



## **AKFEN YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.**

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA  
İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU**

**SERMAYE PİYASASI KURULU'NUN VII-128.1 SAYILI PAY TEBLİĞİ'NİN 29/5  
MADDESİ UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.**

24 Mart 2025

## I. Genel Bilgiler

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş. (“Akfen Yenilenebilir Enerji” veya “Şirket”) iletişim bilgileri ile gerekli sicil kayıtlarına yönelik ayrıntılar aşağıdaki gibidir.

Unvanı	:	Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Vergi Dairesi	:	Ankara Kurumlar
Vergi Numarası	:	023 030 1966
Ticaret Sicili Numarası	:	231793
Sanayi Sicil numarası	:	10273
Merkez Adresi	:	İlkbahar Mah. Galip Erdem Cad. No:3 Çankaya/Ankara
Telefon Numarası	:	0 312 408 14 00
Faks Numarası	:	0 312 442 48 24
E-Mail	:	<a href="mailto:info@akfenren.com.tr">info@akfenren.com.tr</a>
Web	:	<a href="http://www.akfenren.com.tr">www.akfenren.com.tr</a>

## Faaliyet Alanı

Şirket; elektrik üretim tesisi kurulması, her türlü kaynaktan enerji üretilmesi, kurulan veya devralınan tesislerin işletmeye alınması, işletilmesi, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ve dilediği yerden elektrik enerjisi alımı ile işgal eden, Elektrik Piyasası Düzenleme Kurumu mevzuatı çerçevesinde lisanslı ve lisanssız santralleri işleten özel amaçlı şirketler (*special purchase vehicle - SPV*) niteliğindeki bağlı şirketleri olan üretim şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir.

## II. Raporun Konusu ve Gerekçe

Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.’nin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

*Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.*

## III. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (“Garanti Yatırım”) tarafından 23.01.2023 tarihinde hazırlanan ve 03.03.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu’nda şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki varsayımlar ile tespit edilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu’nda halka arz edilecek pay başına değer tespitinde Uluslararası Değerleme Standartları’na uygun olarak, Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nden Pazar Yaklaşımı/Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları/İNA) yöntemi kullanılmıştır.

### Pazar Yaklaşımı: Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi (Çarpan Analizi)

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri (“İD”) bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket’e benzer

alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu doğrultuda Pazar Yaklaşımı kapsamında mevcut şartlar dikkate alındığında bu değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır.

Akfen Yenilenebilir Enerji'nin piyasa değerinin tespit edilebilmesi için benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

#### Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Sonuçları

<b>İD/FAVÖK Çarpanı</b>	<b>(\$)</b>
FAVÖK 30.09.2022 Son 12 ay	116.899.087
Çarpan (x)	9,85
<b>İşletme Değeri</b>	<b>1.150.972.835</b>
Net Borç	(365.167.282)
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>785.805.553</b>

#### Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Sonuçları

<b>İD/FAVÖK Çarpanı</b>	<b>(\$)</b>
FAVÖK 30.09.2022 Son 12 ay	116.899.087
Çarpan (x)	11,24
<b>İşletme Değeri</b>	<b>1.313.987.414</b>
Net Borç	(365.167.282)
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>948.820.132</b>

#### Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi)

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında Şirket'in santrallerinin lisans süreleri de göz önüne alınarak 2070 yılına kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır.

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler dikkate alınmıştır. Genel olarak:

- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı,
- Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği

varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2022 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 30.09.2022 tarihindeki özsermaye değeri \$687.762.321 olarak hesaplanmıştır. 30.09.2022 tarihli özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 23.01.2023 tarihindeki karşılığı, 2022 yılı Özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. 23.01.2023 tarihindeki Şirket özsermaye değeri \$722.312.098 ve işletme değeri \$1.087.479.380'dir.

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Özet Tablosu

<b>İNA Şirket Değeri (\$)</b>	<b>1.052.929.603</b>
Nakit ve nakit benzerleri	92.908.051
Toplam finansal borç (-)	(446.481.956)

İlişkili taraflara diğer borçlar (-)	(11.593.377)
<b>Net Finansal Borç Tutarı (-)</b>	<b>(365.167.282)</b>
<b>İNA Özsermaye Değeri</b>	<b>687.762.321</b>
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,05
<b>Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri</b>	<b>722.312.098</b>
<b>Değerleme Tarihi İşletme Değeri</b>	<b>1.087.479.380</b>

## Değerleme Sonucu

Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurtiçi Benzer Şirket'lere %50, Yurtdışı Benzer Şirket'lere ise %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai İşletme Değeri hesaplanırken eşit ağırlıklandırılmıştır. Akfen Yenilenebilir Enerji'nin piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)

<b>Yurt İçi Çarpanlar (Ağırlık %50)</b>	
<b>Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı</b>	<b>9,85x</b>
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (\$)	116.899.087
İşletme Değeri (\$)	1.150.972.835
<b>Yurtdışı Çarpanlar (Ağırlık %50)</b>	
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı</b>	<b>11,24x</b>
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (\$)	116.899.087
İşletme Değeri (\$)	1.313.987.414
Ağırlıklı İşletme Değeri – Çarpanlar (Ağırlık %50)	1.232.480.125
İşletme Değeri – İNA (Ağırlık %50)	1.087.479.380
<b>Ağırlıklı Ortalama İşletme Değeri - Çarpan ve İNA</b>	<b>1.159.979.752</b>
Net Borç (\$)	(365.167.282)
<b>Piyasa Değeri (\$)</b>	<b>794.812.470</b>
Pay Adedi	1.016.031.947
<b>Pay Başına Fiyat (\$)</b>	<b>0,78</b>
23.01.2023 tarihli TCMB Alış Kuru	18,7844
<b>Pay Başına Fiyat (TL)</b>	<b>14,69</b>
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>	<b>9,80</b>
<b>İskonto Oranı</b>	<b>33,31%</b>

23 Ocak 2023 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na göre, yapılan değerlendirme çalışmaları sonrasında, halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 9,80 TL, hesaplanan pay başına fiyat olan 14,69 TL'ye göre %33,31 iskontoludur.

## IV. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Üretim, Gelir ve FAVÖK

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan 2024 yılına ilişkin tahmini veriler ve gerçekleşen veriler aşağıdaki tabloda karşılaştırılmıştır.

	2024 Yılı Tahmini	2024 Yılı Fiili	Gerçekleşme (%)
Toplam Elektrik üretimi (GWs)	1.794	1.600	89%
HES	584	445	76%
GES	198	197	99%
RES	1.012	959	95%
Toplam Gelirler (USDmn)	168	145	86%
FAVÖK (USDmn)	121	82	68%

\* Yukarıdaki tabloda gösterilmiş 2024 yılı fiili gelir tablosu kalemleri Şirketimizin bağımsız denetimden geçmiş TMS-29'a göre hazırlanmış (enflasyon etkisine göre düzeltilmiş), 2024 yılı konsolide finansal tablolarından alınmıştır.

## V. Sonuç

Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi büyük ölçüde uygun meteorolojik koşullara dayanmaktadır. HES'ler, GES'ler ve RES'lerde üretilen elektrik miktarı, Şirket'in kontrolü dışında değişkenlik gösterebilen hidroloji, ısıtım ve rüzgar koşullarından etkilenmektedir. Bu faktörlerden herhangi biri, üretim seviyelerinde değişkenliğe neden olabilir ve santrallerin üretkenliğini azaltıp, karlılığında dalgalanmaya yol açabilmektedir.

2023 yılı kış mevsimi yağışları normal seviyesinin altında gerçekleşmiştir. 2023 yılının son çeyreğinde yağışlarda artış başlamış ve bu trend 2024 yılının ilk çeyreğinde de devam etmiştir. Diğer yandan 2024 yılı yaz mevsimi yağışları ise ülke genelinde normalleri ve geçen yıl yağışlarının altında gerçekleşmiştir. Meteoroloji Genel Müdürlüğü Yağış Raporuna göre, 1 Ekim 2024-31 Aralık 2024 dönemini kapsayan 2025 su yılının ilk çeyreğinde de yağışlar normalin ve bir önceki yılın yağışlarının altında seyretmiştir. Bölge genelinde su yılı yağışları Karadeniz Bölgesi hariç diğer bölgelerde normallerinin altında gerçekleşmiş bir önceki yıl yağışlarına göre ise tüm bölgelerde azalma gözlenmiştir. 2024 yılında Şirketimizin toplam elektrik üretimi 1.600 GWs ile fiyat tespit raporundaki tahminin %11 altında gerçekleşmiştir.

Şirketin 2024 yılında gelirleri ve FAVÖK'ü rapordaki projeksiyonların sırasıyla yaklaşık %14 ve %32 altında gerçekleşmiştir. Bunun, fiyat tespit raporunun altında gerçekleşen üretimin yanı sıra, diğer gerekçeleri kısaca aşağıda özetlenmiştir:

- 2024'de spot piyasadaki ortalama elektrik satış fiyatı (68,1 ABD\$/MWs) bir önceki yılın aynı dönemine göre %29,5 düşüş göstermiş ve fiyat tespit raporunda kullanılan 2024 yılı ortalama elektrik fiyat beklentisinin (108,5 ABD\$/MWs) altında kalmıştır. Esasen YEKDEM'den yararlanma süresi tamamlanmış olan hidroelektrik santrallerinin etkisiyle Şirket üretiminin yaklaşık %18'ini spot piyasa satmış, bu sebeple de spot piyasa ortalama elektrik satış fiyatındaki düşüş 2024'deki ciro ve faaliyet karlılığı gerçekleşmelerinin projeksiyonların altında kalmasında etkili olmuştur.
- Ciro ve faaliyet karlılığının rapordaki projeksiyonlar altında gerçekleşmesine yol açan bir başka sebep ise Şirket'in USD bazlı gelir yapısına (YEKDEM kapsamındaki satışlar) karşın gider ve maliyet yapısının ağırlıklı olarak enflasyona endeksli TL bazlı olmasıdır. Bu sebeple, Şirket'in TL raporlanan gelirleri söz konusu dönem içindeki USD/TL kuru değişiminden önemli ölçüde etkilenirken, FAVÖK'ü ise TL bazlı enflasyondan da etkilenmekte olduğundan enflasyonun USD/TL kurundaki artışın önemli ölçüde üstünde gerçekleştiği bu dönemde faaliyet karlılığı olumsuz etkilenmiştir.

Şirketimiz, 2024 yılında enerji santral portföyünün dengeli ve çeşitlendirilmiş üretim yapısı ve yüksek emre amadelik oranları sayesinde faaliyetlerinden nakit yaratımını sürdürmüştür. Şirketimizin önümüzdeki dönemde, işletmeye alınan/alınacak yeni yatırımlarının da katkısıyla, hedefleri ile uyumlu bir şekilde, faaliyetlerden nakit yaratma kapasitesini sürdürmesi öngörülmektedir.

2024 yılında Şirketimiz büyüme stratejisi kapsamında açıklamış olduğu birinci safha yatırım programını başlatmıştır. 86 MW hibrit güneş enerji santrallerinin anahtar teslim yapım işi ihaleleri Nisan 2024'de, 102 MW RES kapasite artış projelerimizin türbin tedarik dahil tüm sözleşmeleri de Ağustos 2024'de imzalanmıştır. İnşaat süreçleri devam eden birinci safha yatırımlarımızın tamamlanması sonucunda Şirketimizin kurulu gücü 2025 yılının son çeyreğinde yaklaşık 887 MW'a çıkacaktır.

Saygılarımızla,  
Denetimden Sorumlu Komite

Hasan Köktaş  
Başkan

Yusuf Tülek  
Üye