

AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A. Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

**16.04.2021**

Raporun sonunda çekince kısmı bulunmaktadır.

1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Aydem Yenilebilir Enerji A.Ş.
Borsa Kodu	AYDEM
Halka Arz Yöntemi	Fiyat aralığı ile talep toplama ve satış
Talep Toplama Tarihleri	19 – 22 Nisan 2021
Halka Arz Miktarı	110.000.000 TL (5.000.000 TL Sermaye Artırımı, 105.000.000 TL Ortak Satışı, Talebe göre 20.000.000 TL Ek Satış)
Pay Başına Hisse Fiyatı	8,50-9,90 TL
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	18,44%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	700.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	705.000.000 TL

Kaynak: KAP, Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

1.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in ortaklık yapısı aşağıda verilmektedir.

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	TL	Sermaye Payı %	TL	Sermaye Payı %
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.	699.975.010	99,99	574.975.010	81,56
Kocaer Demir Sanayi Ticaret Ltd.Şti	11.530	0,00165	11.530	0,00
Polat Turizm İnşaat Taahhüt Petrol Teskil San. ve Tic. A.Ş.	670	0,0001	670	0,00
Acıselsan Acıpayam Sel. San. Tic.	1.260	0,0002	1.260	0,00
Mopak Kağıt Karton San. Tic. A.Ş.	11.530	0,00165	11.530	0,00
Halka Açık Kısım	-	-	130.000.000	18,44
TOPLAM	700.000.000	100,00	705.000.000	100,00

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Aydem Holding, Şirket'in hakim ortağı olan Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.'de %100 pay sahibi olmasıyla Şirket'in dolaylı hakim ortağıdır.

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Aydem Grubu 1.965 MW kurulu güce, yaklaşık 5,1 milyon tüketiciye ve kendi elektrik dağıtım sistemine bağlı durumda 5,5 milyon kullanıcıya sahiptir. 2020 yılında, 20.439 GWh elektrik satışı ve 23.987 GWh'lık elektriğin dağıtımını gerçekleştirmiştir.

2) Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Şirket, hidroelektrik, rüzgar, jeotermal ve çöp gazı elektrik üretim tesislerinin geliştirilmesi, devralınması ve işletilmesi konusundaki uzmanlığıyla, kurulu güç bakımından Türkiye'nin sadece yenilenebilir enerji üretim alanında faaliyet gösteren en büyük şirkettir. Şirket, ülkenin dört farklı bölgesinde bulunan yirmi adet HES, üç adet RES, bir adet JES ve bir adet LFG santrali olmak üzere 25 adet yenilenebilir enerji santrali işletmektedir. Şirket'in santralleri Karadeniz, Marmara, Akdeniz ve Ege bölgelerinde bulunmaktadır.

31 Aralık 2020 itibariyle Şirket'in toplam kurulu gücü 1.020 MW olup, bunun yaklaşık %84'ü yani 852 MW'lık kısmı HES'lerden ve %16'sı yani 161 MW'lık kısmı RES'lerden ve geriye kalan kısmı da JES ve LFG santrallerinden oluşmaktadır.

31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda Şirket üretmiş olduğu elektriğin sırayla yaklaşık %89 ve %89'unu YEKDEM kapsamında satmıştır. YEKDEM kapsamındaki satışların herhangi bir fiyat riski olmamakla birlikte, elde edilen gelir üretilen elektrik miktarına bağlıdır. 31 Aralık 2020 itibariyle Şirket'in santrallerinin ağırlıklı ortalama kalan YEKDEM süresi 5 yıldır.

Hidroelektrik Santraller

31 Aralık 2020 itibariyle bu HES'lerin ağırlıklı ortalama yaşı işletmeye alınma tarihinden itibaren yedi yıldır. Yine 31 Aralık 2020 itibariyle Emre Amadelik Ortalaması %99,6 olarak gerçekleşmiştir. (Emre amadelik: İlgili santralin planlı bakımlar dışında kalan sürede elektrik üretebildiği süre miktarı olarak hesaplanmaktadır). HES'ler 2018, 2019 ve 2020 yılsonu itibariyle kurulu gücün her yıl %84, net üretimin sırasıyla %81, 85 ve %83'ünü ve net satışların sırasıyla %77, %84 ve %81'ini oluşturmuştur.

Şirket'in HES portföyü, her biri farklı akış karakteristikleri taşıyan dört farklı hidrolojik bölgeye yayılmıştır. 31 Aralık 2020 itibariyle Şirket'in HES'lerden gelen kurulu gücünün %17'si (170 MW) Ege bölgesinde, %37'si (375 MW) Akdeniz bölgesinde, %26'si (260 MW) Karadeniz bölgesinde ve %5'i de (46 MW) Marmara bölgesinde bulunmaktadır. Farklı bölgelerde farklı mevsimsel değişkenlikler ve hidrolojik koşullar yaşanması sebebiyle yıl boyunca HES'lerden elde edilen toplam elektriğin sabit kalmasında avantaj sağlamaktadır.

Rüzgar Enerji Santralleri

Şirket toplam 160,5 MW'lık bir kurulu güce sahip ve yıllık elektrik üretimi toplamda 540 GWh olan üç tane RES işletmektedir. 31 Aralık 2020 itibariyle bu RES'lerin yaşı işletmeye alınma tarihinden itibaren ortalama beş yıldır ve emre Amadelik Ortalaması da %99,4 olarak gerçekleşmiştir. Şirket faaliyetinin ikinci büyük kısmını temsil eden RES'ler 2018,2019 ve 2020 yıl sonları itibariyle kurulu gücün her yıl %16 'sını, net üretimin sırasıyla %19,%15 ve 17'sini ve net satışların da sırasıyla %22, %15 ve %18 'ini oluşturmaktadır. Şirket'in RES'leri Yalova, Aydın ve Uşak'ta bulunmaktadır.

Jeotermal Santrali

Şirket 6,85 MW kurulu güce sahip Sarayköy-Kızıldere adlı bir JES işletmektedir. Bu JES, Denizli'nin Sarayköy-Kızıldere jeotermal sahasında yer almaktadır. Bu santral 2008 yılında işletmeye alınmış ve Türkiye'nin enerji üretim amacıyla keşfedilen ilk yüksek potansiyelli jeotermal sahasıdır.

Çöp Gazı Santrali

Şirket toplam 0,64 MW'lık kurulu güce ve 3 GWh yıllık elektrik üretimine sahip Kumkısıık LFG'yi işletmektedir. Bu santralin 2018,2019 ve 2020 yıllarında Emre Amadeliği sırasıyla %92,3, %92 ve %95,1 olmuştur. Toplam kurulu gücün ise sırasıyla %0,1, %0,1 ve %0,1'ini; net satışların da sırasıyla %0,3, %0,2 ve %0,2'sini oluşturmuştur.

3) Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

Aydem Yenilenebilir Enerji'nin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıdaki değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- Defter Değeri Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Analizi

3.1. Defter Değeri Yöntemi

Defter değerinin hesaplanmasında Şirket'in sahip olduğu enerji santralleri bilançosunda maddi duran varlık olarak sınıflandırılmıştır. Grup 31.12.2020 ve 31.12.2019 tarihleri itibarıyla bağımsız bir değerlendirme şirketinden aldığı değerlendirme raporuyla santrallerini yeniden değerlendirilmiş değerlerine getirmiştir. 31. 12. 2020 ve 31.12.2019 tarihleri itibarıyla ise Grup bu varlıkları, yeniden değerlendirilmiş değerler üzerinden birikmiş amortisman düşülerek bölünmüş ara dönem konsolide finansal tablolarına yansıtmıştır. Grup değerlendirme ve değer düşüklüğü çalışmalarında "gelir indirgeme yöntemi-İNA analizi" uygulamıştır.

Benzer Şirketler

Yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren Aydem Yenilenebilir Enerji ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen, yurt dışındaki borsalarda tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip benzer şirketler ile Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketleri karşılaştırılmıştır. Yurt dışındaki benzer şirketlerin gelirlerinin tamamının yenilenebilir enerjiden elde ediliyor olmasına, enerji santralleri bakımından benzer profile sahip olunmasına ve genel olarak Gelişmekte Olan ve Avrupa ülkelerinde faaliyet göstermesine dikkat edilmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji benzer şirketlere dahil edilmiştir. Bu kriterlere uymayan ve ilgili zaman aralığında çarpan değerleri "Bloomberg" platformundan elde edilemeyen şirketler karşılaştırmaya dahil edilmemiştir.

Şirketler	Firma Değeri (mn TL)	FD/FAVÖK
Terna Energy SA	20,155	11,2x
Polenergia SA	7,882	14,8x
Acciona SA	118,674	10,9x
EDP Renewables SA	189,073	12,3x
Encavis AG	36,253	17,9x
Falck Renewables SPA	24,651	13,7x
Scatec ASA	40,081	20,9x
Alerion Cleanpower	10,465	14,6x
Aventron AG	7,907	13,4x
Zorlu Enerji	18,554	9,4x
Ayen Enerji	4,605	17,9x
Minimum	4,605	9,4x
Ortalama	42,068	14,3x
Medyan	24,651	13,7x
Maksimum	189,073	20,9x

Net Finansal Borç Pozisyonu

Net Finansal Borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli mali borçları ve ilişkili taraflara diğer borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir. Aydem Yenilenebilir Enerji'nin 31 Aralık 2020 tarihli Net Finansal Borç pozisyonu, aşağıdaki tabloda hesaplanmaktadır.

Defter Değeri (Bin TL)	31.12.2020
Toplam Özkaynaklar	5.892.852
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5.892.852
Ödenmiş Sermaye	700.000
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	51.320
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.524
Karda veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	6.480.576
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	6.477.727
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları	2.849
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Diğer	
Kapsamlı Gelirleri	-
Bölünmüş Birimlere İlişkin İşlemlerin Etkileri	217.331
Geçmiş Yıllar Zararları	-1.000.467
Dönem Net Zararı	-557.431

Defter Değeri

Bu değerlendirme yöntemine göre 31.12.2020 tarihli Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar değeri olan defter değerine göre hesaplanan özsermaye değeri 5.892.851.994 TL'dir.

3.2. Çarpan Analizi

Aydem Yenilenebilir Enerji'in özsermaye değeri hesaplanırken FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanı analizleri kullanılmıştır. Çarpan Analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler incelenmiştir. Çarpan analizinde aynı sektörde yer alan ve benzer iş modeline sahip şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Yurtiçi ve yurtdışı şirket çarpanları ayrı olarak gruplanmamış, analizde kullanılan 11 şirketin medyan değeri alınmıştır. Analizde Türkiye'den Zorlu Enerji ve Ayen Enerji dahil edilmiştir. Geriye kalan 9 şirket yurtdışı benzer şirketlerden seçilmiştir.

TL	
Toplam Kurulu Güç	1.020
Benzer Şirketler FD/ Kurulu Güç Çarpanı Medyanı (x)	14,0x
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	14.300.115.841
Net Finansal Borç Pozisyonu (-)	4.783.416.254
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	9.516.699.587

3.3. Değerleme Sonucu

Defter Değeri (%50), FD/FAVÖK (%25) ve FD/Kurulu Güç (%25) analizlerinden çıkan değerlendirmelerin sonucu 7.698,9 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre pay başına değer 11,00 TL olarak hesaplanmıştır. Bunun sonucunda %10 iskonto oranı ile tavan 9,90 TL ve %23 iskonto oranı ile taban 8,50 TL halka arz fiyatı hesaplanmıştır.

TL			Sonuç
Nominal Sermaye Tutarı	700.000	700.000	
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay) (Taban - Tavan)	8,50	9,90	
Halka Arz Fiyatları Öncesi Piyasa Değeri	5.950.000.000	6.930.000.000	
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	7.698.902.939	7.698.902.939	
Halka Arz Öncesi İskonto Oranları	23%	10%	

4) GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirmemiz,

- Fiyat Tespit Raporu'nda Aydem Enerji hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Aydem Enerji için yapılan değerlendirme çalışmasında “Defter Değeri Yöntemi” ve “Çarpan Analizi” kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme Yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizinin kullanılmamış olmasını, gelecekle ilgili yaratılabilecek karlılığı ve değeri göstermemesi nedeniyle bir eksiklik olarak değerlendiriyoruz.
- Çarpan analizi yaklaşımında yurt içi benzer ve yurt dışı benzer şirketler değerlemeye dahil edilmiş olup, yurt dışı benzer şirketler için, yurt dışı elektrik piyasası fiyatlama dinamiklerindeki farklılıklar sonuçları etkileyebilmektedir.
- Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı açıklandığı üzere, Çarpan Analizi yaklaşımında FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanının kullanılması uygun bulmakla birlikte varlıkları içerisinde elektrik üretim dışı gelirleri de olan şirketler olmasının bu ortalamayı bir miktar yukarı çekme riski olduğunu düşünüyoruz. Çarpan analizinde medyan değerlerin alınmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak Defter Değeri Yöntemi, Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi ve Benzer Şirketler FD/Kurulu Güç Çarpanı Yöntemi ağırlıklarının sırasıyla %50, %25 ve %25 olarak uygulanmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.

16.04.2021

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak, İstanbul Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

strateji@terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.