

# Hun Yenilenebilir Enerji Üretim Anonim Şirketi

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**  
15 Şubat 2022

## 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, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (İntegral Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş (kısaca "İhraççı", "Hun Yenilenebilir Enerji" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İntegral Yatırım 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

| HUN YENİLEBİLİR ENERJİ HALKA ARZ ÖZET BİLGİ |   |
|---|---|
| İhraççı                                     | Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.  |
| Halka Arz Eden Pay Sahibi                   | Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. ve Pay Sahipleri   |
| Halka Arz Tarihleri                         | 15 - 16 Şubat 2022  |
| Halka Arz Fiyatı                            | 1.82 TL   |
| Halka Arz İskonto Oranı                     | 20,00%  |
| Halka Arz Yöntemi                           | Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama   |
| Halka Arz Şekli                             | Bedelli Sermaye Artırımı ve Mevcut Pay Satışı   |
| Aracılık Türü                               | En İyi Gayret Aracılığı   |
| Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye            | 500,000,000 TL  |
| Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye           | 580,000,000 TL  |
| Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı       | 22.41%  |
| Halka Arz Edilen Hisse Adedi                | 80.000.000 TL/Lot Sermaye Artırımı ve 50.000.000 TL/Lot Mevcut Pay Satışı   |
| Ek Satış Hakkı                              | Yoktur.   |
| Fiyat İstikrarı İşlemleri                   | Planlanmamaktadır.  |
| Taahhütler                                  | 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımı olmayacak, ortaklar 6 ay boyunca pay satışı yapmayacak. Aynı zamanda pay alınması halinde, alınan payların 1 yıl süreyle halka arz fiyatının altında satışa sunulmayacağı taahhüt edilmiştir.   |
| Halka Arz Teşvikleri                        | İhraççının ana pay sahipleri olan ve aynı zamanda ortak satışı yöntemiyle paylarını halka arz eden Orhun Kartal adına şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle her gün açılış seansında halka arz fiyatından, 10.000.000 adet günlük alım emri girilecektir. |
| Tahsis Grupları ve Pay Oranları             | Yoktur.   |
| Borsa Kodu                                  | HUNER   |
| Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş            | İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.   |
| SPK Onay Tarihi                             | 10.2.2022   |

Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji İzahname

### 3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, güneş enerjisi, hidroelektrik enerji ve biyokütle enerji santrallerinden, elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektriğin dağıtım ve iletim şirketlerine Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında satış alanlarında faaliyet göstermektedir.

Şirket'in doğrudan ve dolaylı bağlı ortaklıklarının mevcut durum itibarıyla toplam kurulu gücü (DC); 58.458,38 kWp güneş enerji santrali, 26.100 kWp hidro elektrik enerji santrali, 10.500 kWp biyokütle enerji santrali olmak üzere toplamda 95.058,38 kWp'dir.

Şirket'in bünyesinde bulunan tüm enerji santralleri uzaktan izlemeye imkan veren SCADA sistemlerine sahip olup, elektrik üretimi ve üretilen elektriğin iletim ve dağıtım kuruluşlarına aktarılması işlemi tek bir merkezden ve uzaktan izleme sistemi ile takip edilmektedir.

Şirket'in hali hazırda 7 adet bağlı ortaklığı (Aks İşletme Yönetimi, NRL Enerji, Aton Endüstri Enerji, H22 Solar Enerji, H12 Solar Enerji, H29 Solar Enerji, H31 Solar Enerji) bulunmakta olup, bu bağlı ortaklıklarının da 10 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Şirketin doğrudan ve dolaylı bağlı ortaklıklarının sahip oldukları toplamda 58.458,38 kWp kurulu güce sahip güneş enerjisi santralleri aracılığıyla, güneş enerjisinden elektrik üretimi gerçekleştirilmekte ve üretilen bu elektrik ilgili enerji piyasası düzenlemeleri çerçevesinde dağıtım kuruluşlarına satılmaktadır. Aynı zamanda gücü 26.100 kWp olan hidroelektrik enerji santrali ve 10.500 kWp olan biyokütle enerji santralleri özelinde de lisanslı olarak elektrik üretimi için ayrı tüzel kişilikler kurulmuş veya devralmıştır.

Bağlı ortaklıklardan H29 Solar Enerji, sahip olduğu biyokütle enerji santrali ile hayvansal ve organik atıkların yakılması suretiyle elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve üretilen bu elektrik ilgili enerji piyasası düzenlemeleri çerçevesinde iletim ve dağıtım kuruluşlarına satılmaktadır. H29 Solar Enerji'nin Manisa ili, Salihli ilçesinde, lisanslı olarak faaliyet gösteren, kurulu gücü 10.500 kWp olan santrali, 15.01.2021'de devreye alınmış ve deneme üretimi yapılmaktadır. Santral, tam randımanlı olarak 2022 yılında üretime başlayacaktır.

Bağlı ortaklıklardan Kayen Beta 12.100 kWp, Kayen Heta ise 14.000 kWp kurulu güce sahip oldukları hidroelektrik santralleri aracılığıyla suyun potansiyel enerjisinden elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve üretilen bu elektrik ilgili enerji piyasası düzenlemeleri çerçevesinde dağıtım kuruluşlarına satılmaktadır.

Şirket santrallerinin izlenmesi, bakımı; ilişkili taraf olan Sunsis tarafından yürütülmektedir.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablolarında fonksiyonel para birimi ABD Doları'dır. Şirket'in satışlarının tamamı ABD Doları cinsinden gerçekleşmektedir.

### 3.1 Ortaklık Yapısı

| Ortak Adı               | Pay Grubu | Halka Arz Öncesi Sermaye (TL) | Halka Arz Öncesi Payı (%) | Halka Arz Sonrası Sermaye (TL) | Halka Arz Sonrası Payı (%) |
|-------------------------|-----------|-------------------------------|---------------------------|--------------------------------|----------------------------|
| Orhun Kartal            | A         | 100,000,000                   | 20%                       | 100,000,000                    | 17%                        |
|                         | B         | 399,999,950                   | 80%                       | 349,999,950                    | 60%                        |
| Yonca Kartal            | B         | 50                            | 0%                        | 50                             | 0%                         |
| <b>Halka Açık Kısmı</b> | B         | -                             | -                         | <b>130,000,000</b>             | <b>22,4%</b>               |
| <b>Toplam</b>           |           | <b>500,000,000</b>            | <b>100%</b>               | <b>580,000,000</b>             | <b>100%</b>                |

Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji İzahname

#### 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

##### 4.1. Bilanço

| Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço               | 2018           | 2019               | 2020                 | 2021/09              |
|--|----------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| <b>VARLIKLAR</b>                                 | <b>6.703</b>   | <b>461.838.950</b> | <b>1.134.720.914</b> | <b>1.906.810.886</b> |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                           | <b>6.703</b>   | <b>68.110.352</b>  | <b>27.860.260</b>    | <b>163.761.201</b>   |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                        | 2.482          | 11.705.168         | 3.115.802            | 8.808.984            |
| Ticari Alacaklar                                 | -              | 7.819.542          | 10.519.089           | 26.598.979           |
| Diğer Alacaklar                                  | -              | 146.934            | 655.830              | 101.598.990          |
| Stoklar  | -              | -                  | 532.293              | 1.212.239            |
| Peşin Ödenmiş Giderler                           | -              | 47.425.973         | 6.209.187            | 20.158.912           |
| Diğer Dönen Varlıklar                            | 4.221          | 1.012.735          | 6.828.059            | 5.383.097            |
| <b>Duran Varlıklar</b>                           | <b>-</b>       | <b>393.728.598</b> | <b>1.106.860.654</b> | <b>1.743.049.685</b> |
| Ticari Alacaklar                                 | -              | -                  | -                    | -                    |
| Diğer Alacaklar                                  | -              | 2.273.615          | 7.386.801            | 171.661              |
| Maddi Duran Varlıklar                            | -              | 130.156.334        | 361.040.182          | 873.361.760          |
| Kullanım Hakkı Varlıklar                         | -              | 239.609.107        | 733.660.140          | 857.939.842          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                           | -              | 17.953.135         | 4.773.531            | 11.576.422           |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                         | -              | 3.736.407          | -                    | -                    |
| <b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>                 | <b>6.703</b>   | <b>461.838.951</b> | <b>1.134.720.914</b> | <b>1.906.810.886</b> |
| <b>Toplam Yükümlülükler</b>                      | <b>28.936</b>  | <b>416.416.342</b> | <b>758.694.754</b>   | <b>1.236.045.430</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                 | <b>28.936</b>  | <b>106.047.618</b> | <b>185.357.607</b>   | <b>305.164.036</b>   |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | -              | 63.492.095         | 23.295.935           | 35.321.707           |
| Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri              | -              | 26.575.305         | 48.293.749           | 63.803.742           |
| Ticari Borçlar                                   | 10.857         | 3.459.351          | 109.637.168          | 113.156.162          |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar | -              | 41.986             | 63.935               | 709.843              |
| Diğer Borçlar                                    | 18.079         | 11.622.320         | 3.090.559            | 88.743.912           |
| Ertelenmiş Gelirler                              | -              | 856.561            | 976.261              | 3.428.670            |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                 | <b>-</b>       | <b>310.368.724</b> | <b>573.337.147</b>   | <b>930.881.394</b>   |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                         | -              | 72.961.678         | 111.192.159          | 398.879.711          |
| Uzun Vadeli Kiralama Yükümlülükleri              | -              | 132.685.446        | 205.849.134          | 191.067.920          |
| Ticari Borçlar                                   | -              | 10.607.443         | 658.101              | -                    |
| Diğer Borçlar                                    | -              | 94.095.597         | 166.687.020          | 237.933.429          |
| Ertelenmiş Gelirler                              | -              | 10.997             | 7.750                | 9.583                |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                          | -              | 7.563              | 18.066               | 50.059               |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                     | -              | -                  | 88.924.917           | 102.940.692          |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>                        | <b>-22.233</b> | <b>45.422.609</b>  | <b>376.026.160</b>   | <b>670.765.456</b>   |
| Sermaye  | 17.500         | 17.500             | 50.000               | 120.000.000          |
| Pay Sahiplerinin İlave Ser. Katkıları            | -              | -                  | -                    | 380.000.000          |
| Ort. Kontr. Tabi Birleşme Etkisi                 | -              | 37.020.213         | 1.466.975            | -688.184.116         |
| Birikmiş Diğ. Kapsamlı Gelir                     | 2.305          | 379.774            | 362.055.562          | 522.407.085          |
| Özel Fonlar                                      | -              | -                  | -                    | 26.584.156           |
| Geçmiş Yıllar Kar/Zararları                      | -30.367        | -42.038            | 8.005.121            | 12.453.623           |
| Net Dönem Karı (Zararı)                          | -11.671        | 8.047.160          | 4.448.502            | 290.675.368          |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar                      | -              | -                  | -                    | 6.829.340            |

Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji İzahname

#### 4.2. Gelir Tablosu

| Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu         | 2019              | 2020              | 2020/09           | 2021/09            | Son 4 Çeyrek (YOY) |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Hasılat  | 67.745.928        | 89.590.611        | 70.204.875        | 112.147.202        | 131.532.938        |
| Satışların Maliyeti                              | -57.658.252       | -73.756.509       | -56.870.972       | -91.253.552        | -108.139.089       |
| <b>Brüt Kar</b>                                  | <b>10.087.676</b> | <b>15.834.102</b> | <b>13.333.903</b> | <b>20.893.650</b>  | <b>23.393.849</b>  |
| <b>Brüt Kar Marjı</b>                            | <b>14,9%</b>      | <b>17,7%</b>      | <b>19,0%</b>      | <b>18,6%</b>       | <b>17,8%</b>       |
| Genel Yönetim Giderleri                          | -646.240          | -698.306          | -434.896          | -6.075.038         | -1.473.030         |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler Net. | 6.674.796         | 5.746.006         | 2.496.639         | 76.793             | 3.326.160          |
| Amortisman                                       | -43.786.939       | -57.421.968       | -40.308.170       | -39.879.542        | -56.993.340        |
| <b>FAVÖK</b>                                     | <b>53.228.375</b> | <b>72.557.764</b> | <b>53.207.177</b> | <b>54.698.154</b>  | <b>74.048.741</b>  |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                               | <b>78,6%</b>      | <b>81,0%</b>      | <b>75,8%</b>      | <b>48,8%</b>       | <b>56,3%</b>       |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                | -                 | 35.146.372        | 35.146.372        | 278.723.739        | 278.723.739        |
| Finansman Gelirleri                              | 55.530.280        | 99.122.385        | 105.784.910       | 110.399.552        | 103.737.027        |
| Finansal Giderleri                               | -67.166.992       | -156.383.568      | -158.952.623      | -117.122.679       | -114.553.624       |
| Vergi Öncesi Kar                                 | 4.479.520         | -1.233.009        | -2.625.695        | 286.896.018        | 288.288.703        |
| Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri                   | 3.567.640         | 5.681.510         | 4.587.880         | 3.830.097          | 4.923.727          |
| <b>Net Kar</b>                                   | <b>8.047.160</b>  | <b>4.448.502</b>  | <b>1.962.185</b>  | <b>290.726.116</b> | <b>293.212.430</b> |
| <b>Net Kar Marjı</b>                             | <b>11,9%</b>      | <b>5,0%</b>       | <b>2,8%</b>       | <b>259,2%</b>      | <b>222,9%</b>      |

Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji İzahname

#### 5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, özkaynaklarının güçlendirilmesi, büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması, YEKDEM kapsamındaki yenilenebilir enerji üretimi tesis yatırımlarının fonlanması, işletme sermayesinin güçlendirilmesi, şirketin bilinirliğinin artırılması, sürdürülebilir kurumsal yapının oluşturulması ve raporlama standartlarının geliştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi, şirket paylarının likit hale getirilmesi neticesinde kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda daha düşük maliyetle borçlanma imkanına kavuşulması, payların borsada işlem görmesi ile piyasa değerinin güncel tutulması amaçlarıyla halka arz planlıyor.

Toplam halka arz büyüklüğü 236.600.000 TL olacak olup, halka arz sermaye artırım ve ortak satışı şeklinde gerçekleşecektir. Şirketin halka arzdan elde edeceği brüt gelir 145.600.000 TL olacaktır.

#### Halka Arz Geliri Kullanımı

|   |              |
|---|--------------|
| Halka Arz Büyüklüğü   | 236.600.000  |
| Yurtiçi ve yurtdışı yenilenebilir enerji sektöründe geliştirme yatırımları yapılarak üretim kapasitesinin artırılmasında kullanılması | 60-70%       |
| Şirket'in bağlı ortaklıklarının işletme sermayesi ihtiyacı çerçevesinde kullanılması  | 30-40%       |
| <b>Toplam</b>   | <b>100%*</b> |

Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji Fonun Kullanım Yeri Raporu

\*İhtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında geçiş yapılabilecektir.

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %33, yurtdışı benzerlerine %33, FD/MW değerlemesine %33 ağırlık verilmiştir.

### 6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde Firma Değeri/FAVÖK ve Firma Değeri/Kurulu Güç çarpanlarına yer verilmiştir.

#### FD/FAVÖK Çarpanı

11 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır. Benzer şirket seçiminde şirketlerin homojen bir santral portföyü yapısına sahip olmasına dikkat edilmiştir. Şirket bünyesindeki biyokütle santralleri 2021 yılında faal olmamasına rağmen santrallerin inşası için kullanılan finansman kredileri bilançoda yer almaktadır. Bu nedenle FD/FAVÖK 4Ç çarpanına göre yapılacak bir değerlendirme makul olmayacağı değerlendirilmiştir. Bu durumun önüne geçebilmek adına biyokütle santrallerinin FAVÖK'e katkısının 2022 yılında kendisini gösterecek olmasından dolayı yurtdışı benzer şirketlerin sadece FD/FAVÖK 22T çarpanları ile değer tespiti yapılmıştır. Değerlemede 30x'un üstü ve 5x'in altı çarpanlar dikkate alınmamıştır.

Değerlemede kullanılacak FD/FAVÖK 22T çarpanı tespit edilirken GES Şirketleri Çarpanları, HES Şirketleri Çarpanları ile BES Şirketleri Çarpanları HUNYE'nin sahip olduğu santrallerin portföy içerisindeki oranları ile ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. İfade edilen ağırlıklandırma sonrası Hunye için tespit edilen FD/FAVÖK 22T çarpanı 12,4x'dür.

Belirlenen çarpan sonrası tespit edilen firma değeri 212,7 milyon USD, piyasa değeri ise 103,5 milyon USD olarak hesaplanmıştır

#### FD/Kurulu Güç Çarpanı

Her bir santral türü için MW başına firma değeri tespit edilirken söz konusu santralleri bünyesinde barındıran şirketlerin 24.01.2022 tarihli firma değerleri hesaplanmış toplam kurulu güce bölünerek TL bazlı MW başı firma değerine ulaşılmıştır. Sonrasında 24.01.2022 tarihli USD/TL kapanış kuruna bölünerek USD bazlı MW başı firma değerleri tespit edilmiştir.

HUNYE'nin toplam firma değerinin hesaplanabilmesi için her bir santral türü için hesaplanan MW başı firma değeri HUNYE'nin sahip olduğu santral türü için MW Kurulu gücü ile çarpılmış ve bünyedeki tüm santral türlerinin toplam firma değeri hesaplanmıştır. Santral firma değerlerinin toplanması ile HUNYE'nin toplam firma değerine ulaşılmıştır.

Yukarıda ifade edilen hesaplama metoduna göre HUNYE'nin toplam firma değeri 191,3 mn USD piyasa değeri ise 82,1 mn USD olarak tespit edilmiştir.

## 6.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2021-2066 yıllarını kapsamaktadır. Santrallerin lisans ve faydalı ömür süreleri dikkate alınarak 2066 yılına nakit akışı modellenmiştir. Mevcut kurulu güç 95 MW olup biyokütle santrali 2021 yılında deneme üretimine başlamış ve üretime katkısı oldukça düşük kalmıştır. 2022 yılı ile birlikte biyokütleden sağlanacak tam kapasite üretime ek olarak 2022-2023 yıllarında 2 HES ve biyokütle üzerine kurulacak hibrit GES ile atıl kapasitenin daha verimli kullanılması ve özellikle biyokütle santralinde santral ömrünün uzatılarak nakliye maliyetlerinin azaltılması hedeflenmektedir. Hibrit güneş elektrik santralleri ile birlikte toplam kurulu güç 2023'te 120 MW'a ulaşacaktır. Söz konusu hibrit GES'lerin üretime olan katkısına ek olarak ilave yatırım maliyetleri de modelde dikkate alınmıştır. Güneş elektrik santralleri için kabul tarihinden itibaren 25 yıl boyunca panellere garanti verildiği yönetim tarafından beyan edilmiştir. Bununla birlikte 25. yılda yapılacak yenileme yatırımı ile mevcut bağlantı haklarının kullanıma açık olduğu ifade edilmiştir. YEKDEM sonrası piyasa takas fiyatının (PTF) %15 altından elektrik satışına izin verilmesi sonrası GES'ler için 49 yıllık proje süresinin yenileme yatırımı yapılması şartı ile geçerli olacağı varsayılmıştır. Lisanslı elektrik üretimi yapan biyokütle ve HES'ler için ise kabul tarihinden sonraki 49 yıllık lisans süresine göre nakit akışı oluşturulmuştur.

Elektirik talebinin düşük seyrettiği kışın dahi elektrik fiyatlarının 100 dolar /mwh seviyesinde bulunması yaz döneminde talep artışı ile daha yüksek fiyatlara işaret edebilir. 2021 Ocak sonu itibariyle 100 dolar/mwh seviyesinde seyreden PTF fiyatlarının gelecekte daha da artacağı beklenmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı olarak 2030 vadeli devlet tahvilinin kapanışı olan %7,7 alınmıştır. Risk primi %5,5 kabul edilmiştir. Beta değeri 1,09x alınmıştır. Borçlanma maliyeti uzun vadede risksiz getiri + %0,5 kabul edilmiştir. Projeksiyon dönemi için ortalama vergi oranı kullanılmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM %10,28 hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 65,1 milyon USD hedef değer hesaplanmıştır.

|                            |                    |
|----------------------------|--------------------|
| <b>Firma Değeri (USD)</b>  | <b>174.311.555</b> |
| <b>Net Borç (USD)</b>      | <b>109.208.721</b> |
| <b>Piyasa Değeri (USD)</b> | <b>65.102.834</b>  |

*Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji İzahname*



## Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %33, yurt dışı benzerlerine %33, FD/MW değerlemesine %33 pay verilerek halka arz öncesi 83,5 milyon USD hedef değer hesaplanmıştır. Bulunan hedef değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 1,82 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

| Santral Türlerine Göre Çarpanlar                        | FD/FAVÖK 2022T | HUNYE Kurulu Güç (MW) | Oran (%)     |
|---|----------------|-----------------------|--------------|
| GES Şirketleri Çarpanları                               | 11.5           | 58.5                  | 61.5%        |
| HES Şirketleri Çarpanları                               | 13.7           | 26.1                  | 27.5%        |
| BES Şirketleri Çarpanları                               | 13.7           | 10.5                  | 11%          |
| <b>Hedef Çarpan</b>                                     | <b>12.4</b>    | <b>95.1</b>           | <b>100%</b>  |
| <b>HUNYE FAVÖK 2022T mn USD</b>                         |                |                       | <b>17.2</b>  |
| <b>Yurtdışı Çarpanlardan Gelen Firma Değeri mn USD</b>  |                |                       | <b>212.7</b> |
| <b>HUNYE Net Borç mn USD</b>                            |                |                       | <b>109.2</b> |
| <b>Yurtdışı Çarpanlardan Gelen Piyasa Değeri mn USD</b> |                |                       | <b>103.5</b> |

Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji İzahname

| Santral Türleri            | MW Başına Değer mn USD/MW | HUNYE Kurulu Güç (MW) | Firma Değeri (mn USD) |
|----------------------------|---------------------------|-----------------------|-----------------------|
| GES MW Başına Değer        | 2.2                       | 58.5                  | 126.6                 |
| HES MW Başına Değer        | 0.7                       | 26.1                  | 19.0                  |
| BES MW Başına Değer        | 4.3                       | 10.5                  | 45.7                  |
| HUNYE Firma Değeri         | 2.0                       | 95.1                  | 191.3                 |
| HUNYE Net Borç mn USD      |                           |                       | 109.2                 |
| HUNYE Piyasa Değeri mn USD |                           |                       | 82.1                  |

Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji İzahname

| Değerleme Özeti     | Değer mn USD | Ağırlık     | Pay Başı Değer TL |
|---------------------|--------------|-------------|-------------------|
| İNA                 | 65.1         | 33%         | 1.78              |
| Yurtdışı Benzerler  | 103.5        | 33%         | 2.82              |
| FD/MW               | 82.1         | 33%         | 2.24              |
| <b>Hedef Değer</b>  | <b>83.5</b>  | <b>100%</b> | <b>2.28</b>       |
| Halka Arz İskontosu | 20%          |             |                   |
| Adil Değer (USD)    | 66.7         |             |                   |
| Adil Değer (TL)     | 910.0        |             | 1.82              |

Kaynak: Hun Yenilenebilir Enerji İzahname

## 7. GÖRÜŞ

Fiyat Tespit Raporu'nda Hun Yenilenebilir Enerji hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

Fiyat tespit edilirken kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yönteminin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Bu iki yöntemin kullanılmasını makul karşılıyoruz.

Çarpan Analizinde şirketin faaliyet alanına yakın şirketler kullanılmış olmakla birlikte şirket sayısının sınırlı kaldığını düşünmekteyiz.

Çarpan analizinde seçilmiş şirketlerinin Firma Değeri /EBITDA çarpanının kullanılmasını makul karşılıyoruz. Firma Değeri/Kurulu Güç (FD/MW) oranının kullanılmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz. Bununla birlikte güncel kullanılan diğer çarpanların da eklenmesiyle farklı sonuçlar çıkabileceğini dikkate alıyoruz.

Hun Enerji'nin halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 1,82 TL pay başı talep toplama fiyatının yukarıda belirtilen konular çerçevesinde makul bulmaktayız.

**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.