mahallesi sınırları içerisinde 111328 Ada 1 Parsel üzerinde bulunan 148 adet bağımsız bölümün mevcut durum piyasa değerinin tespiti.	30.09.2024 2024-639	52.948.038
İncek İşyeri	Ankara İli, Gölbaşı İlçesi, Hacılar Mahallesi sınırları içerisinde 111328 Ada 1 Parsel 39 adet "İşyeri" vasıflı gayrimenkullerin piyasa değerinin tespiti.	30.09.2024 2024-638	18.769.878
Hacettepe	Ankara İli, Çankaya İlçesi, Lodumu(me) Mahallesi 29094 ada 9 ve 10 Parselde yer alan taşınmazların "Üst Hakkı" değerinin tespiti.	30.09.2024 2024-640	9.903.392
Romanya Villa	Şirket, 02.02.2024 tarihinde, Romanya'nın Bükreş şehrinde 226.100 Avro bedelle bir villa satın alımı gerçekleştirilmiş olup değer tespitinde satın alım bedeli kullanılmıştır.	-	251.923

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.

İncek Villa	Şirket'in Gökbaşı İncek'te yer alan 5 adet villanın inşaatı tamamlanmış olup, 30.09.2024 finansal tablo dönemi itibarıyla stoklarda yer alan değeri ile portföye eklenmiştir.	-	3.086.076
-------------	---	---	-----------

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Hacettepe Yurt ve Konukevi

Hacettepe Üniversitesi'nin Beytepe Kampüsü'nde Şirket tarafından geliştirilen Hacettepe Yurt ve Konukevi projesi, 15.05.2014 tarihi ile başlamış olup 68.000 m²'lik bir alanda 7.300 yatak kapasiteli konuk evi, ticari alanları ve sosyal tesislerinin yer aldığı bir kompleks projesi olarak tasarlanmıştır. Hacettepe Yurt ve Konukevinin kapasitesi ise yoğunluğa ve doluluğa göre 15.000 kişiye kadar çıkabilmektedir. Bu projede Hacettepe Üniversitesi tarafından Hacettepe SPV'ye 15.03.2013 tarihinden itibaren 49 yıllık üst hakkı tahsis edilmiştir. Proje'nin 23,4 milyon ABD Doları tutarında finansmanı TSKB tarafından sağlanmıştır. Kredi bakiyesi 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 10,3 milyon ABD Doları'dır.

Proje 2014'ün ikinci çeyreğinde başlamış olup birinci faz kapsamında 2016'nın ilk çeyreğinde yaklaşık 2.300 yatak kapasiteli iki blok teslim edilmiştir. Rapor tarihi itibarıyla ise projede yer alan yaklaşık 6.000 yatak kapasiteli diğer 5 bina proje geliştirmesi değerlendirilmektedir.

Hacettepe Yurt ve Konukevi ile ilgili olarak, KYK (Ankara Gençlik ve Spor İl Müdürlüğü vasıtasıyla) ile Hacettepe SPV arasında kira sözleşmesi mevcut olup, yıllık sabit kira ödemeleri, her yıl Kamu İdarelerinin Taşınmaz Kiralamalarına ilişkin Genelgede açıklandığı üzere ÜFE oranını geçmeyecek şekilde belirlenmektedir. KYK (Ankara Gençlik ve Spor İl Müdürlüğü vasıtasıyla) ile akdedilmiş olan sözleşme uyarınca kira ödemeleri doluluk oranından bağımsızdır.

Net Aktif Değer

Şirket'in faaliyetlerinde önemli büyüklükte olan yatırımlarının her biri için ayrı ayrı değer tespiti yapılarak, bulunan sonuçlar Şirket'in söz konusu yatırımlarındaki etkin ortaklık oranı ölçüsünde alınarak toplanmış ve bu şekilde Şirket için 641.481.917 ABD Doları büyüklüğünde Net Aktif Değer'e ulaşılmıştır. Net Aktif Değer'i gösteren özet tabloya aşağıda yer verilmektedir.

ABD Doları	Piyasa Değeri	Etkin Ortaklık Oranı (%)	Akfen İnşaat'ın Payı
Şehir Hastaneleri	430.341.635	100,00%	430.341.635
Taahhüt + Akfen Solo	113.811.524	100,00%	113.811.524
Gayrimenkul	75.055.915	100,00%	75.055.915
Hacettepe	9.903.392	99,76%	9.879.624
Finansal Yatırım (Fon Katılım Payı)	12.393.218	100,00%	12.393.218
Net Aktif Değer	641.505.685		641.481.917

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

4.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satış", "FD/FAVÖK", "PD/DD" ve "F/K" çarpanları incelenmiş olup, Çarpan Analizi kapsamında Şirket'in sağlık, inşaat, yurt ve gayrimenkul sektörlerini içeren farklı sektörlerdeki farklı iş modellerini daha doğru bir şekilde yansıtması sebebiyle "FD/FAVÖK" ve "PD/DD" çarpanlarının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmiştir. Şirket'in Kamu Özel İşbirliği modeliyle işletilen hastane yatırımlarının finansal büyüklüğündeki payı dikkate alınarak yurt içinde sağlık sektöründe

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.

imtiyaz işleri alanında faaliyet gösteren bir şirket olmadığından Çarpan Analizi kapsamında sadece yurt dışı benzer şirketler kullanılmıştır.

Çarpan Analizi kapsamında Şirket'in mevcut portföyünde yer alan faaliyet alanlarında yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren şirketler araştırılmıştır. Şirket ile birebir benzer faaliyetlere sahip yurt içinde halka açık bir şirkete rastlanmamıştır. Bu nedenle çarpan analizinde yurt içi şirketlerin kullanılmasının uygun olmayacağı değerlendirilmiştir. Yurt dışında ise,

- Kamu Özel İşbirliği (KÖİ) modeliyle işletilen hastane yatırımlarının olması nedeniyle imtiyaz işleri alanında faaliyet gösteren şirketler
- Taahhüt faaliyetinin olmasının yanı sıra çeşitli gayrimenkullere de sahip olması nedeniyle iki grubu da kapsayan "Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler" araştırılmış ve yurt dışı benzer şirketler olarak Çarpan Analizi'nde kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında, 25,00x ve üzerinde ve PD/DD çarpanında ise 4,00x'in üstü çarpan değerleri "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirilmesine dahil edilmemiştir. Medyan değerler kullanılmıştır.

Şirket'in faaliyetlerinin önemli bölümünün Kamu Özel İşbirliği ("KÖİ") modelinde işlettiği şehir hastanelerinden olması, yurt içinde Kamu Özel İşbirliği modeli ile hastane işleten bir benzer şirketin olmaması ve Net Aktif Değeri'nin %67'si işletilen bu hastanelerden meydana gelmesi değerlendirilerek, yurt dışı KÖİ şirketler grubu %60, Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri şirketler grubu %40 olarak ağırlıklandırılmış ve bu şekilde değer tespiti yapılmıştır.

4.2.1. FD/FAVÖK ve PD/DD Çarpanlarına Göre Değerleme

Yurt Dışı Kamu Özel İşbirliği şirketlerinden elde edilecek çarpanlar incelenirken yurt dışından anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen 20 adet şirket seçilmiştir. Yurt Dışı Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler şirketler grubu araştırılmış ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen 23 adet şirket seçilmiştir. Bu iki grubun FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları incelenmiş olup, uç değerler harici medyanları çarpan olarak kabul edilmiştir.

İki grubun çarpanları ağırlıklandırılması akabinde nihai çarpan elde edilmiş olup, FD/FAVÖK çarpanına göre özsermaye değeri 1.001.689.025 USD, PD/DD çarpanına göre özsermaye değeri ise 903.966.867 USD olarak hesaplanmıştır.

İlgili hesaplamalara ilişkin tablolar aşağıda verilmiştir;

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme (USD)	FD/FAVÖK (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt Dışı KÖİ Şirketleri	13,6x	60%
Yurt Dışı Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler	12,3x	40%
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK Çarpanı	13,1x	100%
FAVÖK (Son 12 Aylık) USD	121.452.440	
Firma Değeri - USD	1.586.882.881	
Net Borç (30.09.2024 itibarıyla) USD	585.193.857	
Özsermaye Değeri - USD	1.001.689.025	

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.

PD/DD Çarpanına Göre Değerleme (USD)	PD/DD (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt Dışı KÖİ Şirketleri	1,9x	60%
Yurt Dışı Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler	1,2x	40%
Ağırlıklandırılmış PD/DD Çarpanı	1,6x	100%
FAVÖK (Son 12 Aylık) - USD	121.452.440	
Firma Değeri – USD	1.586.882.881	
Net Borç (30.09.2024 itibarıyla) - USD	585.193.857	
Özsermaye Değeri - USD	1.001.689.025	

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

4.2.2. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Değerleme Çalışması kapsamında, 2 yöntemden FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu Şirket'in ağırlıklandırılmış özsermaye değeri 952,8 milyon ABD doları olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Bazlı Değerleme - Sonuç	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
FD/FAVÖK	1.001.689.025	50%
PD/DD	903.966.867	50%
Özkaynak Değeri	952.827.946	100%

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

5. DEĞERLEME SONUCU

Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi için yapılan değerlendirme çalışmasında Net Aktif Değer ve Piyasa Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 797.154.932 milyon ABD doları özsermaye değerine ulaşılmıştır. 27.11.2024 tarihli TCMB alış kuru olan 34,5728 ile çarpıldığında ağırlıklandırılmış özsermaye değeri 27.559.878.019 TL olarak hesaplanmıştır. Değerleme yöntemleriyle hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 38,70 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (USD)	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Net Aktif Değer Yöntemi	%50	641.481.917
Piyasa Çarpan Analizi	%50	952.827.946
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	%100	797.154.932
USD/TL (27.11.2024 Alış Kuru)		34,5728
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)		27.559.878.019

Değerleme Sonucu	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	27.559.878.019
Ödenmiş Sermaye (TL) (30.09.2024)	569.743.000
Halka Arz Öncesi Pay Başına Fiyat (TL)	48,37
Halka Arz İskontosu (%)	%20
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	22.047.902.415
Halka Arz Fiyatı (TL)	38,70

Kaynak: Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

6. GÖRÜŞ

- Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve kap.org.tr'de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.
- Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlendirilmede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne %50, Net Aktif Değer Yöntemi'ne %50 oranında ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde yurt dışı şirketlerin analiz edilmesi ile FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının kullanılıp F/K ve FD/Satışlar çarpanlarının kullanılmamasını uygun buluyoruz.

Özetle; %**20'lik** iskonto oranı da göz önüne alındığında **38,70** TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.