

AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
16 Nisan 2021

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (Yapı Kredi) tek yetkili aracı kurum olduğu Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Aydem" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Yapı Kredi tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

AYDEM HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	19-22 Nisan 2021
Halka Arz Fiyatı	8,50-9,90 TL
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	700.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	705.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	15,60% (Ek Satış dahil 18,44%)
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	110.000.000 TL/Lot (105.000.000 TL/Lot Ortak Satışı, 5.000.000 TL/Lot Sermaye Artırımı)
Ek Satış Hakkı	Vardır. (20.000.000 TL/Lot)
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Vardır (30 gün)
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	%50 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar, %30 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar, %20 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Borsa Kodu	AYDEM
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Konsorsiyum Liderleri, Konsorsiyum Eş Liderleri ve Konsorsiyum Üyeleri
SPK Onay Tarihi	8.04.2021

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, yenilenebilir enerji alanında faaliyet göstermektedir.

Şirket, 20'si hidroelektrik enerji santrali (HES), üçü rüzgar enerjisi santrali (RES), biri jeotermal enerji santrali (JES) ve biri çöp gazı enerjisi (LFG) santrali olmak üzere toplam 25 santral işletmektedir.

Şirket, kurulu güç bakımından Türkiye'de sadece yenilenebilir enerji üretimi faaliyeti gösteren en büyük şirkettir.

Şirketin 2020 yıl sonu itibarıyla toplam kurulu gücü 1.020 MW'tır. Şirketin kurulu gücü, 2007 yılından 2020 yılına yüzde 19'luk yıllıklandırılmış bileşik büyüme oranıyla 110 MW'dan 1020 MW'a büyümüştür.

Şirketin kurulu gücü, 2007 yılından 2020 yılına yüzde 19'luk yıllıklandırılmış bileşik büyüme oranıyla 110 MW'dan 1020 MW'a büyümüştür.

Şirketin santralleri, Akdeniz, Karadeniz, Ege ve Marmara bölgelerinde bulunmaktadır.

Şirketin işletmekte olduğu enerji santralleri, Akdeniz Bölgesi'ndeki kurulu gücün yüzde 37'sini, Ege Bölgesi'ndeki kurulu gücün yüzde 28'ini, Karadeniz Bölgesi'ndeki kurulu gücün yüzde 25'ini ve Marmara Bölgesi'ndeki kurulu gücün yüzde 10'unu temsil etmektedir.

Şirketin gerçekleştirdiği elektrik üretiminde son 3 yılda santral türlerine göre olan dağılım, aşağıdaki tablodadır:

Üretim Dağılımı	2018	2019	2020
HES	81,00%	85,00%	83,00%
RES	19,00%	15,00%	17,00%
JES	-	-	-
LFG	0,20%	0,10%	0,10%

Kaynak: Aydem Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu

Şirketin net satışlarında son 3 yılda santral türlerine göre olan dağılım, aşağıdaki tablodadır:

Satışların Dağılımı	2018	2019	2020
HES	77,00%	84,00%	81,00%
RES	22,00%	15,00%	18,00%
JES	0,50%	0,40%	0,50%
LFG	0,30%	0,20%	0,20%

Kaynak: Aydem Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu

YEKDEM kapsamında yapılacak düzenlemelere göre 1 Temmuz 2021 tarihinden 31 Aralık 2025 tarihine kadar devreye girecek yenilenebilir enerji santralleri, ürettikleri elektriği YEKDEM kapsamında dolar yerine TL üzerinden satabilecektir.

Hali hazırda YEKDEM kapsamında olan santraller, düzenlemeler öncesindeki YEKDEM şartlarından yararlanarak dolar bazlı satış yapmayı sürdürecektir.

Şirketin santrallerinden 11'i hala YEKDEM kapsamında yer almaktadır. Şirketin santrallerinin YEKDEM'den faydalanmak için kalan kurulu güç bazında ağırlıklı ortalama süreleri yaklaşık 5 yıldır.

Şirket, 2020 yılında satışlarının yüzde 89'unu YEKDEM kapsamında gerçekleştirmiştir.

Şirket, elektrik santrallerinde hibrit santraller yoluyla elektrik üretmek için EPDK tarafından sunulan fırsatlardan yararlanmayı planlamaktadır.

Şirket, hibrit üretim faaliyetleri için 2021 yılının 2. Çeyreğinde almayı ve 141 MW'lık kapasitenin 2021 yılında, 159 MW'lık kapasitenin ise 2022 yılının 2. Çeyreğinde faaliyete geçmesini beklemektedir.

Şirket, 34 MW kurulu güce sahip Armağan HES ve 24 MW kurulu güce sahip Yağmur HES'in üretim lisanslarına sahiptir. Armağan HES için proje bedelinin yüzde 12'si (19,9 milyon TL), Yağmur HES için ise proje bedelinin yüzde 30'u kadar (31,4 milyon TL) yatırım harcaması yapılması öngörülmektedir.

Uşak RES için ek kapasite yatırımları yapılması öngörülmektedir. Tamamlandığında bu proje, Uşak RES'e 102,8 MW'lık ek üretim kapasitesi sağlayacaktır. Kapasite artırımı başvurusunun 52,8 MW'lık bölümü yapılmıştır ve lisanslama işleminin Eylül 2021'de tamamlanması beklenmektedir.

Şirket, uzun vadeli büyüme hedeflerinin bir parçası olarak toplam 1.000 MW kapasiteli güneş enerjisine dayalı mini YEKA ihalelerinden faydalanmayı planlamaktadır. 1.000 MW'lık kapasite, 36 farklı şehirde 10, 15 ve 20 MW'lık 74 adet projeye bölünmüştür.

Şirket, toplam ek kapasitesi 1 GW'ın üzerinde olan 22 adet rüzgar sahası fırsatını diğer devlet ihaleleri yoluyla edinmeyi amaçlamaktadır. Önümüzdeki iki yıl içerisinde 150 MW'a kadar ilave kapasiteye ulaşılması planlanmaktadır.

Şirketin uzun vadede özelleştirme ihaleleri ve piyasadaki özel şirketleri satın alma yoluyla 600 MW'ın üzerinde satın alma yapabileceği düşünülmektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL) (Ek Satış Dahil)	Halka Arz Sonrası Payı (%) (Ek Satış Dahil)
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.	699.975.010	99,99	594.975.010	84,4	574.975.010	81,56
Kocaer Demir Sanayi Ticaret Ltd. Şti.	11.530	0,00165	11.530	0,001635	11.530	0,001635
Polat Turizm İnşaat Taahhüt Petrol Tesktil San. ve Tic. A.Ş.	670	0,0001	670	0,000095	670	0,000095
Acıselan Acıpayam Sel. San. Tic. A.Ş.	1.260	0,0002	1.260	0,000179	1.260	0,000179
Mopak Kağıt Karton San. Tic. A.Ş.	11.530	0,00165	11.530	0,001635	11.530	0,001635
Halka Açık Kısmı	-	-	110.000.000	15,6	130.000.000	18,44
Toplam	700.000.000	100%	705.000.000	100%	705.000.000	100%

Kaynak: Aydem Yenilenebilir Enerji İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço (Bin TL)	31.12.2018	31.12.2019	30.12.2020
VARLIKLAR	9.254.842	10.242.417	12.470.699
Dönen Varlıklar	500.166	305.681	325.318
Nakit ve Nakit Benzerleri	161.151	136.533	145.525
Finansal Yatırımlar	1.964	-	-
Ticari Alacaklar	120.889	90.314	54.936
Diğer Alacaklar	39.080	16.629	95.262
Stoklar	6.119	15.949	8.350
Peşin Ödenmiş Giderler	32.304	23.097	20.736
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	18.102	1.307	475
Diğer Dönen Varlıklar	120.557	21.852	34
Duran Varlıklar	8.754.676	9.936.736	12.145.381
Diğer Alacaklar	1.175	1.636	2.010
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar	25.283	38.831	-
Maddi Duran Varlıklar	8.378.023	9.554.671	11.812.559
Kullanım Hakkı Varlıklar	-	12.341	12.692
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	314.591	309.237	304.155
Peşin Ödenmiş Giderler	34.713	9.092	3.066
Ertelenmiş Vergi Varlığı	220	-	-
Diğer Duran Varlıklar	671	10.839	10.899
Özkaynak ve Yükümlülükler	9.254.842	10.242.417	12.470.699
Toplam Yükümlülükler	7.499.916	5.821.991	6.577.847
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.266.239	850.125	907.467
Kısa Vadeli Borçlanmalar	228.036	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	299.972	576.564	742.298
Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	20.527	3.271	5.163
Ticari Borçlar	104.871	73.198	49.644
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.624	1.048	2.760
Diğer Borçlar	504.303	146.098	77.286
Ertelenmiş Gelirler	23.492	33.970	2.880
Kısa Vadeli Karşılıklar	13.347	14.714	16.253
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	69.067	1.262	11.183
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.233.677	4.971.866	5.670.380
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5.371.747	3.787.435	4.186.644
Uzun Vadeli Kiralama Yükümlülükleri	1.706	8.931	11.219
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.870	8.521	8.123
Diğer Borçlar	129.640	124.959	64.061
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	725.715	1.042.019	1.400.333
Toplam Özkaynaklar	1.754.926	4.420.426	5.892.852
Ödenmiş Sermaye	133.773	700.000	700.000
Paylara İlişkin Primler / İskontolar	292.507	1.359.974	51.320
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer	3.649.723	4.669.617	6.480.576
Bölünmüş Birimlere İlişkin İşlemlerin Etkileri	-195.212	217.331	217.331
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.524	1.524	1.524
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-691.585	-1.956.908	-1.000.467
Net Dönem Karı (Zararı)	-1.488.531	-571.112	-557.431
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	52.727	-	-

Kaynak: Aydem Yenilenebilir Enerji İzahname

Büyükdere Cd. 59. Sk. Spine Tower No:243 Kat:2 34398 Maslak - Sarıyer / İSTANBUL
t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu (bin TL)	2018	2019	2020
Hasılat	813.003	1.197.001	1.340.375
Satışların Maliyeti	-448.896	-438.939	-573.534
Brüt Kar	364.107	758.062	766.842
Genel Yönetim Giderleri	-60.628	-88.165	-115.166
Pazarlama Giderleri	-518	-652	-85
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	6.137	8.861	41.298
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-8.016	-6.395	-9.646
Esas Faaliyet Karı	301.082	671.711	683.242
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	84.297	9.993
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların (zararlarından) paylar	-13.487	-1.540	-7.294
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	287.595	754.468	685.941
Finansman Gelirleri	27.373	31.338	63.608
Finansal Giderleri	-1.981.320	-1.319.633	-1.455.670
Net Finansman Giderleri	-1.953.947	-1.288.295	-1.392.062
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Zararı	-1.666.352	-533.828	-706.121
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri / Zararı	150.687	-41.571	148.690
Net Dönem karı	-1.515.664	-575.399	-557.431

Kaynak: Aydem Yenilenebilir Enerji İzahname

5. HALKA ARZDAN KULLANILACAK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, halka arz ile sermaye artışı yoluyla kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve kurumsal kimliğin güçlendirilmesini hedeflemektedir.

Halka arz ile hem sermaye artışı yoluyla yeni pay ihraç edilecek hem de mevcut payların ortak tarafından satışı gerçekleştirilecektir. Şirket, mevcut payların ortak tarafından satışından gelir elde etmeyecek olup, sermaye artışı ile yeni pay ihracından 42.5 milyon TL ile 49.5 milyon TL arası gelir elde edecektir. Halka arza ilişkin şirket tarafından karşılanacak toplam maliyetin yaklaşık 13.8 milyon TL ile 13.9 milyon TL (ek satış dâhil 13.7 milyon TL ile 13.8 milyon TL) aralığında olması beklenmektedir.

Halka arzdan elde edilecek gelirin tamamının mali borçluluğun azaltılması amacıyla mali borçların bir kısmının geri ödenmesinde kullanılması planlanmaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda defter değeri yöntemi ve çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında defter değeri analizine %50, FD / FAVÖK çarpan analizine %25, FD / Kurulu Güç çarpan analizine %25 ağırlık verilmiştir.

6.1. Defter Değeri Yöntemi

Şirket'in güncel defter değerinin değerlemeye baz teşkil ettiği düşünülmüştür. Maddi duran varlıkların yeniden değerlendirme artışları özkaynaklar altında izlendiğinden mevcut varlıkların güncel değerini bir ölçüde yansıttığı düşünülmektedir. Bu değerlendirme yöntemine göre 31.12.2020 itibarıyla ana ortaklığa ait özkaynaklar değeri olan 5.892.851.994 TL özsermaye değeri olarak alınmıştır.

6.2. Çarpan Analizi Yöntemi

6.2.1. FD / FAVÖK Çarpanı

Bu değerlendirme yönteminde yurt dışında tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip halka açık benzer şirketler ve Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji'nin FD / FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanı 13,7x hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre özsermaye değeri 9.493.208.180 TL hesaplanmaktadır.

6.2.2. FD / Kurulu Güç Çarpanı

FD / Kurulu Güç çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin enerji santrali toplam kurulu güç değerlerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Yurt dışında tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip halka açık benzer şirketler ve Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji'nin FD / Kurulu Güç çarpanı 14,0x hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre özsermaye değeri 9.516.699.587 TL alınmıştır.

Sonuç

Sonuç olarak defter değeri yöntemine %50, FD / FAVÖK çarpan analizine %25, FD / Kurulu Güç çarpanı analizine %25 pay verilerek halka arz öncesi 7.698.902.939 TL hedef değer hesaplanmaktadır. Bulunan hedef değere taban halka arz fiyatı 8,50 TL üzerinden %23 halka arz öncesi iskonto oranı, tavan halka arz fiyatı 9,90 TL üzerinden %10 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanmaktadır.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)
Piyasa Çarpan Analizi			
<i>Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı Yöntemi</i>	9.493.208.180	25%	2.373.302.045
<i>Benzer Şirketler FD / Kurulu Güç Çarpanı Yöntemi</i>	9.516.699.587	25%	2.379.174.897
Defter Değeri Yöntemi	5.892.851.994	50%	2.946.425.997
Ortalama Piyasa Değeri			7.698.902.939

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı (TL)	Sonuç	
Nominal Sermaye Tutarı	700.000.000	700.000.000
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%

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Yapı Kredi Yatırım tarafından Aydem Yenilenebilir Enerji için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.

Çarpan analizinde FD/FAVÖK dışında diğer çarpanlarında kullanılması durumunda ne kadar farklı bir sonuç elde edildiğinin ifade edilmesinin doğru olabileceğini düşünmekteyiz. Ayrıca neden sadece FD/FAVÖK rasyosunun kullanıldığına yönelik detaylı görüşe yer verilmesini tercih ederdik.

Çarpan analizinde kullanılan yurt dışı şirketlerde denk finansal yapıları olan ancak Avrupa Birliği dışında yer alan şirketlerin çeşitlendirme açısından daha uygun olabileceği görüşündeyiz.

Şirket analizinde detaylı İNA yöntemi projeksiyonuna da yer verilmesini tercih ederdik.

Sonuç olarak, Aydem Yenilenebilir Enerji için belirlenen halka arz birim pay değerinin makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.