

TATLIPINAR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
09 AĞUSTOS 2023

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, Vakıf Yatırım Menkul Kıymet (Vakıf Yatırım) ve İnfö Yatırım Menkul Kıymetler'in (İnfö Yatırım) yetkili aracı kurumlar olduğu Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Tatlıpınar" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Vakıf 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

TATLIPINAR ENERJİ ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. Ve Ali İbrahimağaoğlu, Hüseyin Avni İbrahimağaoğlu ve Akdeniz İnşaat ve Eğitim Hizmetleri A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	10 - 11 Ağustos 2023
Halka Arz Fiyatı	22,50 TL
Halka Arz İskonto Oranı	25,47%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	245.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	280.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	25,03%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	70.200.000
Ek Satış Hakkı	Yok

Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler

Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve / veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağına ilişkin taahhütte bulunmuştur. 5 işlem günü süreyle halka arz fiyatından 2.808.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir.

Tahsis Grupları ve Pay Oranları

%70 Yurt İçi Bireysel Yatırımcı
%14,5 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı
%14,5 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı
%1 Şirket Çalışanları

Borsa Kodu

TATEN

İşlem Göreceği Pazar

Yıldız Pazar

Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve İnfö Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

SPK Onay Tarihi

03.08.2023

Kaynak: Tatlıpınar Enerji izahnamesi, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ve fiyat tespit raporu.

3. ŞİRKET PROFİLİ

Öne Çıkanlar

- Tatlıpınar Enerji, yerli ve temiz enerji kaynaklarını verimli şekilde kullanarak yenilenebilir enerji üretimine katkıda bulunmak ve enerjide dışa bağımlılığı azaltmak hedefiyle faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Tatlıpınar Enerji şirketinin 4 ortağı bulunmaktadır. Şirket paylarının 47,59%'u Ali İbrahimağaoğlu'na, 32,02%'si Hüseyin Avni İbrahimağaoğlu'na, 20,38%'i Akdeniz İnşaat'a ve 0,003%'ü Ali Can İbrahimağaoğlu'na aittir.
- Balıkesir sınırları içerisinde yer alan Tatlıpınar Enerji, 100% yenilenebilir enerji üretmek hedefiyle Kasım 2019'da 5 türbin ile (19,5 MW) faal olarak işletmeye açıldı. 2021 yılından bu yana kapasite artışı ile toplamda 25 türbin ile (115,5 MW) enerji üretimine devam etmektedir.
- Tatlıpınar Enerji, son kapasite artışı ile 392.000 MWh üretim kapasitesine sahiptir. 2023 yılında yapılacak olan 79 MW Güneş Enerji Santrali yatırımı ve 33,6MW Rüzgar Enerji Santrali kapasite artışı ile Tatlıpınar Enerji toplamda 228,1 MW kurulu güce ve 607.000 MWh yıllık üretim kapasitesine ulaşacaktır.

Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

Şirket'in esas faaliyetleri; elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, elektrik enerjisi üretimi, elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ile iştiğal etmekte ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işleri yapmaktadır. Şirket'in sahip olduğu RES Üretim lisansı ve süresi aşağıdaki şekildedir. Söz konusu Rüzgar Enerjisi Santrali EPDK üretim lisansına sahiptir. Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun'un 6. Maddesi uyarınca; yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik enerjisi üreten gerçek ve tüzel kişiler; bu hüküm uyarınca ilgili santraldeki elektrik üretiminin ilk beş yıl 9,4 ABD Doları cent/kwh fiyat üzerinden sonraki beş yılda ise 7,3 ABD Doları cent/kwh üzerinden devlet tarafından alım garantisi bulunmaktadır.

Hasılat (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	1Ç22	1Ç23
Elektrik Satış Gelirleri	20.566.219	300.239.441	1.034.116.907	164.994.274	246.916.147
Satıştan İadeler			-267.636.971	-8.576.114	-59.557.961
Net Satışlar	20.566.219	300.239.441	766.479.936	156.418.160	187.358.186

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fiyat Tespit Raporu

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Grubu	Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)		Sermaye (TL)	Payı (%)
Ali İbrahimağaoğlu	B	43.172.466	17,59%	B	36.152.466	12,89%
	A	73.620.000	30,00%	A	73.620.000	26,25%
Hüseyin A. İbrahimağaoğlu	B	78.575.192	32,02%	B	57.515.192	20,50%
Akdeniz İnşaat ve Eğitim Hizmetleri A.Ş.	B	50.023.846	20,38%	B	43.003.846	15,33%
Ali Can İbrahimağaoğlu	B	4.248	0,00%	B	4.248	0,00%
Hakkı İbrahimağaoğlu	B	4.248	0,00%	B	4.248	0,00%
Halka Açık Kısmı	B			B	70.200.000	25,03%
Toplam		245.400.000	100%		280.500.000	100%

Kaynak: Tatlıpınar Enerji İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2020	2021	2022
VARLIKLAR			
Aktifler	195.664.510	194.254.570	401.723.639
Nakit ve Nakit Benzerleri	55.161.277	27.557.017	55.142.251
Ticari Alacaklar	83.375.815	114.840.624	175.707.414
Diğer Alacaklar	9.793.364	308.435	622.055
Müşteri Söz. Doğ. Var.	-	-	14.454.966
Stoklar	32.146.060	28.171.861	10.611.425
Peşin Ödenmiş Gid.	1.697.800	6.212.872	7.450.496
Cari Dön. Vergi Var.	-	57.373	-
Türev Araçlar	-	494.975	-
Diğ. Dön. Var.	152.727	646.541	10.040.257
Dönen Varlıklar	182.327.043	178.289.698	365.028.864
Diğer Alacaklar	95.843	104.243	345.892
Finansal Yatırım	-	-	78.000
Stoklar	1.266.797	-	-
Maddi Duran Varlıklar	1.843.028	4.260.144	3.168.850
Kullanım Hakkı Var.	747.015	815.115	3.460.910
Maddi Olmayan Duran Var.	4.841.058	11.282.256	28.177.783
Peşin Ödenmiş Gid.	3.982.000	186.211	702.163
Ertelenmiş Vergi Var.	750.875	1.873.702	761.377
Duran Varlıklar	13.337.467	15.964.872	36.694.975
KAYNAKLAR			
Özkaynak ve Yükümlülükler	195.664.510	194.254.570	401.723.839
Kısa Vad. Borç.	48.345	125.497	95.193.091
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	476.509	694.454	2.157.461
Ticari Borçlar	106.149.565	107.823.526	136.809.149
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	182.646	393.831	1.278.186
Diğer Borçlar	5.659.977	2.297.660	449.696
Ertelenmiş Gelirler	33.382	1.248.012	383.916
Türev Araçlar	1.229.900	-	1.328.720
Dönem Karı Vergi Yüküml.	5.224.293	3.447.218	6.090.996
Diğ. Kısa Vad. Yüküml.	6.768.076	983.383	1.720.808
Kısa Vad. Yükümlülükler	125.772.693	117.013.581	245.412.023
Uzun Vad. Borç.	405.069	290.368	1.495.147
Ertelenmiş Gelirler	2.188.559	-	520.691
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.279.126	4.050.286	8.300.132
Ertelenmiş Vergi Yük.	-	-	-
Diğer Borçlar	2.062.906	-	-
Uzun Vad. Yükümlülükler	7.935.660	4.340.654	10.315.970
Sermaye	2.400.000	45.000.000	45.000.000
Diğ. Kap. Gelirler/(Giderler)	-13.694	-25.867	-119.851
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed	71.959	2.201.959	2.201.959
Geçmiş Yıl Karları	18.925.225	2.267.892	25.724.243
Net Kar	31.293.528	23.456.351	73.189.495
Kont. Gücü Olma. Pay.	9.279.139	-	-
Ana Ortak. Özkaynakları	52.667.018	72.900.335	145.995.846

Kaynak: Taten Enerji Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
Hasılat	20.566.219	300.239.441	766.479.936	156.418.160	187.358.186
Brüt Kar	5.965.474	202.189.395	375.924.915	80.075.761	94.996.648
Esas Faaliyet Karı	2.084.901	134.410.682	310.044.310	92.621.318	95.158.510
Sürd. Faal. Vergi Önc. Kar / (Zarar)	-31.355.251	189.004.767	388.587.597	67.453.191	43.202.703
Sürd. Faal. Vergi Gelir / (Gideri)	-317.780	1.804.160	-28.085.783	-11.051.398	-2.599.281
Dönem Karı/ (Zararı)	-31.673.031	190.808.927	360.501.814	56.401.793	40.603.422

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Fonun Kullanım Yeri	Fonun Kullanım Oranı (%)
Rüzgar Enerjisi Santrali Kapasite Artışı Yatırımları	%30-35%
Hibrit Güneş Enerjisi Santrali Yatırımları	%35-40%
Kredi Geri ödemeleri	%30-35%
İşletme Sermayesi	%1-5%
Toplam	100%

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fonun Kullanım Yeri Raporu

Şirket çıkarılmış sermayesini 245.400.000 TL'den 280.500.000 TL'ye çıkarmayı, bu nedenle 35.100.000TL nominal değerli 35.100.000 adet B Grubu nama yazılı payları ihraç etmeyi ve halka arzını planlamaktadır. Şirket sermayesinin mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma hakları halka arz kapsamında talepte bulunacak yatırımcılar lehine kısıtlanarak 280.500.000 TL'ye artırılması, bu şekilde ihraç edilen B Grubu nama yazılı payların da halka arz edilerek, pay bedellerinin halka arz gelirlerinden karşılanması planlanmaktadır. Sermaye artışı yolu ile ihraç edilecek paylardan Şirket halka arz geliri elde edecektir.

Şirket'in, sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden, ilgili masraf ve maliyetler düştükten sonra kalan fonun, aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarla kullanılması planlanmaktadır.

- Rüzgar Enerjisi Santrali Kapasite Artışı Yatırımları:** Tatlıpınar RES'in halihazırda işletmedeki gücü 115,5 MWm/108 MWE olup, 38,4 MW'lik mekanik kapasite artışı için Enerji Piyasası DÜZENLEME KURUMU'NA ("EPDK") başvuruda bulunulmuş ve bu başvuru EPDK tarafından onaylanarak lisansa derç edilmiştir. Bu kapsamda, Şirket tarafından Almanya'da kurulu bulunan bir şirket ile bakım ve onarım sözleşmesi imzalanmıştır. Bu yatırımların 2024 yılı içerisinde tamamlanması öngörülmektedir. Halka arz gelirlerinin %30-35'inin bu yatırımın finansmanı için kullanılması planlanmaktadır.
- Hibrit Güneş Enerjisi Santrali Yatırımları:** Şirket, sahip olduğu elektirik üretim lisansına rüzgar enerjisinin yanında yardımcı kaynak olarak güneş enerjisinin de eklenmesi ve lisansın birleşik

yenilenebilir elektrik üretim lisansı olarak tadil edilmesi amacıyla EPDK'ya başvurmuş olup, söz konusu başvurunun EPDK tarafından kabul edilmesi neticesinde güneş enerjisinden elektrik üretimine ilişkin olarak 79,4 MW'lık güç lisansa derç edilmiştir. Müteakiben, Şirket ile Türkiye'de Kurulu bir şirket arasında Tatlıpınar RES nazdinde inşa edilmesi planlanan hibrit güneş enerjisi santraline ilişkin olarak bir mühendislik, tedarik ve inşaat işleri sözleşmesi ve işletme ve bakım sözleşmesi, akdedilmiştir. Bu yatırımların 2023 yılı içerisinde tamamlanması öngörülmektedir. Halka arz gelirlerinin %35-40'ının bu yatırımın finansmanı için kullanılması planlanmaktadır.

- 3) **Kredi Geri Ödemeleri:** Şirket, rüzgar enerjisi yatırımlarının finansmanı amacıyla, aşağıdaki tabloda detayları verildiği üzere, yurt içinde ve yurt dışında bulunan finansal kuruluşlar ile çeşitli kredi sözleşmeleri imzalanmış olup, bu sözleşmeler tahtında kullandığı kredileri geri ödemeye devam etmektedir. Bu kapsamda, halka arz gelirlerinin %30-%35'inin bu kredilerin 2023 yılı içerisinde vadesi gelecek olan taksitlerinin geri ödenmesi amacıyla kullanılması planlanmaktadır. Bu kapsamda 2023 yılı içerisinde Bayerische Landesbank'a ("Bayern LB") 4.275.239 EUR tutarlı ve Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O Kozyatağı Kurumsal Şubesi'ne ("Vakıfbank") 2.000.000 EUR tutarlı olmak üzere toplamda 6.275.239 EUR tutarlı anapara ödemesi yapılacaktır.
- 4) **İşletme Sermayesi:** Şirket, güncel durumda yeterli ancak düşük bir işletme sermayesi ile faaliyet göstermektedir. Halka arz gelirlerinin %1-%5'inin işletme sermayesinin artırılması, finansal durumun iyileştirilmesi ve nakit akışının güçlendirilmesi amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

Şirket, global ve yerel ekonomik koşullar dikkate alınarak, söz konusu fonun kullanımında yukarıda gösterilen kategoriler ve tahsisat oranları arasında Şirket menfaatleri doğrultusunda %5 kadar geçiş yapabilecektir.

Halka arz gelirlerinin, yukarıdaki maddelerde yer alan alanlarda kullanılmaya başlanana kadar kur korumalı mevduat, Türk Lirası cinsinden mevduat ve/veya Eurobond ve/veya yatırım fonları gibi çeşitli finansal enstrümanlarda değerlendirilmesi ve bu kapsamda nemalandırılarak Şirket'e katkı sağlanması planlanmaktadır. Fonun bu yöntemlerden hangisi/hangileri ile nemalandırılacağına ve nemalandırmanın koşullarına global ve yerel ekonomik koşullar çerçevesinde Şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Vakıf Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %40, indirgenmiş nakit akımına %60 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımı analizi yönteminde 2023 - 2032 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Şirket'in ürettiği elektriği 2030 yılı dahil olmak üzere 2030 yılına kadar YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunmakta olup, sonrasında ise piyasa fiyatı üzerinden satacaktır.

YEKDEM kapsamında çıkması ise Şirket'in nakit akımlarında öngörülebilirliği azaltacağı varsayılmaktadır.

Şirket'in ürettiği elektriği, 2025 yılı sonuna kadar 9,4 ABD dolar cent/kwh fiyat üzerinden, 2026 yılından 2030 yılına kadar ise 7,3 ABD doları cent/kwh üzerinden YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunmaktadır. Şirket, YEKDEM kapsamında olduğu süre boyunca YEKDEM'den yararlanıp yararlanmamayı seçme hakkına sahip olup Şirket, YEKDEM hakkını kullanmadığında ürettiği elektriği maksimum azami uzlaşma fiyatından satabilecektir. İhtiyatlılık gereği projeksiyonda azami uzlaşma fiyatı uygulamasının İNA modeli kapsamında devam edeceği varsayılmıştır. Azami uzlaşma fiyatının 2023 yılında sınırlı bir artışla 1.788 TL/MWh olarak dikkate alınırken, sonraki yıllarda ortalama enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılmıştır.

Şirket mevcut durumda satışlarını dengeleme grubu kapsamında satmakta olup, dengeleme grubu kapsamında ekstra 3,75 ABD doları/MWh prim almaktadır. Projeksiyonun döneminde de 3,75 ABD doları/MWh prim alacağı varsayılmıştır.

Şirket'in mevcut durumda toplam kurulu gücünün tamamı RES'ten oluşmakta olup 115,5 MW'dır. Kapasiteye yeni eklenecek RES ve GES ile kapasitenin 228,1 MW'a yükseltilmesi planlanmaktadır. Şirket'in Gold Standart'tan karbon kredisi satışı yapmak üzere sertifika almış bulunmakta olup söz konusu anlaşma ile projeksiyon dönemi boyunca her yıl için Şirket'in öngörülleri doğrultusunda yıllık 2 mn ABD doları karbon kredisi satış geliri varsayılmıştır.

Elektrik satış giderlerinin net satış gelinine oranı projeksiyon dönemi boyunca, 2020 – 2021 dönem ortalaması olan %20 düzeyinde olacağı, amortisman giderlerinin net satış gelirlerine oranı ise ortalama %8 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

Şirket'in faaliyet giderleri sadece genel yönetim giderlerinden oluşmakta olup, projeksiyon dönemi boyunca yıllık ortalama TÜFE tahminleri doğrultusunda artacağı varsayılmış olup projeksiyonda, faaliyet giderlerinin net satış gelirlerine oranının ortalama %0,6 seviyesinde olacağı tahmin edilmiştir.

Şirket'in projeksiyon döneminde net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranı ihtiyatlılık gereği çerçevesinde %0 varsayılmıştır. Yatırım harcamaları projeksiyonunda Şirket yönetimi öngörülleri doğrultusunda 2023 yılında 1.805.498.358 TL, sonraki yıllarda satış gelinine oranının ortalama %0,2 seviyesinde olacağı tahmin edilmiştir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) çerçevesinde risksiz faiz oranı olarak 2023 yılında %20, 2024 yılı için %19,5, 2025 yılı için %19, 2026 yılı için %18,5, 2027 ve sonrası için %18 kullanılmıştır. Risk priminin projeksiyon dönemi boyunca %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmıştır. Borçlanma maliyeti projeksiyon dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 4,5 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla %39,2 olan özsermaye oranının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Projeksiyon kurumlar vergisi oranının 2023 yılı için %25, sonraki yıllar için %20 olacağı dikkate alınmış olup Beta katsayısı 1,0 olarak alınmıştır.

Şirket'in projeksiyon dönemi (2023 – 2032) indirgenmiş nakit akımlarının toplamı ile devam eden değer bugünkü değeri toplamından oluşan toplam firma değeri 10.186.275.263 TL olarak tahmin

edilmektedir. Söz konusu firma değerinden 31.03.2023 itibariyle 1.449.124.581 TL olan net borç pozisyonu düşülürken, özkaynak yönetimiyle değerlendirilen yatırım olan Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42'lik payın 24.07.2023 tarihinde Akdeniz İnşaat'a satış bedeli olan 575.000.000 TL eklenmiştir. Böylece İNA modeli kapsamında Şirket özsermaye değeri 9.312.150.682 TL olarak hesaplanmaktadır.

İNA (TL)	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	862.845.273	1.673.783.140	2.447.349.379	2.300.929.946	2.557.194.612	2.782.400.849	3.027.484.791	3.294.204.517	3.873.256.606	4.214.585.128
Değişim	12,60%	94,0%	46,2%	-6,0%	11,1%	8,8%	8,8%	8,8%	17,6%	8,8%
FVÖK	425.547.276	1.035.823.380	1.613.629.667	1.461.073.475	1.638.764.954	1.793.442.690	1.961.198.203	2.143.123.276	2.571.402.657	2.805.623.160
Operasyonel Kar Marjı	49,3%	61,9%	65,9%	63,5%	64,1%	64,5%	64,8%	65,1%	66,4%	66,6%
Efektif Vergi	-106.386.819	-207.164.676	-322.725.933	-292.214.695	-327.752.991	-358.688.538	-392.239.641	-428.624.655	-514.280.531	-561.124.632
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kar / Zarar	319.160.457	828.658.704	1.290.903.734	1.168.858.780	1.311.011.963	1.434.754.152	1.568.958.562	1.714.498.621	2.057.122.125	2.244.498.528
Amortisman	177.276.144	177.407.254	177.598.957	177.729.192	177.979.500	178.197.449	178.434.596	178.692.635	178.996.032	179.326.166
FAVÖK	602.823.420	1.213.230.634	1.791.228.625	1.638.852.667	1.816.744.454	1.971.640.139	2.139.632.799	2.321.815.911	2.750.398.689	2.984.949.325
FAVÖK Marjı	69,9%	72,5%	73,2%	71,2%	71,0%	70,9%	70,7%	70,5%	71,0%	70,8%
Yatırım Harcamaları / Amortisman +/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	1018,5%	1,6%	2,3%	2,2%	2,4%	2,6%	2,9%	3,1%	3,7%	4,0%
Yatırım Harcamaları	19.515.322	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Satışlara Oranı	-1.805.498.358	-2.830.228	-4.138.265	-3.890.682	-4.324.004	-4.704.809	-5.119.226	-5.570.227	-6.549.356	-7.126.514
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	209,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
İskonto Faktörü	-1.328.577.079	1.003.235.729	-1.328.577.079	1.342.747.291	1.484.667.459	1.608.246.792	1.742.273.933	1.887.621.029	2.229.568.802	2.416.698.179
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	0,92	0,76	0,63	0,53	0,44	0,37	0,31	0,26	0,21	0,18
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	-1.225.842.328	761.396.849	922.276.727	707.463.708	659.203.981	595.614.775	535.557.430	482.906.600	474.709.515	430.054.698

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fiyat Tespit Raporu

6.2 Piyasa Çarpanı

Piyasa çarpanları analizi, Borsa İstanbul'da yurtdışındaki borsalarda işlem gören ve Forte ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir şirketlerin finansal tablolarından elde edilen sonuçlar ve oranlarından hareketle yapılan bir değerlendirme yöntemidir.

Çarpan analizi yapılırken, şirket değerlemelerinde sıkça tercih edilen FD/FAVÖK kullanılmıştır. Şirketlerin. Analiz yapılırken şirketin 2022 yılı FAVÖK tutarı dikkate alınmıştır. Şirketin FD/FAVÖK oranı yurtiçi ve yurtdışında faaliyet alanı benzer şirketler ile kıyaslanmıştır. Yurt dışı benzer şirket çarpanları üzerinden %50, yurt içi benzerlerinden %50 ağırlıklandırılarak analizde kullanılmıştır. Dikkate alınan benzer şirketlerin çarpanları arasında uç değer olarak, FD/FAVÖK çarpanları için 20x'un üzerindeki değerler ve 5x'in altındaki değerler kullanılmamıştır.

Sonuç olarak, çarpan çalışmasına değerlemede %40 ağırlık verilmiştir. Yurt içi benzer ve yurt dışı benzer şirket çarpanları kullanılarak hesaplanan değerlere %50'şer ağırlık verilmiştir.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme	FD / FAVÖK (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	9,7x	50%
Yurt dışı	12,6x	50%
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK	11,2x	
FAVÖK (Son 12 Aylık) - TL	468.547.077	
Firma Değeri - TL	5.428.666.094	
Net Borç (31.03.2023 itibarıyla) - TL	1.449.124.581	
Uludağ Tur - Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42'lik payın satış geliri	575.000.000	
Özsermaye Değeri - TL	4.554.541.513	

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Bazlı Değerleme - Sonuç	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık
FD/FAVÖK	4.554.541.513	100%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	4.554.541.513	100%

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak, indirgenmiş nakit akımına %60, çarpan analizi yöntemine %40 ağırlık verilerek 7.409,1 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %25,47 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 22,50 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Tatlıpınar - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (Mn TL)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları	9.312.150.682	60%
Çarpan Analizi	4.554.541.513	40%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	7.409.107.014	100%

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fiyat Tespit Raporu

Tatlıpınar - Değerleme Özeti	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	7.409.107.014
Ödenmiş Sermaye (TL) (31.03.2023 itibarıyla)	245.400.000
Halka Arz öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	30,19
Halka Arz İskonto Oranı	25,47%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	5.522.007.458
Nihai Değer	22,50

Kaynak: Tatlıpınar Enerji Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Vakıf Yatırım Menkul Değerler tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.

- Fiyat tespit edilirken uygulanan yöntemlerde hem indirgenmiş nakit akışı, hem de benzer şirket çarpanı analizleri yapılmasını makul buluyoruz. Çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket çarpanları kullanılmasını ve bunlara %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz. Diğer çarpanların da fiyat tespit edilirken değerlemeye alınması halinde farklı sonuçlar çıkabileceğini dikkate alıyoruz.
- Çarpan analizinde medyan değer alınmasının daha makul olabileceği görüşündeyiz.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken hesaplama dahil edilen değerlerin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Fiyat tespit edilirken uygulanan %25,47 iskonto oranının uygun olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Tatlıpınar Enerji için hesaplanan hedef değere %25,47 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 22,50 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla 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.