

# **Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.**

**FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

**Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**14.01.2025**

## 1-) Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal veriler, Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) açıklanan Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ayrıca 27.11.2024 tarihli Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Hazırlanmış olan bu rapor açıklanan Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin halka arzına ilişkin, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmamasına yönelik bir tavsiye ya da teklif değildir. Bu rapor, sadece Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü kapsamaktadır. Yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2-) Halka Arza İlişkin Bilgiler

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 569.742.750 TL olup 1,00 TL değerinde 569.742.750 adet paydan oluşmaktadır. Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 113.948.550 adedi A Grubu nama yazılı ve 455.794.200 adedi B Grubu hamiline yazılı paylardan oluşmaktadır. Şirket'in çıkarılmış sermayesinin tamamı (%100) Akfen Holding'e aittir. Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 569.742.750 TL'den 636.584.078 TL'ye artırılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 66.841.328 TL nominal değerli 66.841.328 adet B grubu pay ile ihraççı'nın mevcut ortağı, Halka Arz Eden Pay Sahibi Akfen Holding A.Ş.'ye ait olan toplamda 28.646.284 TL nominal değerli 28.646.284 adet B grubu payın halka arzı gerçekleştirilecektir. Halka arz edilen payların nominal değeri 95.487.612 TL olup, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %15,00'tir. Halka arz fiyatı 38,70 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 3.695.370.584 TL olarak hesaplanmaktadır. Talep toplama işlemi 15.01.2025 – 17.01.2025 tarihleri arasında "Borsadan Satış – Sabit Fiyat Talep Toplama ve Satış" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem görecektir. Şirket 1 yıl boyunca payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını taahhüt etmişlerdir. Şirket ortakları ise 180 gün boyunca payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren paylarını satmama taahhüdü vermektedir.

Talep Toplama Tarihleri	15.01.2025-17.01.2025
Halka Arz Fiyatı	38.70 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım (Yurt içi Bireysel Yatırımcı için)
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	569.742.750 TL
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	95.487.612 Lot (66.841.328 Nominal Sermaye Artışı) (28.646.284 Nominal Ortak Satışı)
Halka Açıklık Oranı	15,00%
Borsada İşlem Görecek Pazar	Yıldız Pazar
Tahsisatlar	%40 Yurt içi Bireysel Yatırımcı, %10 Yüksek Başvurulu Yatırımcı, %29,50 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı, %20 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı, %0,50 Şirket Çalışanları
Verilen Taahhütler	Şirket; 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını; Ortaklar; 180 gün boyunca halka arz fiyatının altında borsadan borsa dışında satmama taahhüdü vermiştir.
Fiyat İstikrarı Amacıyla Sağlanan İşlemler	Planlanmamaktadır.
Katılım Endeksine Uygunluk	Uygun Değildir

### 3-) Şirkete İlişkin Özet Bilgiler

Şirket, Ankara Ticaret Sicili'ne 06.10.1986 tarihinde Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Limited Şirketi unvanıyla tescil edilmiş ve süresiz olarak kurulmuştur. Şirket, limited şirketten anonim şirkete tür değiştirmiş ve anonim şirket esas sözleşmesi Ankara Ticaret Sicili nezdinde 02.01.1989 tarihinde tescil edilerek TTSG'nin 04.01.1989 tarih ve 2181 sayılı nüshasında ilan edilmiştir. Bu tür değişikliği kapsamında Şirket'in yeni unvanı Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret Anonim Şirketi olmuştur.

Şirket'in faaliyetlerinin önemli bölümü Kamu Özel İşbirliği ("KÖİ") modelindeki işlettiği şehir hastanelerinden oluşmakta olup, Şirket, gayrimenkul, yurt işletmeciliği ve taahhüt alanlarında da faaliyet göstermektedir.

Halihazırda Türkiye'de KÖİ modeli kapsamında faaliyette olan 18 adet şehir hastanesinin 3 tanesi Şirket'in bağlı ortaklıklarının işletmesi altındadır. Hastanesi'nin inşaatını tamamlayarak işletmeye atan Şirket, Isparta, Eskişehir ve Tekirdağ illerinde olmak üzere 3 adet şehir hastanesi yapımını ve işletmesini üstlenmiştir. Hastanelerde bulunan toplam yatak adetleri izahname tarihi itibarıyla Isparta için 845, Eskişehir için 1150 ve Tekirdağ için 605'tir.

Şirket, kuruluşundan itibaren geçen 37 yılda çeşitli sektör ve konumlarda inşaatlar tamamlamıştır. Akfen Yenilenebilir tarafından işletilenler de dahil 19 adet HES inşaatını tamamlamış olup; Şirket'in inşaatını tamamlamış olduğu HES'lerin toplam kurulu kapasitesi 268 MW'tır. Şirket, Akfen GYO bünyesinde Türkiye ve KKTC'de bulunan aşağıda detaylarına yer verilen 16 şehir otelinin inşaatını da tamamlamış olup, Şirket'in tamamlamış olduğu projeler arasında Loft konsepti ile Bodrum'da yer alan 36 adet villadan (92 oda, 184 yatak kapasitesi) oluşan tatil köyü (Bodrum Loft) da bulunmaktadır.

### Şirketin Sermaye Yapısı

Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Akfen Holding A.Ş.	A	113.948.550	20,00%	Akfen Holding A.Ş.	A	113.948.550	17,90%
	B	455.794.200	80,00%		B	427.147.916	67,10%
Halka Açık Kısım	B	-	-	Halka Açık Kısım	B	95.487.612	15,00%
<b>Toplam</b>		<b>569.742.750</b>	<b>100,00%</b>	<b>Toplam</b>		<b>636.584.078</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

### 4-) Özet Finansal Tablolar

Gelir Tablosu-Bin TL					
TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Hasılat	2.434.418	2.127.722	3.186.220	2.281.579	5.266.544
Satışların Maliyeti	-2.216.729	-2.178.469	-3.257.860	-2.302.307	-4.782.193
Brüt Kar	217.689	-50.747	-71.640	-20.728	484.351
Genel Yönetim Giderleri	-254.992	-243.481	-306.585	-223.559	-276.996
Pazarlama Giderleri	-25.987	-23.519	-27.781	-22.230	-16.544
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	26.616.162	13.849.615	24.688.848	18.938.254	11.874.626
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-81.799	-153.783	-466.554	-205.981	-285.372
Vergi Öncesi Kar	26.471.073	13.378.085	23.816.288	18.465.756	11.780.065
Dönem Kar Zararı	2.277.685	2.136.242	2.765.205	1.093.289	80.068
<b>Bilanço (TL)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024/09</b>	
Toplam Dönen Varlıklar	7.323.301	6.005.194	6.553.051	7.123.580	
Toplam Duran Varlıklar	48.483.148	39.620.046	39.637.380	35.884.015	
Toplam Varlıklar	55.806.449	45.625.240	46.190.431	43.007.595	
Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.006.483	5.389.843	6.465.663	7.370.021	
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33.046.692	23.621.085	20.428.454	16.261.192	
Toplam Özkaynaklar	15.753.274	16.614.312	19.296.314	19.376.382	

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

## 5-) Değerlemeye İlişkin Özet Bilgiler

Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hazırladığı fiyat tespit raporu incelenmiştir. İnceleme sonuçları aşağıda yer almaktadır. Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. pay halka arzı kapsamında pay başına halka arz fiyatının tespiti için Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirlenen gelir yaklaşımları – indirgenmiş nakit akışları ve çarpan yöntemi kullanılmıştır.

### 5.1-) Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Akfen İnşaat'ın şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler son 12 aylık bilanço ve gelir tablosu verileri kullanılmıştır. Şirket ile birebir benzer faaliyetlere sahip yurt içinde halka açık bir şirkete rastlanmamıştır. Bu nedenle çarpan analizinde yurt içi şirketlerin kullanılmasının uygun olmayacağı değerlendirilmiştir. Yurt dışında ise, Şirket'in i) Kamu Özel İşbirliği modeliyle işletilen hastane yatırımlarının olması nedeniyle imtiyaz işleri alanında faaliyet gösteren şirketler ve ii) taahhüt faaliyetinin olmasının yanı sıra çeşitli gayrimenkullere de sahip olması nedeniyle iki grubu da kapsayan "Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler" araştırılmış ve yurt dışı benzer şirketler olarak Çarpan Analizi'nde kullanılmıştır. Genel piyasa uygulamaları göz önünde bulundurularak FD/FAVÖK çarpanı itibarıyla 5x'in altı ve 25x'in üstü, PD/DD çarpanı itibarıyla da 4x'ün üstü uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.

#### 5.1.1-) Yurt Dışı Benzer Şirketler: Seçilmiş Gayrimenkul Faaliyeti Olan Şirketler

Şirket'in Kamu Özel İş Birliği modeliyle işletilen hastane yatırımlarının finansal büyüklüğündeki payı dikkate alınarak yurt içinde sağlık sektöründe imtiyaz işleri alanında faaliyet gösteren bir şirket olmadığından Çarpan Analizi kapsamında sadece yurt dışı benzer şirketler kullanılmıştır. Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurularak, Çarpan Analizi kapsamında FD/Satış, FD/FAVÖK , PD/DD ve F/K çarpanları incelenmiş olup, Çarpan Analizi kapsamında Şirket'in sağlık, inşaat, yurt ve gayrimenkul sektörlerini içeren farklı sektörlerdeki farklı iş modellerini daha doğru bir şekilde yansıtması sebebiyle FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmiştir.

### 5.1.3-) Çarpan Sonuçları

Yurt içi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Bulunan Değer	
USD	Değer
FAVÖK	121.452.440
Yurt dışı Kamu Özel İşbirliği Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	13,6x
Yurt dışı Çeşitlendirilmiş Gayrimenkul Faaliyetleri Olan Şirketler Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	12,3x
Hesaplanan Firma Değeri	1.586.882.881
Net Finansal Borç (-)	-585.193.857
Hesaplanan Piyasa Değeri	1.001.689.024

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

### 5.2 -) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Şirket Değeri

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizinde 2024-2044 dönemlerine ilişkin projeksiyonlar kullanılmıştır. Şirketin satış tahminleri yurt içi ve yurt dışı satış fiyatı ön görülen USD enflasyonuna paralel olarak arttırılmıştır. Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %8.08 olarak hesaplanmıştır. Risksiz getiri hesabında Türkiye 10 yıllık USD cinsi tahvilin son 1 aylık getirisi olan %7.18 dikkate alınmıştır. Piyasa risk primi genel uygulama olan %5.50 kullanılmıştır. Sonuç olarak sermaye maliyeti %12.68'dir. Borçlanma maliyeti ise %7.56'dır.

Şirket Değer Hesaplaması	USD
2024/9-2044 Dönemi SNA Bugünkü Değeri	112.129.939
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	2,00%
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	34.255.053
Net Borç (-) (30.09.2024 itibarıyla)	34.299.258
<b>Piyasa Değeri (30.09.2024 itibarıyla)</b>	<b>112.085.734</b>
<b>Piyasa Değerinin Bugünkü Değeri</b>	<b>113.811.524</b>

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak değerlendirme çalışması kapsamında ilgili bölümlerde açıklanan Çarpan Analizi yöntemine %50, Toplama Yöntemi kapsamında ulaşılan Net Aktif Değer'e %50 ağırlık verilerek şirketin değeri 797.154.932 USD, 27.11.2024 tarihi itibarıyla 34,5728 USD/TL kuruna göre ise 27.559.878.019 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 22.047.902.415 TL seviyesinde Halka Arz iskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup, 30.09.2024 sonu itibarıyla 569.743.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı 38,70 TL olarak tespit edilmektedir.

#### Değerleme Sonuçları

Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri-USD	797.154.932
27.11.2024 TCMB Avro / Türk Lirası Alış Kuru	34,5728
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri-TL	27.559.878.019
Ödenmiş Sermaye	569.743.000
İskonto Öncesi Pay Başına Fiyat	48,37
İskonto Öncesi Pay Başına Fiyat	20%
<b>Halka Arz Fiyatı-TL</b>	<b>38,70</b>

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

## 6-) Sonuç

### **Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz**

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Akfen İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin fiyat tespit raporunun incelemesini gerçekleştirdik. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in değerini ortaya çıkarması açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Olarak;

- Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiğini düşünüyoruz.
- Çarpan analizinden hesaplanan değere %50,0 toplama yöntemi kapsamında ulaşılan Net Aktif Değer'e %50,0 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in özsermaye değerinin hesaplanmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminin net ve anlaşılır şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- FD/FAVÖK çarpan yönteminde, yurt dışı şirketlerinin kullanılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Sonuç olarak, yukarıda belirttiğimiz yorumlar ışığında, Şirket için %20,00 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 38,70 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

## Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Kuveyt Türk Yatırım”) tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlar da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri’ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım’ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşamaz.