



AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ ANONİM ŞİRKETİ

Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu – I

5 Kasım 2021

İÇİNDEKİLER

DEĞERLENDİRME RAPORUNUN AMACI.....	5
1. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ	6
2. 9 NİSAN 2021 TARİHİNDE KAP'TA YAYIMLANAN FİYAT TESPİT RAPORU	6
2.1. Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları Yöntemi	7
2.2. Benzer Şirketler FD/Kurulu Güç Çarpanları Yöntemi	8
2.3. Defter Değeri Yöntemi	9
2.4. Değerleme Yöntemleri Sonucu	10
3. HALKA ARZ SONUÇLARI	10
4. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS.....	11
5. HALKA ARZ SONRASINDA YAŞANAN FİYAT HAREKETLERİ	13
6. HALKA ARZ VE SONRASINDA FİYATA ETKİ EDEN FAKTÖRLER	14

Tablolar

Tablo 1: Halka Arz Özet Bilgileri	6
Tablo 2: Şirket 2020 Yılı FAVÖK Değeri	7
Tablo 3: Şirket'in Net Borç Pozisyonu (31 Aralık 2020)	7
Tablo 4: Şirket'in Kurulu Gücü (31 Aralık 2020)	7
Tablo 5: Piyasa Çarpanları – FD/FAVÖK Analizinde Kullanılan Çarpanlar	7
Tablo 6: FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	8
Tablo 7: Piyasa Çarpanları – FD/Kurulu Güç Analizinde Kullanılan Çarpanlar	8
Tablo 8: FD / Kurulu Güç Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	9
Tablo 9: Defter Değeri	9
Tablo 10: Değerleme Yöntemleri Sonucu	10
Tablo 11: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı	10
Tablo 12: Yatırımcı Grubu Bazında Halka Arz Tahsisat, Talep ve Dağıtım	11
Tablo 13: Şirket'in Özet Finansalları – Gelir Tablosu	11
Tablo 14: Şirket'in Özet Finansalları – Bilanço	11
Tablo 15: Piyasa Çarpanları – FD/FAVÖK Analizinde Kullanılan Çarpanlar Güncel Değerleri	15

Şekiller

Şekil 1: Şirket'in Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi	13
Şekil 2: Şirket Pay Fiyatı ve BIST100 (Göreceli) Performansı	14

DEĞERLENDİRME RAPORUNUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 ("Tebliğ") 29. Madde 4. fıkrası uyarınca,

"Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İkidenden fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur."

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. ("Aydem" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca konsorsiyum lideri Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Yapı Kredi Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 09.04.2021 tarihinde KAP'ta yayınlanmış ve Şirket payları 29.04.2021 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29. Madde ve 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Aydem'in nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 26.10.2021 tarihine kadar (26.10.2021 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir. İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 700.000.000 TL'den 705.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle arttırılacak 5.000.000 TL nominal değerli 5.000.000 adet B grubu pay ve mevcut ortaklardan Aydem Yenilenebilir Enerji Yatırımları A.Ş.'ye ait 105.000.000 TL nominal değerli 105.000.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 110.000.000 TL nominal değerli 110.000.000 adet pay ve fazla talep gelmesi halinde Aydem Yenilenebilir Enerji Yatırımları A.Ş.'ye ait 20.000.000 TL nominal değerli 20.000.000 adet payın 8,50 – 9,90 TL fiyat aralığından halka arzına ilişkin izahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 08.04.2021 ve 32/573 sayılı toplantısında onaylanmıştır.

Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 8,50 – 9,90 TL fiyat aralığından Borsa dışında talep toplama işlemleri 19-22 Nisan 2021 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

Tablo 1: Halka Arz Özet Bilgileri

(TL)	
1 Adet Nominal Payın Halka Arz Fiyatı	9,90
Halka Arz Edilen Pay Adedi	130.000.000
Brüt Halka Arz Geliri	1.287.000.000

Kaynak: KAP

2. 9 NİSAN 2021 TARİHİNDE KAP'TA YAYIMLANAN FİYAT TESPİT RAPORU

09.04.2021 tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, ve 31.12.2020 tarihli Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış konsolide finansal tabloları baz alınmıştır.

Şirket'in değerinin hesaplamasında Piyasa Çarpanları Analizi ve Defter Değeri yöntemleri kullanılmıştır. Piyasa Çarpanları Analizi olarak Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi ve Benzer Şirketler FD/Kurulu Güç Çarpanı Yöntemi yöntemleri kullanılmıştır. Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemine %25, Benzer Şirketler FD/Kurulu Güç Çarpanı Yöntemine %25, Piyasa Çarpanları analizine %50 ağırlık verilerek Şirket değeri hesaplanmıştır.

Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı yönteminde Şirket'in 01.01.2020-31.12.2020 tarihleri arasında hesaplanan son on iki aylık dönem ile 2020 yıl sonu verileri kullanılmıştır. Analizde Şirket'in enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık ulusal (yenilenebilir enerji portföyü olan Zorlu Enerji ve Ayen Enerji) ve uluslararası benzer şirketlere (tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip) yer verilmiştir. Şirket'in 2020 yılsonu satışlar ve Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kazanç ("FAVÖK") tutarları esas alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yöntemlerde kullanılan Şirket 2020 yılı FAVÖK değeri hesaplaması, 31.12.2020 tarihi itibarıyla net finansal borç tutarı ve 31.12.2020 tarihi itibarıyla kurulu gücü aşağıda yer almaktadır.

Tablo 2: Şirket 2020 Yılı FAVÖK Değeri

(mİn TL)	2020
Gelir	1.340
İştiraklerin Satışlarından elde edilen Gelir	-
Satışların Maliyeti	(574)
Operasyonel Giderler	(84)
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	683
Amortisman Giderleri ve İtfa Payları	356
FAVÖK	1.039

Kaynak: KAP

Tablo 3: Şirket'in Net Borç Pozisyonu (31 Aralık 2020)

(TL)	31 Aralık 2020 itibarıyla
Toplam Finansal Yükümlölükler	4.928.941.332
Kısa Vadeli Finansal Yükümlölükler	742.297.806
Uzun Vadeli Finansal Yükümlölükler	4.186.643.526
Nakit ve Nakit Benzerleri	145.525.078
Net Finansal Borç Pozisyonu	4.783.416.254

Kaynak: KAP

Tablo 4: Şirket'in Kurulu Gücü (31 Aralık 2020)

(MW)	31 Aralık 2020 itibarıyla
Toplam Kurulu Güç	1.020

Kaynak: KAP

2.1. Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanları Yöntemi

Portföyü tamamen yenilenebilir enerji santrallerinden oluşan uluslararası şirketlerle yerli benzer şirket olarak Zorlu Enerji ve Ayen Enerji'ye ait 2020 yılsonu FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri tespit edilmiştir. Medyan FD/FAVÖK çarpanı Şirket'in 2020 yılsonu FAVÖK'ü ile çarpılarak Şirket'in firma değeri hesaplandıktan sonra 31.12.2020 tarihli net finansal borç çıkartılarak Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır. Değerlemede kullanılan FD/FAVÖK çarpanları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 5: Piyasa Çarpanları – FD/FAVÖK Analizinde Kullanılan Çarpanlar

Şirket	FD / FAVÖK
Terna Energy SA	11,2x
Polenergia SA	14,8x
Acciona SA	10,9x
EDP Renewables SA	12,3x
Encavis AG	17,9x
Falck Renewables SPA	13,7x

Scatec ASA	20,9x
Alerion Cleanpower	14,6x
Aventron AG	13,4x
Zorlu Enerji	9,4x
Ayen Enerji	17,9x
Minimum	9,4x
Ortalama	14,3x
Medyan	13,7x
Maksimum	20,9x

Kaynak: Bloomberg, 25 Mart 2021

Benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanı medyanı 13,7x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre, Aydem Yenilenebilir Enerji'nin firma değeri ve özsermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere **9.493.208.180 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 6: FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

(TL)	
FAVÖK	1.039.205.100
Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı Medyanı (x)	13,7x
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	14.276.624.434
Net Finansal Borç Pozisyonu (-)	4.783.416.254
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	9.493.208.180

Kaynak: KAP

2.2. Benzer Şirketler FD/Kurulu Güç Çarpanları Yöntemi

Portföyü tamamen yenilenebilir enerji santrallerinden oluşan uluslararası şirketlerle yerli benzer şirket olarak Zorlu Enerji ve Ayen Enerji'ye ait 2020 yılsonu FD/Kurulu Güç çarpanlarının medyan değerleri tespit edilmiştir. Medyan FD/FAVÖK çarpanı Şirket'in 2020 yılsonu kurulu gücü ile çarpılarak Şirket'in firma değeri hesaplandıktan sonra 31.12.2020 tarihli net finansal borç çıkartılarak Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır. Değerlemede kullanılan FD/Kurulu Güç çarpanları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 7: Piyasa Çarpanları – FD/Kurulu Güç Analizinde Kullanılan Çarpanlar

Şirket	FD / Kurulu Güç
Terna Energy SA	14,7x
Polenergia SA	16,6x
Acciona SA	11,1x
EDP Renewables SA	16,6x
Encavis AG	13,1x
Falck Renewables SPA	20,6x
Scatec ASA	13,2x
Alerion Cleanpower	13,9x

Aventron AG	14,0x
Zorlu Enerji	18,7x
Ayen Enerji	11,3x
Minimum	11,1x
Ortalama	14,9x
Medyan	14,0x
Maksimum	20,6x

Kaynak: Bloomberg, 25 Mart 2021

Benzer şirketlerin FD / Kurulu Güç çarpanı medyanı 14,0x olarak hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre, Aydem Yenilenebilir Enerji'nin firma değeri ve özsermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere **9.516.699.587 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 8: FD / Kurulu Güç Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

(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

Kaynak: KAP

2.3. Defter Değeri Yöntemi

31.12.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in güncel defter değeri özsermaye değeri olarak değerlendirilmesine dahil edilmiştir. 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.

Tablo 9: Defter Değeri

(bin TL)	31 Aralık 2020 itibarıyla
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)
------------------	-----------

Kaynak: Şirket

2.4. Değerleme Yöntemleri Sonucu

Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi ile Benzer Şirketler FD/Kurulu Güç Çarpanı Yöntemi ve Defter Değeri yöntemleri sonucunda hesaplanan piyasa değerleri sırasıyla %25, %25 ve %50 ağırlıklandırılarak nihai piyasa değeri 7.698.902.939 TL olarak tespit edilmiştir.

Tablo 10: Değerleme Yöntemleri Sonucu

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)
Piyasa Çarpan Analizi			
Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı Yöntemi	9.493.208.180	%25	2.373.302.045
Benzer Şirketler FD / Kurulu Güç Çarpanı Yöntemi	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: Fiyat Tespit Raporu

Halka arz öncesi taban ve tavan fiyattan hesaplanan iskonto oranları aşağıda hesaplanmıştır.

Tablo 11: 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: Fiyat Tespit Raporu

3. HALKA ARZ SONUÇLARI

Şirket'in 19-22 Nisan 2021 tarihleri arasında gerçekleştirilen talep toplama sürecinde her biri 1 TL nominal değerli pay başına nihai halka arz fiyatı 9,90 TL olarak belirlenmiştir. Şirket, AYDEM hisse koduyla 29 Nisan 2021'de Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

Halka arz sonuçları Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") 26 Nisan 2021 tarihinde açıklanmıştır. Buna göre halka arz edilen 110.000.000 adet pay ile ek satışa sunulan 20.000.000 adet pay olmak üzere toplam 130.000.000 adet payların satışı gerçekleşmiştir. Halka arz fiyatı üzerinden gelen talep, halka arz tahsisatı ve dağıtım bilgisi yatırımcı grubu bazında aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 12: Yatırımcı Grubu Bazında Halka Arz Tahsisat, Talep ve Dağıtım

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Lot	Oran	Kişi Sayısı	Lot	Oran	Kişi Sayısı	Lot	Oran
Yurt İçi Bireysel	55.000.000	50,0%	338.459	560.259.550	95,5%	325.093	103.833.269	79,9%
Yurt İçi Kurumsal	33.000.000	30,0%	86	23852590	4,1%	86	23.852.590	18,3%
Şirket Çalışanları	22.000.000	20,0%	3	2314141	0,4%	3	2.314.141	1,8%
Toplam	110.000.000	100,0%	338.548	586.426.281	100,0%	325.182	130.000.000	100,0%

Kaynak: KAP

4. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS

Şirket'in paylarının 29 Nisan 2021 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2021 yılı 6 aylık finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan finansal tablolara ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 13: Şirket'in Özet Finansalları – Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	1 Ocak - 30 Haziran 2021	1 Ocak - 30 Haziran 2020	1 Ocak - 31 Aralık 2020	1 Ocak - 31 Aralık 2019
Hasılat	629.654.124	828.532.790	1.340.375.223	1.197.000.764
Satışların Maliyeti	-341.742.374	-284.593.421	-573.533.609	-438.938.553
Brüt Kar	287.911.750	543.939.369	766.841.614	758.062.211
Faaliyet Giderleri	-55.907.519	-84.424.439	-83.599.683	-86.350.978
Esas Faaliyet Karı	232.004.231	459.514.930	683.241.931	671.711.233
Amortisman	215.497.644	174.692.438	355.963.169	296.033.748
FAVÖK	447.501.875	634.207.368	1.039.205.100	967.744.981
Finansman Giderleri	-170.896.384	-845.263.253	-1.392.061.806	-1.288.295.306
Vergi Öncesi Kar	62.656.504	-384.332.474	-706.121.041	-533.827.704
Dönem Karı	55.975.872	-310.806.106	-557.431.333	-575.399.140

Kaynak: Şirket

Tablo 14: Şirket'in Özet Finansalları – Bilanço

Bilanço (TL)	30 Haziran 2021	31 Aralık 2020	31 Aralık 2019
Nakit ve Nakit Benzerleri	107.069.148	145.525.078	136.532.816
Ticari Alacaklar	50.107.175	54.936.204	90.314.140
Diğer Alacaklar	22.833.090	95.261.788	16.628.926
Stoklar	9.409.408	8.349.581	15.949.368
Diğer	22.570.308	21.244.888	46.255.936
Toplam Dönen Varlıklar	211.989.129	325.317.539	305.681.186
Diğer Alacaklar	2.143.434	2.009.915	1.635.999
Maddi Duran Varlıklar	11.672.878.125	11.812.559.374	9.554.670.542
Kullanım Hakkı Varlıkları	12.100.579	12.692.371	12.341.040
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	301.134.529	304.154.447	309.326.710

Özkaynak Yöntemi İle Değerlenen Yatırımlar			38.830.648
Diğer	13.847.481	13.964.544	19.930.663
Toplam Duran Varlıklar	12.002.104.148	12.145.380.651	9.936.735.602
Toplam Varlıklar	12.214.093.277	12.470.698.190	10.242.416.788
Kısa Vadeli Borçlanmalar	876.483.361	747.461.347	579.835.817
Ticari Borçlar	43.886.492	49.644.359	73.198.259
Ertelenmiş Gelir	2.291	2.880.400	0
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	418.988	77.285.508	146.097.526
Kısa Vadeli Karşılıklar	15.050.919	16.252.613	14.713.603
Diğer	21.655.340	13.942.365	36.280.097
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	957.497.391	907.466.592	850.125.302
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.635.454.571	4.197.862.741	3.796.365.518
Diğer Uzun Vadeli Borçlanmalar	67.917.510	64.061.421	124.959.498
Uzun Vadeli Karşılıklar	12.518.298	8.122.907	8.521.011
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.234.966.357	1.400.332.535	1.042.019.285
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.950.856.736	5.670.379.604	4.971.865.312
Ödenmiş Sermaye	705.000.000	700.000.000	700.000.000
Rezervler	1.523.866	1.523.866	1.523.866
Geçmiş Yıllar Karları	-1.224.789.108	-773.286.902	-1.956.908.153
Dönem Net Karı	55.975.872	-567.280.969	-571.112.310
Diğer	5.768.028.520	6.531.895.999	6.246.922.771
Toplam Özkaynaklar	5.305.739.150	5.892.851.994	4.420.426.174
Toplam Yükümlülük ve Özkaynaklar	12.214.093.277	12.470.698.190	10.242.416.788

Kaynak: Şirket

Şirket'in hasılatı 2021'in ilk 6 aylık döneminde 2020'nin aynı dönemine göre %24'lük azalış göstermiştir. Bu azalışın temel nedeni Türkiye'de yaşanan kuraklıktır. 1 Ekim 2020-30 Eylül 2021 dönemini kapsayan 2021 su/tarım yılı yağışları son 20 yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir. Yağışlarda 2020 yılı su/tarım yılına göre %16 oranında azalma gerçekleşmiştir. ([Kümülatif Yağış Raporu - Meteoroloji Genel Müdürlüğü \(mgm.gov.tr\)](#))

Elektrik üretimine bağlı olarak düşen gelirler sonucunda 2021 ilk 6 aylık FAVÖK 2020'nin aynı dönemine göre %29'luk azalış göstermiştir.

Şirket 20 Mart 2021'den itibaren Riskten Korunma Muhasebesi uygulamaktadır. Bu muhasebe uygulaması ile birlikte riskten korunma aracının (ABD Doları cinsinden krediler) gerçeğe uygun değerinin etkin kısmı, eşlik eden korunan kalem (tahmini ABD Doları cinsinden nakit girişleri) gerçekleşene kadar diğer kapsamlı gelir olarak muhasebeleştirilmektedir. Şirket'in 2021 yılının ilk 6 ayında gerçekleşen finansal giderlerinin 2020'nin aynı dönemine göre %80 azalmasıdaki temel etken bahsedilen muhasebeleştirme değişikliğidir.

Finansal giderlerdeki azalışa bağlı olarak Şirket'in 2021'in ilk 6 ayında net karı 56,0 mn TL olarak gerçekleşmiştir. (2020 ilk 6 ayda net zarar 310,8 mn TL olarak gerçekleşmiştir.)

30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in özkaynakları, 31 Aralık 2020'ye göre %10 oranında azalmıştır. Azalışın ana sebebi Riskten Korunma Muhasebesi uygulaması sonucu özkaynaklar altında "Nakit Akış Riskinden Korunma Kazançları (Kayıpları)" başlığı altında 686,8 mn TL kaybın takip edilmesidir.

Şirket 2 Ağustos 2021 tarihi itibarıyla nominal değeri 750 mn ABD doları ve vadesi 5,5 yıl olan yeşil tahvilinin ihracını tamamlamıştır. Anapara ödemeleri 3,5 yıl sonra başlayacaktır. Tahvil ihracından sağlanan fonla banka kredilerinin tamamı geri ödenmiştir. Ayrıca geri kalan miktarın Şirket'in kurulu gücünün artırılması amacıyla 3 yıl içerisinde kullanılması planlanmaktadır.

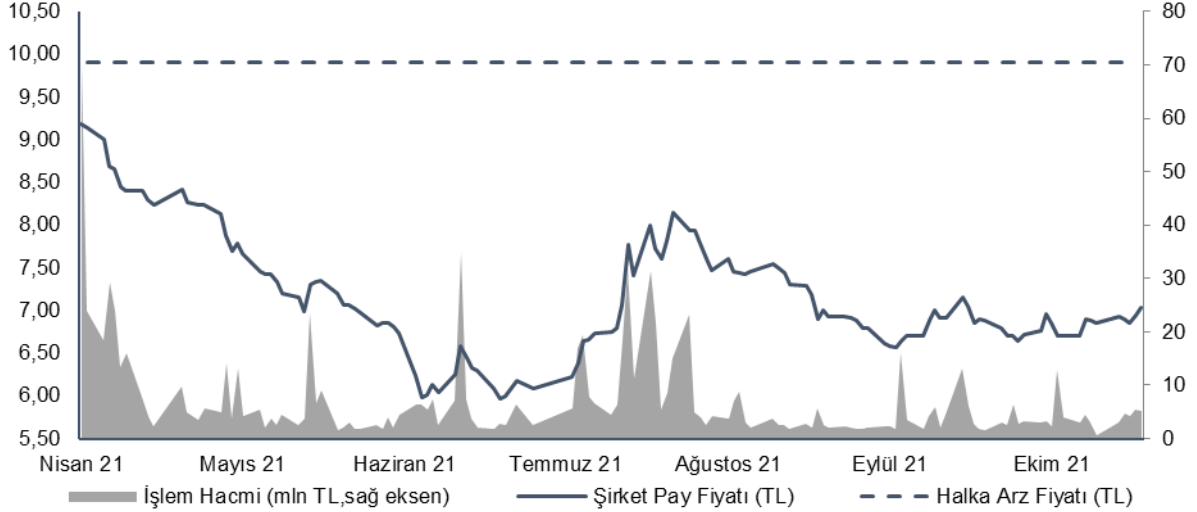
Şirket 23.09.2021 tarihli KAP duyurusunda bildirdiği üzere Akköprü HES (115 MWe) özelleştirme ihalesini 605 mn TL bedelle kazanmıştır. Akköprü HES'in devrinin tamamlanmasıyla birlikte, Şirket'in kurulu gücü %11 oranında artacaktır.

5. HALKA ARZ SONRASINDA YAŞANAN FİYAT HAREKETLERİ

Şirket payları, Borsa İstanbul'da 29 Nisan 2021 tarihinde 1 TL nominal değerli pay başına 9,90 TL halka arz fiyatından işlem görmeye başlamıştır. Şirket paylarının 5 Kasım 2021 tarihindeki borsa kapanış fiyatı 7,04 TL'dir.

Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi ve işlem hacmi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

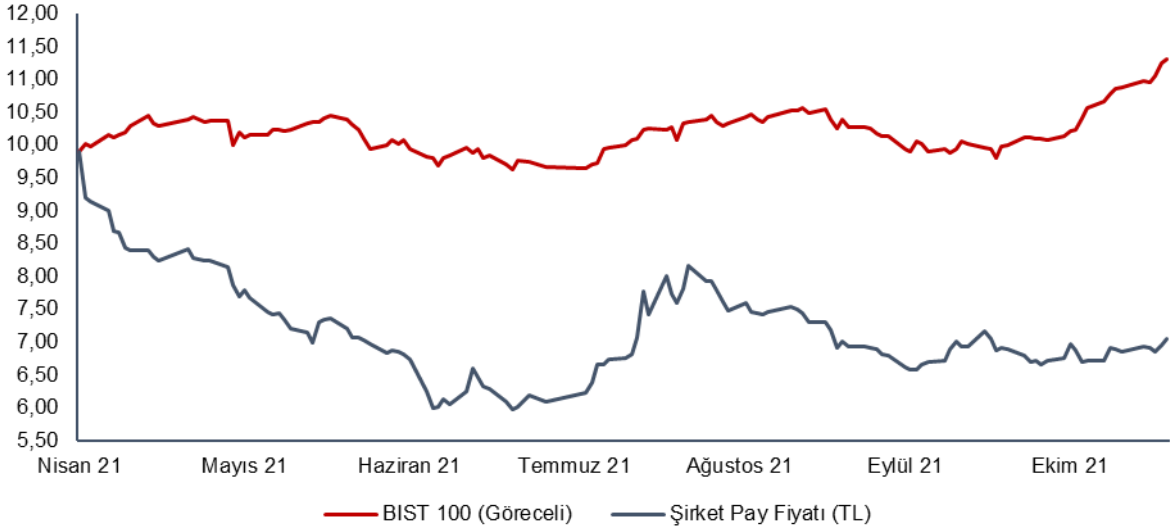
Şekil 1: Şirket'in Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi



Kaynak: Rasyonet

Şirket pay fiyatının BIST100 endeksine göre performansı aşağıdaki grafikte karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir

Şekil 2: Şirket Pay Fiyatı ve BIST100 (Göreceli) Performansı



Kaynak: Rasyonet

29 Nisan 2021 tarihinde 1,00 TL nominal değerli pay başına 9,90 TL halka arz fiyatı ile Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Şirket, 5 Kasım 2021 tarihi itibarıyla 7,04 TL seviyesindeki fiyatıyla kapanmıştır. Şirket payları işlem görmeye başlamasından bir iş günü önce, 28 Nisan 2021 tarihinde 1.385,91 seviyesinde kapanan BIST100 endeksi 5 Kasım 2021 tarihi itibarıyla 1.583,59 seviyesinde kapanmıştır.

29 Nisan 2021 – 5 Kasım 2021 tarihleri arasında Şirket pay fiyatı %28,9 oranında azalış göstermiştir Aydem payları halka arz edildiği günden bu yana BIST100 endeksine relatif getirisi -%37,8 seviyesindedir.

6. HALKA ARZ VE SONRASINDA FİYATA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Halka Arz Edilen Paylar'ın ikincil piyasadaki fiyat hareketleri halka arza ilişkin İzahnamede belirtilen risk faktörlerine bağlı olarak dalgalanmalar gösterebilir. Bu faktörler arasında Şirket'in faaliyet performansı, bağlı olduğu sektöre ilişkin gelişmeler ve bu gelişmelerin yatırımcılar nezdinde nasıl algılandığı fiyata etki eden temel etkenler arasındadır. Temel etkenlerin yanı sıra bunlarla bağlantılı ve/veya orantılı olmayan fiyat ve işlem hacmi dalgalanmaları, yatırımcı tabanının niteliği ve yatırımcı davranışlarına bağlı olarak gözlenebilmektedir. Hatta bu tip dalgalanmalar halka arzın hemen ardından payların fiyat hareketlerinde ve işlem hacimlerinde temel etkenlerden kaynaklı hareketlere kıyasla daha belirgin olarak görülebilir. Bu bölümde halka arzdan sonraki dönemde Şirketin bağlı olduğu sektör ve Şirket faaliyet sonuçlarında öne çıkan temel etkenlerden bahsedilecektir.

Halka arz sonrasında Şirket operasyonları değerlendirildiğinde kuraklık nedeniyle üretimde ve gelirlerde yaşanan düşüş faaliyetleri olumsuz etkilemiştir. EPDK verilerine göre 2021 yarıyıl itibarıyla hidroelektrik santrallerin üretim miktarı geçen sene aynı döneme göre %30 azalışla 32,9 Gwh olarak gerçekleşmiştir. Buna karşın Şirket kurulu kapasitesinin %84'ünün hidroelektrik santraller olduğu göz önünde bulundurulduğunda yağış kaynaklı dalgalanmaların kısa vadede üretim miktarında bu tip sapmalara sebebiyet vermesi normal bir durumdur. Elektrik fiyatları, halka arz sonrasındaki dönemde artış göstermiştir.

Buna karşın, 30.06.2021 tarihli denetim raporunda belirtildiği üzere Şirket gelirlerinin %89'unun YEKDEM kapsamında olması sebebiyle piyasa fiyatlarındaki artışın gelirlere etkisi sınırlı olmuştur.

Kur artışlarına bağlı olarak katlanılan kur zararları ve artan "Nakit Akış Riskinden Korunma Kayıpları" sebebiyle Şirket'in özkaynakları gerilemiştir. Şirket özkaynak hesaplamasına esas teşkil eden varlık değerlemesinin halen 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla hazırlanan değerlendirme olduğunu ve bu tarihten itibaren gerçekleşen kur artışlarının varlık tarafına da yapması muhtemel olumlu etkilerinin bu rakama yansımadağının da altını çizmek gerekir. Bunlara rağmen 5 Kasım 2021 tarihi itibarıyla Şirket Piyasa Değeri (4,96 milyar TL), Şirket'in 30.06.2021 tarihli özkaynak değerinin (5,30 milyar TL) altında kalmaktadır.

Değerlemede kullanılan piyasa çarpanlarından FD/FAVÖK çarpanlarının güncel değerleri 03.11.2021 tarihi itibarıyla aşağıdaki tabloda gösterilmiş olup, medyan çarpan değeri 13,6x olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 15: Piyasa Çarpanları – FD/FAVÖK Analizinde Kullanılan Çarpanlar Güncel Değerleri

Şirket	FD / FAVÖK
Terna Energy SA	11,0x
Polenergia SA	12,2x
Acciona SA	9,8x
EDP Renewables SA	15,4x
Encavis AG	20,1x
Falck Renewables SPA	14,0x
Scatec ASA	29,6x
Alerion Cleanpower	13,6x
Aventron AG	13,2x
Zorlu Enerji	9,8x
Ayen Enerji	14,8x
Minimum	9,8x
Ortalama	14,9x
Medyan	13,6x
Maksimum	29,6x

Kaynak: Bloomberg

Şirket, 30.06.2021 bilanço tarihinden sonra bazı önemli işlemler gerçekleştirmiştir. Şirket 2 Ağustos 2021 tarihinde 5,5 yıl vadeli, 3,5 yıl anapara geri ödemesiz 750 mn ABD \$ büyüklüğünde eurobond ihracı gerçekleştirmiş ve yabancı yatırımcılardan uzun vadeli fon sağlamıştır. Bu fonlama ile mevcut borçların tamamı ödenmiş olup, ilave yatırımlar için kaynak yaratılmıştır. Bu yatırımlardan ilki 23.09.2021 tarihinde özelleştirme ihalesinde en yüksek teklif verilen Akköprü HES olmuştur. Satın almanın tamamlanması durumunda Şirket'in kurulu gücü %11 oranında artacaktır.