



Akfen Holding A.Ş.

Revize Değerleme Raporu

Ünlü Menkul Değerler A.Ş.
26 Ocak 2016
Güncelleme: 30 Mart 2017



Ü N L Ü & C o

Gizli ve özeldir

Akfen Holding A.Ş.

Adres: Koza Sokak No:22 Gaziosmanpaşa Ankara 06700

Tarih: 26.01.2016 (güncelleme: 30.03.2017)

Bu rapor Akfen Holding A.Ş. ile Ünlü Menkul Değerler A.Ş. arasında imzalanan 23.12.2015 tarihli sözleşmeye istinaden Akfen Holding A.Ş.'nin 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla hisse değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. SPK'nın talebine istinaden 30.03.2017 tarihinde bu rapor aşağıdaki iki ana konuyu içerecek şekilde revize edilmiştir:

- Holding giderlerinin dağıtımına konu kısmı (Bilgi işlem, idari işler, insan kaynakları, kurumsal iletişim) 4 alt şirkete (Akfen İnşaat, Akfen HES, Akfen Altyapı, Enerji Üretim) yansıtılmıştır. Holding genel giderleri bu yansıtma oranında azaltılmış, alt şirketlerin genel giderleri dağıtım oranında artırılmış ve projeksiyon dönemi nakit akışı bu bazda revize edilmiştir
- Akfen Holding alt iştiraklerine gider dağıtımını yapmayı 2013 yılı itibarıyla bırakmıştır. Dolayısıyla bu revize raporda dağıtım yapılmayan 2013 – 2015 dönemi için değerlendirilme kapsamı dışındaki şirketlere dağıtım söz konusu olan giderler hesaplanmış bunlar değerlendirme raporu tarihi olan 31.12.2015 yılına ilgili yılın yıllık ortalama TRLIBOR oranı dikkate alınarak fazilendirilmiş ve proforma nakit yazılmış, dolayısıyla net varlık değeri de bu oranda artırılmıştır
- Hisse adedi göz önünde bulundurularak yapılan Adana İpekyolu ("AİY") değerlemesi sermayedeki pay oranları, azınlık ve likidite iskontoları dikkate alınarak DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. (Deloitte)'nin 17 Şubat 2017 tarihli değerlendirme raporuna göre revize edilmiştir
- AİY alımıyla ilgili Selim Akın'a ödenen bedelin USD24.600.000'den USD21.085.714'e revize edilmesi sebebiyle oluşan söz konusu değerlendirme farkı satın alım tarihi ve değerlendirme tarihi arasındaki dönemde ilgili yılın yıllık ortalama TRLIBOR oranı dikkate alınarak faizlendirilmiş ve bu bakiye de proforma nakit yazılmış, dolayısıyla net varlık değeri de bu oranda artırılmıştır

Değerleme çalışması Sermaye Piyasası Kurulu Seri: VIII, No:45 Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapılmıştır.

Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır. Çalışmada kullanılan ana varsayımlar ve çalışmanın sonuçları raporda ayrıntılı olarak yer almaktadır. Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Akfen Holding A.Ş. yönetimi tarafından hazırlanarak tarafımızın incelemesine sunulmuştur.

Değerleme çalışmasında görev alan danışmanlar konusunda uzman, bu değerlendirme çalışmasından alacağı ücret değerlendirme çalışmasının sonuçlarına hiçbir şekilde bağlı değildir. Bu projede çalışan danışman ve yöneticiler bağımsızlıklarını korumaktadırlar.

Bu rapor tarafımızın yazılı onayı olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoriteler dışında üçüncü şahıslara ve kurumlara gösterilemez ve gösterilmesi durumunda hiçbir sorumluluk kabul edilmez.

Tarafımız aşağıda sunulmuş olan raporun Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararına uygun olduğunu beyan eder.

"Sermaye Piyasası Kurulunca; Kurulun Seri: VIII, No: 35 Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ hükümleri saklı kalmak üzere gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmetinin;

- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne sahip;
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgesi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan;
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısı bulunan;
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan;
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunan (sözleşme değerlendirilecek şirket ile ilgili özet bilgileri, değerlendirme hizmetini gerçekleştirecek personeli ve tahmini değerlendirme hizmet süresini içermelidir),
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan, bağımsız denetim kuruluşları, bu kuruluşların üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan danışmanlık şirketleri, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesinin her ikisine birlikte sahip olan aracı kurumlar veya mevduat kabul etmeyen bankalardan biri tarafından yerine getirilmesine, değerlendirme yapacak kuruluşların yukarıda belirtilen niteliklere sahip olduklarına dair beyanlarına değerlendirme raporlarında yer vermelerine, bağımsız denetim kuruluşları tarafından yapılacak değerlendirme faaliyetinde bu kuruluşlarında denetimini üstlendikleri şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti veremeyeceklerine ve uygulamanın bu doğrultuda yönlendirilmesine karar verilmiştir."

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("**SPK**") 12 Kasım 2014 tarihli II – 27.2 sayılı "Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği" çerçevesinde ve Akfen Holding A.Ş.'nin ("**Akfen Holding**" veya " **Holding**") hakim ortaklıklarından birlikte hareket eden Hamdi Akın, Selim Akın, Akınısı Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş., Akfen Turizm Yatırımları ve İşletmecilik A.Ş. ve Akfen Altyapı Danışmanlık A.Ş. tarafından 23 Aralık 2015 tarihinde kamuoyuna yapılan açıklama uyarınca, Akfen Holding A.Ş. Yönetimi'nin isteği ile hazırlanmıştır.

Akfen Holding Yönetimi, Tebliğ çerçevesinde Akfen Holding hisselerinin piyasa değerinin belirlenmesine yönelik bir değerlendirme çalışması yürütülmesi ve bu doğrultuda bir değerlendirme raporu hazırlanmasını talep etmektedir. Bu çerçevede, tarafımızca Akfen Holding Yönetimi'nin isteği üzerine ilgili düzenleme kapsamında bir değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Değerleme tarihi olarak 31 Aralık 2015 ("**Değerleme Tarihi**") seçilmiştir. Şirket'in en son açıklanan SPK tarafından kabul edilen muhasebe ve raporlama ilkelerine uygun olarak hazırlanan 30 Eylül 2015 tarihine aittir ancak yapılan değerlendirme çalışmasında Holding Yönetimi'nin Şirketler'den aldığı 31.12.2015 itibarıyla gerçekleşen ancak kesinleşmemiş finansal borç, nakit, sermaye kalemleri, ciro ve FAVÖK değerleri göz önünde bulundurulmuştur.

Yapılan değerlendirme çalışmasında Uluslararası Değerleme Standartları'nca genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden uygun olanları tercih edilmiştir. Bu doğrultuda Akfen Holding bünyesinde bulunan Şirketler'in her birinin değerlemesinde kullanılan yöntemler aşağıda bulunmaktadır:

a) Gelir Yaklaşımı

- i. İndirgenmiş Nakit Akımı ("**İNA**") yöntemi, bir şirketin gelecek için öngörülen net nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile değerlendirme tarihine indirgenmesi esasına dayanır.
- ii. İNA çalışmasında, Holding'in bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ("**Şirketler**") için 1 Ocak 2016 tarihinden itibaren ilgili imtiyaz hakkı döneminin sonuna kadar Holding yönetimi tarafından iç değerlendirme yapılması amacıyla veya daha önce yapılan bir hisse satış işlemi (örn: Akfen Yenilenebilir Enerji) varsa bu işleme baz teşkil etmek üzere hazırlanan ve tarafımıza sunulan iş planı ve nakit akım tahminleri esas alınmıştır.

b) Piyasa Yaklaşımı

Piyasa yaklaşımında bir şirketin değeri benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerin ve benzer işlemlerin değerlendirme çarpanları kullanılarak bulunmaktadır.

Benzer Şirketler Piyasa Çarpanı Yöntemi ("**PÇ**")

- i. Şirketler'in her birinin faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer halka açık şirketlerin işlem gördükleri Şirket Değeri / FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Benzer Şirketler Piyasa Çarpanı Yöntemi hesaplamasında 2015 yılı için gerçekleşen ancak kesinleşmemiş FAVÖK değerleri baz alınmıştır. 2015 FAVÖK'ünün anlamlı olmadığı durumlarda ise ilk tam yıl operasyonuna baz FAVÖK 2015 yılına indirgenmiştir.

Benzer İşlemler Çarpanı Yöntemi ("**İÇ**")

- i. Şirketler'in her birinin faaliyet gösterdiği sektörlerdeki daha önce gerçekleşmiş hisse satış işlemlerinde baz alınan Şirket Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Benzer Şirketler Piyasa Çarpanı Yönteminde olduğu gibi burada da 2015 yılı için gerçekleşen ancak kesinleşmemiş FAVÖK değerleri baz alınmıştır. 2015 FAVÖK'ünün anlamlı olmadığı durumlarda ise ilk tam yıl operasyonuna baz FAVÖK 2015 yılına indirgenmiştir.

c) Önceki Satın Alım İşlemi ("**SA**")

Şirketlerden herhangi birinde son 12 ay içinde herhangi bir hisse satış işlemi gerçekleşmişse, bu işleme baz sermaye değeri ek bir değerlendirme parametresi olarak dikkate alınmıştır.

d) Piyasa Değeri Yöntemi ("PD")

Şirketlerden herhangi biri Borsa İstanbul'da işlem görmekte ise, borsada 25.01.2016 tarihi ("**Piyasa Verileri Güncelleme Tarihi**") dahil olmak üzere önceki 7 gün içerisinde oluşan günlük düzeltilmiş ağırlıklı ortalama hisse fiyatlarının aritmetik ortalaması alınıp, hisse adediyle çarpılarak Piyasa Değeri belirlenmiştir.

e) Özkaynak Defter Değeri Yöntemi ("ÖDD")

Tüm Şirketler için bir değerlendirme parametresi olarak gösterilmekle birlikte sadece TAV Yatırım Holding A.Ş., PSA Akfen Liman İşletmeciliği Yönetim Danışmanlığı A.Ş., Akfenres Rüzgar Enerjisi Yatırımları A.Ş. ve Akfen Enerji Dağıtım ve Ticaret A.Ş. için değer hesabında göz önünde bulundurulmuştur.

Bu yöntemler sonucu bulunan Şirketler'e ait her bir sermaye değeri Holding'in ilgili şirketteki hisse oranıyla çarpılıp Holding seviyesindeki net borcun ve indirgenmiş genel yönetim giderlerin düşülmesi ve holding iskontosu uygulanmasını takiben Akfen Holding'e ait sermaye değerine ulaşılmıştır ("**Holding Net Varlık Değeri**" veya "**NVD**").

Holding Net Varlık Değerlemesi'ne ek olarak Holding seviyesinde indirgenmiş temettü değerlemesi ("**İndirgenmiş Temettü Değerlemesi**" veya "**İTD**") çalışması yapılmıştır. Bu değerlendirme çalışmasında, her iki yöntemin işaret ettiği değer aralığı Akfen Holding'in güncel değerlendirme seviyesini yansıtmaktadır.

Yapılan değerlendirme çalışması bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2013, 31 Aralık 2014, ve SPK tarafından kabul edilen muhasebe ve raporlama ilkelerine uygun olarak hazırlanan 30 Eylül 2015 tarihli mali tabloları, Holding Yönetimi tarafından sağlanan 31 Aralık 2015 tarihi itibarıyla gerçekleşmiş ancak kesinleşmemiş net finansal borç, nakit ve ilişkili şirket alacak / borçları ve Holding Yönetimi tarafından 31 Aralık 2015 itibaren imtiyaz süresi sonunu kapsayacak şekilde hazırlanmış iş planları ile Holding Yönetimi tarafından sağlanan diğer finansal ve operasyonel göstergelere dayanmaktadır. Giriş bölümünde belirtildiği üzere Holding giderlerinin dağıtımına konu kısmı ilgili şirketlere yansıtılmış, bu yansıtımdan sadece Akfen HES etkilenmiştir, diğer dağıtımına konu giderler değerlendirme kapsamı dışında kalmıştır. Burada ayrıca AİY değerlemesi sermayedeki pay oranları, azınlık ve likidite iskontoları dikkate alınarak DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. (Deloitte)'nin 17 Şubat 2017 tarihli değerlendirme raporuna göre revize edilmiştir.

Değerleme çalışmasının dayandığı mali tablolar ve iş planları üzerinde tarafımızca herhangi bir denetim yapılmamıştır. Bu doğrultuda Holding ve Şirketler'in finansal verilerinin faaliyet sonuçlarını ve finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Geleceğe yönelik yapılan tahminlerin hiçbirini için tarafımızdan güvence verilmemektedir.

Değerleme Özeti

Yapılan değerlendirme çalışması sonucunda Akfen Holding'in Net Varlık Değeri ve İndirgenmiş Temettü Değerlemesi Yöntemlerine göre hesaplanan piyasa değeri **TRY3.254 m**'dur. Bu durumda 1 TRY nominal değerdeki hisseye isabet eden hisse başına değer **TRY13,1692** olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme metodu	Birim	Sermaye değeri	Ağırlık	Ağırlıklı sermaye değeri
Net varlık değerlendirme	TRY m	3,505	%70.0	2,453
İndirgenmiş temettü değerlendirme	TRY m	2,668	%30.0	801
Özkaynak defter değeri ⁽¹⁾	TRY m	1,179	%0.0	--
Şirketin sermaye değeri	TRY m		%100.0	3,254
Toplam hisse adedi ⁽²⁾	m			247.1
Hisse başına fiyat	TRY			13.1692

(1) Akfen Holding için özkaynak defter değeri vergi usul kanuna baz gerçekleştirilmiş ancak kesinleşmemiş 2015 yıl sonu rakamını yansıtmaktadır.

(2) Geri alım programı kapsamında alınmış olan hazine hisselerinin (14.819.314 adet) itfası için 17.11.2015 tarihinde Akfen Holding SPK başvurusunda bulunmuş ve bu hisselerin itfası 20.01.2016 tarihinde Akfen Holding Olağanüstü Genel Kurulu'nda onaylanmıştır. Bu sebeple, bu değerlendirme raporunda Akfen Holding'in toplam hisse adedi ilgili hazine hisselerinin itfası sonrası 247.080.686 adet olarak dikkate alınmıştır.