

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş'nin 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.

Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	
Borsa Kodu	HUNER
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat ile Talep Toplama & Borsada Satış
Tahsisatlar	Bulunmamaktadır
Dağıtım Şekli	Eşit Dağıtım
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	15 - 16 Şubat 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	500.000.000 TL
Sermaye Artırımı	80.000.000 TL
Ortak Satışı	50.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	580.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı Ek Satış Dahil	22,41%
Talep Toplama Fiyatı	1,82 TL
Halka Arz Büyüklüğü	236.600.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	910.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.055.600.000 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımı yapmayacağını, Şirket ortakları ise 6 ay boyunca Borsa'da pay satışı yapmayacağını taahhüt etmiştir.
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	5 işlem günü süreyle ("Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi") her gün açılış seansında halka arz fiyatından, 10.000.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç3	3,10
FD/FAVÖK 2021Ç3	25,50
PD/DD 2021Ç3	1,36

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç3	3,60
FD/FAVÖK 2021Ç3	25,50
PD/DD 2021Ç3	1,29

ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş ("Hun Enerji", "HUNYE", "Şirket")

Şirket, H26 Solar Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla 26.12.2014 tarihinde kurulmuş olup 02.01.2015 tarihinde TTSG'de ilan edilmiştir. Şirket'in unvanı, 2021 Eylül ayında mevcut unvanı olan Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirketin fiili faaliyet konusu; güneş enerjisi, hidroelektrik enerji ve biyokütle enerji santrallerinden, elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektriğin dağıtım ve iletim şirketlerine Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında satışından ibarettir. Hun Yenilenebilir Enerji, bağlı ortaklıkları aracılığıyla lisanslı ve lisanssız olarak elektrik üretimi yapmaktadır. Bu bağlı ortaklıklar, kendileri adına kurulmuş olan yenilenebilir elektrik enerjisi üretim tesisleri üzerinden elektrik enerjisi üretimi yapmaktadır. Şirketin doğrudan ve dolaylı bağlı ortaklıklarının mevcut durum itibarıyla toplam kurulu gücü (DC); 58.458,38 kWp güneş enerjisi santrali, 26.100 kWp hidroelektrik enerji santrali, 10.500 kWp biyokütle enerji santrali olmak üzere toplamda 95.058,38 kWp'dir. Şirketin bünyesinde bulunan tüm enerji santralleri tamamı uzaktan izlemeye imkân veren SCADA (Supervisory Control and Data Acquisition-Merkezi Denetleme Kontrol ve Veri Toplama) sistemlerine sahip olup, elektrik üretimi ve üretilen elektriğin iletim ve dağıtım kuruluşlarına aktarılması işlemi tek bir merkezden ve uzaktan izleme sistemi ile takip edilmektedir.

Hun Yenilenebilir Enerji'nin 500.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %99,99999'luk kısmına karşılık gelen 499.999.950 TL nominal değerli paylar Orhun Kartal'a, %0,00001'lik kısmına karşılık gelen 50 TL nominal değerli paylar ise Yonca Kartal'a aittir. 100.000.000 adet A grubu imtiyazlı payların tamamı Orhun Kartal'a aittir. B grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır. Şirket'in sermayesi 2021 Eylül ayında 50 bin TL'den 120 mn TL'ye, Ekim ayında ise 120 mn TL'den 500 mn TL'ye artırılmıştır

Bağlı Ortaklıklar. Şirket'in hali hazırda 7 adet bağlı ortaklığı (Aks İşletme Yönetimi, NRL Enerji, Aton Endüstri Enerji, H22 Solar Enerji, H12 Solar Enerji, H29 Solar Enerji, H31 Solar Enerji) bulunmakta olup, bu bağlı ortaklıklarının da 10 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Türkiye'de lisans altı elektrik üretiminde 1 MW'lık kurulu güç sınırı bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, güneş enerjisine dayalı lisans altı elektrik üretimi yapabilmek için, tesis işletmeye alınmaya kadar; aynı gerçek veya tüzel kişi, aynı trafo merkezinde 1 MW'dan fazla tesise sahip olamamaktadır. Bu nedenle, mevzuat gereği, yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren Şirket ve bağlı ortaklıkları, lisans altı olarak faaliyet gösteren toplamda 58,5 MWp kurulu güce haiz güneş enerjisi santrali yatırımlarını yaparken, her 1 MW altı lisans altı elektrik üretmeyi hedefleyen santral için toplamda 54 adet tüzel kişilik kurmuştur. Şirketin doğrudan ve dolaylı bağlı ortaklıklarının sahip oldukları toplamda 58.458,38 kWp kurulu güce sahip güneş enerjisi santralleri aracılığıyla, güneş enerjisinden elektrik üretimi gerçekleştirilmekte ve üretilen bu elektrik ilgili enerji piyasası düzenlemeleri çerçevesinde dağıtım kuruluşlarına satılmaktadır. Aynı zamanda gücü 26.100 kWp olan hidroelektrik enerji santrali ve 10.500 kWp olan biyokütle enerji santralleri özelinde de lisanslı olarak elektrik üretimi için ayrı tüzel kişilikler kurulmuş veya devralmıştır. Bağlı ortaklıklardan H29 Solar Enerji, sahip olduğu biyokütle enerji santrali ile hayvansal ve organik atıkların yakılması suretiyle elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve üretilen bu elektrik ilgili enerji piyasası düzenlemeleri çerçevesinde iletim ve dağıtım kuruluşlarına satılmaktadır. H29 Solar Enerji'nin Manisa ili, Salihli ilçesinde, lisanslı olarak faaliyet gösteren, kurulu gücü 10.500 kWp olan santrali, 15.01.2021'de devreye alınmış ve deneme üretimi yapılmaktadır. Santral, tam randımanlı olarak 2022 yılında üretime başlayacaktır. Bağlı ortaklıklardan Kayen Beta 12.100 kWp, Kayen Heta ise 14.000 kWp kurulu güce sahip oldukları hidroelektrik santralleri aracılığıyla suyun potansiyel enerjisinden elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve üretilen bu elektrik ilgili enerji piyasası

düzenlemeleri çerçevesinde dağıtım kuruluşlarına satılmaktadır. Şirket santrallerinin izlenmesi, bakımı; ilişkili taraf olan Sunsis tarafından yürütülmektedir.

Şirket'in hakim ortağı Orhun Kartal'ın ortak olduğu ve/veya yönetim kurullarında görev yaptığı 46 adet şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin 22'sinin faaliyet alanı enerji sektörü ve minvalinde iken geri kalanı tarım, sağlık, teknoloji, müteahhitlik ve gayrimenkul alanlarında iştigal etmektedir. Bu şirketlerden bazıları: Koray Holding, Hun Holding, Kartal Yenilenebilir Enerji (Halka açık şirket "KARYE") ve Koray GYO (Halka açık şirket "KGYO").

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablolarında fonksiyonel para birimi ABD Doları'dır. Şirket'in satışlarının tamamı ABD Doları cinsinden gerçekleşmekte olduğu ve finansman faaliyetlerini en çok etkileyen para biriminin ABD Doları olduğu dikkate alınarak Şirket'in faaliyetleri üzerinde ABD Doları'nın etkisinin önemli olması ve Şirket ile alakalı durumların altında yatan ekonomik özü yansıtması nedeniyle Şirket finansal tablolarında fonksiyonel para birimini ABD Doları olarak belirlemiştir. Faaliyet gösterdiği ülkenin para birimi Türk Lirası olmasına rağmen, Şirket finansal tablolarında geçerli para birimini, 21 numaralı Türkiye Muhasebe Standardı "Kur Değişiminin Etkileri" uyarınca Amerikan Doları olarak belirlemiştir. Finansal tablolarda, ölçüm kalemi olarak Amerikan Doları seçilmiş olduğundan, Amerikan Doları hariç, bütün para birimleri yabancı para olarak ele alınmaktadır. Buna göre yabancı para işlemlerinin Amerikan Doları'na çevrimindeki ana hatlar bağımsız denetim raporunda detaylandırılmıştır. Her bilanço tarihinde, parasal yabancı kalemler; kapanış kurları üzerinden, tarihi maliyeti ile kayıtlarda izlenen parasal olmayan yabancı kalemler; işlemin gerçekleştiği tarihteki kurlar üzerinden, yabancı para makul değeri ile kayıtlarda izlenen parasal olmayan kalemler; makul değerlerinin belirlendiği tarihteki kurlar üzerinden ABD Doları'na çevrilmektedir. Şirket finansal tablolarının sunum para birimi Türk Lirası'dır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

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

Halka arz gelirinin %60-70'ine karşılık gelen tutarın yurtiçi ve yurtdışı yenilenebilir enerji sektöründe geliştirme yatırımları yapılarak üretim kapasitesinin artırılmasında kullanılması %30-40'ına karşılık gelen tutar ise Şirket'in bağlı ortaklıklarının işletme sermayesi ihtiyacı çerçevesinde kullanılması ve ihtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında geçiş yapılabilmesi planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		
	TL	%	TL	%	
Orhun Kartal	A	100.000.000	20%	100.000.000	17,2%
Orhun Kartal	B	399.999.950	80%	349.999.950	60,3%
Yonca Kartal	B	50	0%	50	0,0%
Halka Açık Kısım	B			130.000.000	22,4%
Toplam Sermaye		500.000.000	100%	580.000.000	100%

Mali Tablolar

Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/09
Dönen Varlıklar	6.703	68.110.352	27.860.260	163.761.201
Nakit ve Benzerleri	2.482	11.705.168	3.115.802	8.808.984
Ticari Alacaklar	-	7.819.542	10.519.089	26.598.979
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	212.444	883.869	9.433.760
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	-	7.607.098	9.635.220	17.165.219
Diğer Alacaklar	-	146.934	655.830	101.598.990
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	122.598	210.191	98.567.431
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	-	24.336	445.639	3.031.559
Stoklar	-	-	532.293	1.212.239
Peşin Ödenmiş Giderler	-	47.425.973	6.209.187	20.158.912
-İlişkili Taraflar Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	-	1.793.961
-İlişkili Olmayan Taraflar Peşin Ödenmiş Giderler	-	47.425.973	6.209.187	18.364.951
Diğer Dönen Varlıklar	4.221	1.012.735	6.828.059	5.383.097
Duran Varlıklar	-	393.728.598	1.106.860.654	1.743.049.686
Diğer Alacaklar	-	2.273.615	7.386.801	171.661
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	2.142.326	7.340.500	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	-	131.289	46.301	171.661
Maddi Duran Varlıklar	-	130.156.334	361.040.182	873.361.760
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	239.609.107	733.660.140	857.939.843
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	-	17.953.135	4.773.531	11.576.422
-İlişkili Taraflar Peşin Ödenmiş Giderler	-	17.820.600	2.313.526	10.916.799
-İlişkili Olmayan Taraflar Peşin Ödenmiş Giderler	-	132.535	2.460.005	659.623
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	3.736.407	-	-
Toplam Varlıklar	6.703	461.838.950	1.134.720.914	1.906.810.887

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/09
Kısa Vadeli Yükümlülükler	28.936	106.047.618	185.357.608	305.164.037
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	63.492.095	23.295.935	35.321.707
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	26.575.305	48.293.749	63.803.742
Ticari Borçlar	10.857	3.459.351	109.637.168	113.156.162
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	10.857	2.440.171	12.169.650	3.310.000
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	-	1.019.180	97.467.518	109.846.162
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	-	41.986	63.935	709.843
Diğer Borçlar	18.079	11.622.320	3.090.559	88.743.912
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	17.935	11.008.599	2.188.675	84.462.121
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	144	613.721	901.884	4.281.791
Ertelenmiş Gelirler	-	856.561	976.261	3.428.670
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	310.368.724	573.337.147	930.881.394
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	72.961.678	111.192.159	398.879.711
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	-	132.685.446	205.849.134	191.067.920
Ticari Borçlar	-	10.607.443	658.101	-
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	10.607.443	658.101	-
Diğer Borçlar	-	94.095.597	166.687.020	237.933.429
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	94.093.972	166.687.020	236.468.418
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	-	1.625	-	1.465.011
Ertelenmiş Gelirler	-	10.997	7.750	9.583
Uzun Vadeli Karşılıklar	-	7.563	18.066	50.059
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin K.V. Karşılık	-	7.563	18.066	50.059
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	88.924.917	102.940.692
Özkaynaklar	-22.233	45.422.608	376.026.159	670.765.456
Ödenmiş Sermaye	17.500	17.500	50.000	120.000.000
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkıları	-	-	-	380.000.000
Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmelerinin Etkisi	-	37.020.213	1.466.975	-688.184.116
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir (+/-)	2.305	379.774	362.055.562	522.407.085
-Kar veya Zarar Yeniden Sınıflandırılmayacaklar (+/-)	-	-	350.747.101	350.741.983
-Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacaklar (+/-)	2.305	379.774	11.308.461	171.665.102
Özel Fonlar	-	-	-	26.584.156
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları (+/-)	-30.367	-42.038	8.005.121	12.453.623
Dönem Net Karı/Zararı (+/-)	-11.671	8.047.160	4.448.502	290.675.368
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-	6.829.340
Toplam Kaynaklar	6.703	461.838.950	1.134.720.914	1.906.810.887

Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/09	2021/09	Yıllıklandırılmış
Hasılat	-	67.745.928	89.590.611	70.204.875	112.147.202	131.532.938
Yıllık Değişim			32,2%		59,7%	
Satışların Maliyeti (-)	-	-57.658.252	-73.756.509	-56.870.972	-91.253.552	-108.139.089
Yıllık Değişim			27,9%		60,5%	
Brüt Kar	-	10.087.676	15.834.102	13.333.903	20.893.650	23.393.849
Yıllık Değişim			57,0%		56,7%	
Brüt Kar Marjı		14,9%	17,7%	19,0%	18,6%	
Genel Yönetim Giderleri (-)	-8.665	-646.240	-698.306	-434.896	-6.075.038	-6.338.448
Faaliyet Karı	-8.665	9.441.436	15.135.796	12.899.007	14.818.612	17.055.401
Yıllık Değişim		-109060,6%	60,3%		14,9%	
Faaliyet Kar Marjı		13,9%	16,9%	18,4%	13,2%	
Amortisman	0	43.786.939	57.421.968	40.308.170	39.879.542	56.993.340
FAVÖK1	-8.665	53.228.375	72.557.764	53.207.177	54.698.154	74.048.741
Yıllık Değişim		-614391,7%	36,3%		2,8%	
FAVÖK1 Marjı		78,6%	81,0%	75,8%	48,8%	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	110	9.421.238	7.759.919	6.396.130	16.231.375	17.595.164
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.321	-2.746.442	-2.013.913	-3.899.491	-16.154.582	-14.269.004
Esas Faaliyet Karı	-10.875	16.116.232	20.881.802	15.395.645	14.895.405	20.381.562
Yıllık Değişim		-148295,2%	29,6%		-3,2%	
FAVÖK2	-10.875	59.903.171	78.303.770	55.703.815	54.774.947	77.374.902
Yıllık Değişim		-550933,8%	30,7%		-1,7%	
FAVÖK2 Marjı		88,4%	87,4%	79,3%	48,8%	
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	35.146.372	35.146.372	278.723.739	278.723.739
Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	-10.875	16.116.232	56.028.174	50.542.017	293.619.144	299.105.301
Finansman Gelirler	-	55.530.280	99.122.385	105.784.910	110.399.552	103.737.027
Finansman Giderleri (-)	-796	-67.166.992	-156.383.568	-158.952.623	-117.122.679	-114.553.624
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	-11.671	4.479.520	-1.233.009	-2.625.695	286.896.018	288.288.704
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)						
Dönem Vergi Gideri	-	-	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri	-	3.567.640	5.681.510	4.587.880	3.830.097	4.923.727
Net Dönem Karı	-11.671	8.047.160	4.448.502	1.962.185	290.726.115	293.212.432

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

İnfo Yatırım; Hun Enerji'in pay başına değerinin tespit edilmesinde Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır.

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. Şirket özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

Çarpan analizinde, Değerlemede sadece EV/EBITDA 22T çarpanları baz alındı. Şirket bünyesindeki biyokütle santralleri 2021 yılında faal olmamasına rağmen santrallerin inşası için kullanılan finansman kredileri bilançoda yer almaktadır. Bu nedenle EV/EBITDA 4Ç çarpanına göre yapılacak bir değerlendirme makul olmayacağı İnfo yatırım tarafından değerlendirilmiştir. Bu durumun önüne geçebilmek adına biyokütle santrallerinin EBITDA'ya katkısının 2022 yılında kendisini gösterecek olmasından dolayı yurtdışı benzer şirketlerin sadece EV/EBITDA 22T çarpanları ile değer tespiti yapılmıştır. Ek olarak yurtiçindeki benzer şirketler ile BIST Elektrik endeksinde yer alan şirketlerin EV/EBITDA 22T çarpanlarına ulaşılamadığı belirtilmiş ve bu nedenlerden dolayı çarpan yöntemi ile değer tespitinde

yurtiçindeki benzer şirketler ile BIST Elektrik endeksindeki şirketlerin çarpanlarına değerlemede yer verilmemiştir.

Yurtiçindeki şirketlerin fiyatlama dinamiklerini değere yansıtılabilmek her bir santral türü için MW başına değerler tespit edilmiş ve HUNYE'nin firma değerinin hesaplanmasında bir yöntem olarak göz önünde bulundurulmuştur.

HUNYE'nin santrallerinin toplam kurulu gücü 95,1 MW'dır. GES ve HES'ler aktif olarak elektrik üretimi gerçekleştirirken BES'in 2021 yılı boyunca yatırımı devam etmiş son 6 ayda kısıtlı olarak deneme üretimleri gerçekleştirmiştir. Şirket yetkilileri biyokütle santralının 2022 yılında düzenli olarak elektrik üretebileceğini ifade etmişlerdir. 2021 yılında faaliyete başlayamamış olması nedeniyle deneme üretimleri hariç 2021/09 EBITDA rakamlarının içerisinde biyokütle elektrik santralının herhangi bir katkısı bulunmamaktadır. Bununla birlikte biyokütle elektrik santralının EBITDA'ya katkısı olmamasına rağmen yatırım için kullanılan finansal kredileri şirket bilançosunda yer almakta ve 2021/09 Net borç hesaplamasında Şirket'in net borç tutarını yukarı çekmektedir. Bu nedenle yurtiçindeki şirketleri 2021/09 EV/EBITDA çarpanını değerlemede kullanmak adil olmayacaktır. Yurtiçindeki benzer şirketlerinde sadece 2021/09 EV/EBITDA çarpanlarına ulaşılabildiği için yurtiçi benzer şirket çarpanları ile BIST elektrik endeksindeki şirketlerin çarpanlarına değerlemede yer verilmemiştir. Bununla birlikte yurtiçindeki fiyatlama dinamiklerini değere yansıtılabilmek adına yurtiçinde işlem gören ve portföylerinde sadece yenilenebilir enerji santralleri barındıran şirketlerin firma değerleri göz önünde bulundurulurken portföylerindeki santrallerin MW başına firma değerleri tespit edilmiş ve tespit edilen MW başı firma değerine göre HUNYE'nin toplam firma değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA)
Firma Değeri/Kurulu Güç

➤ **Yurt Dışı Benzer Şirketler (Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA):**

11 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Yukarıda ifade edilen nedenlerden dolayı benzer şirketlerin homojen bir santral portföyü yapısına sahip olmasına özen gösterilmiştir. Tespit edilen 11 benzer şirketin 5 tanesinin santral portföyü sadece GES'lerden oluşurken 3 tanesinin portföyü ise sadece HES'lerden oluşmaktadır. Geriye kalan 3 şirketin ise santral portföyü biyokütle santralleri başta olmak üzere rüzgar ve güneş elektrik santrallerini de bünyesinde barındırmaktadır. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 24 Ocak 2022 tarihli dir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Değerlemede EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü dikkate alınmamıştır.

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örneklem Şirketler		
Şirket	Ülke	Açıklama
Greenergy Renovables	İspanya	Greenergy Renovables, S.A., esas olarak güneş fotovoltaik santralleri aracılığıyla yenilenebilir enerji üreten bir proje geliştiricisi ve Bağımsız Güç Üreticisidir
Encavis Ag	Almanya	Encavis AG güneş parklarının teknik işletimi, rutin bakım, izleme, olay yönetimi ve performans analizi konularında uzmanlaşmıştır.
Jinko Power Technology Co -A	Çin	Jinko Power Technology Co., Ltd. güneş enerjisi santrallerinin inşası, geliştirmesi ve işletilmesi alanında faaliyet göstermektedir.
7C Solarparken Ag	Almanya	Şirket, fotovoltaik enerji sistemleri tasarlar, geliştirir ve işletir. 7C Solarparken Almanya'daki müşterilerine hizmet vermektedir.
Norsk Solar As	Norveç	Şirket, şirketler ve devlet kurumları için kamu hizmeti ölçeğinde güneş enerjisi santralleri geliştirir, inşa eder, sahiplenir ve işletir.
China Three Gorges Renewab-A	Çin	China Three Gorges Corporation, bir hidroelektrik üretim şirketi olarak faaliyet göstermektedir
Huaneng Lancang River Hydr-A	Çin	Huaneng Lancang Nehri Hidroelektrik A.Ş. hidroelektrik santraller vasıtası ile elektrik üretim satmaktadır.
Chongqing Three Gorges-A	Çin	Yalong Nehri Hidroelektrik Geliştirme Şirketi, Ltd. hidroelektrik projeleri geliştirme, elektrik üretimi ve elektrik dağıtım hizmetleri vermektedir
Alerion Cleanpower	İtalya	Alerion Cleanpower SpA, yenilenebilir bir enerji hizmet şirkettir. Şirketin faaliyetleri arasında rüzgar, güneş ve biyokütle projeleri yer almaktadır
Terna Energy Sa	Yunanistan	Terna Energy S.A. atıkların ve biyokütle için genel yönetimi ve enerji kullanımı için santraller inşa edip yönetmektedir.
Neoen Sa	Fransa	Şirket, güneş, rüzgar ve biyokütle gibi yenilenebilir enerji santralleri geliştirir, finanse eder, inşa eder ve yönetir.

	EV/EBITDA 22T	Hunye Kurulu Güç (MW)	Oran (%)
GES Şirketleri Çarpanları	11,5	58,5	61,5%
HES Şirketleri Çarpanları	13,7	26,1	27,5%
BES Şirketleri Çarpanları	13,7	10,5	11,0%
Hedef Çarpan	12,4	95,1	100%
Hunye EBITDA 22T (mUSD)	17,2		
Yurtdışı Çarpanlardan Gelen	212,7		
Hunye Net borç (mUSD)	109,2		
Yurtdışı Çarpanlardan Gelen Piyasa Değer (mUSD)	103,5		

Değer Çarpanları	2021/09 4Ç	2022T
EV/EBITDA	24,6	12,4
F/K	a.d	m.d.
EV/Net Satış	13,4	8,6
PD/DD	1,3	m.d.

- Değerlemede kullanılacak EV/EBITDA 22T çarpanı tespit edilirken GES Şirketleri Çarpanları, HES Şirketleri Çarpanları ile BES Şirketleri Çarpanları HUNYE'nin sahip olduğu santrallerin portföy içerisindeki oranları ile ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.
- Oranlar tespit edilirken Kayen Heta ve Kayen Beta HES'ler ile BES bünyesinde kurulacak hibrit GES'ler göz önünde bulundurulmamıştır.
- İfade edilen ağırlıklandırma sonrası Hunye için tespit edilen EV/EBITDA 22T çarpanı 12,4x'dür.
- Belirlenen çarpan sonrası Hunye içi tespit edilen firma değeri 212,7 mn USD, piyasa değeri ise 103,5 mn USD olarak hesaplanmıştır

➤ Firma Değeri/Kurulu Güç:

	MW Başına Değer (mUSD/MW)	Hunye Kurulu Güç (MW)	Firma Değeri (mUSD)
Santral Türleri			
GES MW Başına Değer	2,2	58,5	126,6
HES MW Başına Değer	0,7	26,1	19,0
BES MW Başına Değer	4,3	10,5	45,7
HUNYE Firma Değeri (mUSD)	2,0	95,1	191,3
<i>Hunye Net borç (mUSD)</i>	<i>109,2</i>		
HUNYE Piyasa Değeri (mUSD)	82,1		

Değer Çarpanları	2021/09 4Ç	2022T
EV/EBITDA	22,1	11,1
F/K	a.d	m.d.
EV/Net Satış	12,0	7,7
PD/DD	1,1	m.d.

- Her bir santral türü için MW başına firma değeri tespit edilirken söz konusu santralleri bünyesinde barındıran şirketlerin 24.01.2022 tarihli firma değerleri hesaplanmış toplam kurulu güce bölünerek TL bazlı MW başı firma değerine ulaşılmıştır. Sonrasında 24.01.2022 tarihli USD/TL kapanış kuruna bölünerek USD bazlı MW başı firma değerleri tespit edilmiştir.
- HUNYE' nin toplam firma değerinin hesaplanabilmesi için her bir santral türü için hesaplanan MW başı firma değeri HUNYE'nin sahip olduğu santral türü için MW Kurulu gücü ile çarpılmış ve bünyedeki tüm santral türlerinin toplam firma değeri hesaplanmıştır. Santral firma değerlerinin toplanması ile HUNYE'nin toplam firma değerine ulaşılmıştır.
- İfade edilen hesaplama metoduna göre HUNYE'nin toplam firma değeri 191,3 mn USD piyasa değeri ise 82,1 mn USD olarak tespit edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akım

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

Satışlar: Elektrik fiyatları. 2019 yılında ortalama PTF (spot elektrik fiyatı) 46 dolar/Mwh olarak gerçekleşirken 2020 yılında fiyatlar 40,1 dolar/Mwh seviyesinde kaydedilmiştir. 2021 yılında ise ortalama fiyatlar 55,5 dolar/Mwh seviyesine yükselmiştir. PTF fiyatlarının 2021 yılının Haziran ayı ile birlikte önemli bir yükseliş trendine girdiği ve 2022 Ocak itibarıyla aylık ortalama 99,7 dolar/Mwh olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2021 son çeyreğinde Avrupa'da doğalgaz sıkıntısı yaşanınca LNG talebi artmıştır. Bu durum LNG fiyatlarını artırırken Türkiye'de LNG'den üretilen elektriğin maliyeti yükselmiştir. Ayrıca Türkiye'de elektrik üretiminin önemli bir kısmı ithal kömür ve doğalgazdan elde edilmektedir. Son dönemde artan dolar bazlı kömür, doğalgaz ve LNG fiyat artışına paralel dolar bazlı elektrik fiyatları da önemli bir sıçrama yaşamıştır. Kurdaki yükseliş de PTF fiyatlarındaki artışı desteklemiştir. Bireysel elektrik tüketiminde de önemli fiyat artışları olması bu durum ile ilgilidir. Artan enerji maliyetleri düşünüldüğünde gelecekte özellikle sanayi şirketleri kendi elektrik üretimleri için güneş elektrik santrallerine olan talebi artırarak MW başı fiyatların yükselmesini sağlayabileceklerdir. 2021 Ocak sonu itibarıyla 100 dolar/mwh seviyesinde seyreden PTF fiyatlarının gelecekte daha da artacağı beklenmektedir.

Giderlerin gelişimi. 2022 yılında tam kapasite ile çalışması beklenen biyokütle için Mw başına tüketilen tavuk altlığının 2,1 ton olarak projeksiyonda gerçekleşmesi öngörülmüşken ton başı fiyatın 2 dolar olacağı varsayılmıştır. Şirket ile hammadde tedarikçileri arasında yapılan sözleşmenin 5 yılı kapsadığı ve fiyatın 2 dolar olarak sabitlendiği görülmüştür. Şirket çiftliklere hammadde için ödeme yapmanın yanı sıra çiftliklerin temizlenmesi ve tavuk altlığının lojistiğini de gerçekleştirdiği için çiftliklerin düşük ve sabit fiyatı rahatlıkla kabul ettiği ifade edilmiştir. 2021 yılının sonunda devreye giren yasa ile sistem kullanım bedelindeki önemli artış projeksiyonda gesler için dikkate alınmıştır. Bağımsız denetimden şirket bazlı amortismanlar temin edilmiş ve santrallerin kuruluşundan yenileme yatırıma kadar olan dönem için VUK bazlı amortismanlar modellenmiştir. Yenileme yatırımı yapıldığında ise mevcut amortisman sıfırlanmış ve VUK süreleri dikkate alınarak veri modellenmiştir. Ek olarak Şirket'ten temin edilen bakım onarım, kira, nakliye giderleri, yönetim-işletim giderleri, diğer giderler ve genel yönetim giderleri projeksiyonda dikkate alınmıştır. Projeksiyonda elektrik fiyatları YEKDEM süresince sabit tutulurken YEKDEM sonrası beklenen PTF fiyatına göre santral bazlı belirlenmiştir. Heslerin 2023 yılında yekdemden çıkarak piyasaya elektrik satacağı varsayılmıştır.

Vergi avantajı. Ana Şirket'in altındaki şirketlerde VUK bilançoda yer alan son 5 yıllık geçmiş yıl zararlarının vergi avantajı olarak kullanılacağı varsayılmıştır.

Yatırım gelişimi. 2022 ve 2023'te devreye girecek hibrit gesler için 12,5 mn dolar yatırım yapılacağı varsayılırken tüm santraller için 2040-2046 yılları arasında toplamda 23,6 mn dolar yenileme yatırımı modellenmiştir. Hibrit gesler için yenileme yatırımı enerji nakil hattı gerektirmediği için MW başı 500 bin dolar olarak belirlenirken 25. yıldaki yenileme yatırımında MW başı yenileme yatırımının 200 bin dolar olacağı varsayılmıştır. Hesler için 25. yılda yenileme yatırımı MW başı 175 bin dolar olarak belirlenirken biyokütle için MW başı yenileme yatırımının 200 bin dolar olacağı ve kazan ve türbin maliyetini içereceği varsayılmıştır.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** 2030 vadeli devlet tahvilinin getirisi alınmıştır.
 - Piyasa risk primi: %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1,09 Hamada denkleminde göre yurtiçi benzerlerden hesaplanmıştır.
 - **Özsermaye Maliyeti:** Risksiz Getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan Sermaye Maliyeti 2021 yılı için %13,70,

- **Borçlanma Maliyeti:** Borçlanma Maliyeti, Uzun vadede risksiz getiri +%0,5 % 8 alınmıştır
 - **Borç Oranı:** 2021/09 mali verileri kullanılırken toplam finansal borçların, finansal borçlar ile özkaynakların toplamına oranı (Borç Oranı) %50,3 seviyesindedir.
 - **Vergi;** Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
- Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti'nin Özkaynak - Finansal Borç oranlarına göre ağırlıklandırılmasıyla Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 2021 yılı için %21,3 hesaplanmaktadır.

İşletme sermayesi: GES ve HES'lerde ticari alacak gün süresinin 45 gün olacağı varsayılırken ticari borç gün süresinin 30 gün olacağı yönetim tarafından beyan edilmiştir. Stok gün süresi ise söz konusu santraller için geçerli değildir. Ticari alacak ve ticari borç gün süresinin biyokütle santralleri için de GES ve HES'lerle aynı olacağı beklenirken stok gün süresinin 100 gün olacağı tahmin edilmektedir. Şirket yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösterdiği için önemli bir işletme sermayesi ihtiyacına sahip değildir. Kısa vadeli finansal borç kullanılmaması da bu durumu desteklemektedir. YEKDEM'de fiyat sabit olmakla birlikte tamamlanan ay sonrası 15 gün sonra ödeme gerçekleşmektedir. Çiftliklerden alınan tavuk altlığı çiftliklerin söz konusu maddeden temizlenmesi ve lojistiğinin sağlanması amaçlı çiftliklerin tercih ettiği bir durum olarak beyan edilmektedir. Yönetime göre stok gün süresi hammadde için 100 gün olarak beklenmektedir. İşletme sermayesi/net satış rasyosu 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla %7,6, %-1,2 ve %2 olmasına rağmen projeksiyon döneminde %5,9-%8,6 bandında dalgalanacağı modellenmiştir.

Sonuç olarak; İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi 65,1 mn dolar değer. Santral bazında nakit akışı Şirket yönetimi tarafından tedarik edilirken yönetim ile beklentiler tartışılmıştır. Santrallerin lisans ve faydalı ömür süreleri dikkate alınarak 2066 yılına nakit akışı modellenmiştir. Mevcut kurulu güç 95 MW olup biyokütle santrali 2021 yılında deneme üretimine başlamış ve üretime katkısı oldukça düşük kalmıştır. 2022 yılı ile birlikte biyokütleden sağlanacak tam kapasite üretime ek olarak 2022-2023 yıllarında 2 HES ve biyokütle üzerine kurulacak hibrit GES ile atıl kapasitenin daha verimli kullanılması ve özellikle biyokütle santralinde santral ömrünün uzatılarak nakliye maliyetlerinin azaltılması hedeflenmektedir. Hibrit güneş elektrik santralleri ile birlikte toplam kurulu güç 2023'te 120 MW'a ulaşacaktır. Söz konusu hibrit GES'lerin üretime olan katkısına ek olarak ilave yatırım maliyetleri de modelde dikkate alınmıştır. Güneş elektrik santralleri için kabul tarihinden itibaren 25 yıl boyunca panellere garanti verildiği yönetim tarafından beyan edilmiştir. Bununla birlikte 25. yılda yapılacak yenileme yatırımı ile mevcut bağlantı haklarının kullanıma açık olduğu ifade edilmiştir. YEKDEM sonrası piyasa takas fiyatının (PTF) %15 altından elektrik satışına izin verilmesi sonrası GES'ler için 49 yıllık proje süresinin yenileme yatırımı yapılması şartı ile geçerli olacağı varsayılmıştır. Lisanslı elektrik üretimi yapan biyokütle ve HES'ler için ise kabul tarihinden sonraki 49 yıllık lisans süresine göre nakit akışı oluşturulmuştur.

Halka Arz Değeri

Şirket tarafından yapılan analizde, 2021 yılının son çeyreğinde kurda ve enflasyonda başlayan sert hareket birçok şirket için 2021/09'daki özkaynak, aktif ve EBITDA büyüklüklerini önemsiz kılmaktadır. Şirketler yılsonu yeniden değerlemeleri ile yeni ortamda aktif ve özkaynaklarının gerçek değerini ortaya koymak istemektedir. Aynı şekilde fiyatlarda görülen yüksek artışlar son 4 çeyrek verileri yerine 2022 yılı EBITDA'sını şirketler için gösterge kılmaktadır. 2021 yılının ikinci yarısında pandemik etkinin azalmasının PTF fiyatlarına yansıtacağı beklenirken artan kur ortamında TL bazlı EBITDA için önemli bir büyüme gerçekleşecektir. Buna ek olarak biyokütle yatırımının finansal borca cari durumda

etkisi olmasına rağmen tam randımanlı çalışmasının beklendiği 2022 yılında EBITDA için daha normalize bir dönem beklenmektedir. Sonuç olarak İNA, piyasa çarpanları ve EV/Kurulu Güç yaklaşımlarına eşit ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Dolar bazlı değer rapor tarihi olan 27 Ocak 2022 tarihli Dolar/TL kurundan çevrilmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mUSD)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	65,1	33%	1,78
Yurtdışı Benzerler	103,5	33%	2,82
EV/MW	82,1	33%	2,24
Hedef Değer	83,5	100%	2,28
Halka Arz	-20%		
Adil Değer (USD)	66,7		
Adil Değer (TL)	910		1,82
Değer Çarpanları	2021/09 4Ç	2022T	
EV/EBITDA	19,2	10,2	
EV/MW	1,9	1,6	
EV/Net Satış	10,7	m.d.	
PD/DD	1,4	m.d.	

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 1,82 halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan iskontoların makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Hun Enerjinin'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber indirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. 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. Hun Enerji özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Hun Enerji'in çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır.
- İfo Yatırım tarafından Hun Enerji'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt dışında faaliyet gösteren seçilmiş şirketlerinin Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA) çarpanı kullanılmıştır. Çarpan analizinde kullanılan benzer şirket sayısının artırılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.

- Firma Değeri/Kurulu Güç (FD/MW) oranının kullanılmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendirmekle birlikte BIST güncel çarpanlarının da dahil edileceği bir değerlendirme yaklaşımının kullanılmanın daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Yurtdışı elektrik piyasası dinamikleri ile yurtiçi dinamiklerinin birbirinden farklı olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. Çarpan analizinde hem yurt içinde hem de yurt dışında benzer şirketlerin çarpanlarının kullanılmasının daha uygun olacağı görüşündeyiz.
- Şirket bünyesindeki biyokütle santralleri 2021 yılında faal olmamasına rağmen santrallerin inşası için kullanılan finansman kredileri bilançoda yer almaktadır. Bu nedenle EV/EBITDA 4Ç çarpanına göre yapılacak bir değerlendirme makul olmayacaktır. Bu durumun önüne geçebilmek adına biyokütle santrallerinin EBITDA'ya katkısının 2022 yılında kendisini gösterecek olmasından dolayı yurtdışı benzer şirketlerin sadece EV/EBITDA 22T çarpanları ile değer tespiti yapılmıştır. Biyokütle santralleri 2021 yılında faal olmamasına rağmen santrallerin inşası için kullanılan finansman kredileri bilançodan çıkartılıp bir değer hesaplanıp 2021 için de sunulabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2066 yılları için projekte edilmiş olması makuldür. 2021 Ocak sonu itibarıyla 100 dolar/mwh seviyesinde seyreden PTF fiyatlarının geçtiğimiz yıllarda 40-50 dolar/MWh bandında seyretmiş olduğu gerçeği göz önünde bulundurulduğunda fiyatların düşme ihtimali santral değerlerini aşağı çekebileceği gibi gelecekte tahmin edilenin de üzerinde seyretmesi tam tersi etkide bulunacaktır. Bu sebeple elektrik fiyatlarındaki dalgalanmaların değerlemeyi etkileyebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Risksiz getiri oranı hesaplanırken, projeksiyon dönemiyle uyumlu olacak şekilde, 2030 vadeli devlet tahvilinin getirisi alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Sermaye Maliyeti, 2021 yılı için, Risksiz Getiri Oranı üzerine 5,5 puan risk primi eklenerek %13,70 olarak hesaplanmıştır. Beta 1,09 olarak kabul edilmiştir. Borç Oranı %50,3 olarak kabul edilmiştir (2021/09 mali verilerine göre finansal borçlar kullanılmıştır). AOSM 2021 ve devam eden yıllar için %10,3 olarak hesaplanmıştır.
- Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.
- Uygulanan iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak yukarıdaki çekincelerimizin saklı kalması şartı ile birlikte, Hun Enerji'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 1,82 TL pay başı talep toplama fiyatının, İNA'da 2021-2066 arasında öngörülen gelir-gider-nakit akım varsayımlarının gerçekleşeceği varsayımı altında, makul olduğu kanaatindeyiz.