

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	
Borsa Kodu	AYDEM
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama & Oransal Dağıtım
Tahsisatlar	Yurtdışı Kurumsal : %20 Yurtiçi Kurumsal : %30 Yurtiçi Bireysel : %50
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	19-20-21-22 Nisan 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	700.000.000 TL
Sermaye Artırımı	5.000.000 TL
Ortak Satışı	105.000.000 TL
Ek Satış	20.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	705.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	15,60%
Talep Toplama Fiyatı-Taban	8,50 TL
Talep Toplama Fiyatı-Tavan	9,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban (Ek Satış Hariç)	935.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan (Ek Satış Hariç)	1.089.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban (Ek Satış Dahil)	1.105.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan (Ek Satış Dahil)	1.287.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri-Taban	5.950.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri-Tavan	6.979.500.000 TL
Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/12 - Taban	n.a.
F/K 2020/12 - Tavan	n.a.
FD/FAVÖK 2020/12 - Taban	10,33
FD/FAVÖK 2020/12 - Tavan	11,27
PD/DD 2020/12 - Taban	1,01
PD/DD 2020/12 - Tavan	1,18
Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020/12	n.a.
FD/FAVÖK 2020/12	10,33
PD/DD 2020/12	1,17

Özet Bilgi

- Şirket, hidroelektrik, rüzgâr, jeotermal ve çöp gazı elektrik üretim tesislerinin geliştirilmesi, devralınması ve işletilmesi konusundaki uzmanlığıyla, kurulu güç bakımından Türkiye'nin sadece yenilenebilir enerji üretim alanında faaliyet gösteren en büyük şirkettir (Kaynak: Sektör Raporu). Şirket, ülkenin dört farklı bölgesinde bulunan yirmi adet HES, üç adet RES, bir adet JES ve bir adet LFG santrali olmak üzere 25 adet yenilenebilir enerji santrali işletmektedir. Şirket'in santralleri Karadeniz, Marmara, Akdeniz ve Ege bölgelerinde bulunmaktadır.
- 31 Aralık 2020 itibarıyla Şirket'in toplam kurulu gücü 1.020 MW olup bunun yaklaşık %84'ü yani 852 MW'lık kısmı HES'lerden ve %16'sı yani 161 MW'lık kısmı RES'lerden ve geriye kalan kısmı da JES ve LFG santrallerinden oluşmaktadır.
- 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda Şirket üretmiş olduğu elektriğin sırayla yaklaşık %89 ve %89'unu YEKDEM kapsamında satmıştır. YEKDEM kapsamındaki satışların herhangi bir fiyat riski olmamakla birlikte, elde edilen gelir üretilen elektrik miktarına bağlıdır. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Şirket'in santrallerinin ağırlıklı ortalama kalan YEKDEM süresi 5 yıldır.
- Şirket'in faaliyet sonuçlarına etki edecek önemli ve temel faktörler şunlardır:
 - Makroekonomik ortam, elektrik piyasası ve elektriğe olan talep,
 - Elektrik satış fiyatı,
 - Mevsimsellik ve meteorolojik koşulların etkisi
 - Şirket'in santrallerinin üretim kapasitesi ve emre amadeliliği
 - İşletim faaliyetleri, bakım ve diğer masraflar
 - Satın almalar ve geliştirme aşamasındaki projeler
 - Şirket'in faaliyetlerinin finansmanı
 - Döviz kuru riski
- Halka arz ile sermaye artışı yoluyla 42,5 milyon TL ile 49,5 milyon TL aralığında kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Ortaklık Yapısı

- Aydem Holding, Şirket'in hakim ortağı olan Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.'de %100 pay sahibi olmasıyla Şirket'in dolaylı hakim ortağıdır. Aydem Grubu, enerji sektöründe yer alan ilk özel hidroelektrik üretim şirketi, ilk özel elektrik dağıtım şirketi ve (üretim, dağıtım ve perakende satış faaliyetlerini bünyesinde toplayan) ilk entegre enerji grubudur.
- 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla Aydem Grubu 1.965 MW kurulu güce, yaklaşık 5,1 milyon tüketiciye ve kendi elektrik dağıtım sistemine bağlı durumda 5,5 milyon kullanıcıya sahiptir. 2020 yılında 20.439 GWh elektrik satışı ve 23.987 GWh'lik elektriğin dağıtımını gerçekleştirmiştir.

Aydem Enerji Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Aydem Enerji Yatırımları A.Ş.	A	699.975.010	100,0%	594.975.010	84,4%	574.975.010	81,6%
Kocaeler Demir San. Tic. A.Ş.	B	11.530	0,0%	11.530	0,0%	11.530	0,0%
Polat Turizm Halıcılık ve Tic.A.Ş.	B	670	0,0%	670	0,0%	670	0,0%
Aciselsan Acıpayam Selüloz San. Tic. A.Ş.	B	1.260	0,0%	1.260	0,0%	1.260	0,0%
Mopak Kağıt Karton San. Tic. A.Ş.	B	11.530	0,0%	11.530	0,0%	11.530	0,0%
Halka Açık Kısım	-	-	-	110.000.000	15,6%	130.000.000	18,4%
Toplam	A+B	700.000.000	100,0%	705.000.000	84,4%	705.000.000	81,6%

Aydem Yenilenebilir Enerji'nin Faaliyetleri

- Şirket, 20'si HES, ÜÇÜ RES, biri JES ve biri LFG olmak üzere 25 adet yenilenebilir enerji santrali işletmektedir. Şirket'in santralleri Karadeniz, Marmara, Akdeniz ve Ege bölgelerinde bulunmaktadır. 31 Aralık 2020 itibarıyla Şirket'in kurulu gücü 1,020 MW olup bunun yaklaşık %84'ü yani 852 MW kısmı HES'lerden ve %16'sı yani 161 MW kısmı RES'lerden ve geriye kalan kısmı da LFG ve JES'ten oluşmaktadır.

Şirket'in Santrallerinin Temel Verileri (2020)				
Santralin Adı	Yer	Kurulu Güç (Mwe)	İşletmeye Alınma Tarihi	YEKDEM Bitiş Tarihi (Varsa)
Hidroelektrik				
Aksu HES	Düzce (Karadeniz)	46,20	2014	Yoktur
Akinci HES	Tokat (Karadeniz)	99,00	2018	Yoktur
Dereli HES	Giresun (Karadeniz)	49,20	2014	Yoktur
Çırakdamı HES	Giresun (Karadeniz)	49,10	2012	Yoktur
Kemer HES	Aydın (Ege)	48,00	1958 ⁽¹⁾	Yoktur
Feslek HES	Aydın (Ege)	8,84	2004	Yoktur
Bereket HES I	Denizli (Ege)	1,54	1997	Yoktur
Bereket HES II	Denizli (Ege)	1,51	1998	Yoktur
Adıgüzel HES	Denizli (Ege)	62,00	1993 ⁽²⁾	Yoktur
Koyulhisar HES	Sivas (Karadeniz)	63,00	2009	Yoktur
Gökkyar HES	Muğla (Ege)	10,95	2006	Yoktur
Dalaman I HES	Muğla (Ege)	7,50	2005	Yoktur
Dalaman II HES	Muğla (Ege)	7,50	2001	Yoktur
Dalaman III HES	Muğla (Ege)	7,50	2000	Yoktur
Dalaman IV HES	Muğla (Ege)	7,50	1999	Yoktur
Dalaman V HES	Muğla (Ege)	7,50	2001	Yoktur
Mentaş HES	Adana (Akdeniz)	49,60	2006	Yoktur
Toros HES	Adana (Akdeniz)	49,99	2013	2023
Göktaş HES I	Adana (Akdeniz)	122,20	2016	2025
Göktaş HES II	Adana (Akdeniz)	153,40	2015	2025
Rüzgar				
Yalova RES	Yalova (Marmara)	54,00	2016	2026
Söke RES	Aydın (Ege)	45,00	2015	2026
Uşak RES	Uşak (Ege)	61,50	2014	2024
Jeotermal				
Sarayköy-Kızıldere	Denizli (Ege)	6,85	2008	Yoktur
Çöp Gazı				
Kumkısıq LFG	Denizli (Ege)	0,64	2012	2022

(1) Şirket, 2017 Mayıs ayında yapılan özelleştirme kapsamında Kemer HES'in işletme hakkını devralmıştır.

(2) Şirket, 2017 Mayıs ayında yapılan özelleştirme kapsamında Adıgüzel HES'in işletme hakkını devralmıştır.

Hidroelektrik Santraller

- 31 Aralık 2020 itibarıyla bu HES'lerin ağırlıklı ortalama yaşı işletmeye alınma tarihinden itibaren yedi yıldır. 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla sona eren yılda Emre Amadelik Ortalaması da %99,6 olarak gerçekleşmiştir. Şirket faaliyetinin çoğunluğunu temsil eden HES'ler 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda sırasıyla kurulu gücün %84, %84 ve %84'ünü Net Üretimin %81, %85 ve %83'ünü ve net satışların da %77, %84 ve %81'ini oluşturmuştur.
- Şirketin HES portföyü, her biri farklı akış karakteristikleri taşıyan dört farklı hidrolojik bölgeye yayılmıştır. 31 Aralık 2020 itibarıyla Şirket'in HES'lerden gelen kurulu gücünün % 17'si (170 MW) Ege bölgesinde, %37'si (375 MW) Akdeniz bölgesinde, %26'si(260 MW) Karadeniz bölgesinde ve %5'i de (46 MW) Marmara bölgesinde bulunmaktadır. Farklı bölgelerde farklı mevsimsel değişkenlikler ve hidrolojik koşullar yaşandığı dikkate alındığında bu bölgesel çeşitlilik, yıl boyunca HES'lerden elde edilen toplam elektriğin sabit kalması konusunda avantaj sağlamaktadır.
- Şirketin portföyünde "nehir tipi" ve "rezervuarlı" HES'ler bulunmaktadır. 31 Aralık 2020 itibarıyla HES'lerden oluşan kurulu gücün %73'ü (619,9 MW) "nehir tipi" HES'lerden ve %27'si de (232,2 MW) "rezervuarlı" HES'lerden sağlanmıştır.

Rüzgar Enerji Santralleri

- Şirket toplam 160,5 MW'lik bir kurulu güce sahip ve yıllık elektrik üretimi toplamda 540 GWh olan üç tane RES işletmektedir. 31 Aralık 2020 itibarıyla bu RES'lerin yaşı işletmeye alınma tarihinden itibaren ortalama beş yıl olup, Emre Amadelik Ortalaması da %99,4 olarak gerçekleşmiştir. Şirket faaliyetinin ikinci büyük kısmını temsil eden RES'ler 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda sırasıyla Şirket'in kurulu gücünün %16, %16 ve %16'sini, Net Üretimin %19, %15 ve %17 ve net satışların da %22, %15 ve %18 oluşturmaktadır. Şirket'in RES'leri Yalova, Aydın ve Uşak illerinde bulunmaktadır.

Jeotermal Santral

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

Çöp Gazı Santrali

- Şirket toplam 0,64 MW lik kurulu güce ve 3 GWh yıllık elektrik üretimine sahip Kumkısık LFG'yi işletmektedir. Bu santralin 2018, 2019 ve 2020 yıllarında Emre Amadeliliği sırasıyla, %92,3, %92,0 ve %95,1 olarak gerçekleşmiştir. Kumkısık LFG, 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda sırasıyla kurulu gücün %0,1, %0,1 ve %0,1, Net Üretimin %0,2, %0,1 ve %0,1 ve net satışların da %0,3, %0,2 ve %0,2 oluşturmuştur.
- Kumkısık LFG'nin üretim lisansı 17 Haziran 2022 tarihinde sona erecektir.

Elektrik Satışı

- Şirket, ürettiği elektriği YEKDEM kapsamında spot elektrik piyasasında satmaktadır. Aşağıdaki tabloda 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 tarihlerinde sona eren yıllar için YEKDEM ve spot elektrik piyasasında yapılan satışlar gösterilmiştir:

Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması ("YEKDEM")

- Aşağıdaki Tabloda YEKDEM teşvik Fiyatı ve YEKDEM'den yararlanan ilgili santrallerin her biri için yararlanma süresinin sona erdiği tarihler gösterilmektedir.

Santrallerin YEKDEM Teşvik Fiyatı ve Bitiş Fiyatı		
Santral	YEKDEM Fiyatı (USD/MWh)	YEKDEM Bitiş Yılı (31 Aralık)
Toros HES	73,0	2023
Çırakdamı HES	73,0	2023
Dereli HES	73,0	2024
Akıncı HES	73,0	2028
Göktaş I-II HES	73,0	2025
Aksu HES	73,0	2024
Uşak RES	73,0	2024
Söke RES	77,8	2026
Yalova RES	73,0	2026
Kumsık LFG	133,0	2022

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Spot Elektrik Piyasası

- YEKDEM'e tabi bir yenilenebilir enerji santralinin YEKDEM'den yararlanma süresi, işletmeye alınma tarihinden itibaren on yılın sonunda sona ermektedir. Bu sürenin sonunda ilgili santral, ürettiği elektriği spot elektrik piyasasında satacaktır. İşbu İzahname tarihi itibarıyla Şirket'in Bereket 1-2 HES, Feslek HES, Dalaman HES, Gökyar HES, Mentaş HES, Koyulhisar HES, Kemer HES, Adıgüzel HES ve Kızıldere HES'ten elde edilen elektrik spot elektrik piyasasında satılmaktadır. 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda Şirket'in üretmiş olduğu elektriğin sırasıyla %18, %15 ve %18'i spot elektrik piyasasında satılmış ve spot elektrik piyasasında ortalama satış fiyatı sırasıyla 231,4 TL/MWh, 260,2 TL/MWh ve 246,6 TL/MWh olmuştur.

YEKDEM ve Spot Elektrik Piyasasında Yapılan Satışlar						
	2018		2019		2020	
	Toplam (milyon TL)	Toplam Satış Oranı	Toplam (milyon TL)	Toplam Satış Oranı	Toplam (milyon TL)	Toplam Satış Oranı
YEKDEM Satışları						
HES'lerin Payı	455	74%	876	83%	936	79%
RES'lerin Payları	152	25%	180	17%	245	21%
JES Payı	-	1%	-	0%	7	0%
LFG Payı	3	0%	3	0%	3	0%
Toplam	610	88%	1.059	89%	1.191	89%
Spot Elektrik Piyasası Satışları						
HES'lerin Payı	85	100%	124	95%	144	95%
RES'lerin Payı	-	0%	-	0%	-	0%
JES Payı	-	0%	6	6%	-	1%
LFG Payı	-	0%	-	0%	-	0%
Toplam	85	12%	130	11%	144	11%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sektörel Bilgiler

- 2002 ile 2019 yılları arasında elektrik talebindeki artış %5 YBBO olarak gerçekleşmişken (nominal dolar kurundan) GSYİH artışı %7,0 YBBO olmuştur. 2024 yılına kadar elektrik talebindeki artışın %3,4 YBBO ve GSYİH artışının ise %8.7 YBBO olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir (Kaynak: Sektör Raporu). Bu talep artışının önemli bir kısmı ticari ve endüstriyel tüketime bağlı olarak gerçekleşmiştir ve gerçekleşmeye devam edeceği öngörülmektedir. Geçmişten bugüne yenilenebilir enerji sektörü, genel ekonominin üyümesine ve elektrik talebindeki nispi artışa paralel bir büyüme göstermektedir. Şirket, GSYİH'deki büyümenin gelecekte elektrik talebini daha da arttıracığını öngörmektedir.
- Sektör analizi uyarınca elektrik talebi, son 17 yılda, 3,8 MWh ile, 2,3 kat artarken kişi başına elektrik tüketimi OECD ve AB ülkelerindeki kişi başına 8,0 MWh olan elektrik tüketiminin oldukça altındadır. Türkiye'de elektrik talebinde önemli bir büyüme potansiyeli bulunmaktadır.
- Üretim tarafında, Türkiye'nin kurulu gücü 31 Aralık 2020 itibarıyla 95,9 GW olup, bunun %36,4'ü doğal gaz, ithal kömür ve akaryakıt gibi ithal yakıtla dayalı termik santrallerden, %11,8'i yerli kömürden elektrik üreten termik santrallerden ve %51,7'si de yenilenebilir enerji naklarına dayalı santrallerden oluşmaktadır. Son yıllarda uygulanan enerji politikası, artan enerji ihtiyacı kapsamında dışa bağımlılığın azaltılmasına ve arz güvenliğinin sağlanmasına öncelik verilmiştir. Ayrıca hükümet petrol, akaryakıt gibi yakıt ithalatının yol açtığı cari açığı azaltmaya da önem vermektedir. Yenilenebilir enerji, fosil yakıt kullanılmadan üretildiği için yenilenebilir enerji sektöründeki büyüme gerek enerjide dışa bağımlılığı gerekse cari açığı azaltmaktadır. Bu nedenle, yenilenebilir enerji ülkenin yapısal koşulları ile karbonsuz üretime yönelik global eğilimler Türkiye enerji politikasının temelini oluşturmaktadır.
- Hükümet, önümüzdeki yıllarda yenilenebilir enerji kapasitesini önemli ölçüde artırmaya odaklanmıştır ve orta vadeli yenilenebilir kapasite hedefleri belirlemiştir. Bu kapsamda, 2023 yılına kadar diğer kaynaklarla birlikte hidroelektrik enerji

santralleri için 32 GW, rüzgar enerji santralleri için 12 GW, güneş enerji santralleri için 10 GW olmak üzere toplamda 59 GW kapasiteyi orta vadede yenilenebilir enerji üretimi kapasite hedefleri belirlemiştir. 31 Aralık 2020 itibarıyla 3 GW hidroelektrik, 4 GW rüzgar ve 4 GW güneş enerjisi santrali proje aşamasındadır. 1 GW üzerindeki kurulu güce sahip portföyüyle, güçlü nakit akış profili, sektör tecrübesi, bilgi birikimi ve uzman yönetimiyle Şirket, bu yenilenebilir enerji genişleme programından yararlanmak için çok uygun bir konumdadır.

Mali Tablolar

- Şirket'in farklı bankalardan sermaye gideri finansmanı için kullanmış olduğu, 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla tutarı 5.899.742.368 TL olan kredisi bulunmaktadır. 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla bu krediler vadesinde ödenmemiştir. Bu krediler ile ilgili kredi refinansman süreci 18 Temmuz 2019 tarihi itibarıyla tamamlanmış olup, bankalar ile yeni geri ödeme vadesi üzerinde uzlaşma sağlanmıştır ve revize kredi sözleşmesi imzalanmıştır. Bu durumun yanında Şirket'in yıllara sari zarar etmesi tarafımızca risk unsuru olarak görülmektedir

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2018	2019	2020
Dönen varlıklar	500.166.516	305.681.186	325.317.539
Nakit ve nakit benzerleri	161.151.205	136.532.816	145.525.078
Finansal Varlıklar	1.963.996		
Ticari alacaklar	120.889.082	90.314.140	54.936.204
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>49.480.223</i>		<i>505.386</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>71.405.559</i>	<i>90.314.140</i>	<i>54.430.818</i>
Diğer alacaklar	39.080.295	16.628.926	95.261.788
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>35.508.192</i>	<i>0</i>	<i>54.715.013</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>5.572.103</i>	<i>16.628.926</i>	<i>40.546.775</i>
Stoklar	6.118.913	15.949.368	8.349.581
Peşin ödenmiş giderler	32.303.616	23.096.756	20.736.246
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	18.102.138	1.307.448	474.765
Diğer dönen varlıklar	120.557.271	21.851.732	33.877
Duran varlıklar	8.754.675.856	9.936.735.602	12.145.380.651
Diğer alacaklar	1.174.774	1.635.999	2.009.915
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>1.174.774</i>	<i>1.635.999</i>	<i>2.009.915</i>
Özkaynak Yönetimi ile Değerlenen Yatırımlar	25.283.315	38.830.648	0
Maddi duran varlıklar	8.378.023.271	9.554.670.542	11.812.559.374
Kullanım hakkı varlıkları	0	12.341.040	12.692.371
Maddi olmayan duran varlıklar	314.591.307	309.326.710	304.154.447
<i>Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	<i>314.891.307</i>	<i>309.326.710</i>	<i>304.154.447</i>
Peşin ödenmiş giderler	34.712.526	9.091.797	3.065.308
Ertelenmiş vergi varlığı	219.841	10.838.866	10.899.236
Diğer Duran Varlıklar	670.822		
Toplam Varlıklar	9.254.842.372	10.242.416.788	12.470.698.190

KAYNAKLAR	2019	2019	2020
Kısa vadeli yükümlülükler	1.266.238.556	850.125.302	907.466.592
Kısa Vadeli Borçlanmalar	228.036.218		
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	299.971.882	576.564.609	742.297.806
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler	20.527.126	3.271.208	5.163.541
Ticari borçlar	104.870.570	73.198.259	49.644.359
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	<i>10.373.866</i>	<i>13.022.145</i>	<i>2.134.935</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	<i>94.496.704</i>	<i>60.176.114</i>	<i>47.509.424</i>
Çalışanlara sağ. fay. kapsamında borçlar	2.624.403	1.047.607	2.759.698
Diğer borçlar	504.302.685	146.097.526	77.285.508
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	<i>421.864.667</i>	<i>72.643.488</i>	<i>8.080.612</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	<i>82.438.018</i>	<i>73.454.038</i>	<i>69.204.896</i>
Ertelenmiş Gelirler	23.491.586	33.970.429	2.880.400
Kısa Vadeli Karşılıklar	13.346.715	14.713.603	16.252.613
<i>Çalışanlara Sağ.fay. İlişkin kısa vad. Karş.</i>	<i>2.657.638</i>	<i>2.775.902</i>	<i>3.188.285</i>
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	<i>10.689.077</i>	<i>11.937.701</i>	<i>13.064.328</i>
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	69.067.371	1.262.061	11.182.667
Uzun vadeli yükümlülükler	6.233.678.104	4.971.865.312	5.670.379.604
Uzun vadeli borçlanmalar	5.371.747.276	3.787.434.625	4.186.643.526
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler	1.705.714	8.930.893	11.219.215
Diğer borçlar	129.640.000	124.959.498	64.061.421
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	<i>0</i>	<i>60.139.498</i>	<i>64.061.421</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	<i>129.640.000</i>	<i>64.820.000</i>	<i>0</i>
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.870.175	8.521.011	8.122.907
<i>Çalışanlara Sağlanan Fay. İl. Uzun vad. Karş.</i>	<i>4.870.175</i>	<i>8.521.011</i>	<i>8.122.907</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	725.714.939	1.042.019.285	1.400.332.535
Toplam Yükümlülükler	7.499.916.660	5.821.990.614	6.577.846.196
ÖZKAYNAKLAR	1.754.925.712	4.420.426.174	5.892.851.994
Ana ortaklığa ait özkaynaklar			
Ödenmiş sermaye	133.772.880	700.000.000	700.000.000
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	292.507.120	1.359.974.498	51.319.818
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.523.866	1.523.866	1.523.866
Kar veya zararda yen. sınıf.diğ. kap.gel./(gid.)	3.649.723.685	4.669.617.321	6.480.576.181
<i>Maddi duran varlık yen. değ. art./(azalışları)</i>	<i>3.610.505.554</i>	<i>4.620.295.700</i>	<i>6.477.727.452</i>
<i>Tan. fay.plan. yen. öl. kaz./(kayıpları)</i>	<i>2.880.842</i>	<i>66.198</i>	<i>2.848.729</i>
<i>Özkaynak Yöen. Değerlenen Yatırımların Diğ. Kap. Ge</i>	<i>36.337.289</i>	<i>49.225.423</i>	<i>0</i>
Bölünmüş Birimlere İlişkin İşlemlerin Etkileri	-195.211.948	217.330.952	217.330.952
Geçmiş yıllar zararları	-691.585.471	-1.956.908.153	-1.000.467.490
Net dönem karı	-1.488.530.966	-571.112.310	-557.431.333
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	52.726.546		
TOPLAM KAYNAKLAR	9.254.842.372	10.242.416.788	12.470.698.190

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş. Gelir Tablosu

TL	2018	2019	2020
Hasılat	813.002.888	1.197.000.764	1.340.375.223
Yıllık Değişim		47,2%	12,0%
Satışların maliyeti	-448.895.986	-438.938.553	-573.533.609
Yıllık Değişim		-2,2%	30,7%
Brüt kar	364.106.902	758.062.211	766.841.614
Yıllık Değişim		108,2%	1,2%
Brüt Kar Marjı	44,8%	63,3%	57,2%
Genel yönetim giderleri	-60.628.307	-88.165.407	-115.166.434
Pazarlama, satış ve dağıtım giderler	-517.859	-651.984	-84.584
Faaliyet Karı	302.960.736	669.244.820	651.590.596
Yıllık Değişim		120,9%	-2,6%
Faaliyet Kar Marjı	37,3%	55,9%	48,6%
Amortisman	217.218.308	380.288.000	355.963.169
FAVÖK1	520.179.044	1.049.532.820	1.007.553.765
Yıllık Değişim		101,8%	-4,0%
FAVÖK1 Marjı	64,0%	87,7%	75,2%
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	6.137.119	8.860.972	41.297.760
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-8.016.163	-6.394.559	-9.646.425
Esas faaliyet karı	301.081.692	671.711.233	683.241.931
Yıllık Değişim		123,1%	1,7%
FAVÖK2	518.300.000	1.051.999.233	1.039.205.100
Yıllık Değişim		103,0%	-1,2%
FAVÖK2 Marjı	63,8%	87,9%	77,5%
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	0	84.296.559	9.992.561
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yat. Paylar	-13.486.874	-1.540.190	-7.293.727
Finansman gelir öncesi faaliyet karı	287.594.818	754.467.602	685.940.765
Finansman gelirleri	27.372.956	31.338.067	63.608.462
Finansman giderleri	-1.981.319.530	-1.319.633.373	-1.455.670.268
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	-1.666.351.756	-533.827.704	-706.121.041
Sürdürülen faaliyetler vergi (gideri) geliri	150.687.314	-41.571.436	148.689.708
Dönem vergi gideri	-164.295	-12.336.441	
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	150.851.609	-29.234.995	148.689.708
Dönem Karı/Zararı	-1.515.664.442	-575.399.140	-557.431.333

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Yapı Kredi Yatırım, Aydem'in halka arz fiyatının tespitinde
 - Defter Değeri Yöntemi
 - Piyasa Çarpanları Analizi

kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.

- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Aydem Enerji özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmamasını makul bulmuyor ve bir eksiklik olarak görüyoruz.

Defter Değeri Yöntemi

- Yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren Aydem Yenilenebilir Enerji ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen, yurt dışındaki borsalarda tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip benzer şirketler ile Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketleri karşılaştırılmıştır.
- Yurt dışındaki benzer şirketlerin gelirlerinin tamamının yenilenebilir enerjiden elde ediliyor olmasına, enerji santralleri bakımından benzer profile sahip olunmasına ve genel olarak Gelişmekte Olan ve Avrupa ülkelerinde faaliyet göstermesine dikkat edilmiştir.
- Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji benzer şirketlere dahil edilmiştir. Bu kriterlere uymayan ve ilgili zaman aralığında çarpan değerleri "Bloomberg" platformundan elde edilemeyen şirketler karşılaştırmaya dahil edilmemiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Aydem Yenilenebilir Enerji'nin firma değeri FD / FAVÖK çarpanı yöntemi ile hesaplanmış ve 31.12.2020 tarihli net borç çıkartılarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. Aydem'in son 3 yıldır dönem zararı elde ediyor olması nedeniyle F/K çarpanının kullanılmamasını anlayışla karşılıyoruz.
- Bu değerlendirme yönteminde yurt dışındaki borsalarda işlem gören tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip benzer şirketler dikkate alınmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji şirketleri değerlemeye dahil edilmiştir. Dikkate alınan benzer firmaların detayları benzer şirketler başlığı altında bulunmaktadır. Benzer şirketlerin çarpanlar 25 Mart 2021 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan elde edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

- FD / FAVOK çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 31.12.2020 tarihinde sona 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVOK değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde Aydem Yenilenebilir Enerji'nin son 12 aylık dönem ait Düzeltilmiş FAVÖK verisi kullanılmıştır. Yurt dışındaki tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip halka açık benzer şirketler ve Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji için FD / FAVOK çarpanları aşağıda özetlenmiştir:

○ **FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi**

- Yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren Aydem Yenilenebilir Enerji ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen, yurt dışındaki borsalarda tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip benzer şirketler ile Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketleri karşılaştırılmıştır. Yurt dışındaki benzer şirketlerin gelirlerinin tamamının yenilenebilir enerjiden elde ediliyor olmasına, enerji santralleri bakımından benzer profile sahip olunmasına ve genel olarak Gelişmekte Olan ve Avrupa ülkelerinde faaliyet göstermesine dikkat edilmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji benzer şirketlere dahil edilmiştir. Bu kriterlere uymayan ve ilgili zaman aralığında çarpan değerleri "Bloomberg" platformundan elde edilemeyen şirketler karşılaştırmaya dahil edilmemiştir. Yurt dışındaki borsalarda işlem gören benzer şirketlerin ve Borsa İstanbul'da işlem gören Zorlu Enerji ile Ayen Enerji'nin faaliyetleri, firma değerleri ve sahip oldukları enerji santrallerinin toplam kurulu güçleri hakkında genel bilgileri aşağıda verilmektedir.

Benzer Şirketler				
Şirketler	Ülke	Toplam Kurulu Güç (MW)	Firma Değeri (milyon TL)	FD / FAVÖK
Terna Energy SA	Yunanistan	1.373	20.155	11,2x
Polenergia SA	Polonya	475	7.882	14,8x
Acciona SA	İspanya	10.694	118.674	10,9x
EDP Renewables SA	İspanya	11.400	189.073	12,3x
Encavis AG	Almanya	2.771	36.253	17,9x
Flack Renewables SPA	Aیتالya	1.196	24.651	13,7x
Scatec ASA	Norveç	3.035	40.081	20,9x
Alerion Cleanpower	İtalya	751	10.465	14,6x
Aventron AG	İsviçre	564	7.907	13,4x
Zorlu Enerji	Türkiye	991	18.554	9,4x
Ayen Enerji	Türkiye	409	4.605	17,9x
Minimum		409		9,4x
Ortalama		3.060	43.482	14,3x
Medyan		1.196	20.155	13,7x
Maksimum		11.400	189.073	20,9x

Kaynak: Şirket Raporları ve Yatırımcı sunumları, Bloomberg 25.03.2021

FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı (TL)

Düzeltilmiş FAVÖK	1.039.205.100
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı (x)	13,7
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: Fiyat Tespit Raporu

○ **FD/Kurulu Güç Çarpanı Yöntemi**

- FD/Kurulu Güç çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin en güncel yatırımcı sunumlarında yer alan enerji santrallerinin toplam kurulu güç değerlerine göre bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde Aydem Yenilenebilir Enerji'nin 31.12.2020 itibarıyla santrallerinin sahip olduğu toplam kurulu güç değeri kullanılmıştır. Yurt dışındaki tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip halka açık benzer şirketler ve Borsa

İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji için FD/Kurulu Güç çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Benzer Şirketler FD / Kurulu Güç Çarpanı	
Şirket	FD / Kurulu Güç
Tema 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, 25.03.2021

FD / Kurulu Güç Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı (TL)

Toplam Kurulu Güç	1.020
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı (x)	14,0
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: Fiyat Tespit Raporu

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Benzer şirketler FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanı yöntemlerine sırasıyla %25, %25, defter değeri yöntemine %50 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri 7.698.902.939 TL olarak hesaplanmaktadır.

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

- Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, taban halka arz fiyatı 8,50 TL üzerinden %23 halka arz öncesi iskonto oranı, tavan halka arz fiyat 9,90 TL üzerinden %10 halka arz öncesi iskonto oranı hesaplanmaktadır.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Yapı Kredi Yatırım, Aydem'in halka arz fiyatının tespitinde Defter Değeri Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir. Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Aydem Enerji özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmamasını makul bulmuyor ve bir eksiklik olarak görüyoruz.
- Çarpan analizinde FD / FAVÖK ile FD / Kurulu Güç çarpanları kullanılarak hesaplanmış ve 31.12.2020 tarihli net borç çıkartılarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. Aydem'in son 3 yıldır dönem zararı elde ediyor olması nedeniyle F/K çarpanının kullanılmamasını anlayışla karşılıyoruz.
- Yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren Aydem Yenilenebilir Enerji ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen, yurt dışındaki borsalarda tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip benzer şirketler ile Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketleri karşılaştırılmıştır. Yurt dışındaki benzer şirketlerin gelirlerinin tamamının yenilenebilir enerjiden elde ediliyor olmasına, enerji santralleri bakımından benzer profile sahip olunmasına ve genel olarak Gelişmekte Olan ve Avrupa ülkelerinde faaliyet göstermesine dikkat edilmiş olup bu durum tarafımızca makuldür.
- FD/Kurulu Güç çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin en güncel yatırımcı sunumlarında yer alan enerji santrallerinin toplam kurulu güç değerlerine göre bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde Aydem Yenilenebilir Enerji'nin 31.12.2020 itibarıyla santrallerinin sahip olduğu toplam kurulu güç değeri kullanılmıştır. Yurt dışındaki tamamen yenilenebilir enerji santrallerine sahip halka açık benzer şirketler ve Borsa İstanbul'da işlem gören, yenilenebilir enerji santralleri portföyü olan Türk enerji şirketlerinden Zorlu Enerji ve Ayen Enerji için FD/Kurulu Güç çarpanlarını makul buluyoruz.

- Benzer şirketler FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanı yöntemlerine sırasıyla %25, %25, defter değeri yöntemine %50 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri 7.698.902.939 TL olarak hesaplanmaktadır.
- Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, taban halka arz fiyatı 8,50 TL üzerinden %23 halka arz öncesi iskonto oranı, tavan halka arz fiyat 9,90 TL üzerinden %10 halka arz öncesi iskonto oranı hesaplanmaktadır ve tarafımızca makuldür.