

Halka Arz fiyatlarının belirlenmesine esas alınan varsayımlar ile gerçekleştirmelerin değerlendirilmesi:

Akfen Holding A.Ş.'nin ("Akfen Holding") halka arz fiyat aralığı tespitine esas olan Akfen Holding değerlemesinde, İndirgenmiş Nakit Akımı ("INA") yöntemine göre parçaların toplamı metodu kullanılmıştır. Halka arz aracı kurumu İş Yatırım Menkul Değerler ("İş Yatırım") tarafından parçaların toplamı yöntemi ile, Akfen Holding'in bünyesinde bulunan her bir şirketin İNA analizi ile özkaynak değeri 3 farklı senaryo için (kötümser, temel ve iyimser) ayrı ayrı hesaplanmış, daha sonra Akfen Holding'in bu şirketlerdeki sahiplikleri oranında özkaynak değerleri toplanarak Akfen Holding'in net aktif değer aralığı hesaplanmıştır. Seçilen değerlendirme yöntemi neticesinde, Akfen Holding'in piyasa değeri 1,15-1,59 milyar ABD doları olarak takdir edilmiştir. 12.50 TL olarak gerçekleşen Halka Arz fiyatı ile değerlendirme çalışması sonucunda takdir edilen piyasa değer aralığı karşılaştırıldığında, Halka Arz fiyatının, kötümser senaryolar ile hesaplanmış piyasa değerinin üzerine ilave holding ve halka arz iskontosu uygulanarak ulaşılan piyasa değerine tekabül ettiği görülmektedir^(*).

Bu çerçevede Akfen Holding'in İş Yatırım tarafından yapılan INA değerlemesine esas teşkil eden temel varsayımlar ve bu varsayımların şirketler bazında gerçekleştirmelerinin değerlendirildiği açıklamalar aşağıda sunulmuştur.

^(*) Kaynak: İş Yatırım Akfen Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu sayfa 4
<http://www.kap.gov.tr/yay/Bildirim/Bildirim.aspx?id=114927>

TAV Havalimanları Holding:

TAV Havalimanları Holding İNA değerlendirme çalışmasına esas teşkil eden yolcu sayısı büyüme varsayımı ile gerçekleştirmeler karşılaştırıldığında; İş Yatırım projeksiyonlarında 2010, 2011 ve 2012 yılları arası yıllık ortalama %7 büyüme ile 2012 yılı yolcu sayısının 52.6 milyon^(*) seviyelerine ulaşacağı öngörülmüş olup, aynı dönemin gerçekleşen yolcu sayıları yıllık ortalama %23 artış ile 2012 yılında 71.5 milyona ulaşmıştır^(**). Gerçekleşen yolcu rakamlarının İş Yatırım projeksiyonlarının üzerinde oluşmasında TAV Havalimanları Holding'in organik ve inorganik büyümesini güçlü şekilde devam ettirmesi önemli rol oynamıştır. 2012 yılında şirketin portföyüne eklenen Medine Havalimanı^(***) ve İzmir Adnan Menderes Havalimanı İç Hatlar Terminali^(***) İş Yatırım projeksiyonlarında yer almamaktadır.

^(*) Kaynak: İş Investment IPO Report sayfa 29, Tablo 20

^(**) Kaynak: (i) Aralık 2011 TAV Havalimanları Holding Yolcu & Trafik Raporu sayfa 1
http://www.tavyatirimciliskileri.com/tr-TR/Documents/aralik_2010_Trafik.pdf
(ii) Aralık 2012 Akfen Holding Operasyonel Performans Raporu sayfa 3,
http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_holding_aylik_rapor_aralik%202012.pdf

^(***) Kaynak: Ocak 2012 ve Temmuz 2012 Akfen Holding Operasyonel Performans Raporları sayfa 2.
http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_Holding_Aylik_Rapor_Ocak_2012.pdf
http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_Holding_Aylik_Rapor_Temmuz_2012.pdf

Mersin Uluslararası Limanı:

Mersin Uluslararası Limanı İNA değerlendirme çalışmasına esas teşkil eden, Mersin Limanı'nda konteyner talebi artışının Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) artışına oranı varsayımı ile gerçekleştirmeler karşılaştırıldığında; İş Yatırım projeksiyonlarında 2010-2020 yılları arası konteyner talebinin GSMH artışının 1.5^(*) katı olacağı öngörülmüş olup, aynı dönemin gerçekleştirmelerine bakıldığında konteyner talebi artışı GSMH'nin 1.9^(**) katı olmuştur. Gerçekleşen konteyner talebi rakamlarının İş Yatırım projeksiyonlarının üzerinde oluşmasında en önemli etkenler Türkiye'nin ve bölgenin ticaret hacmindeki büyüme ve limanın kapasitesi ve operasyonel verimliliğini artırılmasına yönelik yatırımlardır. İş Yatırım projeksiyonlarında Limanın maksimum kapasitesi olan 4,2 milyon TEU'ya^(***) 2026 yılında ulaşacağı öngörülmüş olup limanın 2012 yılındaki ulaştığı konteyner elleçleme kapasitesi 2 milyon TEU'dur.^(****)

^(*) Kaynak: İş Yatırım Akfen Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu sayfa 2
<http://www.kap.gov.tr/yay/Bildirim/Bildirim.aspx?id=114927>

^(**) Kaynak: (i) 2010 yılı elleçlenen toplam konteyner sayısı, Akfen Holding Ocak-Şubat 2011 Operasyonel Performans Raporu, sayfa 3, [http://www.akfen.com.tr/doc/AkfenHolding-%28Ocak-Şubat%292011-Rapor.pdf](http://www.akfen.com.tr/doc/AkfenHolding-%28Ocak-Subat%292011-Rapor.pdf)
(ii) 2012 yılı elleçlenen toplam konteyner sayısı Aralık 2012 Akfen Holding Aylık Performans Raporu sayfa 3
http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_holding_aylik_rapor_aralik%202012.pdf
(iii) TUIK Ulusal Hesaplar GSYH istatistikleri (2012 yılı GSYH büyümesinin %2.8 seviyelerinde gerçekleşeceği varsayılmıştır)

^(***) Kaynak: İş Yatırım Akfen Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu sayfa 2
<http://www.kap.gov.tr/yay/Bildirim/Bildirim.aspx?id=114927>

^(****) Kaynak: 30 Eylül 2012 Akfen Holding Ara Dönem Faaliyet Raporu sayfa 11'de 1.8 milyon TEU kapasiteye ulaştığı beyan edilmiş olup, liman 2012'nin son çeyreğinde 2 milyon TEU elleçleme kapasitesine ulaşmıştır. Ulaşılan yeni kapasitenin bildiri 2012 yıl sonu faaliyet raporunda yapılacaktır.
http://akfen.com.tr/doc/AKFEN_HOLDING_FAALİYET_RAPORU_30092012.pdf

TAV Yatırımlar Holding (TAV İnşaat):

TAV İnşaat' İNA değerlendirme çalışmasına esas teşkil eden, değerlendirme çalışması tarihi itibarıyla şirketin proje büyüklüğü ve yeni eklenmesi öngörülen 4 proje^(*) ile gerçekleştirmeler karşılaştırıldığında; ; İş Yatırım projeksiyonlarında şirketin portföyüne eklenmesi öngörülen 4 projeden, 2'si (Makedonya Üsküp ve Ohrid Havalimanları) şirketin portföyüne eklenmiş olup, İş Yatırım projeksiyonlarında eklenmesi öngörülen diğer 2 proje (Kuveyt Uluslararası Havalimanı, Uman Muscat Uluslararası Havalimanı MC-3 İnşaat işleri) şirketin portföyüne eklenmemiştir. Kuveyt projesinin ihalesi iptal edilmiş olup Uman Muscat projesinin ihalesini farklı bir şirket kazanmıştır. Ancak, İş Yatırım değerlendirme çalışmasında eklenmesi öngörülen yeni projeler ile birlikte şirketin devam eden projelerinin toplam proje büyüklüğü (backlog) yaklaşık 2,3 milyar ABD doları öngörülmüş olup, 30 Eylül 2012 tarihi itibarıyla şirketin devam eden projelerinin toplam sözleşme büyüklüğü 2.8 milyar ABD dolarıdır^(**). Şirketin öngörülenin üzerinde proje büyüklüğüne ulaşmasındaki en önemli etkenler, Medine Uluslararası Havalimanı, King Abdul Aziz Havalimanı Abu Dhabi Orta Terminal Binası ihalelerinde kazandığı başarılı sonuçlardır.

^(*) Kaynak: İş Yatırım Akfen Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu sayfa 2
<http://www.kap.gov.tr/yay/Bildirim/Bildirim.aspx?id=114927>

^(**) Kaynak: 30 Eylül 2012 Akfen Holding Ara Dönem Faaliyet Raporu sayfa 8
http://akfen.com.tr/doc/AKFEN_HOLDING_FAALİYET_RAPORU_30092012.pdf

akfen
Holding A.Ş.
Koza Sokak No: 22 G.Ç. Pafta 06700 Ankara
Tel: 0312 408 10 00 Tlx. No: 145672
V.D. Cumhuriyet - V. No: 028 007 8855

Akfen Hidroelektrik Santraller (“Akfen HES”):

Akfen HES İNA değerleme çalışmasına esas teşkil eden üretilen elektrik miktarı ve elektrik fiyatı projeksiyonları ile gerçekleştirmeler karşılaştırıldığında; İş Yatırım projeksiyonlarında Akfen santrallerinin 2010, 2011 ve 2012 yılı toplam elektrik üretimi sırasıyla 22, 515 ve 986 GWh^(*) mertebelerinde öngörülmüş olup, aynı dönemin gerçekleşen elektrik üretimleri 7, 226 ve 414 Gwh^(**) seviyelerinde oluşmuştur. Gerçekleşen elektrik üretim rakamlarının İş Yatırım öngörülerinin altında oluşmasının başlıca nedenleri, hidroelektrik santrallerin geç devreye alınması, heyelan ve aşırı kış koşulları gibi beklenmeyen doğa olayları nedeniyle hidroloji hesaplarına dayalı projeksiyonlarda oluşan sapmalardır. İş Yatırım’ın elektrik fiyatı projeksiyonlarında^(***) 2010 yılında 5,8 Avro sent seviyesinden 2017 yılında 8,4 Avro sent’e yıllar itibariyle yükseleceği varsayılmış olup, Akfen santrallerinin satışa esas elektrik fiyatı 2010 yılında 6.8 Avro sent seviyesinden 2012 yılında 5.75 Avro sent seviyelerine gelmiştir.

^(*) Kaynak: İş Investment IPO Report sayfa 75, Tablo 32 ve sayfa 80 Senaryo Analizleri “Bear” Senaryo notu.

^(**) Kaynak: Aralık 2012 Akfen Holding Aylık Performans Raporu sayfa 6
http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_holding_aylik_rapor_aralik%202012.pdf

^(***) Kaynak: İş Yatırım Akfen Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu sayfa 2
<http://www.kap.gov.tr/yay/Bildirim/Bildirim.aspx?id=114927>

Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (“Akfen GYO”)

Akfen GYO İNA değerleme çalışmasına esas teşkil eden, faaliyete geçen otel sayıları ve ortalama oda fiyatları projeksiyonları ile gerçekleştirmeler karşılaştırıldığında; 2010,2011 ve 2012 yılları projeksiyonlarda faaliyette olan otel sayıları toplamı sırasıyla 9, 13 ve 16 öngörülmüş olup^(*), aynı dönemin faaliyete olan otel sayısı gerçekleştirmeleri sırasıyla 10, 11 ve 13’dür^(**). Faaliyete geçen otel sayılarının projeksiyonun altında oluşmasının nedeni, planlama aşamasında olan otel projelerinde yapılan değişiklikler ve devam eden otel inşaatlarının faaliyete alınmasında yaşanan gecikmelerdir. İş Yatırım’ın Avro bazında oda fiyatı projeksiyonlarında yıllık %4 artış öngörülmüş olup^(***), 2010 ve 2012 yılları arasında Avro bazında oda fiyatı artışı yıllık ortalama %5 seviyelerinde gerçekleşmiştir.^(****)

^(*) Kaynak: İş Investment IPO Report sayfa 85 tablo 113 ve sayfa 86 tablo 114

^(**) Kaynak: Aralık 2012, Aralık 2011 ve Ocak-Şubat 2011 Akfen Holding Aylık Performans Raporları Akfen GYO tabloları
http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_holding_aylik_rapor_aralik%202012.pdf
http://www.akfen.com.tr/doc/Aylik_Raporlama_Aralik_KAP.pdf
<http://www.akfen.com.tr/doc/AkfenHolding-%28Ocak-Subat%292011-Rapor.pdf>

^(***) Kaynak: İş Yatırım Akfen Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu sayfa 2
<http://www.kap.gov.tr/yay/Bildirim/Bildirim.aspx?id=114927>

^(****) Aralık 2012 Akfen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Aylık Yatırım Raporu sayfa 5 (Türkiye&Rusya Ana Toplam İcmal Tablosu) http://www.akfengyo.com.tr/doc/2012/AKFEN_GYO_aylik_rapor_ARALIK_2012.pdf

Akfen İnşaat:

Akfen İnşaat İNA değerleme çalışmasına esas teşkil eden varsayımlar, değerleme çalışması tarihinde şirketin devam eden projeleri ile grup içi planlanan otel ve hidroelektrik santral projelerini toplam sözleşme değerleridir^(*). Akfen İnşaat grup içi planlanan otel ve hidroelektrik santral projelerinin inşaatlarına devam etmektedir.^(**)

^(*) Kaynak: İş Investment IPO Report sayfa 68

^(**) Kaynak: Aralık 2012 Akfen Holding Aylık Performans Raporu sayfa 6
http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_holding_aylik_rapor_aralik%202012.pdf

Akfen Su:

Akfen Su İNA değerleme çalışmasına esas teşkil eden varsayımlar, Güllük İmtiyaz projesi faturalanan su miktarı ve Dilovası Yap-İşlet-Devret projesi arıtılan atıksu miktarı projeksiyonlarıdır. Güllük İmtiyaz projesi süresi boyunca faturalanan su miktarının yıllık ortalama % 4.5 artacağı projekte edilmiş olup^(*), 2010 ve 2012 yılları arasında gerçekleşen yıllık ortalama artış %6.1 seviyelerindedir^(**). Dilovası Yap-İşlet-Devret projesi tesiste arıtılan atıksu miktarının proje süresi boyunca yıllık ortalama % 4.5 oranında büyüyeceği öngörülmüş olup^(*), tesiste 2012 yılında arıtılan su miktarı bir önceki seneye göre %4.3 oranında artmıştır^(***). Dilovası tesisi, halka arz değerleme raporunda öngörüldüğü üzere, 2010 yılının Temmuz ayında faaliyetlerine başlamıştır.^(****)

^(*) Kaynak: İş Yatırım Akfen Holding A.Ş. Halka Arz Değerleme Raporu sayfa 2
<http://www.kap.gov.tr/yay/Bildirim/Bildirim.aspx?id=114927>

^(**) Kaynak: Ocak 2013 ve Ocak-Şubat 2011 Akfen Holding Aylık Performans Raporları Akfen Su tabloları (sayfa 5)
<http://www.akfen.com.tr/wp-content/uploads/2013/02/Akfen-Holding-Ayl%C4%B1k-Rapor-Ocak-2013.pdf>
<http://www.akfen.com.tr/doc/AkfenHolding-%28Ocak-Subat%292011-Rapor.pdf>

^(***) Kaynak: Aralık 2012 Akfen Holding Aylık Performans Raporu sayfa 6
http://www.akfen.com.tr/doc/Akfen_holding_aylik_rapor_aralik%202012.pdf

^(****) Kaynak: İş Investment IPO Report sayfa 91 ve 30 Eylül 2010 Akfen Holding Ara Dönem Faaliyet Raporu sayfa 13 (Not: Tesis Mayıs ayında operasyona geçmiş olup 2 ay zorunlu test süreci sonunda Temmuz 2010 tarihinde faaliyetlerine başlamıştır)
<http://www.akfen.com.tr/doc/AkfenHolding-30092010-SPK-Raporu.pdf>

Genel Not: Kaynak kısımlarında atıfta bulunulan Akfen Holding Aylık Performans Raporları şirketin internet sitesi ile beraber KAP sistemine de yüklenmektedir.