

# Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.

## Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

### Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

#### Halka Arza İlişkin Bilgiler

Talep Toplama Tarihi	19-22 Nisan 2021
Halka Arz Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı Yöntemi
Mevcut Ödenmiş Sermaye	700.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	%18,44
Halka Arz Metodu	5.000.000 TL Sermaye Artırımı/105,000,000 TL Ortak Satışı
Ek Pay Satışı	20,000,000 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer/Ek Satış Dahil)	130.000.000 TL
Fiyat	8,05-9,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	1.105.000.000 TL-1.287.000.000 TL

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI (Ek Satış Hariç)		ARZ SONRASI (Ek Satış Dahil)	
	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.	100,00	700.000.000	84,40%	595.000.000	81,56%	575.000.000
Halka Açık Kısım	-	-	15,60%	110.000.000	18,44%	130.000.000
<b>TOPLAM</b>	<b>100,00</b>	<b>700.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>705.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>705.000.000</b>

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.'nin sahip olduğu 105.000.000 TL nominal değerli 105.000.000 adet B grubu paylar halka arz edilmektedir. Fazla talep gelmesi halinde Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.'nin sahip olduğu 20.000.000 TL nominal değerli 20.000.000 adet B grubu payın ek satışı gerçekleştirilebilecektir.

Şirket, paylarının işlem görmeye başlamasını takiben 180 Gün süreyle bedelli sermaye artırımını yapmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde sahip olduğu payların borsada veya borsa dışında halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını taahhüt etmiştir.

Aydem Enerji Yatırımları A.Ş. 180 Gün süreyle dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde sahip olduğu payların borsada veya borsa dışında halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını taahhüt etmiştir. Bunun yanında Aydem Enerji Yatırımları A.Ş. bir yıl boyunca sahibi olduğu payları halka arz fiyatının altında borsada satmayacağını ve satılması sonucunu doğuracak şekilde bir işleme tabi tutmayacağını taahhüt etmiştir.

### Şirket Hakkında Özet Bilgi:

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve bu elektriği Türkiye Enterkonnekte Şebekesi'ne satmaktadır. Şirketin bünyesinde 20 adet hidroelektrik santrali (HES), 3 adet rüzgar enerji santrali (RES) 1 adet jeotermal enerji santrali (JES) ve 1 adet çöp gazı enerjisi santrali (LFG) bulunmaktadır. Bu santrallerin toplam kurulu gücü 1020 MW olup bunun yaklaşık %84'ü (852 MW) HES'lerden, %16'sı (161 MW) RES'lerden geriye kalan kısmı ise LFG ve JES santrallerinden oluşmaktadır. Bahsi geçen santraller Karadeniz, Marmara, Akdeniz ve Ege bölgelerinde bulunmaktadır.

Aydem Yenilenebilir Enerji'nin HES portföyü, her biri farklı akış karakteristik özellikleri taşıyan dört farklı coğrafi bölgeye dağılmıştır. Şirketin HES portföyünün kurulu gücünün %17'si (170 MW) Ege bölgesinde, %37'si (375 MW) Akdeniz bölgesinde,

%26'sı (260 MW) Karadeniz bölgesinde, kalan %5'i ise (46 MW) Marmara bölgesinde bulunmaktadır. Portföyün farklı bölgelere dağılmış olması HES'lerden elde edilen elektriğin mevsimselliğinin azaltılması konusunda avantaj yaratmaktadır. HES'lerin kurulu gücünün %73'ü akarsu tipi HES'lerden, kalan %27'si ise rezervuarlı HES'lerden oluşmaktadır.

Şirketin RES'lerinin toplam kurulu gücü 160,5 MW seviyesindedir. 31 Aralık 2020 itibarıyla RES'lerin ortalama yaşı beş yıl olup bu santraller Yalova, Aydın ve Uşak illerinde bulunmaktadır.

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

Şirket, 0,64 MW kurulu güce sahip Kumkısık LFG'yi işletmektedir. Kumkısık LFG'nin üretim lisansı 17 Haziran 2022 tarihinde sonra erecektir.

Şirket 2019 ve 2020 yıllarında üretmiş olduğu elektriğin sırasıyla yaklaşık %89 ve yine %89'unu YEKDEM kapsamında satmıştır. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla santrallerin ağırlıklı ortalama kalan YEKDEM süresi 5 yıldır.

Santral Adı	Yer	Kurulu Güç (MW)	YEKDEM Bitiş Tarihi (Varsa)
Aksu HES	Düzce	46,2	2024
Akıncı HES	Tokat	99,0	2028
Dereli HES	Giresun	49,2	2024
Çırakdamı HES	Giresun	49,1	2023
Kemer HES	Aydın	48,0	-
Feslek HES	Aydın	8,8	-
Bereket HES I	Denizli	1,5	-
Bereket HES II	Denizli	1,6	-
Adıgüzel HES	Denizli	62,0	-
Koyulhisar HES	Sivas	63,0	-
Gökıyar	Muğla	71,0	-
Dalaman HES I	Muğla	7,5	-
Dalaman HES II	Muğla	7,5	-
Dalaman HES III	Muğla	7,5	-
Dalaman HES IV	Muğla	7,5	-
Dalaman HES V	Muğla	7,5	-
Mentaş HES	Adana	49,6	-
Toros HES	Adana	50,0	2023
Göktaş HES I	Adana	122,2	2025
Göktaş HES II	Adana	153,4	2025
Yalova RES	Yalova	54,0	2026
Söke RES	Aydın	45,0	2026
Uşak RES	Uşak	61,5	2024
Sarayköy-Kızıldere JES	Denizli	6,9	-
Kumkısık LFG	Denizli	0,6	2022

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## İşletmenin Faaliyet Gösterdiği Sektör Hakkında Bilgi

### Türkiye'de Elektrik Sektörü

Türkiye elektrik piyasasında 5 temel taraf bulunmaktadır. Bu taraflar aşağıda anlatılmaktadır:

- Üreticiler: 2020 yılsonu itibarıyla, elektrik üretim lisansına sahip kamu ve özel sektör kuruluşlarının toplam kurulu gücü 95,9 GW'dir. 2019 yılında özel sektör enerji üreticileri tarafından üretilen elektrik, toplam elektrik üretiminin %75'ini oluştururken, yenilenebilir kaynaklarla çalışan santrallerden üretilen elektrik, toplam elektrik üretiminin %42'sini oluşturdu.

- İletim: Bir devlet kuruluşu olan TEİAŞ, elektrik iletim sektörünün yanı sıra dengeleme güç piyasası ve alakalı diğer yan hizmetleri sunmaktadır.
- Toptan Satış: Kamu ve özel sektör şirketleri toptan satış faaliyetlerinde bulunabilirler. Kamu tarafında devlet üretim şirketi EÜAŞ (2018 yılında TETAŞ ile birleşme sonrası) toptan satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.
- Dağıtım: 2013 yılından bu yana tamamı özel sektör oyuncularını tarafından işletilen 21 dağıtım bölgesi bulunmaktadır.
- Perakende Satış: Yıllık serbest tüketici sınırını aşan tüketiciler, tedarikçilerini seçme hakkına sahiptir. Perakende satış lisansına sahip satıcılar, dağıtım bölgesi kısıtlamasına bakılmaksızın uygun müşterilere satış yapabilir. Uygun olmayan aboneler, elektriği ilgili dağıtım şirketinin münhasır perakende şirketlerinden satın almalıdır.

Türkiye elektrik piyasasında elektrik ticareti aşağıda sıralanan kanallar üzerinden gerçekleşmektedir.

- İkili Anlaşmalar: Kısa vadeli işlemlerde, elektrik üretim ve tüketiminin aynı seviyede tutulması gerekliliği ve elektriğin yüksek depolama maliyeti nedeniyle elektrik fiyatları dalgalanabilir. Piyasa katılımcıları (yani üretim, sanayi bölgesi üretimi, dağıtım, perakende ve toptan satış lisansı sahipleri) kendilerini piyasadaki dalgalanma riskinden korumak için ikili anlaşmalar yapabilirler.
- Spot Piyasa: Gün Öncesi Piyasası ("GÖP") ve Gün İçi Piyasası ("GİP"), EPIAŞ tarafından işletilen iki spot piyasadır. Her iki piyasada da her saat için piyasa katılımcılarından fiyat ve hacim içeren teklifler toplanır. GÖP'te teklifler fiziki teslimattan en geç bir gün önce verilirken diğer yandan Gün İçi Piyasası'nda bu süre 60 dakika kadar kısa olabilmektedir.
- Anlık Piyasa: Öngörülemeyen santral arızaları ve tüketim değişikliklerinden dolayı gerçek zamanlı elektrik arz ve talebinde dalgalanmalar meydana gelebilir. Dengeleme Güç Piyasası ve Yan Hizmetler Piyasası, bu tür dalgalanmaları gidermeyi amaçlamaktadır. Talep ve arz arasında uyumsuzluk olması durumunda Dengeleme piyasasında verilen siparişler aktif hale gelir.
- Türev Piyasa: BİST'te Türev Araçlar Piyasası'nda belirlenen fiyatlar, GÖP fiyat tahminlerinde referans oluşturmaktadır.

2020 itibarıyla Türkiye piyasasında kurulu gücün toplamı 95,89 GW seviyesindedir. Kurulu gücün 2010 ile 2020 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranı %6,8 olmuştur. Belirtilen süreçte kurulu güç artışında oransal olarak başı çeken rüzgar, güneş ve jeotermal santralleri olmuştur. Halihazırdaki kurulu gücün 8,83 GW'ı rüzgar enerjisi santrallerine, 6,67 GW'ı güneş enerjisi santrallerine aittir.

YEKDEM, YEKDEM Yönetmeliği kapsamındaki yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı üretim faaliyeti gösteren üretim lisansı sahibi tüzel kişilerin direkt olarak ve Lisanssız Elektrik Üretimi Yönetmeliği kapsamında yenilenebilir enerji kaynaklarından üretim yapan kişilerin, bölgelerinde buldukları görevli tedarik şirketleri aracılığıyla faydalanabileceği bir destekleme mekanizmasıdır. Yenilenebilir Enerji Kanunu uyarınca 31.12.2020 tarihine kadar işletmeye geçmiş ya da geçecek olan yenilenebilir enerji üretim tesisleri 10 yıl süreyle YEKDEM'den faydalanabilmektedir. Şüpheye mahal vermemek için işletme tarihi, ilk türbinin devreye alınma tarihi olarak belirlenmiştir. 18.09.2020 tarihli resmi gazetede yayınlanan "17.09.2020 Tarihli ve 2949 Sayılı Cumhurbaşkanı Kararının Eki Karar" uyarınca 01.01.2021 tarihi ile 30.06.2021 tarihi arasında işletmeye girecek olan santraller 31.12.2030 tarihine kadar YEKDEM'den faydalanabilecektir.

Tarife garantisi, garantili prim olarak nitelendirilebilir. Yenilenebilir elektrik üreticileri, üretimlerini gün öncesi piyasada oluşan PTF üzerinden satmakta ve PTF fiyatlarıyla takas/ uzlaştırma günlük olarak yapılmaktadır. YEKDEM fiyatı ile spot piyasa fiyatı arasındaki fark ise üreticiye aylık olarak ödenmektedir. Tesislerin yerli aksam kullanımlarına göre YEKDEM süresinin ilk 5 yılı boyunca, YEKDEM fiyatı üzerine Yenilenebilir Enerji Kanunu ekindeki II sayılı cetvelde belirlenen "yerli katkı fiyatları" eklenebilmektedir. 01.07.2021 tarihine kadar devreye girecek ve faal durumda olan santrallerin faydalandığı mevcut YEKDEM fiyatları aşağıdaki tabloda görülebilir.

## Mevcut YEKDEM Fiyatları

TL	Fiyat (ABD\$/MWh)	Maksimum Yerli Katkı İlave Fiyatı (ABD\$/MWh)
Hidro	73,0	23,0
Rüzgar	73,0	37,0
Jeotermal	105,0	27,0
Biyokütle	133,0	56,0
Fotovoltaik Güneş	133,0	67,0
Yoğunlaştırılmış Güneş	133,0	92,0

30 Ocak 2021 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan "29.01.2021 Tarihli ve 3453 Sayılı Cumhurbaşkanı Kararının Eki Karar" uyarınca 01.07.2021 tarihi ile 31.12.2025 tarihine kadar işletmeye girecek olan santraller için yeni YEKDEM fiyatları açıklanmıştır. Bu karar uyarınca yenilenebilir elektrik üreticileri için ABD Doları cinsinden olan satın alma garantisi TL'ye çevrilmiştir. Mevcut YEKDEM fiyatlarından farklı olarak TL'ye çevrilen YEKDEM fiyatlarında yıllık olarak kur ve enflasyona göre güncelleme yapılacaktır. Fakat yapılan güncellemeler sonucu YEKDEM fiyatı ABD doları cinsinden belirlenen üst sınırı geçemeyecektir. Yeni YEKDEM düzenlemesinde de, tesislerin yerli aksam kullanımlarına göre YEKDEM süresinin ilk 5 yılı boyunca, YEKDEM fiyatı üzerinde "yerli katkı fiyatı" eklenebilmektedir. Yeni dönemde geçerli olacak YEKDEM fiyatları aşağıdaki tabloda görülebilir.

## Yeni Dönem YEKDEM Fiyatları

TL	Fiyat (TL/MWh)	Üst Sınır (ABD\$/MWh)	Maksimum Yerli Katkı İlave Fiyatı (TL/MWh)
Hidro	400,0	64,0	80,0
Rüzgar	320,0	51,0	80,0
Jeotermal	540,0	86,0	80,0
Çöp Gazı	320,0	51,0	80,0
Biyometanizasyon	540,0	86,0	80,0
Termal Bertaraf	500,0	80,0	80,0
Güneş	320,0	51,0	80,0

## Şirketin Güçlü Yönleri ve Pazardaki Avantajları

- **Ülkenin çeşitli bölgelerine yayılmış bir hidroelektrik ve rüzgar santrali portföyü** Şirket, 25 santralden ve 1 GW üzerinde kurulu güçten oluşan bir portföye sahiptir. Şirket, yalnızca yenilenebilir enerji alanında faaliyet gösteren şirketler arasında kurulu güç bakımından Türkiye'nin en büyük şirketi durumundadır. Tüm elektrik üretim şirketleri dikkate alındığında ise Aydem Yenilenebilir Enerji yenilenebilir kurulu kapasite açısından Türkiye'nin en büyük üçüncü şirkettir. Şirketin santrallerinin toplam kurulu gücü 1020 MW olup bunun yaklaşık %84'ü (852 MW) HES'lerden, %16'sı (161 MW) RES'lerden geriye kalan kısmı ise LFG ve JES santrallerinden oluşmaktadır.

Şirketin kurulu kapasitesinin yaklaşık %57'sini oluşturan santraller son beş yıl içinde işletmeye alınmıştır. Şirketin santrallerinin genç olması, genel bakım onarım ve yeniden güçlendirme gibi yatırım harcamalarının kısa ve orta vadede yapılmamasını mümkün kılmaktadır. Özelleştirme ile devralınan santraller için ise önümüzdeki 10 yılda 0,8 milyar ABD doları tutarında yatırım gerekecektir.

- **ABD doları bazlı YEKDEM teşvikinden yararlanan finansal profil** 2020 yılında Şirket, gelirlerinin yaklaşık %89'unu dolar bazında fiyat garantisi sunan YEKDEM kapsamında elde etmiştir. Şirketin santrallerinin kalan ortalama beş yıllık YEKDEM'den faydalanma süresinde MWh başına 73 ABD doları sabit fiyattan satış yapma imkânı bulunmaktadır. Bu fiyat son dönemde 40 ABD doları civarında seyreden piyasa fiyatının oldukça üzerindedir. Elde edilen YEKDEM gelirleri şirketin kur ve piyasa riskini azaltmasını sağlamaktadır. Öte yandan şirketin santralleri için YEKDEM dönemi sona erdiğinde maruz kalınan kur riski artacaktır.
- **Şirketin ekipleri işletme ve bakımlarda sürekli olarak üstün başarı sağlamaktadır.** 2020 yılında şirketin HES ve RES'leri sırasıyla %99,6 ve %99,4 oranında ortalama emre amadeliğe sahiptir.
- **Şirketin büyüme fırsatları** Şirket hem kısa vadeli hem de uzun vadeli büyüme için çeşitli fırsatlara sahiptir. Şirketin yakın dönemdeki büyüme olanakları arasında mevcut santrallerde hibrit üretim yoluyla ek kapasite sağlanması, halihazırda lisansına sahip olunan inşaat hazır projeler, rüzgar santrallerinin kurulu güçlerinin artırılması yer

almaktadır. Uzun vadeli büyüme imkanları arasında ise YEKA ihaleleri, diğer kamu ihaleleri, şirket satın alım fırsatları ve özelleştirme süreçlerinde yakalanabilecek fırsatlar yer almaktadır.

Şirketin borçluluk seviyesi, kreditorlere verdiği taahhütler ve mali yükümlülükleri olası büyüme planlarını olumsuz etkileyebilir. Şirketin 31.12.2020 tarihinde net borcu 4,783 milyar TL olup borcun tamamı yabancı para cinsindedir.

## İhraççıya ve faaliyetlerine ilişkin riskler

- Santrallerin işletilmesi, bakımı ve yenilenmesi, beklenmedik enerji kesintileri, düşük verim ve beklenmedik yatırım harcamalarına yol açabilecek önemli riskler taşır.
- Portföydeki önemli santrallerden birinin plansız devre dışı kalması veya zarar görmesi faaliyetleri olumsuz etkileyebilir.
- Şirketin planladığı satın almalar tamamlanamayabilir veya ilgili satın alma beklenen yararı göstermeyebilir.
- Şirketin Adıgüzel HES ve Kemer HES için işletme hakkının devri sözleşmesine herhangi bir şekilde uymaması, yetkili mercilerin tedbir almasına veya sözleşmeden doğan işletme hakkının iptaline neden olabilecektir.
- Doğal çevreye verilen herhangi bir zararın şirket faaliyetlerinden kaynaklandığı ileri sürülerek uygulanabilecek yasal işlem, uyumluluk çalışmaları ve/veya santrallerde üretim faaliyetlerinin durdurulması maliyetlerin artmasına yol açabilir.
- Şirketin sahip olduğu elektrik üretim santralleri *yüksek tehlike* sınıfına girmektedir. Bu yüzden operasyon sırasında kazalar ve aksamalara yol açacak tehlikeli durumlar meydana gelebilir.
- Şirket kilit yöneticileri veya uzman personeli çeşitli sebeplerle muhafaza edemeyebilir ve/veya ihtiyaç duyduğu nitelikli personeli istihdam edemeyebilir.
- Halihazırda YEKDEM kapsamında olmayan ve ilerleyen süreçte YEKDEM kapsamından çıkacak santraller için elektrik fiyatlarında olumsuz yönde olası değişiklikler şirket karlılığı üzerinde baskı yaratabilir.
- Şirket sermayesinde dolaylı pay sahibi olan Aydem Holding'in bağlı şirketleri lehine garantörlükleri bulunmaktadır. Ayrıca şirket sermayesinin yaklaşık %51'ini temsil eden payları üzerinde Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin alacaklıları lehine pay rehni tesis edilmiştir. İlgili kredi anlaşmaları kapsamında temerrüt halinin meydana gelmesi kontrol değişikliğine yol açabilir. (Kaynak: İzahname)

## Şirketin faaliyetleri ve içinde bulunduğu sektöre ilişkin riskler

- Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi uygun meteorolojik koşullara dayanmaktadır.
- Elektrik talebi azalabilir, elektrik piyasa fiyatları değişkenlik gösterebilir.
- Yenilenebilir enerji için devlet desteğinin azaltılması veya kesilmesi gelecekteki yatırım ve büyüme planlarını olumsuz etkileyebilir.
- Şirket elektrik satışlarından kaynaklanan tahsilat riskine tabidir.
- YEKDEM tarifesinde ve kurlarda yaşanacak olumsuz yönde değişimler şirketin finansal performansını olumsuz etkileyebilir. (Kaynak: İzahname)

## Halka arz gerekçeleri

- Halka arz ile sermaye artışı yoluyla 42,50-49,50 milyon TL kaynak elde edilmesi
- Şirketin değerinin ortaya çıkması
- Kurumsallaşma
- Tanınırlık ve bilinirliğin pekiştirilmesi
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması
- Kurumsal kimliğin güçlendirilmesi (Kaynak: İzahname)

## Halka arzdan gelecek kaynakların kullanımı

Şirket, halka arz gelirlerinin tamamını mali borçluluğun azaltılması amacıyla geri ödemede kullanmayı planlamaktadır.

## Finansal Tablolar

## Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

(mn TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>500,167</b>	<b>305,681</b>	<b>325,318</b>
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	0,475
Diğer Dönen Varlıklar	120,557	21,852	0,034
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>8754,676</b>	<b>9936,737</b>	<b>12145,381</b>
Diğer Alacaklar	1,175	1,636	2,010
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar	25,283	38,831	-
Maddi Duran Varlıklar	8378,023	9554,671	11812,559
Kullanım Hakkı Varlıkları		12,341	12,692
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	314,591	309,327	304,155
Peşin Ödenmiş Giderler	34,713	9,092	3,066
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	0,220	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	0,671	10,839	10,899
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>9254,843</b>	<b>10242,418</b>	<b>12470,699</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1266,238</b>	<b>850,125</b>	<b>907,467</b>
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
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>6233,678</b>	<b>4971,866</b>	<b>5670,380</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5371,747	3787,435	4186,644
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	1042,019	1400,333
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1754,926</b>	<b>4420,426</b>	<b>5892,852</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>1702,199</b>	<b>4420,426</b>	<b>5892,852</b>
Ödenmiş Sermaye	133,773	700,000	700,000
Paylara İlişkin Primler / İskontolar	292,507	1359,974	51,320
Kar veya Zarada Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı	3649,723	4669,617	6480,575
Bölünmüş Birimlere İlişkin İşlemlerin Etkileri	-195,212	217,331	217,331
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1,524	1,524	1,524
Geçmiş Yıllar Karı / Zararı	-691,585	-1956,908	-1000,467
Net Dönem Karı / Zararı	-1488,531	-571,112	-557,431
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	52,727	-	-
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>9254,842</b>	<b>10242,417</b>	<b>12470,699</b>

Kaynak: İzahname

## Finansal Tablolar

## Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(mn TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Gelir	813,003	1197,001	1340,375
Satışların Maliyeti	-448,896	-438,939	-573,534
<b>Brüt Kar</b>	<b>364,107</b>	<b>758,062</b>	<b>766,841</b>
Genel Yönetim Giderleri	-60,628	-88,165	-115,166
Pazarlama Giderleri	-0,518	-0,652	-0,085
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	6,137	8,861	41,298
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-8,016	-6,395	-9,646
<b>Faaliyet Karı Zararı</b>	<b>301,082</b>	<b>671,711</b>	<b>683,242</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	84,297	9,993
Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar	-13,487	-1,540	-7,294
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>287,595</b>	<b>754,468</b>	<b>685,941</b>
Finansman Gelirleri	27,373	31,338	63,608
Finansman Giderleri	-1981,320	-1319,633	-1455,670
<b>Net Finansman Giderleri</b>	<b>-1953,947</b>	<b>-1288,295</b>	<b>-1392,062</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Zararı</b>	<b>-1666,352</b>	<b>-533,827</b>	<b>-706,121</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri / Gideri	150,687	-41,571	148,690
<b>DÖNEM ZARARI</b>	<b>-1515,664</b>	<b>-575,398</b>	<b>-557,431</b>

Kaynak: İzahname

Karlılık Oranları (%)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Brüt Kar Marjı	%45	%63	%57
Faaliyet Kar Marjı	%37	%56	%51
Net Kar Marjı	-%186	-%48	-%42

Kaynak: İzahname

## Finansal Veriler

TL	2018	2019	2020
Brüt Kar	364,1	758,1	766,8
Değişim Y/Y		108%	1%
FAVÖK	518,3	1052,0	1039,2
Değişim Y/Y		103%	-1%
Net Kar	-1515,7	-575,4	-557,4
Değişim Y/Y		-62%	-3%

Kaynak: İzahname

## Finansal Borçluluk

(mn TL)	31.12.2020
Toplam Finansal Yükümlülükler	4.928,9
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	742,3
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	4.186,6
Nakit ve Nakit Benzerleri	145,5
<b>Net Finansal Borç Pozisyonu</b>	<b>4.783,4</b>
<b>Net Borç/2020 FAVÖK</b>	<b>4,60x</b>

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu, İzahname

## Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.'nin bedelli sermaye artırım ve ortak satışı yolu ile halka arzı için, Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan 8 Nisan 2021 tarihli fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde iki temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

1) Defter Değeri Yöntemi

2) Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")

2 temel yöntem değerlendirilken, ağırlık olarak %50 defter değeri yöntemi, %50 benzer şirket çarpanları kullanılmıştır.

### Defter Değeri Yöntemi

Defter değeri yöntemi bir şirketin varlıklarının bilançoda taşıdığı değerden pasif değerlerin çıkartılması yöntemi kullanılarak hesaplanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin mülkiyetindeki enerji santralleri bilançosunda maddi duran varlık olarak sınıflandırılmıştır. Şirket, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla bağımsız bir değerlendirme şirketinden değerlendirme raporu temin etmiş ve santrallerini yeniden değerlendirilmiş değerlerine getirmiştir. Değerlenen varlıklar bahsedilen tarihlerde birikmiş amortisman düşülerek konsolide finansal tablolara yansıtılmıştır. Buradan hareketle şirketin 31.12.2020 tarihli en güncel Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar verisi değerlendirilmiştir. Seçilen değerlendirme yöntemine göre hesaplanan şirket piyasa değeri halka arz iskontosu öncesi 5.893 milyar TL olarak belirlenmiştir.

### Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")

"Piyasa Çarpanları" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında, çarpan olarak "Firma Değeri / FAVÖK" (FD / FAVÖK) ve "Firma Değeri / FAVÖK" (FD / FAVÖK) oranına yer verilmiştir. Değerlemede şirketlerin son 12 aylık çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizi için yurt dışı borsalarda işlem gören, portföyü tamamen yenilenebilir enerji üretim santrallerinden oluşan şirketler seçilmiştir. Seçilen yurt dışı şirketlere ek olarak Borsa İstanbul'da işlem gören ve yenilenebilir enerji portföyü bulunan Ayen Enerji ve Zorlu Enerji değerlemeye dahil edilmiştir.

#### Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

TL	Menşei	Kurulu Güç (Mw)	Firma Değeri (mn TL)	FD/Kurulu Güç	FD/FAVÖK
Terna Energy Societe	Yunanistan	1.373	20.155	14,70	11,20
Polenergia SA	Polonya	475	7.882	16,60	14,80
Acciona SA	İspanya	10.694	118.674	11,10	10,90
EDP Renewables SA	İspanya	11.400	189.073	16,60	12,30
Encavis AG	Almanya	2.771	36.253	13,10	17,90
Falck Renewables SA	İtalya	1.196	24.651	20,60	13,70
Scatec ASA	Norveç	3.035	40.081	13,20	20,90
Alerion Cleanpower	İtalya	751	10.465	13,90	14,60
Aventron AG	İsviçre	564	7.907	14,00	13,40
Zorlu Enerji	Türkiye	991	18.554	18,70	9,40
Ayen Enerji	Türkiye	409	4.605	11,30	14,30
<b>Medyan Değer</b>			<b>20.155</b>	<b>14,00</b>	<b>13,70</b>
Aydem Düzeltilmiş FAVÖK (mn TL)	263,8				
Net Finansal Borç	4783,4				
FD/Kurulu Güç Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	9516,7				
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	9493,2				
<b>Piyasa Çarpanı Yöntemiyle Özsermaye Değeri</b>	<b>9505,0</b>				
<b>Pay başına değer</b>	<b>13,58</b>				

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirketler hakkındaki veriler 25 Mart 2021 tarihinde Bloomberg ve kendi web siteleri üzerinden toplanmıştır.

Seçilen yurt içi ve yurt dışı şirketlerin FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanlarının ortalamasına göre, son 12 aylık verilerle hesaplanan şirket piyasa değeri halka arz iskontosu öncesi 9.505mn TL olarak belirlenmiştir.



## Sonuç

Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında piyasa çarpanı yöntemi ve defter değeri yöntemine eşit ağırlık verilerek 7,699 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu değer pay sayısına bölüldüğünde hisse başına 11,00 TL fiyata ulaşılmıştır. Ulaşılan değere %10 ve %23 iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrası birim hisse taban fiyatı 8,50TL olarak birim hisse tavan fiyatı ise 9,90TL olarak hesaplanmıştır.

### Aydem Yenilenebilir Enerji Değerleme Sonucu (mn TL)

	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
Defter Değeri	5.892,9	50%	2.946,4
Piyasa Çarpan Analizi	9.505,0	50%	4.752,5
<b>Toplam</b>		<b>100%</b>	<b>7.698,9</b>
<b>Pay Başına Değer</b>			<b>11,00</b>
Halka Arz İskontosu (Taban Fiyat)			10%
Halka Arz İskontosu (Tavan Fiyat)			23%
<b>Halka Arz Sonrası Pay Başına Değer (Taban)</b>			<b>9,90</b>
<b>Halka Arz Sonrası Pay Başına Değer (Tavan)</b>			<b>8,50</b>

Kaynak: Yapı Kredi Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## Görüş

- Fiyat tespit raporunda Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- Piyasa çarpanları yönteminde hesaplanan çarpanlar için medyan değer kullanılması makul olduğu görüşündeyiz.
- Şirketin değerlemesinde seçilen benzer şirketlerin **faaliyet gösterdikleri ülkelerde ilerleyen süreçte yenilenebilir enerji alanında sunulan teşviklerin boyutunun ve şirketlerin borçluluk durumunun bilinmemesini çarpan analizi sonucu bulunan değer üzerinde risk yaratabileceğini düşünüyoruz.**
- Yapı Kredi Yatırım'ın şirkete ilişkin ileriye dönük, büyüme ve marj öngörülerini değerlemede yer almamıştır. **Elektrik fiyatlarında oluşabilecek dalgalanmaları, şirketin değerlemesi açısından önemli bir risk olarak sayabiliriz.** Yapı Kredi Yatırım tarafından paylaşılan fiyat tespit raporundaki değerlemeler üzerinden bakıldığında, halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 8,50-9,90TL hisse başı fiyatı bandını makul bulmaktayız.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Yapı Kredi Yatırım") lider aracı kurum olduğu Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. ("Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Yapı Kredi 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 ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.