

MARGÜN ENERJİ ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

**22.09.2021**

Raporun sonunda çekince kısmı bulunmaktadır.

1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Borsa Kodu	MAREN
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	22- 23 Eylül 2021
Nominal Halka Arz Miktarı	100.000.000 TL Sermaye Artırımı
Pay Başına Hisse Fiyatı	8,30 TL
Halka Açıklık Oranı	24,39%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	310.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	410.000.000 TL

Kaynak: Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş Fiyat Tespit Raporu

1.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in ortaklık yapısı aşağıda verilmektedir.

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	Sermaye Payı %	TL	Sermaye Payı %
Esenboğa Elektrik	310.000.000	100,00	310.000.000	75,61
Halka Açık Kısım	-	-	100.000.000	24,39
TOPLAM	310.000.000	100,00	410.000.000	100,00

Kaynak: Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş Fiyat Tespit Raporu

2) Şirket Hakkında Özet Bilgiler

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

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 (J.E.S.), 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 iştirak 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.

Bu bağlamda şirketin faaliyetleri iki başlık altında açıklanmıştır.

- Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği- EPC (Taahhüt)
- Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi

2.1 Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı

Margün Enerji, enerji sektöründe fırsatlar oluştuğu görüşüyle, hem bu yeni yatırım fırsatlarını değerlendirmek, hem de finansal yapısını güçlendirmek için halka arz kararı almıştır. Şirket, 29/06/2021 Tarih ve 2021/40 no'lu Yönetim Kurulu Kararı ile; Margün Enerji'nin planlanan halka arzı, sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecektir. 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 Avusturalya'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 artırılabilmek için işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır.

3) Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

Şirket'in piyasa değeri hesaplanırken "Çarpan Analizi" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" (İNA) yöntemleri kullanılmıştır. Çarpan analizi %75, İNA %25 ağırlıklandırılarak nihai piyasa değeri bulunmuştur.

3.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt İçi Benzer Şirketler

Değerlemede baz alınan yurt içi benzer şirketlerin 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.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK
AKSUE	---	33,22
AYEN	1,39	9,51
BIOEN	6,63	---
ESEN	1,40	19,37
GWIND	2,39	---
KARYE	1,65	12,81
NATEN	1,16	22,33
PAMEL	---	---
ZOREN	2,17	10,17
Ortalama*	2,40	17,90
Şirket Değeri	3.592.175.391	2.043.266.186
Ortalama Şirket Değeri***	2.817.720.938	

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Değerlemede baz alınan yurt dışı benzer şirketlerinin 18.08.2021 tarihi itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK
Neoen S.A	---	24,79
Azure Power Global Limited	0,04	8,59
Innergex Renewable Energy Inc	5,15	---
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	5,01	14,27
Eongy	3,71	---
Solaria Energia y Medio Ambiente, S.A.	9,42	51,31
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	5,27	20,45
Canadian Solar CSIQ	---	---
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	

Her iki tabloda da;

*Ortalama alınırken üstü çizili uç değerler hesaplama dahil edilmemiştir.

**Şirket değeri hesaplanırken Şirket'in net borçluluk durumu hesaplama dahil edilmiştir.

**İki çarpanın verdiği sonuç eşit ağırlıklandırılmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu

Karşılaştırmalı 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.

3.2. İndirgenmiş Nakit Akımı

Şirket'in müteahhitlik faaliyetleri için 5 yıllık projeksiyon yapılırken, sonsuz büyüme oranı olarak %3 alınmıştır. 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, ayrıca sonsuz büyüme değeri hesaplanmamıştır. Müteahhitlik faaliyetlerinin ekonomik koşullara göre dalgalı bir seyir izleme potansiyeli olması sebebiyle bu faaliyetler nihai değerlemeye katılmamıştır. Aşağıdaki parametreler elektrik faaliyetlerine ilişkin parametrelerdir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	
Risksiz Getiri Oranı (25 yıllık Eurobond)	6,99%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	0,25%
*Sermaye Maliyeti	7,24%
Borçlanma Maliyeti (USD bazlı)	4,92%
Vergi Oranı	%25, %23 ve %20
AOSM (2021)	5,99%

* İlk 5 (beş) yıl sonrasında risksiz faiz oranında öngörülen gerilemeye paralel olarak sermaye maliyetinin de kademeli olarak gerileyeceği öngörülmüştür. Buna göre projeksiyon dönemindeki her bir yıl için farklı AOSM hesaplanmıştır.

İNA Sonuçları	
Firma Değeri (USD)	228.852.996
Santrallerin Hurda Değeri (USD)	31.325.508
Net Borç (USD)	90.549.839
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer (USD)	169.631.665
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer (TL)	1.449.027.612
Tahmini Birim Pay Değeri (TL)	4,67

3.3. Değerleme Sonucu

Yapılan değerlemede İNA analizine %25, Çarpan analizine ise %75 ağırlık verilmiş ve şirketin piyasa değeri 3.472.399.724 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değere %25,90 iskonto uygulandıktan sonra şirketin halka arz öncesi piyasa değeri 2.573.048.195 TL olarak belirlenerek pay başına değer 8,30 TL olmuştur.

Değerleme Sonucu (TL)	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri (TL)
Elektrik Faaliyetleri İNA	1.449.027.612	0,25	362.256.903
Çarpan Analizi	4.146.857.094	0,75	3.110.142.821
Piyasa Değeri			3.472.399.724
Çıkarılmış Sermaye			310.000.000
Pay Başına İskonto			11,20
İskonto			25,90%
İskonto Sonrası Piyasa Değeri			2.573.048.195
İskonto Sonrası Pay Başına Değer			8,30

4) GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirmemiz,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulmuştur.
- Değerleme yöntemleri içerisinde Piyasa Çarpanları Yöntemine ek olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle nakit akımlarının ve diğer operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığını düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları yöntemine sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilmesinin daha uygun olacağını düşünmekteyiz. Bununla birlikte İNA'da Müteahhitlik Geliri Hariç olarak kullanılmasını makul olarak değerlendiriyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %25.9 iskonto oranı uygulanarak 8.30 TL pay başına fiyat hesaplanmış olup, uygulanan iskonto oranının mevcut mevduat faizleri ile karşılaştırıldığında uygun olduğunu düşünüyoruz.

22.09.2021

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak, İstanbul Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com
strateji@terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.