



Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Eylül 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Margün Enerji" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Metro Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	22-23 Eylül 2021
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	28-29 Eylül 2021 (Tahmini)
Hisse Kodu / Pazar	MAREN / Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	24,39%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	310.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	410.000.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	8,30 TL
Arz Edilecek Paylar	100.000.000 TL - Toplam 100.000.000 TL - Sermaye Artırımı Ortak Satışı Yok
Ek Satış	Yoktur
Halka Arz Büyüklüğü	830.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	3.430.000.000 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisat	Yoktur
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Taahhütler	Şirket paylarının tamamına sahip olan ortak Esenboğa Elektrik 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmamayı ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmamayı taahhüt etmiştir.

Şirket Bilgileri

Şirket, Margün Enerji Sanayi ve Ticaret Limited Şirket unvanı ve toplam 25.000 TL sermaye ile 25.11.2014 tarihinde ticaret siciline tescil edilmiştir. İlgili tescil 03.12.2014 tarih ve 8707 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi (TTSG)'nde ilan edilmiştir.

Şirket'in faaliyet konusu esas sözleşmesinin 3'üncü maddesinde; "*Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve veya kapasitesinin müşterilere satışı ile iştigal eder*" olarak tanımlanmakta ve şirket fiili olarak da bu konu ile iştigal etmektedir.

Margün Enerji; enerji sektöründe faaliyet gösteren, müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir elektrik enerjisi üretim tesisi kurulumu yapan EPC şirkettir. Şirket, başta elektrik enerjisi üretimi olmak üzere, enerji piyasasında faaliyet gösteren tesis ve işletmeler kurmak, mevcut veya kurulacak tesis, kişi ve işletmelere ortak olmak amacıyla kurulmuştur. Şirketin amaç ve konusu esas sözleşmesinin 3'üncü maddesinde özetle "*Şirket, Güneş (G.E.S.), Su (H.E.S.), Jeotermal (LES.) ve Rüzgar (R.E.S.) ve elektrik enerjisi üretimi başta olmak üzere enerji tesislerinin kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve veya kapasitesinin müşterilere satışı ile iştigal eder.*" şeklinde belirtilmektedir. Şirket fiili olarak yurtiçinde kendi adına, yurtdışında ise müşterileri adına İtalya'da, sıfırdan proje geliştirmekte ve anahtar teslim olarak güneş enerjisi santralleri kurmaktadır.

Şirket bu bağlamda 2020 yılında İtalya'da gerçekleştirmek üzere 2 det proje için sözleşme imzalamış ve 2021 yılında bu projelerin arazi geliştirme, teknik inceleme proje çalışmaları tamamlanmış olup lisanslama için İtalyan şebeke operatörlerine resmi başvurular yapılmıştır. Şirket ayrıca İspanya, Almanya, İngiltere, Hollanda ve Fransa gibi batı Avrupa ülkeleri ile Amerika, Kanada ve Avustralya'da da sıfırdan proje geliştirmek ve anahtar teslim olarak güneş enerji santralleri kurmak adına pazar araştırmaları ve proje alanları çalışmaları başlatmıştır.

Bu bağlamda şirketin faaliyetleri, aşağıdaki giriş sonrasında iki ana başlık altında açıklanmıştır.

- **Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği - EPC (Taahhüt)**

Şirket' in bu kapsamda müşterilerine sunduğu hizmetler şu şekildedir.

- Yer seçimi ve lisans alım hizmetleri,
- Proje geliştirme ve mühendislik hizmetleri,
- İdari ve teknik fizibilitenin yapılarak saha üzerinde kısıtlayıcı bir engel bulunmadığının anlaşılması,
- Belirlenen sahanın kullanım hakkı sözleşmelerinin yapılması, arazi kira/satın alma sözleşmesinin imzalanması, arazi edinimi hizmetleri,
- Çevresel ve bölgesel kısıtlamaların değerlendirilmesi,
- ÇED idari teknik dokümantasyonun detaylandırılması,
- ÇED başvurusunun teslimi, süreç yönetimi,
- ÇED onayının tamamlanması,
- Meteorolojik ölçüm hizmetleri,
- Santral bileşenlerinin temini,
- Anahtar teslimi yenilenebilir enerjisi santrali kurulum (EPC) hizmetleri,
- İletim ve dağıtım şebekeleri mühendislik ve taahhüt hizmetleri,
- Şebeke bağlantısı hizmetleri,
- Proje finansmanı bulunması,

- **Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi**

Yenilenebilir enerjinin, özellikle güneş enerjisinin zamanla çoğu geleneksel enerji kaynağının yerini alabileceğini düşünen Margün Enerji, yaşanabilir çevre için güneş enerjisine yatırım yapmaktadır. Şirket 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Nevşehir, Eskişehir bölgesinde toplamda 22,35 MWp gücünde GES alımı yapmıştır. 2020 yılının son çeyreğinde ise, Afyon ilinde 12,27 MWp ve Ankara ilinde toplam 10,29 MWp gücünde GES alımı yapmıştır. 2021 yılının ilk çeyreğinde Ankara ilinde kurulu olan 11,44 MWp kurulu güce sahip GES satın alarak mevcut kapasitesini 56,35 MWp gücüne çıkarmış ve sektörde büyümeye devam etmiştir. Şirket en son olarak da 12.03.2021 tarihinde, Konya, Antalya, Ankara, Eskişehir, Adana ve Muğla illerinde 61,68 MWp GES alımı yaparak mevcut kapasitesini 118,03 MWp gücüne çıkarmıştır.

Bu santraller 2019, 2020 ve 2021 yıllarında Şirket bünyesine katılmış olup, aralarında 2015, 2016, 2017, 2018, 2019 ve 2020 yılında elektrik üretimine başlayan santraller bulunmaktadır. Şirket tüm bu faaliyetlerini 65 adet personel ile yürütmektedir. Şirket merkezi Ankara'da bulunmaktadır. Elektrik üretim santralleri ise Yozgat, Eskişehir, Afyon, Nevşehir, Konya, Antalya, Ankara ve Muğla illerinde bulunmaktadır.

Şirket, sermayesinin tamamı kendisine ait olan bağlı ortaklıklarına ait çağrı mektuplarına istinaden lisanslı ve lisanssız olarak üretim yapmaktadır.

GES ler için kurulu güç kavramı DC (Doğru Akım) cinsinden ifade edilmekte olup, İhraççı 'nın GES'nin kurulu gücü 118,03 MWp dir. Ancak doğru akım elektrik, tüketimde kullanılamamakta ve transformatörler vasıtasıyla şebekeye verilecek elektrik cinsi olan AC (Alternatif Akım) formuna dönüştürülmek zorundadır. İhraççı'nın GES santrallerinin dönüştürülmüş kullanılabilir elektrik AC çıkış gücü toplamı ise 100,48 MWac seviyesindedir.

Ortaklık Yapısı

Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi						
Ortağın; Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı					
	Son Genel Kurul Toplantısı (04/06/2021)			Son Durum (19/08/2021)		
	(TL)	Sermaye Payı(%)	Oy Hakkı	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı
Esenboğa Elektrik	310.000.000	100	100	310.000.000	100	100
TOPLAM	310.000.000	100	100	310.000.000	100	100

Şirket'in %100 oranındaki payları Esenboğa Elektrik'e aittir. Esenboğa Elektrik'in ise %62,50'si Naturel Enerji'ye ait kalan %37,50'si halka açıktır. Naturel Enerji'nin ise %63,64'ü Yusuf Şenel' e aittir.

Halka Arzın Gerekçesi ve Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Yönetim Kurulu'nun 07.06.2021 tarihinde aldığı 2021/38 sayılı kararı ile, sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin %20-25'inin finansal ve diğer borçların ödenmesinde kullanılması planlanmaktadır.

Gelirin %30-50' sinin başta Türkiye olmak üzere İtalya, İspanya, Almanya, Hollanda ve Fransa gibi Batı Avrupa ülkeleri ile Amerika, Kanada ve Avustralya'da yenilenebilir enerji sektöründeki (Rüzgar, Güneş, Jeotermal, Hidro, Biokütle) yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilerek yatırım yapılması ve yenilenebilir enerji santrali satın alınmasında kullanılması planlanmaktadır. Bu tutar gerektiğinde halka arzdan beklenen net gelirin %75-80'ine kadar artırılabilir.

Geriye kalan tutarın, ise Şirket'in yurt içi ve yurt dışı faaliyetlerinde rekabet gücünü artırılabilme için işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır.

FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık ve 2021 6 aylık bağımsız denetimden geçmiş karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

(TL)	01.01.- 30.06.2021	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2018
Dönen Varlıklar	118.964.426	137.405.742	23.129.662	2.870.609
Nakit ve nakit benzerleri	24.149.778	97.556.019	17.130.879	90.980
Ticari Alacaklar	25.422.332	7.158.200	4.463.376	1.403.098
Diğer Alacaklar	230.988	2.257.632	551.130	275.749
Stoklar	1.008.495	1.893.332		
Peşin Ödenmiş Giderler	11.913.180	10.314	93.505	142.650
Diğer Dönen Varlıklar	56.120.313	28.502.735	886.805	958.132
Duran Varlıklar	2.376.390.233	968.916.326	472.346.185	201.966.393
Maddi Duran Varlıklar	2.376.238.013	967.102.017	470.460.205	198.614.623
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		1600.000	1.425.000	1425.000
Aktif Toplamı	2.495.354.659	1.106.322.068	495.475.847	204.837.002
Kısa Vadeli Yükümlülükler	343.215.347	194.014.133	120.565.681	58.037.148
Kısa Vadeli Borçlanmalar	159.756.365	81.087.560	32.861.933	14.062.767
Ticari Borçlar	1.985.831	102.004.459	75.452.933	26.457.724
-İlişkili Taraflara Borçlar		101.487.407		24.532.442
-İlişkili olmayan taraflara borçlar	1.985.831	517.052	75.452.933	1.925.282
Diğer Borçlar	163.762.566	1.601.551	11.685.042	17.505.070
Ertelenmiş Gelirler	10.138.619	8.953.890		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7.082.593	335.138	514.140	10.997
Uzun Vadeli Yükümlülükler	654.945.240	445.304.279	192.719.987	88.538.345
Finansal Borçlar	650.367.139	309.723.931	141.965.670	67.951.557
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4.557.056	135.573.326	50.754.317	20.586.788
Özkaynaklar	1.497.194.072	467.003.656	182.190.179	58.261.509
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.497.194.072	467.003.656	182.190.179	58.261.509
Azınlık Payları				
Ödenmiş Sermaye	310.000.000	40.000.000	18.100.000	50.000
Geçmiş Yıl Kar/Zarar	(239.968.912)	73.406.890	7.825.410	(14.831)
Net Dönem Karı/Zararı	679.240.891	77.038.667	65.581.480	7.793.225

(TL)	01.01. 30.062021	01.01. 30.062020	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2018
Hasılat	95.172.975	34.295.747	89.178.460	23.761.946	14.074.373
Satışların maliyeti (-)	(35.049.486)	(6.934.837)	(23.442.299)	(20.771.745)	(5.345.159)
Brüt kar/zarar	60.123.489	27.360.910	65.736.161	2.990.201	8.729.214
Genel yönetim giderleri (-)	(2.808.917)	(831.249)	(1.721.373)	(652.334)	(175,221)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)		(24.485)			
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	62.953.465	480.250	933.527	66.643	1.325.003
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(14.890.740)	(3.577.279)	(4.660.085)	(253.252)	(188.968)
Esas faaliyet karı/zararı	105.377.297	23.408.147	60.288.230	2.151.258	9.690.028
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	653.519.790	10.993.966	85.587.633	80.835.790	
Finansman geliri (gideri) öncesi faali et kan zararı	758.897.087	34.402.113	145.875.863	82.987.048	9.690.028
Finansman gelirleri	21973.254	898.027	11.606.003	632.950	10.446.779
Finansman giderleri (-)	(1 19.455.248)	(38.900.644)	(88.416.604)	(22.532.472)	(9.180.637)
Vergi öncesi karı (zararı)	661.415.093	(3.600.504)	69.065.262	61.087.526	10.956.170
Dönem vergi (gideri) geliri			(20.902)		
Ertelenmiş vergi (gideri) geliri	17.825.798	669.670	7.994.307	4.493.954	(3.162.945)
Dönem karı/zararı	679.240.891	(2.930.834)	77.038.667	65.581.480	7.793.225
Dönem karının/zararının dağılımı	679.240.891	(2.930.834)	77.038.667	65.581.480	7.793.225
Azınlık payları					
Ana ortaklık payları	679.240.891	(2.930.834)	77.038.667	65.581.480	7.793.225
Pay başına kazanç/kayıp	2,19	(0,16)	1,93	3,620	155,86

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi kullanılmıştır. Değerlemede İNA Yöntemi %25 ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemine %75 ağırlık verilerek Şirket için piyasa değeri belirlenmiştir. Piyasa Çarpanları Analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt içi benzer şirketler ve Yurt dışı benzer Şirketler Margün Enerji'nin faaliyet konusu ile ilgili olduğu için değerlendirilmesinde çalışmasına dahil edilmiştir.

Değerlemede baz alınan Yurtiçi Benzer şirketlerinin 18.08.2021 tarihi itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir. Bu Şirketlerin seçiminde, Margün Enerji'ye benzer şekilde enerji üretimini ağırlıklı olarak Yenilenebilir Kaynaklar üzerinden sağlayan şirketler olmaları dikkate alınmıştır.

- Yurt içi Benzer Şirketler

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK
AKSUE	42,13	33,22
AYEN	1,39	9,51
BIOEN	6,63	440,42
ESEN	1,4	19,37
GWIND	2,39	129,90
KARYE	1,65	12,81
NATEN	1,16	22,33
PAMEL	15,05	250,60
ZOREN	2,17	10,17
Ortalama	2,40	17,9
Şirket Değeri	3.592.175.691	2.043.266.186
Ortalama Şirket Değeri	2.817.720.938	

- Ortalama alınırken üstü çizili uç değerler hesaplama dahil edilmemiştir.
- Şirket değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplama dahil edilmiştir.
- İki çarpanın verdiği sonuç eşit ağırlıklandırılmıştır.

- Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK
Neoen SA.	2,93	24,79
Azure Power Global Limited	0,04	8,59
Innergex Renewable Energy Inc.	5,15	17,34
EnBW Enegie Baden-Württemberg AG	5,01	14,27
Eongy	3,71	7,97
Solaria Energia y Medio Ambiente, S.A.	9,42	51,31
Solarpack Corporacion Tecnologica, SA.	5,27	20,45
Canadian Solar CSIQ	1,17	9,9
Enphase Energy ENPH	37,51	78,21
First Solar FSLR	1,71	11,41
JinkoSolar Holding JKS	0,17	9,48
Sunova Energy International NOVA	3,36	148,98
SolarEdge Technologies SEDG	11,64	75,74
ReneSola Ltd SOL	0,99	141,03
SPI Energy SPI	2,29	40,02
SunPower Corporation SPWR	8,01	91,2
Ortalama*	4,37	32,91
Şirket Değeri	6.537.293.753	4.414.692.745
Ortalama Şirket Değeri	5.475.993.249	

- Ortalama alınırken üslü çizili uç değerler hesaplamaaya dahil edilmemiştir.
- Şirket değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaaya dahil edilmiştir.
- İki çarpanın verdiği sonuç eşit ağırlıklandırılmıştır.
-

Margün Enerji için Yurtiçi Benzer Şirketler ve Yurtdışı Benzer Şirketlerin yukarıda verilen rasyoları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler	2.817.720.938
Yurtdışı Benzer Şirketler	5.475.993.249
Ortalama Şirket Değeri*	4.146.857.094

*Yurtiçi ve Yurtdışı eşit ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

Margün Enerji' nin özellikle Enerji Müteahhitliği taahhüt faaliyeti gelirlerinin makro ekonomi şartlarına da bağlı olarak dalgalı seyretme potansiyeli nedeniyle bu alanda geleceğe dönük projeksiyonlar yapılması zor olup değerlemenin sağlığını olumsuz yönde etkileyebilecektir. Öte yandan Şirket'in elektrik üretim faaliyeti gelirleri daha öngörülebilir bir görünüm sergilemektedir. Bu nedenle, Şirket 2020 yılında toplamda 57 milyon Euro'luk bedelin üzerinde iki adet müteahhitlik sözleşmesi imzalamasına rağmen, nihai lisans izni süreci devam ettiği için ve henüz pandemi etkisiyle de santral inşaatlarının başlamamış olması nedeniyle değerlemede muhafazakâr davranmak adına Şirket'in sadece elektrik üretim faaliyetlerinin değerlendirilmesi ve müteahhitlik tarafı hiç yokmuş gibi yaklaşılması uygun görülmüştür.

"Müteahhitlik Geliri hariç" ve "Müteahhitlik Geliri dahil" olmak üzere iki İNA çalışmasına da yer verilmiş, nihai değerlemede muhafazakâr davranmak adına "Müteahhitlik Geliri dahil" olan İNA çalışmasına %0 ağırlık verilerek değerlendirme harici tutulmuştur.

Varsayımlar

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi"ne göre yapılan değerlemede kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

1) Şirket'in elektrik üretim ve müteahhitlik gelirleri döviz cinsinden olduğu için, projeksiyonlar ABD Doları üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler ABD Doları cinsindedir.

2) İndirgenmiş Nakit Akımı analizinde Şirket'in müteahhitlik faaliyeti için 5 yıllık projeksiyon yapılırken, sonrasında %3 lük terminal değer üzerinden Şirket değeri hesaplanmıştır. Elektrik üretim faaliyeti için ise santrallerin lisans sürelerinin 49 yıl olduğu göz önüne alınmış ve her bir santralin Yekdem başlangıç süreleri dikkate alınarak 49 yıllık projeksiyon dönemi uygulanmış, sonrasında terminal değer hesaplanmamıştır. Öte yandan 2 Kasım 2013 tarihli 28809 sayılı resmi gazetede yayınlanan, Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği Madde 25 çerçevesinde lisanslar, lisans sahibinin talebi üzerine lisans süresinin bitiminden başlamak üzere ve Kanunda öngörülen asgari süreler gözetilmek suretiyle her defasında en fazla 49 yıl için yenilenebilmektedir. Ancak yine de bu hak dikkate alınmamış ve 49 yıllık lisans süresi bitiminde şirketin sona ereceği varsayılmıştır. Bunun yanında santrallerin tahmini hurda bedelleri değerlemeye dahil edilmiştir.

3) Söz konusu dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplanırken, Şirket'in serbest nakit akımlarını öncelikle finansal borçların ödemesinde kullanacağı öngörüsüyle borçlanma oranının yıllar içinde azalacağı hesaplanmıştır.

4) Margün Enerji'nin bünyesinde bulunan 11 adet şirket yukarıda belirttiğimiz 5346 sayılı Kanun, 6094 sayılı Kanun, 18 Kasım 2013 tarihli Bakanlar Kurulu Kararı ile yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı üretim faaliyeti gösteren tesisler çerçevesinde projelendirilmiş, inşa edilmiş, kabulü yapılmış ve işletilmektedir. Bu santrallerin geçici kabul tarihinden itibaren 10 yıl boyunca ürettiği elektrik 13,3 dolarcent/kWh fiyatla sisteme satılacaktır. Bu sürenin sonrasında elektrik satış fiyatının piyasa koşullarında 9 dolarcent/kWh olacağı öngörülmüştür.

Şirket'in Müteahhitlik Geliri faaliyetleri için yapılan hesaplamalarda Risksiz faiz oranı olarak Türkiye'nin 5 yıllık Eurobond faizi olan % 5,15 oranının kullanılması uygun görülmüştür. Şirket'in Elektrik üretim faaliyetleri için yapılan hesaplamalarda ise Risksiz faiz oranı olarak Türkiye'nin 25 yıllık Eurobond faizi olan % 6,99 oranının kullanılması uygun görülmüş ve bu oranın ilk 5 yıl sabit kalacağı sonrasında yıllar içerisinde kademeli olarak gerileyeceği öngörülmüştür.

Türkiye Eurobond'larının hali hazırda piyasa risk primini de içerdiği görüşüyle sadece 0,25 puan ilave piyasa risk primi kullanılması uygun görülmüştür. Beta "1" kabul edilmiştir. Kurumlar vergisi oranı 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23 ve 2023 ve sonrası için %20 kullanılmıştır.

Sermaye Maliyeti, Elektrik üretim faaliyeti için 7,24, Müteahhitlik faaliyeti için 5,40 olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi Sonucu

İNA Sonucu - Elektrik Üretimi	
Firma Değeri (USD)	228,852,996
Santrallerin Hurda Değeri (USD)	31,325,508
Net Borç (USD)	90,546,839
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer (USD)	169,631,665
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer (TL)	1,449,027,612
Tahmini Birim Pay Değeri	4,67

SONUÇ

	Ağırlık	Şirket Değeri TL	Hisse Başına Değer TL
Piyasa Çarpanları Yöntemi	75%	4,146,857,094	13,68
Gelir Yaklaşımı Yöntemi			
Müteahhitlik Geliri Hariç İNA	25%	1,449,027,612	4,67
Müteahhitlik Geliri Dahil İNA	0%	-3,861,865,197	12,17
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		3,472,399,723	11,2
Halka Arz İskontosu		25.9%	
Halka Arz Şirket Değeri		2,573,048,195	8,30

Margün Enerji' nin özellikle Enerji Müteahhitliği taahhüt faaliyeti gelirlerinin makro ekonomi şartlarına da bağlı olarak dalgalı seyretme potansiyeli nedeniyle bu alanda geleceğe dönük projeksiyonlar yapılması çok zor olarak değerlendirilip değerlemenin sağlığını olumsuz yönde etkileyebileceği düşünülmüştür.

Ayrıca Şirket 2020 yılında toplamda 57 milyon Euro 'lük bedelin üzerinde iki adet müteahhitlik sözleşmesi imzalamasına rağmen, halen nihai lisans süreci devam etmekte olup santrallerin inşaatına henüz başlanmadığı için değerlemede muhafazakâr davranmak adına Şirket'in sadece elektrik üretim faaliyetlerin değerlendirilmiş ve müteahhitlik tarafı hiç yokmuş gibi yaklaşmıştır.

Şirket'in elektrik üretim faaliyeti gelirleri daha öngörülebilir bir görünüm sergilemesinden ötürü Piyasa Çarpanları Yöntemi %75, Müteahhitlik Geliri Hariç İNA yöntemi %25 oranında ağırlıklandırılmış ve muhafazakarlık adına Müteahhitlik Geliri Dahil İNA yöntemine %0 oranında ağırlık verilerek değerlendirme harici tutulmuştur.

Sonuç olarak Margün Enerji için yapılan değerlendirme çalışması neticesinde Şirket değeri 3.472.399.723 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 310.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 11,20 TL'ye karşılık gelmektedir. Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine % 25,9 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 8,30 TL olarak belirlenmiştir.

GÖRÜŞ

- Margün Enerji için Metro Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında Margün Enerji için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Piyasa çarpanları analizinde ortalama değerler yerine medyan değerlerin kullanılmasının daha uygun olacağını düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları analizinde yurt dışı benzer şirketlerin seçiminde değerlendirme yapılan şirketle arasındaki ölçek farklılıkları olup olmadığına ilişkin bir çalışmanın gösterilmemiş olmasını eksiklik olarak değerlendiriyoruz.
- Piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanının hesaplanmasında kullanılan FAVÖK değeri için esas faaliyetlerden diğer gelir/giderlerin hariç bırakılmadığı görülmektedir. Daha rafine bir FAVÖK değeri için böyle bir hesaplama yapılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları analizinde yurt içi ile yurt dışı benzerler ile hesaplanan şirket değerleri arasında belirgin fark olması nedeniyle uygulanan eşit ağırlık yerine düşük değer veren tarafa daha yüksek ağırlık verilmesinin daha uygun olacağını düşünüyoruz.
- Şirketin değerlemesinde kullanılan İNA yönteminde Dolar bazlı risksiz getiri oranı 2021 yılı ve sonraki 4 yıl için %6.99 olarak kullanılırken sonraki yıllarda kademeli olarak düşürüldüğü görülmektedir. Risksiz getiri oranı sabit bırakılsaydı İNA'nın farklı sonuç vereceği ayrıca değerlendirilmelidir.
- Değerleme raporunun 19.sayfasında piyasa çarpanları için 18.08.2021 tarihli rasyoların baz alındığı belirtilirken 23.sayfada 04.06.2021 tarihli değerlere göre hesaplanan rasyolar ifadesi geçmektedir.
- 26.sayfada ise Şirket'in net finansal borçluluk durumu için 30.06.2019 tarihi yazıldığı görülmektedir.
- Enerji Müteahhitliği taahhüt faaliyeti gelirlerinin makro ekonomi şartlarına da bağlı olarak dalgalı seyretme potansiyeli nedeniyle bu alanda geleceğe dönük projeksiyonlar yapılması çok zor olarak değerlendirilip değerlendirilmesinin sağlığını olumsuz yönde etkileyebileceği düşünülerek değerlendirme dışıdırna bırakılmasını makul karşıyoruz.
- İNA ile Piyasa Çarpanları Analizine verilen %25 - %75 ağırlık yerine %50-%50 ağırlık verilmesinin (hatta yüksek değer veren tarafa daha yüksek oran ile muhafazakar yaklaşım) daha uygun olacağını düşünüyoruz.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %25.9 iskonto oranı uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 8,30 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.