

AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş

HALKA ARZ FİYATI

9,80 TL

TALEP TOPLAMA

8 – 10 Mart

AKFYE Tİ

Yenilenebilir enerji şirketi halka açılıyor

■ Akfen Yenilenebilir Enerji halka açılıyor

Akfen Yenilenebilir Enerji'nin tamamı ortak satışı şeklinde toplam 340,4 milyon lotluk hissesi TL9,80 hisse başı fiyat üzerinden halka arz edilecek. Halka arz edilecek payların %20'si yurt içi bireysel yatırımcılara, %10'u Akfen Grubu çalışanlarına, %20'si yurtiçi kurumsal yatırımcılara ve %50'si yurtdışı kurumsal yatırımcılara tahsis edilecek. %33 iskonto uygulanarak ulaşılan halka arz fiyatıyla birlikte toplam halka arz büyüklüğü 3,34 milyar TL tutarında gerçekleşecek. Şirketin halka arz öncesi piyasa değeri 9,96 milyar TL olup, yurtiçi bireysel yatırımcılara ve şirket çalışanlarına oransal dağıtım yöntemi uygulanacaktır.

■ Türkiye'nin önde gelen yenilenebilir enerji şirketlerinden

Şirket EPDK mevzuatı çerçevesinde lisanslı ve lisanssız santraller işleten bağlı şirketleri konumundaki üretim tesisleriyle yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir. Şirketin portföyünde 12 adet lisanslı hidroelektrik santrali (HES); 8 adet lisanslı, 27 adet lisanssız olmak üzere toplam 35 adet güneş enerjisi santrali (GES) ve 6 adet rüzgar enerjisi santrali bulunmaktadır. Şirketin portföyünde bulunan toplam 53 adet elektrik üretim santrallerinin toplam kapasitesi 699MW iken Marmara, Karadeniz, Ege, Akdeniz, Doğu Anadolu ve İç Anadolu bölgelerinde yer almaktadır.

■ Üretimin %84'ü YEKDEM kapsamında, kapasite artırımları ve depolama yatırımları devam ediyor

Şirketin mevcut durumda 28 santrali YEKDEM kapsamındadır. Santrallerin kurulu güç bazında YEKDEM'den faydalanabilmeleri için ağırlıklı ortalamaya göre kalan süre 4,7 yıldır. Gelir bakımından ise %85'lik ağırlıklı bir kısım YEKDEM kapsamında elde edilmektedir. YEKDEM süreleri biten santraller ürettikleri elektriği spot piyasada satabilmektedir. 5 adet RES için 92,4 MWe kapasite artırımları ve ek depolama yatırımları şirketin stratejileri arasındadır.

■ Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlendirilmede halka arz iskontosu %33 olarak hesaplanmıştır.

GarantiBBVA Yatırım tarafından yapılan fiyat tespit raporunda çarpan analizi ve indirgenmiş nakit akışı yöntemleri kullanılarak hesaplanan adil şirket değeri hisse başına TL14,69'dur. Belirlenen hisse başı değere %33,3 iskonto uygulanarak halka arz fiyatı TL9,80 olarak belirlenmiştir. Halka arz değerlendirilme raporundaki beklentilere göre şirket hisseleri son 12 aylık finansallara göre 9,3x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir (BIST Sınai endeksi 12 aylık kaydırılmış ortalama: 8,4x). Fiyat tespit raporundaki 2023 beklentilerine göre ise 2023T FD/FAVÖK çarpanı 7,4x seviyesindedir.

Hisse Detayları

TL	2019	2020	2021	Son 12 ay
Net satışlar	502	1,023	1,291	2,297
VAFÖK	363	783	962	1,775
Net kar	(250)	(302)	408	1,418
Net kar marjı (%)	(49.7)	(29.5)	31.6	61.7
VAFÖK marjı (%)	72.3	76.6	74.6	77.3
Satış büyümesi (%)	a.d.	103.7	26.2	78.0
Net borç	2,486	3,543	5,473	6,542
Defter değeri	313	2,764	5,474	7,072
F/K (x)	(39.9)	(33.0)	24.4	7.0
FDVAFÖK (x)	34.3	17.2	16.0	9.3
PD/DD (x)	31.8	3.6	1.8	1.4
Net borç/VAFÖK (x)	6.85	4.5	5.7	3.7
Net borç/Özsermaye (x)	7.94	1.28	1.00	0.93
Özsermaye verimliliği (%)	(79.7)	(19.6)	9.9	22.6

Ortaklık yapısı	Arz öncesi (%)	Arz sonrası (%)
Akfen Holding	100.00	66.5
Halka Açık	0.0	33.5

Kaynak: Akfen Yenilenebilir; TEB Yatırım Hesaplamaları

Şirket bilgileri

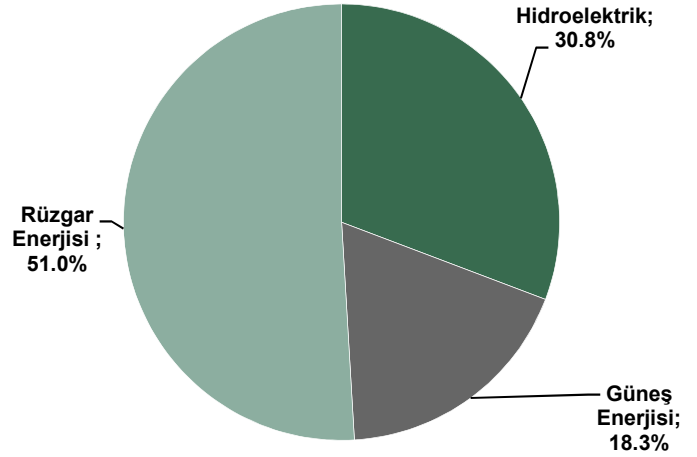
2009 yılında 7 MW'lık ilk hidroelektrik enerji santrali (HES) tesisini devreye alarak elektrik üretimine başlayan Akfen Yenilenebilir Enerji; enerji yatırımlarını yurt dışında rüzgar enerjisi (RES) ve güneş enerjisi (GES) santralleriyle çeşitlendirmiş, toplam kurulu güç kapasitesini 699 MW'a yükseltmiştir. Şirket Akfen Holding'in %100 iştiraki olmakla birlikte halka arz sonrası holdingin payı %66,5'e gerileyecektir.

Üst Yönetim

İsim	Görev
Hamdi Akın	Yönetim Kurulu Başkanı
Kayrıl Karabeyoğlu	Genel Müdür

[Akfen Yenilenebilir Enerji \(akfenren.com.tr\)](http://akfenren.com.tr)

Gelir Dağılımı (2022/9A)



Kaynak: Akfen Yenilenebilir

Şirket Profili

2009 yılında ilk HES tesisini devreye alarak elektrik üretimine başlayan Akfen Yenilenebilir Enerji hidroelektrik, rüzgar ve güneş enerjisi santralleriyle elektrik üretimi gerçekleştiren bir yenilenebilir enerji şirkettir. Toplam kurulu gücü 699 MW olup bunun %49,9'u rüzgar santrallerinden, %32,7'si hidroelektrik santrallerden, %17,3'ü ise güneş santrallerinden oluşmaktadır. Mevcut durumda şirket %100 yenilenebilir enerji şirketleri arasında Türkiye'nin en büyük 8. rüzgar enerjisi portföyüne sahiptir. Ek olarak Türkiye'nin en büyük 2. lisanslı GES portföyü de yine şirkete aittir.

Şirketin önümüzdeki dönemde 6 adet RES ve 1 adet HES projelerine ek olarak 94,8 MWe GES kapasite eklenmesi, 5 adet RES için 92,4 MW kapasite artışı ve 7 farklı bölgede toplam 320 MWe/660MWh güçte 7 farklı müstakil elektrik depolama tesisi kurulması konusunda çalışmaları devam etmektedir.

Şirketin elektrik satış gelirlerinin %85'i YEKDEM kapsamında olup, tüm portföyün kalan YEKDEM kapsama dönemi ortalama 4,7 yıldır. Şirket gelirlerinin ve üretiminin çoğunluğunun YEKDEM kapsamında olması şirketin finansal anlamda öngörülebilirliğini artıran bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Değerleme Özeti

GarantiBBVA Yatırım A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında şirketin halka arz fiyatının tespiti için çarpan analizi (%50) ve indirgenmiş nakit akımları (%50) yöntemleri kullanılmıştır. Değerleme para birimi olarak şirket gelirlerinin çoğunluğunun dolar bazlı olması sebebiyle USD kullanılmıştır. Hisse başı değer USD0,78 olarak tespit edilmiş ve bu fiyata 23.01.2023 tarihli TCMB USDTRY kuru uygulanarak şirket değeri hisse başına TL14,69 olmuştur. TL9,80 olan halka arz fiyatına, bu fiyata uygulanan %33,3 iskonto sonrasında ulaşılmıştır.

Çarpan analizi yöntemi:

- Halka arz fiyatının belirlenmesinde ayrı ayrı yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket setleri için FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Her bir çarpan yönetimi için değer hesaplaması yapılırken yurtiçinde ve yurtdışında benzer alanda faaliyet gösteren şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları alınmış, FD/FAVÖK çarpanı 5'ten aşağı ve 15'ten yukarı olan şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve ortalamaya alınmamıştır.
- Yurtiçinde ve yurtdışında faaliyet gösteren şirketlerin çarpanlarına göre bulunan değerlere %50'şer ağırlık verilmiştir.
- Böylece çarpan analizinden 1,232 milyar USD'lik değer bulunmuştur.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi:

- İNA analizinde risksiz faiz için Türkiye Devleti 20/09/2033 vadeli ABD doları cinsi Eurobond tahvilinin 23/01/2023 tarihindeki getirisi olan %9,24 oranı dikkate alınmıştır.
- %5,5 piyasa risk primi ve ortalama 1,39 kaldıraçlı beta kullanılarak şirketin ABD doları cinsinden öz sermaye maliyeti %17 bulunmuştur.
- Vergi öncesi borçlanma maliyeti için risksiz faiz oranı olan %9,24 oranına %1 risk primi eklenerek %10,24 oranına ulaşılmış ve tahmin dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirketin vergi sonrası borçlanma maliyeti ortalama %8,4 olarak varsayılmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı 2022 yılı için %23, kalan yıllar için ise %20 olarak beklenmektedir. Ancak şirketin 30.09.2022 itibarıyla ileriki dönemlerde kurumlar vergisinden indirebileceği geçmiş yıl zararları bulunmaktadır. Bu sebeple efektif vergi oranı 2023-2027 arasında %14,7 ila %18 arasında değişmekte, 2028 yılı ve sonrasında ise %20 oranında olacağı varsayılmıştır.
- İNA analizinden 1,09 milyar USD'lik değer bulunmuştur.

Bu değerlendirme yöntemleri sonucunda 794,8 milyon USD özsermaye değeri bulunmuştur. Bu değer halka arz öncesi hisse sayısına bölüldüğünde hisse başına adil değer USD 0,78'ye denk gelmektedir. Bulunan bu hisse başına değere 23.01.2023 tarihli TCMB kuru uygulandığında TL14,69 hisse başı değere ulaşılmış, bu değere %33,3 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı TL9,80 olarak tespit edilmiştir.

Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında gerekli bilgilendirme yapılmıştır. Şirket gelirlerinin USD bazlı olması sebebiyle değerlemenin USD üzerinden yapılmasını makul buluyoruz. Kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)" ve "Çarpan Analizi Yöntemi" kullanılmıştır. Değerlemede İNA analizine %50, çarpan analizine %50 oranda ağırlık verilmesini makul buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde yurt içi ve yurt dışı benzer yenilenebilir enerji şirketleri arasında FD/FAVÖK çarpanı 5x'in altında ve 15x'in üzerinde olan şirketlerin ortalama dışı tutulmasını makul buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında elde edilen pay başına değere uygulanan %33 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

Yurtiçi Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	9.85X
30.09.2022 Son 12 Ay FAVÖK (Mn,USD)	117
Firma Değeri (Mn,USD)	1,151
Yurtdışı Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurtdışı Benzer şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	11.24X
30.09.2022 Son 12 Ay FAVÖK (Mn,USD)	117
Firma Değeri (Mn,USD)	1,314
Ağırlıklı Firma Değeri - Çarpanlar (Ağırlık %50) (Mn,USD)	1,232
Firma Değeri - İNA (Ağırlık %50) (Mn,USD)	1,087
Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri - Çarpan ve İNA (Mn,USD)	
	1,160
Net Borç (Mn, USD)	-365
Piyasa Değeri (Mn,USD)	795
Pay Adedi (Mn)	1,016
Pay Başına Fiyat (USD)	0.78
23.01.2023 TCMB USD Alış Kuru	18.7844
Pay Başına Fiyat (TL)	14.69
Halka Arz Fiyatı	9.80
İskonto Oranı	33.31%

Finansal tablolar

Akfen Yenilenebilir Enerji

Bilanço (Mn, TL)	2019	2020	2021	2022/9A
Dönen Varlıklar	406	664	1,058	2,208
Nakit ve Nakit Benzerleri	289	524	798	1,719
Ticari Alacaklar	51	101	207	455
Diğer Alacaklar	2	3	6	17
Stoklar	1	1	1	0
Peşin ödenmiş giderler	27	21	36	12
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	1	2	5	2
Diğer Dönen Varlıklar	35	12	6	3
Duran Varlıklar	3,558	7,766	13,510	16,459
Ticari Alacaklar	4	4	2	2
Diğer Alacaklar	5	7	8	14
Kullanım Hakkı Varlıkları	54	70	71	71
Peşin Ödenmiş Giderler	108	83	75	86
Türev Finansal Araçlar	0	0	0	88
Maddi Duran Varlıklar	2,755	6,869	12,788	15,652
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	460	494	483	475
Ertelemiş Vergi Varlığı	118	201	38	15
Diğer Duran Varlıklar	53	38	44	55
Toplam Varlıklar	3,964	8,430	14,568	18,667
Kısa Vadeli Yükümlülükler	771	837	1,734	2,761
Kısa Vadeli Borçlanmalar	402	606	1,048	1,804
Ticari Borçlar	286	127	179	414
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1	1	1	2
Diğer Borçlar	0	8	345	257
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	3	0	0	2
Kısa vadeli Karşılıklar	52	62	22	15
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	27	34	140	267
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,881	4,832	7,337	8,811
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2,373	3,462	5,222	6,457
Türev Finansal Araçlar	163	290	325	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	95	36	21	18
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	50	810	1,769	2,335
Diğer Borçlar	200	234	0	0
Toplam Özkaynaklar	312	2,761	5,496	7,094
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	313	2,764	5,474	7,072
Ödenmiş Sermaye	959	1,016	1,016	1,016
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	(1)	2,600	4,826	5,021
Paylara İlişkin Primler	447	543	543	543
Pay Sahiplerinin İlav e Sermaye Katkıları	23	23	23	23
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	21	21	21	21
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	(888)	(1,137)	(1,363)	(799)
Net Dönem Karı / (Zararı)	(250)	(302)	408	1,246
Kontrol gücü olmayan paylar	(1)	(4)	22	22
Toplam Kaynaklar	3,964	8,430	14,568	18,667

Gelir Tablosu (Mn, TL)	2019	2020	2021	2022/9A
Hasılat	502	1,023	1,291	1,923
Satışların Maliyeti (-)	(233)	(419)	(607)	(717)
Brüt Kar	270	604	684	1,206
Genel Yönetim Giderleri (-)	(32)	(25)	(33)	(45)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	10	27	55	52
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(17)	(81)	(12)	(17)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	230	525	694	1,196
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1	1	25	4
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(2)	(64)	(91)	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	230	462	629	1,200
Finansman Gelirleri	5	4	157	689
Finansman Giderleri (-)	(534)	(838)	(513)	(681)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	(299)	(373)	273	1,208
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	48	69	132	42
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(2)	(2)	(3)	3
Ana Ortaklık Paylarına Düşen Dönem Karı/Zararı	(250)	(302)	408	1,246

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir.

Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.